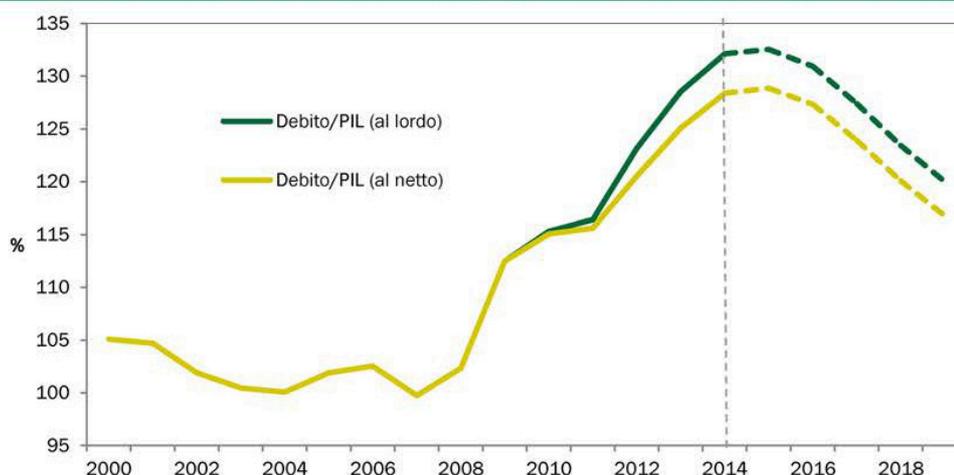


Il profilo programmatico del rapporto debito/PIL dà luogo pertanto dal 2014 al 2019 ad una riduzione cumulata di poco oltre i 12 punti percentuali che, considerate le ipotesi ampiamente prudenziali di crescita nominale sottostanti, prefigura un aggiustamento di dimensioni ragguardevoli.

Come in tutti i recenti documenti, i dati esposti illustrano anche l'andamento del debito al netto dei sostegni europei⁴⁰ e della provvista effettuata o da effettuarsi per la copertura degli stanziamenti per le anticipazioni di liquidità alle Amministrazioni locali al fine del pagamento dei debiti commerciali pregressi. Mentre con riferimento ai sostegni europei rispetto alla Nota di Aggiornamento del DEF 2014 non sono state introdotte variazioni significative dopo il 2014⁴¹, per i debiti commerciali pur non essendo mutato l'impegno complessivo stimato, che è nell'ordine di 2,7 punti percentuali di PIL, è stato modificato il suo profilo temporale, a causa dello slittamento previsto per alcune anticipazioni di liquidità dal 2014 al 2015, per un ammontare pari circa 0,3 punti percentuali di PIL.

FIGURA III.6: EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL (al lordo e al netto dei sostegni ai Paesi Euro)



III.7 LA REGOLA DEL DEBITO E GLI ALTRI FATTORI RILEVANTI

La regola del debito, introdotta nell'ordinamento europeo dal *Six Pack* e recepita a livello nazionale con la legge di attuazione del principio dell'equilibrio di bilancio in Costituzione (L. n. 243/2012), è entrata completamente a regime per l'Italia nel 2015, cioè al termine di un periodo triennale di transizione avviato con l'uscita dalla procedura per disavanzi eccessivi del 2012.

La regola prevede che, per assicurare la riduzione ad un ritmo adeguato del rapporto debito/PIL verso la soglia del 60 per cento, almeno uno dei seguenti criteri venga rispettato:

⁴⁰ Si fa riferimento al prestito bilaterale alla Grecia (*Greek Loan Facility - GLF*), alle quote di competenza dell'Italia del debito EFSF e del capitale di ESM.

⁴¹ Con il 2015 non sono più previsti nuovi esborsi a paesi europei in capo al veicolo EFSF.

- la parte di debito in eccesso rispetto al valore di riferimento del 60 per cento del PIL deve essere ridotta in media del 5 per cento nel corso dei tre anni antecedenti quello in corso (criterio di tipo *backward-looking*);
- l'eccesso di debito rispetto al primo *benchmark* sia attribuibile al ciclo economico (utilizzando un indicatore che esprime il rapporto debito/PIL che si sarebbe ottenuto se nei precedenti tre anni il numeratore venisse corretto per l'impatto del ciclo economico e il PIL nominale al denominatore fosse cresciuto allo stesso ritmo del prodotto potenziale);
- la correzione intervenga nei due anni successivi a quello di riferimento (criterio di tipo *forward-looking*).

Nel corso degli anni 2013-2015, ossia durante il cosiddetto periodo di transizione, per garantire che il rapporto debito/PIL potesse convergere senza strappi verso il più favorevole dei *benchmark* identificati sopra, la regola del debito richiedeva un aggiustamento fiscale lineare minimo espresso in termini strutturali (MLSA - *Minimum Linear Structural Adjustment*).

Sia nella fase transitoria sia a regime, in caso di deviazione dal sentiero di aggiustamento individuato sulla base della regola, la Commissione ha la facoltà di raccomandare al Consiglio Europeo l'apertura di una procedura per disavanzi eccessivi. Tuttavia, il Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, all'articolo 126(3), stabilisce anche che, nel caso di mancata osservanza della regola del debito, la Commissione elabori preliminarmente un rapporto ad hoc nel quale vengono riportati tutti i fattori rilevanti a spiegare la deviazione rispetto al *benchmark*.

In occasione della Nota di Aggiornamento al DEF 2014 e del *Draft Budgetary Plan* per il 2015, il Governo italiano ha deciso di realizzare, tra il 2014 e il 2015, uno sforzo fiscale volto a garantire la *compliance* con il braccio preventivo del Patto di Stabilità e la convergenza verso l'MTO, attraverso la riduzione dell'indebitamento netto strutturale per 0,3 punti percentuali di PIL. Lo sforzo fiscale ulteriore, necessario ad assicurare l'osservanza con la regola del debito nel 2015 e a colmare il gap con l'aggiustamento fiscale lineare minimo (MLSA - *Minimum Linear Structural Adjustment*), pari ad un aumento del saldo strutturale di 2,2 punti percentuali di PIL, è stato giudicato come non auspicabile né fattibile.

In un successivo documento⁴² inviato lo scorso febbraio alla Commissione, il Governo ha ulteriormente motivato la scelta di deviare dal percorso di convergenza verso il *benchmark* compatibile con la regola del debito nel 2015 adducendo i seguenti fattori rilevanti: 1) il perdurare degli effetti della crisi economica⁴³, visto che sia nel 2013 e nel 2014 l'Italia ha registrato una contrazione del tasso di crescita del PIL reale; 2) la necessità di evitare che l'eccessivo consolidamento fiscale richiesto ai fini dell'osservanza delle condizioni stabilite dalla regola peggiorasse ulteriormente la dinamica del debito pubblico in rapporto al PIL, a causa dell'impatto negativo sull'attività economica dovuto agli elevati moltiplicatori fiscali; 3) il perdurare dei rischi di deflazione che avrebbero

⁴² Si veda a questo proposito il Documento *Relevant Factors Influencing Recent Debt Developments in Italy* inviato alla Commissione europea lo scorso febbraio e disponibile su: http://www.tesoro.it/inevidenza/article_0079.html.

⁴³ L'attuale crisi, la più lunga nella storia del Paese, ha determinato una perdita di prodotto pari a 9,0 punti percentuali dall'inizio della crisi che, congiuntamente alla crescita negativa del prodotto potenziale, ha dato luogo ad un *output gap* storicamente ampio.

reso la riduzione richiesta del debito ancora più ardua e controproducente; 4) i costi connessi all'implementazione di un ambizioso piano di riforme strutturali in grado di favorire la ripresa della crescita potenziale e la sostenibilità del debito nel medio periodo.

La Commissione Europea, avendo effettivamente riscontrato nell'ambito delle *2015 Winter Forecast* una deviazione eccessiva rispetto al *benchmark* della regola del debito, che avrebbe richiesto nel 2015 una correzione cumulata del saldo strutturale pari a 2,5 punti percentuali di PIL, in ottemperanza a quanto stabilito dall' art. 126(3) del Trattato, ha redatto un Rapporto⁴⁴ per valutare l'eventuale presenza di fattori rilevanti e decidere se aprire una procedura di infrazione per deficit eccessivo.

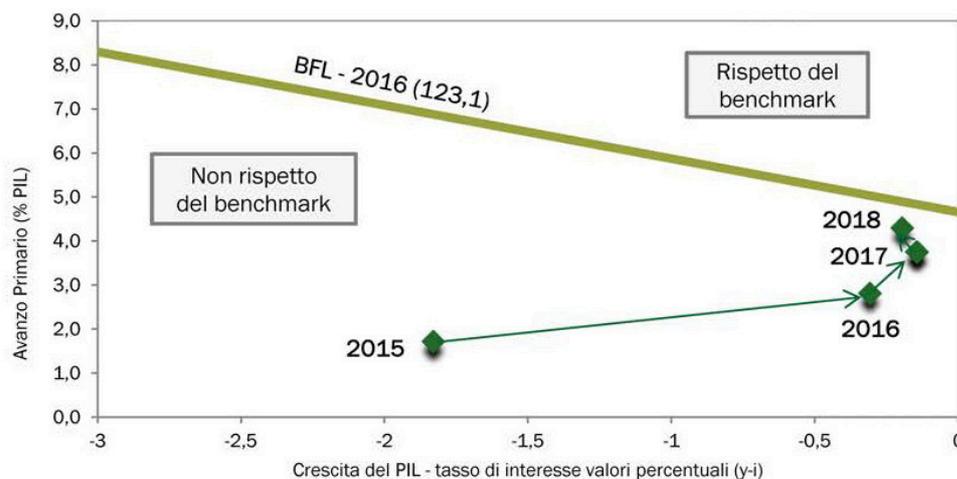
Alla luce di un'accurata analisi, la Commissione europea ha concluso di non dover considerare come significativo lo sforamento rispetto all'aggiustamento richiesto dalla regola del debito da parte dell'Italia e non ha proceduto all'apertura della Procedura per Disavanzi Eccessivi. In particolare, sono stati considerati come fattori mitiganti: i) il rispetto del braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita; ii) le condizioni economiche avverse (bassa crescita e bassa inflazione), che sconsigliano l'attuazione di un massiccio sforzo fiscale che renderebbe ancora più ardua la riduzione del rapporto debito/PIL secondo il ritmo stringente fissato dalla regola del debito e, infine, iii) l'avvio di riforme strutturali capaci di aumentare la crescita potenziale e quindi la sostenibilità del debito pubblico nel medio periodo.

Nello scenario a legislazione vigente del DEF 2015, il rapporto debito/PIL è previsto ridursi passando da 132,4 per cento del 2015 fino a 123,7 per cento del 2018. Tuttavia, tale dinamica non è in linea con quanto richiesto dal *benchmark* della regola del debito, che nel 2018, nella sua configurazione *forward looking*, è pari a 123,1 per cento di PIL vale a dire sei decimi di punto al di sotto del rapporto debito/PIL previsto a legislazione vigente (Figura III.7).

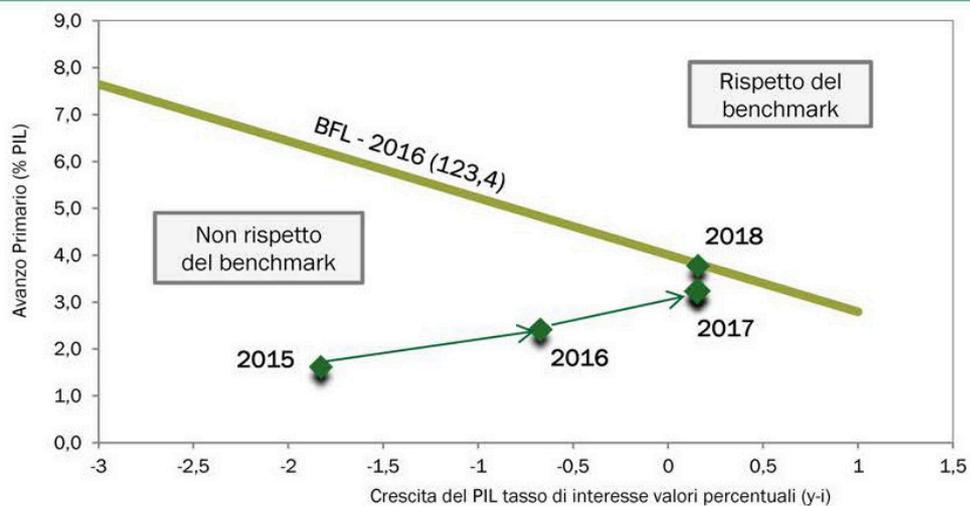
Per contro, gli obiettivi di finanza pubblica programmatici del DEF 2015 sono, da un lato, volti a fare un uso efficace della flessibilità concessa dal Patto di Stabilità in caso di attuazione di rilevanti riforme strutturali e, dall'altro, con il ritorno previsto nei prossimi anni a condizioni di crescita del PIL più "normali", a ripristinare un sentiero di riduzione del debito compatibile con il *benchmark* risultante dalla regola.

Pertanto, negli 2015-2018, il rapporto debito/PIL è previsto ridursi nello scenario programmatico in linea con quanto richiesto dal *Benchmark Forward Looking* garantendo il rispetto della regola già nel 2016 (Figura III.8). Nel 2018 la distanza tra il rapporto debito/PIL programmatico e il *benchmark forward looking* (pari a 123,4 per cento) sarebbe pertanto annullata. Tale risultato è condizionato agli aggiustamenti fiscali programmati sull'avanzo primario e alla realizzazione degli introiti da privatizzazioni pari a 0,4 per cento di PIL nel 2015 e programmaticamente pari a 0,5 per cento di PIL nel 2016 e 2017 e 0,3 per cento del PIL nel 2018.

⁴⁴ Si veda a questo proposito il Rapporto della Commissione ai sensi dell'art. 126(3) del Trattato disponibile su: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/126-03_commission/2015-02-27_it_126-3_en.pdf.

FIGURA III.7: SENTIERO DI AGGIUSTAMENTO E REGOLA DEL DEBITO NELLO SCENARIO TENDENZIALE

Nota: BFL sta per *Benchmark Forward Looking*
 Fonte: Elaborazioni MEF su dati PS 2015.

FIGURA III.8: SENTIERO DI AGGIUSTAMENTO E REGOLA DEL DEBITO NELLO SCENARIO PROGRAMMATICO

Nota: BFL sta per *Benchmark Forward Looking*
 Fonte: Elaborazioni MEF su dati DEF 2015.

IV. SENSITIVITÀ E SOSTENIBILITÀ DELLE FINANZE PUBBLICHE

IV.1 SCENARI DI BREVE PERIODO

L'obiettivo di questa sezione è quello di misurare per gli anni 2015-2019 la sensitività degli obiettivi di finanza pubblica del Governo rispetto ad alcuni *shocks* macroeconomici. Nella prima parte, si descrive l'impatto sulla spesa per interessi di uno *shock* sulla curva dei rendimenti. Nella seconda parte, invece, descrive l'effetto simultaneo di diversi profili di crescita e di differenti dinamiche della curva dei rendimenti attraverso una simulazione stocastica del rapporto debito/PIL. Infine, il concetto di rischio fiscale è ampliato per includere, attraverso la costruzione di un indicatore *ad hoc*, il rischio complessivo di stress fiscale per le finanze pubbliche nel prossimo anno.

Sensitività ai tassi di interesse

Il livello della spesa di interessi dipende dallo *stock* dei titoli di Stato in circolazione e dai tassi di interesse a cui tali titoli sono stati emessi. L'analisi di sensitività presentata di seguito ha come obiettivo quello di analizzare le conseguenze di potenziali *shock* sulla curva dei rendimenti dei titoli governativi sulla spesa per interessi dei prossimi 5 anni partendo dalla composizione attuale e futura dello *stock* dei titoli di Stato negoziabili.

A fine dicembre 2014 la quota di titoli domestici, ossia emessi sul mercato interno, è stata pari al 96,86 per cento a fronte di una quota relativa ai titoli esteri, ossia emessi sui mercati esteri, sia in euro che in valuta, pari al restante 3,14 per cento.

La composizione del debito per strumenti, considerando la totalità dei titoli di Stato sia domestici che esteri, in continuità con l'anno precedente, ha confermato la tendenza ad una riduzione delle componenti a breve termine e a tasso variabile, a fronte di un aumento di quella a medio e lungo termine.

Rispetto a fine dicembre 2013, infatti, la struttura del debito al 31 dicembre 2014 evidenzia una diminuzione della quota dei BOT, passata dall'8,19 al 7,04 per cento per effetto di una sensibile riduzione dei volumi emessi rispetto all'anno precedente (per circa 36 miliardi di euro), così come, sebbene in misura più modesta, della componente a tasso variabile (CCT e CCTeu), passata dal 7,24 al 6,69 per cento. All'interno di questa categoria è proseguita tuttavia la tendenza degli ultimi anni, che mostra il deciso ritorno di interesse sui CCTeu, le cui emissioni in valore assoluto sono passate da circa 5 miliardi nel 2012 a circa 19 miliardi nel 2013, per raggiungere infine circa 24 miliardi nel 2014, confermando l'importanza di questo comparto ai fini della diversificazione dell'offerta.

Di converso, lo *stock* di BTP nominali è aumentato, passando dal 65,23 al 67,56 per cento del totale. Nel corso del 2014, all'interno di questo comparto è aumentata la quota di titoli con vita residua superiore a 5 anni, grazie anche all'introduzione di tre nuovi *benchmark* su ciascuna delle scadenze a 7, 10 e 15 anni ed una presenza regolare in offerta sul titolo trentennale lanciato nel 2013.

La componente indicizzata all'indice di inflazione *HICP*¹ europeo (BTP€i), in linea con le previsioni del Tesoro, ha avuto un lieve decremento rispetto al 2013, passata dal 7,75 al 7,31 per cento nel 2014 (in termini rivalutati), soprattutto per via della scadenza di un titolo decennale emesso nel 2004. Nonostante il regime di bassa inflazione a livello europeo, il settore ha ritrovato un interesse molto ampio e diversificato da parte di investitori nazionali ed esteri, dimostrato anche dall'ampio riscontro di mercato all'emissione di un nuovo titolo con scadenza 10 anni. Nella misura in cui le condizioni complessive di costo di questi strumenti sono tornate in linea con quelle dei titoli nominali di pari scadenza, il Tesoro ha potuto aumentare le emissioni complessive sul settore (quasi 14 miliardi di euro contro i quasi 11 del 2013 in termini nominali non rivalutati) conseguendo un incremento della quota di collocamenti sul segmento a 15 e 30 anni per la prima volta dal 2011.

Anche il 2014 si è distinto per l'interesse del mercato nei riguardi del BTP Italia, il titolo dedicato alla clientela *retail* ed indicizzato all'inflazione italiana, ossia all'indice FOI², al netto dei tabacchi. L'apprezzamento verso questo strumento, che si caratterizza per il canale diretto di emissione verso gli investitori *retail* tramite la piattaforma telematica MOT³, ha trovato conferma nei due nuovi titoli emessi con scadenza a 6 anni e non più a 4 anni, come per i titoli emessi nel corso del 2012 e 2013, contribuendo in questo modo a stabilizzare la vita media del debito. L'ammontare emesso nel 2014, circa 28 miliardi, è risultato in valore assoluto inferiore a quello del 2013, pari a circa 39 miliardi, ma è aumentata la rilevanza del settore sullo *stock* del debito, passando dal 3,85 per cento a fine 2013 al 5,30 per cento a fine 2014 (in termini rivalutati).

Complessivamente, il comparto dei titoli indicizzati all'inflazione nel 2014 è rimasto sostanzialmente stabile in rapporto al debito totale, arrivando al 12,6 per cento dall'11,6 per cento del 2013, in coerenza con le scelte di portafoglio del Tesoro volte a mantenere sotto controllo l'esposizione totale all'inflazione.

In continuità con gli ultimi anni si è solo lievemente ridotta la quota estera sul totale del debito, passando dal 3,30 per cento nel 2013 al 3,14 per cento nel 2014.

Analogamente al 2013, sulla composizione dello *stock* del debito di fine 2014 hanno influito le operazioni di *buy-back* via asta, per un volume totale nominale di circa 4 miliardi di euro, e le operazioni di concambio, tramite le quali è stato ritirato dal mercato un valore nominale di circa 9 miliardi di euro a fronte di emissioni per circa 8 miliardi, beneficiando del divario di prezzo tra titoli emessi e

¹ Indice dei Prezzi al Consumo Armonizzato all'Inflazione Europea.

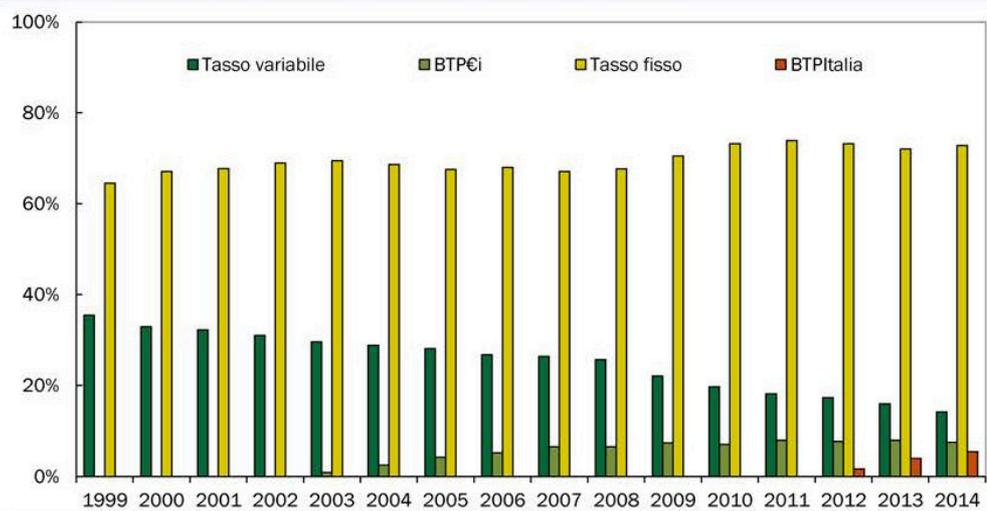
² Indice delle Famiglie degli Operai ed Impiegati.

³ Mercato obbligazionario regolamentato *retail* gestito da Borsa Italiana S.p.A.

riacquistati; in particolare, questi ultimi sono stati titoli con vita residua breve, a tasso sia fisso che variabile.⁴

Facendo riferimento al solo aggregato dei titoli di Stato domestici, la figura (IV.1) descrive le tendenze fin qui illustrate: il lieve decremento della componente a tasso variabile e di quella legata all'indice di inflazione *HICP* europeo, la permanente rilevanza di quella legata al tasso fisso e l'incremento di quella legata all'indice di inflazione *FOI* italiano, a motivo del programma del BTP Italia.

FIGURA IV.1: COMPOSIZIONE DELLO STOCK DEI TITOLI DI STATO DOMESTICI

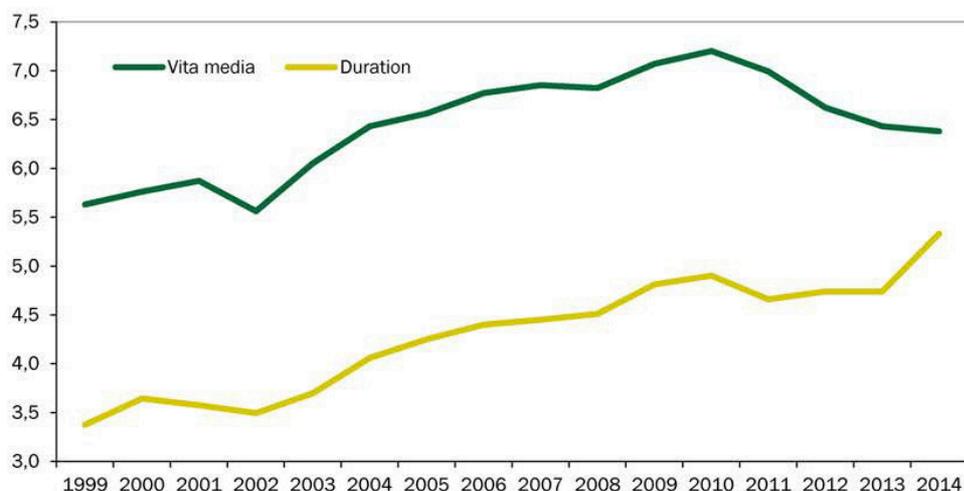


La figura (IV.2) riporta le misure sintetiche dell'esposizione del debito al rischio di tasso di interesse e di rifinanziamento, che sintetizzano le scelte di politica di gestione del debito effettuate nel corso del 2014. Da tali indicatori si osserva come l'incidenza di tali rischi, in diminuzione rispetto al 2013, sia rimasta in linea con gli ultimi anni. La vita media complessiva di tutti i titoli di Stato al 31 dicembre 2014 è risultata pari a 6,38 anni, un dato solo lievemente al di sotto di quello del 31 dicembre 2013 (6,43 anni). Con il 2014, pertanto, la fase di riduzione della vita media, iniziata nel 2011, può dirsi sostanzialmente conclusa.

Simile è stata anche la tendenza dell'*Average Refixing Period*⁵, calcolato relativamente ai soli titoli di Stato del programma domestico, che dai 5,35 anni di fine 2013 è passata ai 5,30 anni del 2014. Il valore della durata finanziaria (*duration*) al 31 dicembre 2014 è invece significativamente aumentato rispetto a quello di fine 2013, passando da 4,74 anni a 5,33 anni, soprattutto per effetto della marcata riduzione del livello generale dei tassi.

⁴ Nel 2014 sono stati inoltre effettuati rimborsi a scadenza per circa 4 miliardi di euro a valere sulle disponibilità del Fondo Ammortamento dei titoli di Stato.

⁵ L'*Average Refixing Period (ARP)* misura il tempo medio in cui vengono rifissate le cedole del debito. Per i titoli zero *coupon* o quelli a cedola fissa corrisponde alla vita residua. Per i titoli con cedola variabile corrisponde al tempo rimanente alla fissazione della cedola successiva.

FIGURA IV.2: VITA MEDIA E DURATA FINANZIARIA DEI TITOLI DI STATO (in anni)

I risultati conseguiti nel 2014 consegnano quindi una struttura del debito che rimane solida rispetto ai principali rischi di mercato: nonostante la dimensione complessiva dello *stock* in circolazione, i volumi in scadenza da rifinanziare nei prossimi anni appaiono distribuiti in modo tale da non determinare esigenze di finanziamento troppo elevate negli anni più immediati; d'altro canto, improvvise tensioni di mercato con effetti in termini di rialzo dei tassi vengono incorporate nel costo del debito molto gradualmente, così come accaduto durante la crisi del 2011-12 dove, a fronte di una risalita molto rilevante dei tassi per diversi mesi, l'impatto sulla spesa per interessi di quegli anni è risultato piuttosto contenuto⁶.

In effetti, in base all'attuale composizione del debito, ipotizzando uno *shock* dei tassi di interesse che dia luogo ad uno spostamento permanente verso l'alto dell'intera curva dei rendimenti di 100 punti base, si registrerebbe un incremento della spesa per interessi in rapporto al PIL pari allo 0,15 per cento nel primo anno, allo 0,29 per cento nel secondo anno, 0,40 per cento nel terzo anno e dello 0,49 per cento nel quarto anno. Tali risultati configurano un miglioramento non trascurabile rispetto al DEF dello scorso anno, per circa 0,04 punti percentuali all'anno in media nel quadriennio considerato.

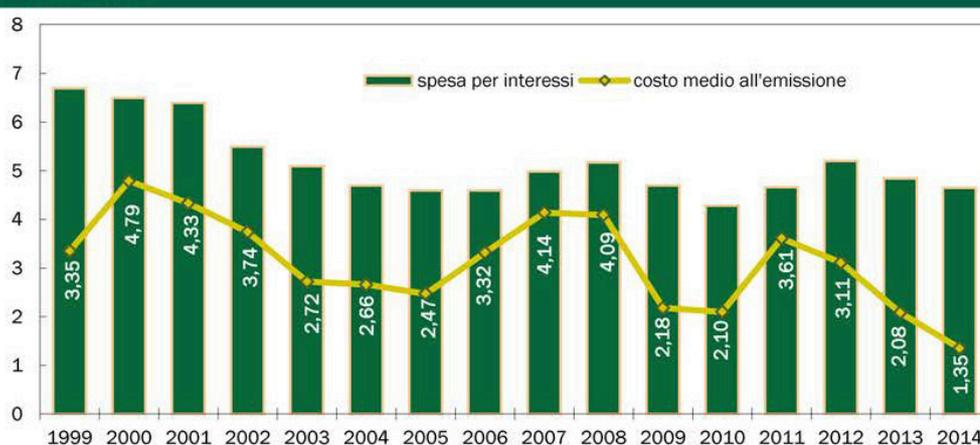
Per quanto riguarda il livello della spesa per interessi complessivo della PA, nel 2014 questa grandezza, calcolata in base al criterio di competenza economica SEC2010, ha registrato un decremento di circa 3 miliardi rispetto all'anno precedente, passando dal 4,8 al 4,7 per cento del PIL. Tale riduzione è il risultato di vari fattori tra cui: le migliorate condizioni del costo medio ponderato sulle nuove emissioni, che è passato dal 2,08 per cento nel 2013 all'1,35 per cento nel 2014 (figura IV.3); la diminuzione rispetto al 2013 nel volume di emissioni lorde complessive per effetto soprattutto del forte calo sul segmento BOT, solo in parte compensato da maggiori emissioni sugli strumenti a medio lungo termine.

⁶ L'incremento del rapporto spesa per interessi/PIL è stato di 0,4 punti nel 2011 rispetto al 2010 e di 0,5 punti nel 2012 rispetto al 2011.

Il livello dei tassi di interesse e dell'inflazione attesi per i prossimi anni ed il progressivo miglioramento dei saldi di cassa consentono un percorso di ulteriore riduzione in termini di PIL dell'aggregato spesa per interessi. Per l'anno in corso e per il 2016 tale rapporto dovrebbe attestarsi al 4,2 per cento, mentre negli anni successivi, grazie al rifinanziamento di quote crescenti di debito al nuovo regime di tassi, la discesa dovrebbe proseguire per attestarsi nel 2019 al 3,7 per cento del PIL. La forte riduzione del livello atteso medio dei tassi e l'andamento previsto dei saldi programmatici di cassa consentono, infatti, da un lato migliori condizioni di finanziamento e dall'altro un percorso di progressivo alleggerimento delle emissioni complessive di ogni anno, con beneficio sulla dinamica dello *stock* del debito e conseguentemente sugli interessi da esso derivanti.

Questi due fattori consentono anche di spiegare la sensibile riduzione della spesa per interessi rispetto alle stime della Nota di Aggiornamento dello scorso settembre. A questo va aggiunto che la riduzione della pendenza attesa della curva dei rendimenti permette di conseguire risparmi significativi pur in presenza di una politica di gestione del debito sempre fortemente indirizzata alla gestione dei rischi di mercato, soprattutto attraverso l'ampia offerta di strumenti a medio e lungo termine, che si prevede possa avvenire a condizioni di costo particolarmente favorevoli.

FIGURA IV.3: SPESA PER INTERESSI IN PERCENTUALE DEL PIL E COSTO MEDIO PONDERATO ALL'EMISSIONE



Tali previsioni sono state formulate analizzando l'attuale contesto di mercato e le aspettative sui tassi futuri per le varie scadenze e strumenti offerti dal Tesoro, così come incorporate nel livello medio dei tassi *forward* di queste ultime settimane. In considerazioni della difficoltà di poter prevedere l'impatto del *Quantitative Easing (QE)* della BCE sul differenziale di rendimento tra i titoli italiani e quelli tedeschi, si è ritenuto pertanto opportuno focalizzare l'attenzione esclusivamente sul livello e la conformazione attesa della curva governativa

italiana⁷. Inoltre, con riferimento al tasso di inflazione (per le previsioni sui titoli indicizzati all'inflazione), sono state utilizzate le più recenti stime ufficiali della BCE.

Simulazioni stocastiche della dinamica del debito

Al fine di tenere conto simultaneamente dell'incertezza insita nelle previsioni relative alla curva dei rendimenti e alla crescita economica, la dinamica rapporto debito/PIL dello scenario programmatico è sottoposta, per gli anni 2015-2019, ad alcune simulazioni stocastiche che permettono di recepire congiuntamente sia la volatilità storica dei tassi di interesse a breve e lungo termine sia la possibilità di *shocks* sul lato della crescita nominale⁸. Grazie a tali simulazioni, è possibile identificare, per ciascun anno dell'orizzonte di previsione e per ogni singolo *shock* la distribuzione del rapporto debito/PIL. Ciascuna distribuzione viene rappresentata in termini probabilistici, attraverso un grafico di tipo *fan chart* (Figura IV.4A e 4B).

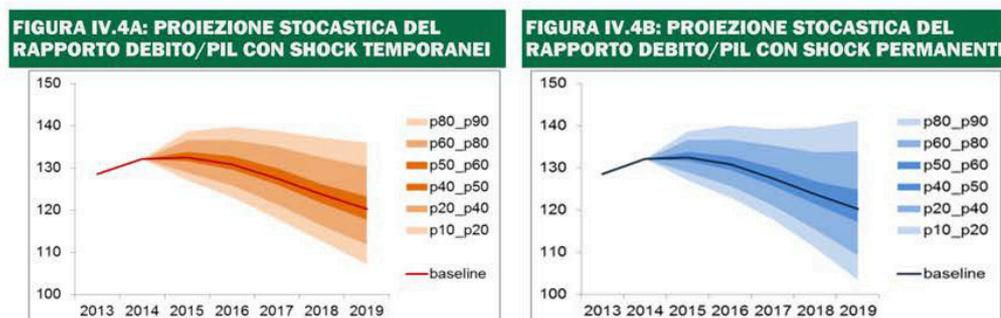
Tale analisi mostra come sotto l'effetto di *shock* temporanei e simultanei sui tassi di crescita e sui tassi di interesse, la cui ampiezza è tarata sulla volatilità passata di tali variabili, il debito si attesti intorno a un valore mediano pari a circa il 120 per cento del PIL alla fine dell'orizzonte temporale. L'incertezza registrata sui risultati del 2019 è relativamente elevata sia verso il basso sia verso l'alto, come mostrato da una differenza di circa 29 punti percentuali tra il decimo e il novantesimo percentile della distribuzione del debito risultante.

Nel caso di uno *shock* temporaneo il rapporto debito/PIL mostrerebbe una tendenza a ridursi a partire dal 2015 per i primi quaranta percentili, a partire dal 2016 tra il cinquantesimo e il sessantesimo percentile e solo a partire dal 2017 oltre l'ottantesimo percentile. In ogni caso, anche per gli *shock* più severi, che si collocano al di sopra dell'ottantesimo percentile, il rapporto debito/PIL mostra una tendenza a stabilizzarsi dopo aver raggiunto un picco intorno al 140 per cento.

⁷ Come noto gli acquisti di titoli di Stato della BCE interessano ovviamente sia i titoli tedeschi che quelli italiani, anche se per i primi l'impatto potrebbe essere ben diverso visto che, in percentuale sul circolante dei titoli governativi tedeschi, gli acquisti saranno ben più consistenti. Inoltre, va valutato il fatto che la platea di investitori nel debito tedesco è solo parzialmente sovrapponibile a quella che detiene il debito italiano e, pertanto, la disponibilità a vendere titoli alla BCE potrebbe essere molto diversa, con effetti non prevedibili sui prezzi medi e quindi sui tassi medi dei titoli dei due paesi. Altresì, non va dimenticata anche la rilevanza - se confrontata con il debito italiano - che il debito tedesco svolge in qualità di *collateral* all'interno del mercato finanziario europeo e internazionale. In aggiunta a queste considerazioni, si deve anche segnalare che attualmente i tassi tedeschi sono negativi fino all'area 5-7 anni. In questo contesto assolutamente unico, resta ancora da valutare se l'impulso alla discesa dei tassi derivante dagli acquisti abbia effetti analoghi sia in caso di tassi positivi che in caso di tassi negativi o se, invece, nel passaggio da tassi positivi a tassi negativi subentrino altri fattori che possono determinare un'asimmetria *de facto*. L'insieme di queste considerazioni rende quindi scarsamente efficace formulare delle previsioni basate su un percorso atteso dello *spread* Italia-Germania.

⁸ Berti K., (2013), "Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries", *Economic Papers* 480. Le simulazioni sono condotte sui dati storici della curva dei rendimenti e del tasso di crescita del PIL nominale mediante il metodo Montecarlo applicando alla dinamica del rapporto debito-PIL programmatico degli *shock* sui tassi di interesse e sulla crescita. Tali *shock* sono ottenuti eseguendo 2000 estrazioni a partire da una distribuzione normale con media zero e matrice di varianze-covarianze osservata nel periodo 1990-2014. Più nel dettaglio, si ipotizza che gli *shock* sui tassi di interesse abbiano natura sia temporanea che permanente. Inoltre, si assume che gli *shock* temporanei sulla crescita nominale dispieghino i loro effetti anche sulla componente ciclica dell'avanzo primario.

Lo *shock* permanente, invece, determina una distribuzione più ampia dei valori del rapporto debito/PIL intorno allo scenario centrale ma con una dinamica del debito che risulta crescente solo a partire dall'ottantesimo percentile.



Nota: I grafici riportano il 10°, 20°, 40°, 50°, 60°, 80° e 90° percentile della distribuzione del rapporto debito/PIL ottenuta con la simulazione stocastica

Fonte: Elaborazioni MEF

Analisi complessiva dei rischi fiscali a breve termine

Questo tipo di analisi si basa su una tecnica statistica di estrazione del segnale applicata a una serie di variabili fiscali e macro-finanziarie che, nel passato, hanno avuto un ruolo previsivo del rischio di sostenibilità fiscale a breve termine. Nello specifico, sono considerate 28 variabili, suddivise in due sotto-gruppi: quelle di natura fiscale e quelle macro-finanziarie. Sulla base della metodologia sviluppata dalla Commissione Europea⁹, l'analisi delle variabili fiscali e macro-finanziarie permette di ottenere un indicatore sintetico, denominato S0, che misura, per il breve periodo, ossia l'anno successivo a quello in corso, la probabilità del materializzarsi di rischi sulla sostenibilità del debito.

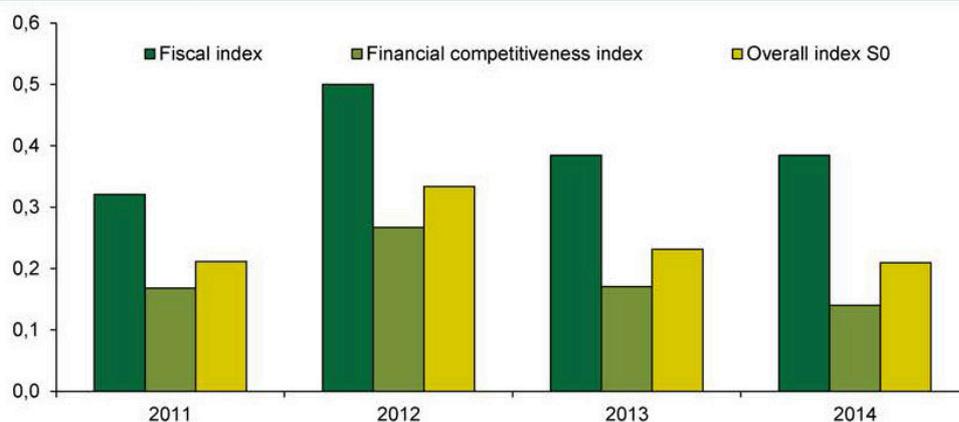
La metodologia sottostante al calcolo dell'indicatore S0 si riallaccia al cosiddetto *signals-approach* e consente di determinare endogenamente le soglie per la misurazione del rischio per ognuna delle variabili incluse nell'indicatore. I valori di S0, delle singole variabili e dei due sotto-indici, fiscale e macro-finanziario, che eventualmente superino le rispettive soglie (rispettivamente, 0,43 0,35 e 0,45) vanno interpretati come segnali di un rischio crescente nel breve periodo.

La figura IV.5 mostra come il rischio fiscale complessivo di breve termine si sia ridotto considerevolmente dopo il picco nel 2012. Il miglioramento a partire dal 2013 ha interessato entrambe le sotto-componenti, ma in misura maggiore quella fiscale. I risultati per il 2014, sostanzialmente definitivi, confermano un rischio contenuto di crisi fiscale per l'anno in corso. Tuttavia, essendo le soglie ottimali comuni a tutti i paesi dell'Unione Europea sottoposti a sorveglianza multilaterale, questi valori possono solamente rappresentare un primo indicatore sulla sostenibilità di un paese a breve termine. L'analisi puntuale rispetto alle

⁹ Berti, K., Salto, M. e Lequien, M., (2012), "An early-detection index of fiscal stress for EU countries", *European Economy Economic Papers* n. 475.

singole variabili che compongono l'indicatore S0 mostra che nel breve periodo potrebbero emergere alcuni elementi di criticità legati soprattutto all'elevato livello di debito pubblico (si veda a questo proposito la *heat map* presentata nella Tavola IV.1).

FIGURA IV.5: L'INDICATORE S0 E SOTTOCOMPONENTI



Fonte: Elaborazioni MEF su dati PS2015; AMECO; WEO; EUROSTAT

TAVOLA IV.1: HEAT MAP SULLE VARIABILI SOTTOSTANTI AD S0 PER IL 2014

Rischio a breve da variabili fiscali	Indebitamento netto (%PIL)	Saldo primario (%PIL)	Saldo di bilancio corretto per il ciclo (%PIL)	Saldo primario stabilizzato (%PIL)	Debito pubblico lordo (%PIL)	Variazione del debito pubblico lordo (%PIL)	Debito pubblico a breve termine (%PIL)	Debito pubblico netto (%PIL)	Fabbisogno lordo (%PIL)	Differenziale interessi-erescita	Variazione della spesa pubblica (%PIL)	Variazione dei consumi finali della PA (%PIL)	Rapporto di vecchiaia a 20 anni	Media a 5 anni delle variazioni annuali delle spese age-related
Rischio a breve da variabili macro-finanziarie	L1. Investimenti netti internazionali (%PIL)	L1. Risparmi netti delle famiglie (%PIL)	L1. Debito del settore privato (%PIL)	L1. Flusso di credito del settore privato (%PIL)	L1. Rapporto di indebitamento delle società finanziarie	L1. Debito a breve delle società non finanziarie (%PIL)	L1. Debito a breve delle famiglie (%PIL)	L1. Valore aggiunto del settore edile (%VA 3 termini totale)	L1. Saldo di parte corrente (media mobile a 3 termini) (%PIL)	L1. Variazione (3 anni) del REER (basato sul deflatore dell'export)	L1. Variazione del costo del lavoro unitario nominale	Curva dei rendimenti	Tasso di crescita del PIL reale	PIL pro-capite PPP (CUST)

Nota: I colori rosso e verde segnalano rispettivamente le variabili sopra e sotto la soglia ottimale. Gli asterischi (*) indicano che, in mancanza di dati aggiornati, il valore del 2014 è calcolato come media triennale sul 2011-2013. La sigla L1 sta ad indicare che la variabile è riportata con il valore ritardato di un periodo.

Fonte: Elaborazioni MEF

IV.2 SCENARI DI MEDIO PERIODO

Scenari alternativi e analisi di sensitività

In questa sezione, vengono presentati degli scenari deterministici di proiezione del rapporto debito/PIL nel medio periodo. L'obiettivo è quello di misurare, su un orizzonte che si estende fino al 2027, la sensitività congiunta del rapporto debito/PIL rispetto a ipotesi alternative relative sia alla crescita economica sia ai tassi di interesse.

A questo proposito, il rapporto debito/PIL viene proiettato nel medio periodo assumendo come punto di partenza la composizione e la struttura per scadenza

più recenti sottostanti il presente Documento di Economia e Finanza (cfr. Paragrafo IV.1). In tutti gli scenari, le proiezioni del rapporto debito/PIL sono effettuate stimando in modo endogeno il tasso di interesse implicito che, a sua volta, tiene conto delle ipotesi sull'andamento della curva dei rendimenti e delle assunzioni sull'avanzo primario. Gli scenari alternativi consentono alcune interazioni tra variabili macroeconomiche di modo che, ad esempio, a tassi di crescita più bassi corrispondano avanzi primari più contenuti e a questi siano associati costi di indebitamento più alti.

Tali simulazioni di medio periodo includono:

- Uno scenario di riferimento (*baseline*) che recepisce, negli anni 2015-2019, il tasso di crescita del PIL e del potenziale del quadro macroeconomico programmatico del DEF 2015. Per gli anni successivi al 2019, in linea con la metodologia denominata T+10, attualmente utilizzata dalla Commissione Europea e discussa in sede di *EPC-Output Gap Working Group*, il tasso di crescita del prodotto potenziale viene proiettato in base al modello della funzione di produzione assumendo che le variabili relative ai singoli fattori produttivi vengano estrapolate con semplici tecniche statistiche o convergono verso parametri strutturali (tavola IV.2)¹⁰. A partire dal 2019, l'*output gap* viene chiuso nei successivi tre anni. Sempre dal 2019, la curva dei rendimenti viene tenuta costante, mentre il tasso di crescita del deflatore del PIL converge al 2,0 per cento nel 2022. Inoltre, in base all'ipotesi di politiche invariate, il saldo primario strutturale del 2019 viene mantenuto costante sul livello di riferimento del 3,8 per cento del PIL fino alla fine dell'orizzonte di previsione.
- Uno scenario di bassa crescita in cui si ipotizza che la crescita del PIL si riduca nel periodo 2015-2019 di 0,5 punti percentuali in ciascun anno rispetto al quadro di riferimento¹¹. La serie del PIL potenziale per gli anni 2015-2019 si ottiene applicando la metodologia della funzione di produzione concordata a livello europeo¹². A partire dal 2019, il NAWRU e la *Total Factor Productivity* (TFP) convergono nel 2027 ai corrispondenti valori medi riscontrati nel corso degli anni della crisi 2011-2014, mentre l'*output gap* si chiude al 2022. A seguito della minore crescita reale dell'economia italiana, si assiste ad un repentino aumento della curva dei rendimenti di circa 100 punti base rispetto al livello della curva dello scenario di riferimento al fine di simulare un deterioramento della percezione del mercato circa la sostenibilità del debito per via della bassa crescita. Tale aumento viene gradualmente riassorbito dopo il 2019. Per effetto della minore crescita, l'avanzo primario¹³ si riduce corrispondentemente negli anni 2015-2019 mentre successivamente viene mantenuto costante al suo livello strutturale

¹⁰ Per maggiori dettagli sui metodi di convergenza ai valori strutturali si veda la Nota Metodologica allegata al DEF 2015 alla sezione III.3.

¹¹ Questo scenario di minore crescita sull'orizzonte 2015-2019 viene ottenuto partendo dal quadro macroeconomico programmatico del DEF 2015 e ipotizzando un rallentamento dell'economia globale diffuso sia nei paesi avanzati che in quelli emergenti con effetti sul commercio internazionale. L'economia italiana registrerebbe una crescita meno sostenuta delle esportazioni e degli investimenti. Le peggiori prospettive del mercato del lavoro contribuirebbero a far aumentare il tasso di disoccupazione.

¹² Si veda a questo proposito la nota metodologica allegata al presente documento alla sezione III.1.

¹³ Per maggiori dettagli sulla metodologia di derivazione della serie alternativa dell'avanzo primario negli scenari di alta e bassa crescita si veda la Nota Metodologica allegata al DEF2015 alla sezione III.2.

fino alla fine dell'orizzonte di previsione. Il tasso di crescita del deflatore del PIL converge al 2,0 per cento nel 2022.

- Uno scenario di alta crescita in cui si ipotizza che la crescita reale del PIL aumenti nel periodo 2015-2019 di 0,5 punti percentuali in ciascun anno rispetto al quadro di riferimento¹⁴. La serie del PIL potenziale per gli anni 2015-2019 si ottiene applicando la metodologia della funzione di produzione concordata a livello europeo. A partire dal 2019, il NAWRU e la *Total Factor Productivity* (TFP) convergono al 2027 ai valori medi pre-crisi, mentre l'*output gap* si chiude al 2022. Grazie alla maggiore crescita reale dell'economia italiana la curva dei rendimenti si riduce di 50 punti dal 2016, per simulare un incremento di fiducia del mercato circa la sostenibilità del debito, per poi convergere a quella dello scenario di base dopo il 2019. Per effetto della maggiore crescita, l'avanzo primario aumenta corrispondentemente negli anni 2015-2019 mentre successivamente viene mantenuto costante al suo livello strutturale fino alla fine dell'orizzonte di previsione. Il tasso di crescita del deflatore del PIL converge al 2,0 per cento nel 2022.

TABELLA IV.2: SINTESI DEGLI SHOCK MACRO-FISCALI

	Scenario di:		
	alta crescita	riferimento	bassa crescita
PIL	a) +0,5 pp l'anno rispetto a proiezioni baseline nel periodo 2015-2019 b) convergenza dal 2019 al 2027 a valori medi pre-crisi (1991-2007) per NAWRU (8,9%) e TFP (0,5%)	a) scenario base del DEF 2015-2019 b) convergenza a parametri strutturali come OGWG T+10	a) -0,5 pp l'anno rispetto a proiezioni baseline nel periodo 2015-2019 b) convergenza dal 2019 al 2027 a valori medi degli anni di crisi per NAWRU (9,9 per cento), e per la TFP (0,05%)
Curva dei rendimenti	a) curva interessi IT dello scenario di riferimento fino al 2016 (fine del QE). Riduzione della curva dei rendimenti di 50 bp fino al 2019 b) dal 2019 convergenza a valori della curva dei rendimenti del baseline in un anno	a) curva dei rendimenti scenario DEF programmatico (2015-2019) b) Dal 2019 curva dei rendimenti costante	a) Aumento della curva dei rendimenti di +100 bp e b) dal 2019 convergenza a valori della curva dei rendimenti del baseline in un anno
Avanzo primario	a) rideterminazione avanzo primario sulla base delle elasticità (analisi di sensitività) nel periodo 2015-2019 b) nel 2020-2027 avanzo primario strutturale costante al livello del 2019	a) avanzo primario dello scenario DEF programmatico (2015-2019) b) nel 2020-2027avanzo primario strutturale costante al livello del 2019	a) rideterminazione avanzo primario sulla base delle elasticità (analisi di sensitività) nel periodo 2015-2019 b) nel 2020-2027avanzo primario strutturale costante al livello del 2019
Inflazione	a) aumento deflatore come da scenario di alta crescita negli anni 2015-2019 b) convergenza al 2% tra il 2019 e il 2022	a) scenario base dal 2015-2019 b) convergenza al 2% tra il 2019 e il 2022	a) riduzione del deflatore come da scenario di bassa crescita negli anni 2015-2019 b) convergenza al 2% tra il 2019 e il 2022

La tavola IV.2 illustra più nel dettaglio le caratteristiche degli *shock* applicati alle principali variabili macroeconomiche e di finanza pubblica sottostanti alla

¹⁴ Come nello scenario di bassa crescita, nello scenario ottimistico si ipotizza una crescita più sostenuta dell'economia globale diffusa sia nei paesi avanzati che in quelli emergenti. Anche il commercio internazionale registrerebbe una dinamica più robusta. L'economia italiana presenterebbe una crescita più sostenuta delle esportazioni e degli investimenti. Le migliori prospettive del mercato del lavoro contribuirebbero a ridurre il tasso di disoccupazione.

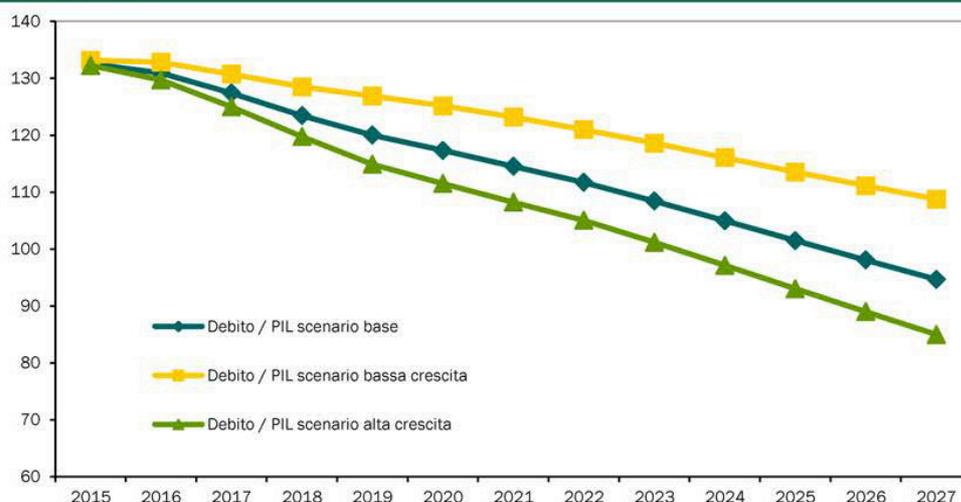
dinamica del rapporto debito/PIL. La tavola IV.3 riporta i valori delle principali variabili macroeconomiche e di finanza pubblica nei diversi scenari per il periodo 2015-2019, e i valori di convergenza al termine dell'orizzonte di previsione di medio periodo.

TAVOLA IV.3: SENSITIVITA' ALLA CRESCITA (valori percentuali)		2015	2016	2017	2018	2019	...	2027
Tasso di crescita del PIL nominale	Scenario di maggiore crescita	2,0	3,2	3,9	3,8	3,7	...	3,2
	Scenario di base	1,4	2,6	3,3	3,2	3,1	...	2,8
	Scenario di minore crescita	0,8	2,0	2,7	2,6	2,5	...	2,3
Tasso di crescita del PIL reale	Scenario di maggiore crescita	1,2	1,9	2,0	1,9	1,8	...	1,2
	Scenario di base	0,7	1,4	1,5	1,4	1,3	...	0,8
	Scenario di minore crescita	0,2	0,9	1,0	0,9	0,8	...	0,3
Tasso di crescita del PIL potenziale	Scenario di maggiore crescita	0,1	0,3	0,5	0,7	0,9	...	1,2
	Scenario di base	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,5	...	0,8
	Scenario di minore crescita	-0,3	-0,2	-0,1	0	0,2	...	0,3
Output gap	Scenario di maggiore crescita	-3,5	-2,1	-0,6	0,6	1,5	...	0,0
	Scenario di base	-3,8	-2,5	-1,3	-0,3	0,5	...	0,0
	Scenario di minore crescita	-4,1	-3,0	-1,9	-1,1	-0,5	...	0,0
Indebitamento netto	Scenario di maggiore crescita	-2,6	-1,6	-0,4	0,5	1,1	...	1,6
	Scenario di base	-2,6	-1,8	-0,8	0,0	0,4	...	0,6
	Scenario di minore crescita	-2,7	-2,0	-1,2	-0,6	-0,4	...	0,3
Indebitamento netto corretto per il ciclo	Scenario di maggiore crescita	-0,5	-0,3	0,1	0,4	0,5	...	1,6
	Scenario di base	-0,6	-0,5	-0,1	0,1	0,1	...	0,6
	Scenario di minore crescita	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	...	0,3
Avanzo primario	Scenario di maggiore crescita	1,8	2,8	3,8	4,5	4,9	...	4,1
	Scenario di base	1,6	2,4	3,2	3,8	4,0	...	3,8
	Scenario di minore crescita	1,4	2,0	2,7	3,0	3,2	...	3,4
Avanzo primario corretto per il ciclo	Scenario di maggiore crescita	3,7	3,9	4,1	4,2	4,1	...	4,1
	Scenario di base	3,7	3,8	3,9	3,9	3,8	...	3,8
	Scenario di minore crescita	3,6	3,6	3,7	3,6	3,4	...	3,4
Tasso di Interesse implicito	Scenario di maggiore crescita	3,3	3,3	3,2	3,1	3,0	...	2,9
	Scenario di base	3,3	3,3	3,1	3,1	3,1	...	2,8
	Scenario di minore crescita	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	...	2,8
Debito Pubblico	Scenario di maggiore crescita	132,2	129,7	125,0	119,7	114,9	...	84,9
	Scenario di base	132,5	130,9	127,4	123,4	120,0	...	94,6
	Scenario di minore crescita	133,1	132,8	130,7	128,5	126,9	...	108,7

Sulla base delle ipotesi macroeconomiche e di finanza pubblica considerate, la figura IV.64 conferma la tendenza alla riduzione del rapporto debito/PIL nel medio-periodo in tutti gli scenari. In quello di riferimento, il debito converge ad un livello inferiore al 95 per cento del PIL nel 2027. La regola del debito verrebbe rispettata lungo tutto l'orizzonte di previsione.

Nello scenario di alta crescita, il rapporto Debito/PIL, si ridurrebbe ancora più velocemente fino a raggiungere, nel 2027, un valore pari a 84,9 per cento del PIL, circa 10 punti percentuali al di sotto del dato dello scenario di base. Anche in questo caso la regola del debito verrebbe sempre rispettata.

Nello scenario di bassa crescita, invece, il rapporto debito/PIL continuerebbe a ridursi ma ad un ritmo comunque più lento. A fine periodo raggiungerebbe un valore pari al 108,7 per cento del PIL nel 2027, con una differenza di circa 14 punti percentuali rispetto allo scenario di base. Con ipotesi di crescita più bassa, la regola del debito non verrebbe mai rispettata lungo tutto l'orizzonte di previsione.

FIGURA IV.6: PROIEZIONE DI MEDIO TERMINE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL NEGLI SCENARI DI ALTA E BASSA CRESCITA


Fonte MEF.

FOCUS
L'evoluzione del debito nel medio periodo in un contesto di bassa crescita e inflazione

Le previsioni del DEF 2015 assumono che, grazie al piano di *Quantitative Easing* (QE) implementato dalla Banca Centrale Europea, l'inflazione possa tornare a convergere velocemente verso il target del 2 per cento nei prossimi anni scongiurando il rischio di deflazione.

Al fine di valutare l'evoluzione di medio periodo del rapporto debito/PIL in un contesto di deflazione o perdurante bassa inflazione, sono stati costruiti due ulteriori scenari deterministici che vanno a modificare quello di "bassa crescita".

Il primo scenario alternativo a quello di bassa crescita, assume, oltre alle ipotesi descritte sopra che, nonostante il QE, l'Italia e l'Europa si avvitino in una spirale deflattiva generalizzata (ipotesi di "fallimento del QE"). A partire dall'anno in corso, il tasso di variazione del deflatore del PIL si riduce significativamente, rispetto a dato dello scenario di bassa crescita, restando in territorio negativo fino alla fine del 2016. Successivamente, il deflatore del PIL ritorna su un sentiero di crescita positivo senza però avvicinarsi al valore target del 2 per cento ma convergendo al verso la soglia dell'1,0 per cento nel 2022. A seguito della deflazione, l'avanzo primario dello scenario di bassa crescita si riduce ulteriormente e permanentemente di $\frac{1}{4}$ per cento per ciascun punto di inflazione in meno rispetto allo scenario di riferimento.

Il secondo scenario alternativo rispetto a quello di bassa crescita è simile al precedente ma ha come obiettivo quello di valutare l'ipotesi di *decoupling* secondo cui, a seguito di un mix di deflazione (o bassa inflazione) e politiche strutturali che aumentano la competitività complessiva del paese, il livello dei prezzi in Italia rimanga nel medio periodo permanentemente al di sotto di quello medio europeo che invece converge al target del 2 per cento nel medio periodo. Per tenere conto dei guadagni di competitività del sistema, in questo scenario, si ipotizza che, nel medio periodo, il tasso di crescita del potenziale dell'economia italiana torni a crescere in linea con quanto ipotizzato nello scenario baseline. Tuttavia, allo stesso tempo, si considera l'impatto negativo sulle finanze pubbliche legato alla necessità di pagare interessi e rimborsare una quota, pari a circa il 7,5 per cento del totale dello stock di titoli di Stato (livello di fine 2014) che è indicizzato alla più alta