

percentuali), interamente dovuta a maggiori erogazioni di conto corrente e integralmente bilanciata da un incremento delle entrate totali (circa 0,3 punti percentuali). All'interno della spesa corrente risultano in lieve aumento (circa 0,1 punti percentuali) quasi tutte le voci di spesa ad eccezione delle prestazioni sociali in natura che si riducono marginalmente (0,1 punti percentuali). Nell'ambito delle entrate, si rileva una ricomposizione del gettito con una minore incidenza delle imposte dirette, indirette e dei contributi sociali (0,3 punti percentuali), più che compensata da maggiori imposte in conto capitale.

Pertanto, rispetto ai risultati conseguiti nel 2010, l'indebitamento netto del 2011 è diminuito di circa 9,1 miliardi, attestandosi sul livello di -62,4 miliardi. In rapporto al PIL è stato pari al -3,9 per cento, 0,7 punti percentuali al di sotto di quello registrato nell'anno precedente (-4,6 per cento). Il saldo primario è divenuto positivo passando dallo 0,0 per cento del 2010 all'1,0 per cento nel 2011.

Le entrate totali sono cresciute dell'1,9 per cento rispetto all'anno precedente, prevalentemente per effetto dell'aumento delle imposte indirette (2,0 per cento) in gran parte dovuto alla crescita del gettito dell'IVA, e delle imposte sugli oli minerali e gas metano. Le imposte dirette sono risultate in riduzione dello 0,1 per cento, essenzialmente a causa della contrazione dell'IRE. Le imposte in conto capitale hanno registrato un significativo aumento dovuto prevalentemente ai versamenti *una tantum* dell'imposta sostitutiva concernente il riallineamento volontario dei valori di bilancio ai principi IAS. La crescita dei contributi sociali effettivi è stata pari all'1,4 per cento. Nel complesso le entrate totali hanno raggiunto nel 2011 il 46,1 per cento del PIL. La pressione fiscale è risultata pari al 42,5 per cento, in lieve riduzione rispetto al 42,6 per cento del 2010.

Le uscite totali, pari al 50,0 per cento del PIL, hanno registrato un aumento dello 0,6 per cento rispetto al 2010. Le uscite di parte corrente sono cresciute dell'1,3 per cento. In particolare, i redditi da lavoro dipendente si sono ridotti dell'1,2 per cento, in presenza di una riduzione delle unità di lavoro delle Amministrazioni pubbliche. Le spese per consumi intermedi hanno registrato un aumento dell'1,2 per cento, mentre le prestazioni sociali in natura (che comprendono prevalentemente spese per assistenza sanitaria in convenzione) si sono ridotte del 2,2 per cento, invertendo la tendenza degli anni precedenti. Le prestazioni sociali in denaro sono aumentate del 2,2 per cento, trainate dalla crescita della spesa per pensioni e rendite, mentre sono risultate in riduzione le liquidazioni di fine rapporto di lavoro. Gli interessi passivi si sono attestati, nel 2011, su un livello di poco superiore ai 78 miliardi, con un aumento del 9,7 per cento rispetto al 2010. In ridimensionamento risultano le rimanenti voci di spesa corrente. Nell'ambito della spesa in conto capitale (in riduzione dell'11,0 per cento), gli investimenti fissi lordi sono diminuiti dello 0,6 per cento. In accentuata flessione risultano i contributi agli investimenti e le altre uscite in conto capitale, il cui importo negativo è dovuto alla contabilizzazione delle vendite dei diritti d'uso delle frequenze in riduzione della spesa.

**TAVOLA III.3: EVOLUZIONE DEI PRINCIPALI AGGREGATI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE<sup>1</sup>**

|  | 2011        |              | 2012 | 2013         |      | 2014 | 2015 |
|--|-------------|--------------|------|--------------|------|------|------|
|  | Livello (2) | in % del PIL |      | in % del PIL |      |      |      |
| Indebitamento netto secondo i settori della Pubblica Amministrazione |             |              |      |              |      |      |      |
| 1. Amministrazioni pubbliche   | -62.363     | -3,9         | -1,7 | -0,5         | -0,1 | 0,0  |      |
| 2. Amministrazioni centrali  | -60.800     | -3,8         | -1,6 | -0,5         | 0,0  | 0,1  |      |
| 3. Stato   | -59.813     | -3,8         | -1,5 | -0,4         | 0,1  | 0,2  |      |
| 4. Amministrazioni locali  | -4.569      | -0,3         | -0,3 | -0,2         | -0,3 | -0,4 |      |
| 5. Enti previdenziali  | 3.006       | 0,2          | 0,2  | 0,2          | 0,2  | 0,2  |      |
| Amministrazioni Pubbliche  |             |              |      |              |      |      |      |
| 6. Totale entrate  | 728.431     | 46,1         | 48,7 | 49,1         | 49,0 | 48,7 |      |
| 7. Totale spese  | 790.794     | 50,0         | 50,4 | 49,6         | 49,1 | 48,7 |      |
| 8. Indebitamento netto   | -62.363     | -3,9         | -1,7 | -0,5         | -0,1 | 0,0  |      |
| 9. Spesa per interessi   | 78.021      | 4,9          | 5,3  | 5,4          | 5,6  | 5,8  |      |
| 10. Avanzo primario  | 15.658      | 1,0          | 3,6  | 4,9          | 5,5  | 5,7  |      |
| 11. <i>Misure una tantum</i> (3)                                     | 11.062      | 0,7          | 0,2  | 0,1          | 0,2  | 0,1  |      |
| Componenti del lato delle entrate                                    |             |              |      |              |      |      |      |
| 12. Totale entrate tributarie  | 455.303     | 28,8         | 31,2 | 31,6         | 31,6 | 31,2 |      |
| 12a. Imposte indirette   | 222.313     | 14,1         | 15,6 | 16,3         | 16,2 | 16,1 |      |
| 12b. Imposte dirette   | 226.027     | 14,3         | 15,5 | 15,3         | 15,3 | 15,1 |      |
| 12c. Imposte in c/capitale   | 6.963       | 0,4          | 0,1  | 0,0          | 0,0  | 0,0  |      |
| 13. Contributi sociali   | 216.340     | 13,7         | 13,8 | 13,7         | 13,7 | 13,7 |      |
| 14. Redditi da proprietà   | 9.458       | 0,6          | 0,5  | 0,6          | 0,6  | 0,6  |      |
| 15. Altre entrate  | 47.330      | 3,0          | 3,1  | 3,2          | 3,2  | 3,2  |      |
| 16. Totale entrate   | 728.431     | 46,1         | 48,7 | 49,1         | 49,0 | 48,7 |      |
| <i>p.m. : pressione fiscale</i>                                      |             | 42,5         | 45,1 | 45,4         | 45,3 | 44,9 |      |
| Componenti del lato delle spesa                                      |             |              |      |              |      |      |      |
| 17. Red lavoro dip + Consumi intermedi                               | 261.579     | 16,6         | 16,3 | 15,7         | 15,3 | 15,0 |      |
| 17a. Redditi da lavoro dipendente                                    | 170.052     | 10,8         | 10,6 | 10,3         | 10,0 | 9,8  |      |
| 17b. Consumi intermedi   | 91.527      | 5,8          | 5,7  | 5,3          | 5,3  | 5,2  |      |
| 18. Totale trasferimenti sociali                                     | 349.721     | 22,1         | 22,5 | 22,4         | 22,3 | 22,2 |      |
| <i>di cui: sussidi di disoccupazione</i>                             | 11.484      | 0,7          | 0,8  | 0,7          | 0,7  | 0,6  |      |
| 18a. Trasferimenti sociali in natura                                 | 44.599      | 2,8          | 2,9  | 2,9          | 2,8  | 2,8  |      |
| 18b. Prestazioni sociali non in natura                               | 305.122     | 19,3         | 19,6 | 19,5         | 19,5 | 19,4 |      |
| 19. Interessi passivi  | 78.021      | 4,9          | 5,3  | 5,4          | 5,6  | 5,8  |      |
| 20. Contributi alla produzione                                       | 16.673      | 1,1          | 1,0  | 0,9          | 0,9  | 0,8  |      |
| 21. Investimenti fissi lordi   | 32.030      | 2,0          | 1,9  | 1,8          | 1,8  | 1,7  |      |
| 22. Trasferimenti in c/capitale                                      | 19.545      | 1,2          | 1,1  | 1,1          | 1,0  | 1,0  |      |
| 23. Altre spese  | 33.225      | 2,1          | 2,3  | 2,3          | 2,2  | 2,2  |      |
| 24. Totale spese   | 790.794     | 50,0         | 50,4 | 49,6         | 49,1 | 48,7 |      |
| <i>p.m. : Consumi pubblici</i>                                       | 324.220     | 20,5         | 20,3 | 19,6         | 19,1 | 18,8 |      |

1) Gli arrotondamenti alla prima cifra decimale possono causare differenze tra la somma delle varie voci di spesa e di entrata e, rispettivamente, il totale delle spese e il totale delle entrate.  
2) Valori in milioni.  
3) Il segno positivo indica misure una tantum a riduzione del deficit.  
Nota: I dati relativi al totale delle entrate e al totale delle spese differiscono da quelli del Conto delle Amministrazioni pubbliche esposto nella Sezione II del Documento di Economia e Finanza per una diversa metodologia di rappresentazione del conto: secondo il Regolamento CE n. 1500/2000 nella Sez. I e secondo la versione tradizionale nella Sez. II. Il raccordo tra le due versioni viene diffuso annualmente dall'ISTAT a distanza di alcuni mesi. I dati relativi al 2010 sono stati rilasciati dall'ISTAT il 2 settembre 2011, mentre quelli del 2011 sono dati di preconsuntivo predisposti dall'ISTAT ma non ancora diffusi. Per gli anni 2012-2015 i dati sono previsioni del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

In ottemperanza a quanto richiesto dal Codice di Condotta il documento fornisce per la seconda volta una indicazione delle risorse aggiuntive entro l'orizzonte temporale del Programma, proiettate sulla base di una costanza dei comportamenti delle Amministrazioni pubbliche (scenario a politiche invariate)<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> La metodologia utilizzata per l'indicazione delle risorse aggiuntive è illustrata nel par. II.3 della Sez. II del DEF (Relazione sugli Andamenti di Finanza pubblica e Previsioni tendenziali).

**TAVOLA III.4a: ENTRATE DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE DISCREZIONALI E NELLO SCENARIO A POLITICHE INVARIATE**

|  | 2011        |              | 2012 | 2013         |      | 2014 | 2015 |
|--|-------------|--------------|------|--------------|------|------|------|
|  | Livello (1) | in % del PIL |      | in % del PIL |      |      |      |
| Totale entrate a politiche invariate     | 723.383     | 45,8         | 46,0 | 45,6         | 45,6 | 45,4 | 45,4 |
| Entrate discrezionali (differenziale)(2) | 5.048       | 0,3          | 2,4  | 0,8          | 0,1  | -0,1 | -0,1 |

1) Valori in milioni di euro.

2) Incremento atteso nelle entrate tributarie totali, rispetto ai dati di consuntivo del 2010, derivante dai principali provvedimenti varati nel corso del biennio 2010-2011 (D.L. n. 40/2010, D.L. n. 78/2010, Legge finanziaria per il 2010 L. 191/2009, D.L. n.220/2010, D.L. n. 70/2011, D.L. n. 98/2011, D.L. n. 138/2011, D.L. n. 201/2011).

**TAVOLA III.4b: SPESE DA ESCLUDERE DALLA REGOLA SULLA SPESA**

|  | 2011        |              | 2012 | 2013  | 2014 | 2015 |
|--|-------------|--------------|------|-------|------|------|
|  | Livello (1) | in % del PIL |      |       |      |      |
| Spese per programmi UE pienamente coperte da fondi UE                    | 3.508       | 0,2          | 0,2  | 0,3   | 0,3  | 0,3  |
| Spese pienamente coperte da entrate già individuate                      | 5.048       | 0,3          | 2,4  | 0,8   | 0,1  | -0,1 |
| Variazione delle spese non discrezionali per indennità di disoccupazione | 95          | 0,01         | 0,03 | -0,05 | 0,00 | 0,00 |

1) Valori in milioni di euro.

**TAVOLA III.5: CONTO ECONOMICO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE NELLO SCENARIO A POLITICHE INVARIATE<sup>1</sup>**

|   | Previsioni a legislazione vigente |         |         |         | Differenziale politiche invariate | Tend.le            | Pol_Inv.(2) |
|---|-----------------------------------|---------|---------|---------|-----------------------------------|--------------------|-------------|
|   | 2012                              | 2013    | 2014    | 2015    |                                   |                    |             |
|   | Livello (3)                       |         |         |         |                                   | Variaz.% 2015/2014 |             |
| Spese correnti  |                                   |         |         |         | 4.000                             |                    |             |
| Redditi da lavoro dipendente (4)                                | 169.116                           | 168.243 | 168.017 | 168.937 | 1.830                             | 0,5                | 1,6         |
| Consumi Intermedi   | 136.104                           | 134.310 | 134.896 | 137.953 | 930                               | 2,3                | 3,0         |
| Altre spese correnti (al netto interessi e prestazioni sociali) | 59.902                            | 58.052  | 58.396  | 58.645  | 1.240                             | 0,4                | 2,5         |
| Spese in C/capitale   |                                   |         |         |         |                                   |                    |             |
| Investimenti fissi lordi (al netto dismissioni immobiliari)     | 31.383                            | 30.941  | 31.113  | 31.472  | 0                                 | 1,2                | -1,9        |
| Contributi agli investimenti                                    | 16.631                            | 16.618  | 15.564  | 15.622  | 0                                 | 0,4                | -0,7        |
| Totale Risorse  |                                   |         |         |         | 4.000                             |                    |             |
| In % del PIL  |                                   |         |         |         | 0,23                              |                    |             |

1) Le previsioni a 'politiche invariate' non rappresentano un peggioramento dei saldi di finanza pubblica rispetto a uno scenario definito sulla base dell'applicazione del criterio della legislazione vigente in quanto, ai sensi dell'art 81, quarto comma della Costituzione, ogni nuova o maggiore spesa e/o minore entrata rispetto a quanto previsto dalla legislazione vigente dovrà trovare apposita copertura con misure compensative di pari importo e durata.

2) Tasso medio osservato su un periodo di tempo sufficientemente ampio (quattro/sei anni).

3) Valori in milioni di euro.

4) Le risorse aggiuntive stimate sono al netto delle somme a titolo di vacanza contrattuale già considerate nello scenario tendenziale.

**TAVOLA III.6: SETTORE STATALE – SETTORE PUBBLICO - SALDI DI CASSA (in milioni di euro e in percentuale del PIL)**

|                                       | 2011    | 2012    | 2013   | 2014  | 2015  |
|---------------------------------------|---------|---------|--------|-------|-------|
| Saldo Settore Statale                 | -63.466 | -26.458 | -4.073 | 4.529 | 8.532 |
| in % PIL                              | -4,02   | -1,67   | -0,25  | 0,27  | 0,49  |
| Saldo Amministrazioni Centrali        | -62.239 | -27.000 | -4.040 | 4.539 | 8.591 |
| in % PIL                              | -3,94   | -1,70   | -0,25  | 0,27  | 0,50  |
| Saldo Amministrazioni Locali          | 689     | 738     | 606    | 252   | -297  |
| in % PIL                              | 0,04    | 0,05    | 0,04   | 0,02  | -0,02 |
| Saldo Enti di Previdenza e Assistenza | 0       | 0       | 0      | 0     | 0     |
| in % PIL                              |         |         |        |       |       |
| Saldo Settore Pubblico                | -61.550 | -26.262 | -3.434 | 4.791 | 8.294 |
| in % PIL                              | -3,90   | -1,65   | -0,21  | 0,29  | 0,48  |

### III.2 IMPATTO FINANZIARIO DELLE PRINCIPALI RIFORME

Nel Programma Nazionale di Riforma sono state individuate nove aree di *policy* (contenimento della spesa pubblica, federalismo, concorrenza ed efficienza amministrativa, lavoro e pensioni, infrastrutture, innovazione e capitale umano, energia e ambiente, sostegno alle imprese e sistema finanziario) riportate in una griglia allegata al documento stesso<sup>5</sup>.

Per ciascuna macro-area d'intervento si è valutato l'impatto in termini di maggiori-minori spese o maggiori-minori entrate delle nuove misure in esse ricomprese (Tav. III.9), fermo restando che vi sono misure valutate senza alcun impatto in quanto non quantificabili al momento dell'approvazione del relativo provvedimento o in quanto non comportanti nuovi o maggiori oneri per il bilancio dello Stato.

Per un maggior dettaglio delle misure si rimanda al capitolo II.5 del Programma Nazionale di Riforma (parte del Documento di economia e Finanza).

| TAVOLA III.7: IMPATTO FINANZIARIO DELLE MISURE DEL PNR <sup>1</sup> (in milioni di euro) |         |          |          |          |
|--|---------|----------|----------|----------|
|  | 2011    | 2012     | 2013     | 2014     |
| <b>CONTENIMENTO DELLA SPESA PUBBLICA</b>   |         |          |          |          |
| Maggiori entrate   | 700,0   | 21.467,6 | 33.224,6 | 35.181,9 |
| Minori spese   | 26,2    | 7.537,0  | 8.535,9  | 10.459,7 |
| Maggiori spese   | 107,0   | 104,5    | 2,5      | 2,5      |
| <b>FEDERALISMO</b>   |         |          |          |          |
| Maggiori entrate   | 0,0     | 9.032,4  | 9.167,4  | 9.167,4  |
| Minori spese   | 0,0     | 1.627,4  | 2.762,4  | 3.162,4  |
| Maggiori spese   | 5,0     | 5,0      | 5,0      | 0,0      |
| <b>MERCATO DEI PRODOTTI, CONCORRENZA E EFFICIENZA AMMINISTRATIVA</b>                     |         |          |          |          |
| Maggiori entrate   | 0,0     | 0,0      | 68,0     | 0,0      |
| Minori spese   | 0,0     | 0,0      | 16,2     | 16,2     |
| Minori entrate   | 45,0    | 90,0     | 90,0     | 34,0     |
| Maggiori spese   | 636,1   | 648,1    | 637,1    | 401,1    |
| <b>LAVORO E PENSIONI</b>   |         |          |          |          |
| Maggiori entrate   | 0,0     | 1.471,0  | 1.830,0  | 2.110,0  |
| Minori spese   | 0,0     | 2.643,0  | 8.433,0  | 10.432,0 |
| Minori entrate   | 0,0     | 3.333,2  | 5.939,1  | 5.055,5  |
| Maggiori spese   | 1.053,0 | 1.260,0  | 300,0    | 300,0    |
| <b>INNOVAZIONE E CAPITALE UMANO</b>  |         |          |          |          |
| Maggiori entrate   | 0,0     | 285,4    | 285,4    | 285,4    |
| Minori entrate   | 90,0    | 90,0     | 90,0     | 0,0      |
| Maggiori spese   | 110,0   | 991,8    | 560,2    | 404,0    |
| <b>SOSTEGNO ALLE IMPRESE</b>   |         |          |          |          |
| Maggiori entrate   | 0,0     | 0,0      | 82,8     | 100,1    |
| Minori entrate   | 14,0    | 985,7    | 1.487,3  | 2.944,0  |
| Maggiori spese   | 0,0     | 3.935,0  | 235,0    | 235,0    |
| <b>ENERGIA E AMBIENTE</b>  |         |          |          |          |
| Maggiori entrate   | 0,0     | 125,6    | 411,5    | 8,2      |
| Maggiori spese   | 18,7    | 4,0      | 15,8     | 20,9     |
| <b>SISTEMA FINANZIARIO</b>   |         |          |          |          |
| Minori entrate   | 0,0     | 14,3     | 26,5     | 21,3     |
| Maggiori spese   | 0,0     | 287,6    | 325,1    | 321,7    |

1) Sono escluse le risorse comunitarie, in particolare quelle del QSN 2007-2013. Non sono incluse le misure relative al DL Fiscale in corso di conversione.  
Fonte: elaborazioni RGS su dati degli allegati 3 delle Relazioni tecniche e delle informazioni fornite dai Ministeri competenti per materia.

<sup>5</sup> Per una descrizione dell'impostazione della griglia e dei suoi contenuti, si veda 'Descrizione della griglia allegata al PNR'.

### III.3 SALDO DI BILANCIO CORRETTO PER IL CICLO

La riforma del Patto di Stabilità e Crescita (contenuto nel cosiddetto *Six Pack*) ha rafforzato il concetto secondo cui gli obiettivi di finanza pubblica devono essere valutati al netto delle condizioni del ciclo economico e ha sancito il principio che paesi a più alto debito debbano ridurre più velocemente il proprio deficit di bilancio strutturale. Inoltre, introducendo la cosiddetta regola di spesa (cfr. riquadro successivo), sono stati ulteriormente irrobustiti i criteri di convergenza verso l'obiettivo di medio periodo (MTO). Quest'ultimo è definito in termini strutturali sulla base di indicatori specifici per ciascun paese quali il tasso di crescita potenziale di lungo periodo, il livello corrente del rapporto debito/PIL e l'ammontare delle passività implicite legate all'invecchiamento della popolazione. Il Governo italiano si è impegnato a conseguire il proprio MTO, ossia il pareggio di bilancio in termini strutturali, già nel 2013.

Dopo la crescita poco sostenuta del 2011, l'economia italiana si appresta a sperimentare una contrazione nell'anno in corso, con riflessi non trascurabili anche sulla stima della crescita potenziale. Infatti, la crescita potenziale è prevista ridursi a -0,3 per cento nell'anno in corso a causa, principalmente, del contributo negativo del fattore lavoro e della *Total Factor Productivity* (TFP)<sup>6</sup>.

Nel periodo successivo il prodotto potenziale dovrebbe inizialmente arrestare la propria caduta nel corso del 2013 e poi, gradualmente, tornare su un sentiero di crescita nel 2014, sostenendo la dinamica complessiva del PIL. Nel 2015, il tasso di crescita del PIL potenziale continuerebbe a crescere a un tasso pari allo 0,4 per cento, spinto dal contributo positivo del fattore lavoro e dello *stock* di capitale, mentre, per converso, la TFP continuerebbe a far registrare valori marginalmente negativi. Ovviamente, questa stima si basa sull'applicazione meccanica della metodologia approvata dal Consiglio ECOFIN per la derivazione del PIL potenziale e dell'*output gap*<sup>7</sup>. È presumibile ipotizzare che l'attuale spinta riformatrice possa determinare una crescita più robusta rispetto a quanto indicato e un contributo positivo della TFP già entro la fine dell'attuale orizzonte previsivo.

Rispetto al 2011, l'*output gap* che misura lo scostamento relativo del livello del prodotto corrente rispetto al livello del potenziale, dovrebbe allargarsi ulteriormente nel corso del 2012 fino a raggiungere il -3,0 per cento del PIL potenziale. Tuttavia, tra il 2013 e il 2015, l'*output gap* dovrebbe tornare gradualmente a restringersi fino ad attestarsi intorno a valori pari a -1,0 per cento nell'ultimo anno dell'orizzonte di previsione.

<sup>6</sup> La *Total Factor Productivity* è una misura della crescita del prodotto attribuibile strutturalmente agli effetti del progresso tecnico. Secondo la metodologia concordata a livello europeo, al fine di considerare solo gli effetti strutturali e depurare la variabile in questione dall'impatto del ciclo economico, si applica un filtro di *Kalman Bayesiano* al cosiddetto residuo di *Solow*, ossia alla differenza tra il tasso di crescita del PIL e i tassi di crescita dell'input di lavoro e dello stock di capitale, (ponderati con le rispettive quote distributive) considerando come regressore la serie che misura la capacità utilizzata. La produttività totale dei fattori corretta per gli effetti ciclici misura, pertanto, i miglioramenti qualitativi e di efficienza nell'impiego degli input produttivi.

<sup>7</sup> La metodologia per la derivazione del prodotto potenziale e degli *output gap* si basa sulla stima di una funzione di produzione. Per ulteriori informazioni si veda: Denis, C., Grenouilleau, D., Mc Morrow, K., and W. Röger (2006); '*Calculating potential growth rates and output gaps – A revised production function approach*'; *European Economy, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs; Economic Paper No.247*.

Di conseguenza, la componente ciclica del bilancio pubblico, che approssima la variazione automatica delle entrate fiscali e delle spese per ammortizzatori sociali dovuta alle fluttuazioni cicliche dell'economia<sup>8</sup>, passerebbe, rispettivamente, dal -1,1 nel 2011 al -1,5 per cento del PIL dell'anno in corso. Negli anni successivi, in linea con la tendenza al restringimento dell'*output gap*, la componente ciclica del saldo di bilancio si ridurrebbe significativamente fino ad attestarsi intorno allo -0,5 per cento del PIL nel 2015.

Per effetto delle massicce misure di risanamento adottate nel corso del 2011, il *deficit* strutturale, che esprime la situazione delle finanze pubbliche al netto degli effetti ciclici e delle misure *una tantum*, dovrebbe ridursi di 3,2 punti percentuali nel 2012 passando da un valore di -3,6 per cento a un valore di -0,4 per cento del PIL. Tale riduzione si protrae nel 2013, anno in cui l'Italia, raggiungendo un surplus strutturale pari allo 0,6 per cento del PIL, oltrepassa con un ampio margine il proprio obiettivo di bilancio di medio periodo (MTO). Nel 2014, il saldo strutturale rimane sostanzialmente invariato mentre si contrae di 0,2 punti percentuali nel 2015, mantenendosi ben al di sopra dell'MTO.

**TAVOLA III.8: LA FINANZA PUBBLICA CORRETTA PER IL CICLO<sup>1</sup> (in percentuale del PIL)**

|  | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|------|------|------|------|------|
| Tasso di crescita del PIL a prezzi costanti                                      | 0,4  | -1,2 | 0,5  | 1,0  | 1,23 |
| Indebitamento netto  | -3,9 | -1,7 | -0,5 | -0,1 | 0,0  |
| Interessi passivi  | 4,9  | 5,3  | 5,4  | 5,6  | 5,8  |
| Tasso di crescita del PIL potenziale   | 0,1  | -0,3 | 0,0  | 0,2  | 0,4  |
| Contributi dei fattori alla crescita potenziale:                                 |      |      |      |      |      |
| <i>Lavoro</i>  | 0,1  | -0,2 | 0,1  | 0,1  | 0,2  |
| <i>Capitale</i>  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,3  |
| <i>Produttività Totale dei Fattori</i>   | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -0,1 | -0,1 |
| Output gap   | -2,1 | -3,0 | -2,6 | -1,8 | -1,0 |
| Componente ciclica del saldo di bilancio   | -1,1 | -1,5 | -1,3 | -0,9 | -0,5 |
| Saldo di bilancio corretto per il ciclo  | -2,9 | -0,2 | 0,8  | 0,8  | 0,5  |
| Avanzo primario corretto per il ciclo  | 2,0  | 5,1  | 6,2  | 6,4  | 6,2  |
| Misure <i>una tantum</i>   | 0,7  | 0,2  | 0,1  | 0,2  | 0,1  |
| Saldo di bilancio al netto delle <i>una tantum</i>                               | -4,6 | -1,9 | -0,7 | -0,3 | -0,1 |
| Saldo di bilancio corretto per il ciclo al netto delle <i>una tantum</i>         | -3,6 | -0,4 | 0,6  | 0,6  | 0,4  |
| Avanzo primario corretto per il ciclo al netto delle <i>una tantum</i>           | 1,3  | 4,9  | 6,1  | 6,2  | 6,1  |
| Variazione saldo di bilancio al netto delle <i>una tantum</i>                    | -0,2 | -2,8 | -1,2 | -0,4 | -0,2 |
| Variazione saldo di bilancio corretto per ciclo al netto delle <i>una tantum</i> | 0,0  | -3,2 | -1,0 | 0,0  | 0,2  |

1) Gli arrotondamenti alla prima cifra decimale possono determinare incongruenze tra i valori presentati in tabella.

## LA REGOLA DI SPESA

*Il nuovo Patto di Stabilità e Crescita introduce il concetto di expenditure benchmark per valutare i progressi degli Stati Membri verso l'obiettivo di medio termine (MTO). Correntemente, il percorso verso l'MTO deve procedere tramite riduzioni del saldo strutturale di bilancio pari ad almeno 0,5 punti percentuali ogni anno. La regola di spesa rafforza tale vincolo e qualifica ulteriormente la convergenza verso l'obiettivo di medio periodo.*

*Più nel dettaglio, l'aggregato di spesa a cui la nuova regola fa riferimento è dato, in ciascun anno, dal totale delle spese della P.A., al netto della spesa per interessi, della spesa nei programmi europei pienamente coperte da fondi comunitari e della variazione delle spese non discrezionali per*

<sup>8</sup> La componente ciclica del bilancio pubblico viene calcolata come prodotto tra l'*output gap* e l'elasticità del saldo di bilancio alla crescita economica. Tale valore viene determinato in sede europea ed è pari, per l'Italia, a 0,5.

indennità di disoccupazione. Inoltre, l'aggregato di spesa considerato deve essere depurato dalla volatilità intrinseca nella serie degli investimenti, sostituendo al valore annuale di questi ultimi la media degli stessi calcolata tra l'anno  $t$  e i precedenti 3 anni.

Per i paesi che hanno conseguito il proprio MTO, l'aggregato di spesa di riferimento, espresso in termini reali, può muoversi in linea con il tasso di crescita di medio periodo del PIL potenziale. Per quelli lontani dall'MTO, la crescita dell'aggregato di spesa deve essere ridotta rispetto al tasso di crescita potenziale di medio termine di un ammontare (shortfall) che, comunque, garantisca una riduzione del saldo strutturale di bilancio di almeno 0,5 punti percentuali ogni anno. La regola prevede, altresì, che eventuali sforamenti nella crescita dell'aggregato di spesa rispetto al tasso di riferimento del prodotto potenziale debbano essere prontamente compensati da aumenti delle entrate discrezionali di uguale ammontare.

Il limite massimo per la crescita dell'aggregato di spesa che si applica all'Italia per il prossimo triennio è stato definito in sede europea, ed è pari, rispettivamente, a -0,8 per cento l'anno nel caso di non raggiungimento dell'MTO e di 0,3 per cento nel caso di conseguimento dell'obiettivo di medio periodo. Sulla base di questi parametri, risulta che il quadro di finanza pubblica (Tav.III.3) è in linea con le disposizioni della regola di spesa. Tuttavia, il rispetto della regola negli anni a venire è significativamente subordinato al mantenimento di condizioni di finanza pubblica stringenti che prevedano il mantenimento di saldi strutturali ambiziosi e almeno in linea con l'obiettivo di medio termine nel periodo finale di previsione.

#### Applicazione della regola di spesa

|  | 2011            | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    |
|--|-----------------|---------|---------|---------|---------|
|  | milioni di euro |         |         |         |         |
| 1.Totale spesa   | 790.794         | 801.422 | 807.370 | 821.925 | 840.313 |
| 2.Maggiori spese a politica invariata  |                 |         |         |         | 4.000   |
| 3.Spese finanziate da UE   | 3.508           | 3.900   | 4.100   | 4.300   | 4.500   |
| 4.Sussidi di disoccupazione : variazione non discrezionale                         | 95              | 475     | -886    | 15      | -66     |
| 5.Interessi  | 78.021          | 84.217  | 88.456  | 93.832  | 99.249  |
| 6.Investimenti fissi lordi   | 32.030          | 29.953  | 29.491  | 29.813  | 30.172  |
| 7.Investimenti fissi lordi - media sugli ultimi 4 anni (1)                         | 34.453          | 33.135  | 30.923  | 30.322  | 29.857  |
| 8.Aggregato di spesa di riferimento (1+2-3-4-5-6+7)                                | 711.593         | 716.012 | 717.132 | 724.287 | 740.315 |
| 9.Aggregato di spesa in termini reali  | 641.978         | 634.678 | 623.639 | 618.399 | 620.278 |
| 10.Tasso di crescita dell'aggregato di spesa in termini reali                      | -1,4            | -1,1    | -1,7    | -0,8    | 0,3     |
| 11.Benchmark di riferimento (limite massimo alla crescita dell'aggregato di spesa) | -0,8            | -0,8    | -0,8    | 0,3     | 0,3     |

(1) Dal 2011 le stime degli investimenti si riferiscono alla media (da  $t$  a  $t-3$ ) dell'ammontare di spesa.

Nota: Il benchmark di riferimento è stato calcolato ipotizzando il raggiungimento dell'MTO nel 2013 e il mantenimento dello stesso nel 2014 e nel 2015. L'aggregato di spesa di riferimento viene ottenuto sulla base dei valori presentati nel conto della P.A (Tavola III.3), sottraendo al totale delle spese a politiche invariate l'ammontare della spesa per interessi, delle spese finanziate con fondi UE la variazione delle spese non discrezionali per indennità di disoccupazione e considerando la variazione della spesa per investimenti rispetto a un aggregato medio (da  $t$  a  $t-3$ ). L'aggregato di spesa di riferimento viene deflazionato per mezzo del deflatore del PIL ( cfr. Tavola II.2b). Il tasso di crescita dell'aggregato di riferimento viene successivamente derivato.

### III.4 DEBITO PUBBLICO

Il 2011 è stato un anno particolarmente difficile per la gestione del debito pubblico a causa della propagazione dalla crisi del debito sovrano europeo.

Diversi Paesi dell'area dell'euro hanno visto precludersi la possibilità di finanziamento sul mercato: così è stato per la Grecia nel maggio del 2010, seguita poi dall'Irlanda nel novembre dello stesso anno e, infine, dal Portogallo nell'aprile del 2011. Per la Grecia è stato predisposto un meccanismo di prestiti bilaterali con il coinvolgimento diretto di tutti gli altri paesi della zona euro; per Irlanda e Portogallo è entrato in funzione il Fondo per la Stabilità Finanziaria (l'EFSSF, l'*European Financial Stability Facility*), che raccoglie fondi sul mercato finanziario attraverso l'emissione di titoli garantiti dai Paesi dell'area e li riversa ai Paesi in difficoltà sotto programma di aiuto<sup>9</sup>. Per quanto attiene all'Italia, fino a tutto il 2011, sono stati erogati in favore della Grecia prestiti per poco oltre 10 miliardi di euro, mentre la quota italiana delle passività dell'EFSSF ammonta alla stessa data a circa 3,1 miliardi di euro.

Se nel primo semestre del 2011 il mercato del debito pubblico italiano ha risentito solo in misura piuttosto limitata del clima di estrema volatilità e di crescente sfiducia propagatosi nei mercati, nel mese di luglio la situazione si è progressivamente deteriorata. L'allargamento dei differenziali di rendimento ha investito in particolare la parte a medio-lungo termine della curva dei rendimenti, ma non è mancato un primo impatto anche sui titoli più a breve termine. Nel mese di agosto, la BCE, di fronte a un quadro di crescente preoccupazione per la stabilità finanziaria e creditizia dell'intero sistema dell'euro, ha deciso di estendere il programma di acquisto titoli sul mercato secondario (il cosiddetto SMP, *Securities market programme*) anche ai titoli di stato italiani e spagnoli<sup>10</sup>. La situazione sui comparti non interessati dagli acquisti della BCE è stata anche più problematica: i titoli indicizzati all'inflazione (i BTP€i), quelli a tasso variabile (i CCT/CCTeu) e quelli a tasso fisso a lungo termine (15 e 30 anni) da agosto in poi hanno visto amplificarsi significativamente le dislocazioni, soprattutto in rapporto alle altre tipologie di titoli di Stato, proprio perché, a differenza di questi ultimi, non hanno beneficiato di un acquirente di ultima istanza come la BCE.

Il quadro complessivo ha assunto un carattere ancor più preoccupante nei mesi di ottobre e soprattutto di novembre. Le nuove regole di valorizzazione dei titoli di Stato nei portafogli delle banche hanno contribuito alla propagazione della crisi, che si è tradotta in una spirale negativa: da un lato sono entrati in difficoltà alcuni dei principali acquirenti domestici di titoli di Stato<sup>11</sup>, come le banche, in un contesto che aveva già visto un progressiva disaffezione degli investitori esteri sulle nuove emissioni del Tesoro<sup>12</sup>; dall'altro le stesse criticità delle banche rischiavano di riversarsi sull'economia reale a causa della maggiore difficoltà a concedere crediti alle imprese, derivante dal peggioramento

<sup>9</sup> Non avendo l'EFSSF autonomia finanziaria, le sue passività diventano automaticamente passività dei vari Stati dell'area euro, ognuno in base alla quota di partecipazione al bilancio della BCE.

<sup>10</sup> In precedenza il SMP aveva riguardato principalmente i titoli pubblici greci, irlandesi e portoghesi.

<sup>11</sup> Dai dati della Banca d'Italia si evince ad esempio che fino alla fine del mese di agosto del 2011 le banche italiane detenevano titoli di Stato per oltre 210 miliardi di euro.

<sup>12</sup> D'altra parte i dati sui Conti Finanziari – Bilancia dei pagamenti e Posizione Patrimoniale sull'estero della Banca d'Italia consentono di verificare come nella seconda metà del 2011 gli investitori non residenti abbiano smobilizzato titoli di Stato per importi storicamente alti, con un controvalore mensile pari in media a 15 miliardi di euro.



dell'accesso alla liquidità. Il mese di novembre ha segnato la fase più acuta della crisi del debito italiano. I rendimenti sui titoli di Stato, dopo una fase di ascesa progressiva —ma priva di sbalzi repentini— che aveva portato il titolo decennale dal 5,0 al 6,0 per cento da inizio settembre a fine ottobre, hanno subito un'ulteriore impennata, che in pochi giorni ha portato il rendimento al 7,0 per cento. Parallelamente, il differenziale rispetto ai tassi tedeschi ha raggiunto quota 500 punti base sulla scadenza a 10 anni, mentre in alcuni giorni di novembre è arrivato addirittura in area 650 punti base sulla scadenza 5 anni e ha sfiorato i 700 punti base sul segmento a 2 anni<sup>13</sup>. Uno degli aspetti più preoccupanti è stato questo incremento considerevole dei tassi sulle scadenze più brevi, che ha portato rapidamente la forma della curva dei rendimenti a essere completamente piatta o a tratti invertita, evidenziando una percezione di rischio di liquidità particolarmente acuta in un orizzonte temporale di breve periodo. Questo clima ha danneggiato considerevolmente anche gli scambi sul mercato secondario, pregiudicandone la significatività.

A livello di istituzioni europee si è assistito da un lato a una forte accelerazione dei processi di riforma della *governance*, dei meccanismi europei di monitoraggio delle politiche fiscali e degli squilibri economico-finanziari<sup>14</sup> e, dall'altro, a un rinnovato impegno della BCE per sbloccare il sistema finanziario con l'immissione di ingenti dosi di liquidità, sotto diverse forme, nei confronti degli intermediari finanziari e creditizi<sup>15</sup>.

Il combinato disposto delle iniziative delle autorità europee, degli interventi della BCE e della tempestiva azione di aggiustamento della finanza pubblica intrapresa dal Governo italiano hanno avuto l'effetto, inizialmente, di interrompere il crescendo della tensione. Tuttavia, alla fine del 2011 i tassi sui titoli di Stato permanevano su livelli storicamente alti, con scambi ancora estremamente rarefatti e dislocazioni molto evidenti sui mercati del debito sovrano italiano e di larga parte dell'area euro<sup>16</sup>.

Con il nuovo anno, è emersa una rinnovata fiducia sulla capacità dell'Italia di mantenere sotto controllo i saldi di finanza pubblica e avviare riforme strutturali in grado di stimolare lo sviluppo economico.

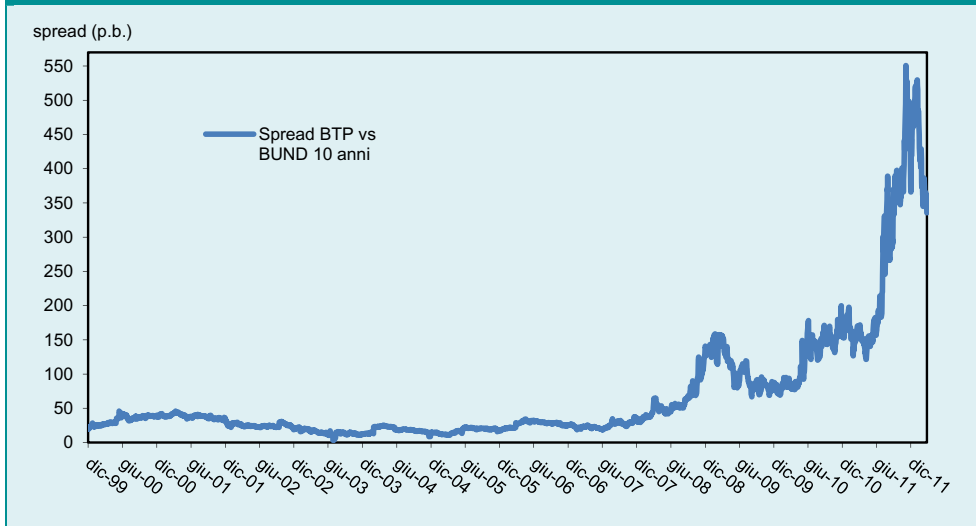
<sup>13</sup> L'ampliamento del differenziale è la risultante dell'aumento del tasso sui titoli italiani e la diminuzione di quelli tedeschi, che beneficiano di forti flussi di acquisto di investitori alla ricerca di investimenti percepiti come più sicuri: in quasi tutte le fasi di turbolenza si sono verificati entrambi i fenomeni.

<sup>14</sup> Si fa riferimento in particolare sia al rafforzamento del Patto di Stabilità e Crescita, il cosiddetto *Six Pack*, in vigore dal dicembre 2011, che il *Fiscal Compact*, accordo intergovernativo sottoscritto nel gennaio 2012 da quasi tutti i Paesi dell'Unione Europea che impegna fortemente gli Stati con regole più ferme di disciplina di bilancio.

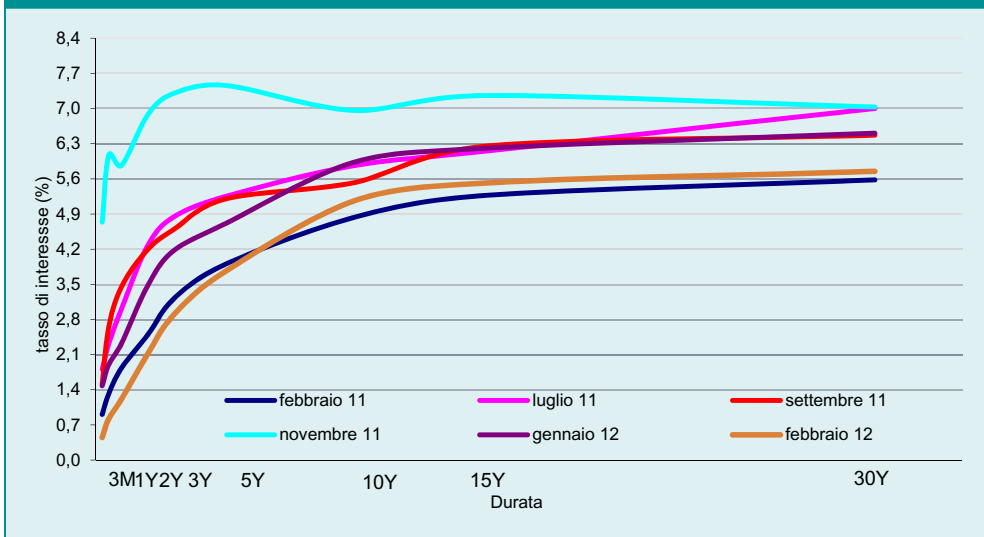
<sup>15</sup> Questa azione si è sviluppata attraverso una serie di interventi: dalla riduzione del tasso di riferimento della politica monetaria (il tasso *refi*) e di quello MRO (*Main Refinancing Operation*) sulle operazioni di rifinanziamento principale, all'introduzione di operazioni LTRO (*Long Term Refinancing Operation*) anche a 3 anni (di cui una a dicembre 2011 e una febbraio 2012), dal dimezzamento a partire dal gennaio 2012 della riserva obbligatoria delle banche, all'ampliamento della gamma dei titoli accettati a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento.

<sup>16</sup> D'altra parte nello stesso periodo pesano sui mercati le aspettative sulle decisioni delle principali agenzie di *rating* le quali nel periodo di ottobre e novembre avevano paventato la possibilità di abbassare il giudizio di affidabilità (*rating*) sull'Italia, sulla base della comune conclusione circa la vulnerabilità rispetto alle tensioni ricorrenti dell'area euro —derivanti dalle difficoltà politiche circa le soluzioni da adottare per i paesi in difficoltà finanziaria— per nazioni con alto debito e bassa crescita economica. Nei mesi di gennaio e febbraio 2012 queste anticipazioni sono state confermate, avallando quindi le aspettative che il mercato aveva espresso nelle settimane precedenti.

**FIGURA III.1: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO BTP-BUND 10 ANNI DALLA NASCITA DELL'EURO AL FEBBRAIO 2012**



**FIGURA III.2: EVOLUZIONE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO (FEBBRAIO 2011-2012)**



L'intera curva dei rendimenti si è avviata su un percorso di riduzione molto significativo, con una dinamica particolarmente accentuata per tutte le scadenze fino a 3 anni, maggiormente interessate dall'azione di rifornimento di liquidità avviata dalla BCE con l'operazione LTRO triennale di dicembre. Il rendimento del titolo a 1 anno è passato dal 5,5 per cento di inizio dicembre all'1,0 per cento di fine febbraio, quello a 10 anni dal 7,2 per cento al 4,9 per cento; il differenziale con la Germania sulla scadenza a 2 anni è sceso nello stesso periodo dai 620 a 160 punti base, mentre sulla scadenza a 10 anni si è mossa da circa 510 a 310 punti base. Anche la forma della curva dei rendimenti è ritornata su livelli più regolari: la differenza tra la scadenza a 10 anni e quella a 2 anni, che

a fine novembre era leggermente negativa, a fine febbraio è tornata intorno ai 330 punti base<sup>17</sup>. Anche se con più gradualità, il processo di normalizzazione ha investito tutte le categorie di titoli di Stato: con il miglioramento della percezione del rischio di credito sia i BTP€i che i CCT/CCTeu hanno visto risalire le loro quotazioni. Inoltre, anche la liquidità del mercato secondario ha visto un sensibile incremento: le quotazioni sul mercato sono tornate su livelli di efficienza accettabili, consentendo una ripresa significativa di scambi nel mese di febbraio.

Nel mese di marzo sono gradualmente riemerse le tensioni. Sui corsi dei titoli di Stato continuano a pesare le incertezze legate al percorso di convergenza europeo e, più in generale, le aspettative di condizioni di crescita economica molto bassa per i prossimi trimestri per molti paesi europei, inclusa l'Italia.

Nonostante un anno così complesso, il Tesoro è riuscito a mettere in atto una politica di emissione e di gestione delle passività in circolazione consistente e continua nel corso di tutto il periodo, attuando una strategia volta a garantire un'allocatione efficiente del debito sia in termini di costo che di minimizzazione del rischio di rifinanziamento. Nell'arco di tutto l'anno i titoli di Stato italiani sono stati collocati in modo soddisfacente sul piano della domanda, considerati gli elevati valori dell'indicatore *bid-to-cover*, ossia del rapporto tra domanda e offerta del titolo, a prezzi sostanzialmente in linea con quelli del mercato secondario.

Nel primo semestre del 2011 le emissioni di debito sui vari comparti sono state piuttosto regolari ed è stato emesso il nuovo benchmark BTP€i a 15 anni con un collocamento sindacato realizzato nel mese di giugno. Sempre nel primo semestre è stata messa in atto anche una graduale riduzione delle emissioni dei BOT, al fine di alleggerire le scadenze del primo semestre 2012 che sul comparto medio lungo sono elevate. Nel secondo semestre 2011 si sono verificate dislocazioni in tutti i comparti e il Tesoro ha quindi operato un moderato aumento delle emissioni a breve per compensare un atteggiamento di maggiore prudenza sugli strumenti con scadenza superiore ai 10 anni ed ha intensificato l'offerta dei titoli non più in corso di emissione (titoli *off-the-run*). Sono inoltre state effettuate frequenti operazioni di concambio, in cui sono stati ritirati dal mercato sia titoli prevalentemente con scadenza nel 2012 oltre che CCT/CCTeu e BTP indicizzati all'inflazione dell'area euro e con lo stesso criterio è stata effettuata un'asta di riacquisto a valere sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

---

<sup>17</sup> Ad agevolare il miglioramento di mercato va anche ricordato l'esito positivo dell'accordo per la ristrutturazione del debito greco.

**TAVOLA III.9: DETERMINANTI DEL DEBITO PUBBLICO (in percentuale del PIL) <sup>1</sup>**

|   | 2010       | 2011       | 2012       | 2013        | 2014        | 2015        |
|---|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Debito Pubblico</b>  |            |            |            |             |             |             |
| Livello al netto dei sostegni finanziari Area Euro  | 118,3      | 119,2      | 120,3      | 117,9       | 114,5       | 110,8       |
| <b>Impatto dei sostegni finanziari Area Euro (2)</b>                                      | <b>0,3</b> | <b>0,9</b> | <b>3,1</b> | <b>3,6</b>  | <b>3,7</b>  | <b>3,6</b>  |
| Livello al lordo dei sostegni finanziari Area Euro  | 118,6      | 120,1      | 123,4      | 121,5       | 118,2       | 114,4       |
| <b>Variazioni rispetto all'anno precedente</b>  | <b>2,6</b> | <b>1,5</b> | <b>3,3</b> | <b>-1,9</b> | <b>-3,3</b> | <b>-3,8</b> |
| <i>Fattori che determinano le variazioni del debito pubblico (in percentuale del PIL)</i> |            |            |            |             |             |             |
| Avanzo Primario (Competenza Economica)  | 0,0        | -1,0       | -3,6       | -4,9        | -5,5        | -5,7        |
| Effetto <i>Snow-ball</i>  | 2,0        | 2,9        | 4,6        | 2,5         | 2,2         | 2,1         |
| di cui: <i>Interessi (Competenza Economica)</i>   | 4,6        | 4,9        | 5,3        | 5,4         | 5,6         | 5,8         |
| Aggiustamento Stock - Flussi  | 0,6        | -0,4       | 2,3        | 0,5         | 0,0         | -0,2        |
| di cui: <i>Differenza tra Cassa e Competenza</i>  | -0,5       | -0,6       | -0,3       | -0,7        | -0,8        | -1,0        |
| <i>Accumulazione Netta di Asset Finanziari(3)</i>   | 0,4        | 0,6        | 0,1        | 0,4         | 0,3         | 0,3         |
| di cui: <i>Introiti da Privatizzazioni</i>  | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <i>Effetti di valutazione del Debito</i>  | 0,0        | 0,7        | 0,3        | 0,5         | 0,2         | 0,3         |
| <i>Altro(4)</i>   | 0,7        | -1,0       | 2,1        | 0,2         | 0,3         | 0,1         |
| p. m. Tasso di interesse implicito sul Debito   | 4,0        | 4,2        | 4,4        | 4,5         | 4,7         | 5,0         |

1) Gli arrotondamenti alla prima cifra decimale possono determinare incongruenze tra i valori presentati in tabella.

2) Include gli effetti del contributo italiano a sostegno dell'Area Euro: contributi alla Grecia, programma EFSF e capitale ESM.

3) Include gli effetti dei contributi alla Grecia e al capitale ESM.

4) La voce altro, residuale rispetto alle precedenti, comprende:

- variazioni dei depositi attivi del MEF presso la Banca d'Italia;
- discrepanze statistiche;
- comprende i contributi a sostegno dell'Area Euro previsti dal programma EFSF;
- l'anno 2011 comprende il rientro Tremonti bond afflitti al Fondo Ammortamento dei titoli di Stato.

**TAVOLA III.10: DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE PER SOTTOSETTORE (in milioni di euro e in percentuale del PIL) <sup>1</sup>**

|   | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Livello al netto dei sostegni finanziari Area Euro (2)</b> |              |              |              |              |              |              |
| Amministrazioni pubbliche                                     | 1.838.003    | 1.884.062    | 1.911.426    | 1.918.122    | 1.914.572    | 1.911.074    |
| <i>in %PIL</i>  | <i>118,3</i> | <i>119,2</i> | <i>120,3</i> | <i>117,9</i> | <i>114,5</i> | <i>110,8</i> |
| Amministrazioni Centrali (3)                                  | 1.734.790    | 1.781.300    | 1.809.402    | 1.816.704    | 1.813.406    | 1.809.611    |
| Amministrazioni Locali (3)                                    | 127.923      | 128.624      | 127.886      | 127.280      | 127.028      | 127.325      |
| Enti di Previdenza e Assistenza (3)                           | 37           | 55           | 55           | 55           | 55           | 55           |
| <b>Livello al lordo dei sostegni finanziari Area Euro (2)</b> |              |              |              |              |              |              |
| Amministrazioni pubbliche                                     | 1.841.912    | 1.897.179    | 1.959.645    | 1.977.120    | 1.977.520    | 1.974.023    |
| <i>in %PIL</i>  | <i>118,6</i> | <i>120,1</i> | <i>123,4</i> | <i>121,5</i> | <i>118,2</i> | <i>114,4</i> |
| Amministrazioni Centrali (3)                                  | 1.738.699    | 1.794.417    | 1.857.621    | 1.875.702    | 1.876.354    | 1.872.560    |
| Amministrazioni Locali (3)                                    | 127.923      | 128.624      | 127.886      | 127.280      | 127.028      | 127.325      |
| Enti di Previdenza e Assistenza (3)                           | 37           | 55           | 55           | 55           | 55           | 55           |

1) Gli arrotondamenti alla prima cifra decimale possono determinare incongruenze fra i valori presentati nella tavola.

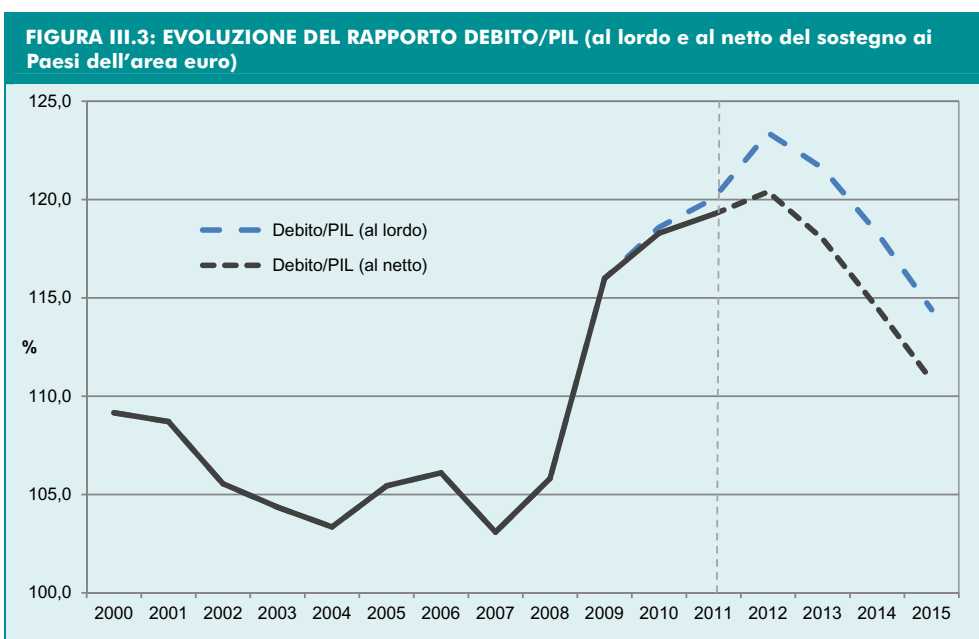
2) Al netto ovvero al lordo dei prestiti diretti alla Grecia (anni 2010 e 2011) della quota EFSF di pertinenza italiana, del programma ESM (dal 2012 al 2015).

3) Al lordo degli interessi non consolidati.

Fonte: Fonte Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico n.20 del 16 aprile 2012 - include EFSF e prestiti diretti alla Grecia: per il 2010 l'ammontare dei prestiti diretti alla Grecia è pari a 3909 mln di euro; per il 2011 l'ammontare dei prestiti diretti alla Grecia è pari a 6098 e la quota EFSF è pari a 3110.

### III.5 EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL

Il profilo del rapporto debito/PIL nel 2010 e nel 2011 è stato pari rispettivamente a 118,6 e a 120,1 per cento (Figura III.3), valori non troppo dissimili, ma comunque inferiori a quelli indicati nella Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanza dello scorso anno. Per il 2010 vi è stata una differenza negativa di 0,4 punti percentuali, quasi interamente attribuibili a una revisione del PIL in aumento compiuta in corso d'anno dall'ISTAT. Per il 2011 la differenza negativa di 0,5 punti percentuali è dovuta a un andamento effettivo della crescita nominale risultata inferiore di circa 0,1 punti percentuali, allo *stock* del debito che è cresciuto meno del previsto per circa 0,6 punti percentuali di PIL, per il combinato disposto di un andamento migliore del fabbisogno del Settore Pubblico per circa 0,4 punti percentuali e un rallentamento delle emissioni di debito anche più marcato rispetto allo stesso fabbisogno a causa delle tensioni sui mercati finanziari. Con riferimento al complesso dei due anni va tuttavia ricordato come la dinamica del debito risulti influenzata dai prestiti erogati dall'Italia alla Grecia e, attraverso il veicolo EFSF (*European Financial Stability Facility*), all'Irlanda e Portogallo nella misura di 3,9 miliardi nel 2010 (0,25 per cento di PIL) e 6,2 miliardi nel 2011 (0,58 per cento di PIL).



Per l'anno 2012 il rapporto debito/PIL dovrebbe risultare ancora in salita e attestarsi al 123,4 per cento, un dato di circa 3,9 punti superiore alla stima dello scorso anno che vedeva il 2012 come primo anno di inversione del *trend*. A spiegare questa rilevante differenza sono sostanzialmente tre fattori: i sostegni ai paesi dell'area euro, l'andamento previsto del fabbisogno e il diverso quadro economico. Lo scorso anno per il 2012 si prevedeva complessivamente un esborso aggiuntivo per la Grecia di circa 0,2 punti di PIL inclusi nel fabbisogno: tra la fine dello scorso anno e l'inizio di quello in corso gli accordi europei sono stati modificati prevedendo che gli aiuti alla Grecia transitino attraverso l'EFSF insieme con quelli per Portogallo e Irlanda, approvati

successivamente all'uscita del Programma di stabilità del 2011 (che infatti non li includeva). L'ammontare previsto delle emissioni di debito EFSSF, per la quota italiana, sarà pari a circa 29,5 miliardi di euro, cui vanno aggiunte le *tranche* di pagamento per la costituzione del capitale dell'organismo permanente ESM (*European Stability Mechanism*), pari a circa 5,6 miliardi per il 2012 (anch'esse non previste nella stima dello scorso anno). Complessivamente questi contributi rappresentano circa il 2,2 per cento del PIL, 2,0 punti percentuali in più rispetto alla stima dello scorso anno. D'altra parte, la previsione per il fabbisogno del Settore Pubblico, proprio per effetto del superamento della modalità di erogazione diretta alla Grecia, è previsto essere inferiore di circa 0,2 punti percentuali di PIL rispetto alla stima dello scorso anno. A questo andamento dello *stock* del debito va poi associata una dinamica del PIL nominale decisamente più lenta.

Nel 2013 si prevede l'inversione della tendenza nella dinamica del rapporto in questione, con un livello pari al 121,5 per cento. Tale soglia è ovviamente superiore a quella prevista a settembre 2011 per circa 5,1 punti percentuali: ai 2 punti di aiuti previsti per il 2012 se ne aggiungono altri 0,7 allora non inclusi, per un importo pari circa a 10,8 miliardi di euro (5,6 miliardi di euro per il capitale di ESM e 5,2 per EFSSF); d'altro canto, il PIL nominale è previsto attestarsi a circa 2,4 punti sotto quello stimato a settembre.

È interessante notare come le stime per il 2014 e il 2015, che vedono il debito in rapporto al PIL attestarsi rispettivamente al 118,2 e al 114,4 per cento, diano luogo a una riduzione molto significativa, anche tenendo conto della rilevanza del carico degli aiuti agli altri paesi dell'area euro e di un andamento della crescita nominale significativamente inferiore alle stime di settembre dello scorso anno. Nel 2014, la differenza dei valori assoluti della stima attuale del debito rispetto a quella di settembre (5,6 punti percentuali) è dovuta ad ulteriori 3,9 miliardi di euro previsti come quota di EFSSF (1,1 miliardi di euro) e ESM (2,8 miliardi di euro). Tuttavia, se rapportata al PIL previsto per lo stesso anno, questa stessa differenza risulta essere pari a 2,4 punti percentuali, una misura largamente inferiore alla somma cumulata degli aiuti sugli anni 2010-2014 che arriva a 3,8 punti di PIL (pari a quasi 63 miliardi di euro). D'altra parte le stime effettuate al netto degli aiuti mostrano chiaramente l'entità dell'aggiustamento derivante dalle manovre di finanza pubblica approvate nel 2011: nel 2015 il debito al netto degli aiuti si attesterebbe al 110,8 per cento del PIL con una riduzione complessiva dal 2012 al 2015 di 9,5 punti percentuali.

## IV. ANALISI DI SENSITIVITÀ

### IV.1 SENSITIVITÀ ALLA CRESCITA ECONOMICA

Al fine di valutare la sensitività della finanza pubblica italiana alla crescita economica sono stati formulati due scenari macroeconomici alternativi che rideterminano la dinamica dell'indebitamento netto e del debito pubblico per il periodo 2012-2015. In questi due scenari, coerentemente con l'evoluzione di alcune variabili economiche internazionali, la crescita del PIL reale è ogni anno superiore o inferiore di 0,5 punti percentuali a partire dal 2012 rispetto alle previsioni dello scenario di riferimento<sup>1</sup>.

Le diverse dinamiche di crescita del PIL degli scenari alternativi modificano l'andamento del prodotto potenziale e, di conseguenza, anche l'*output gap*. Pertanto, l'avanzo primario si aggiusta sia nella sua componente strutturale sia in quella ciclica. La componente strutturale viene ricavata come differenza tra le entrate e le spese strutturali risultanti nei singoli scenari di simulazione<sup>2</sup>. La componente ciclica è calcolata moltiplicando l'*output gap* degli scenari alternativi per l'elasticità del saldo di bilancio alla crescita economica<sup>3</sup>. Il nuovo profilo dell'avanzo primario muta l'evoluzione del debito e, conseguentemente, la spesa per interessi. Per ciascuno scenario, il valore del rapporto debito/PIL viene ricalcolato ipotizzando che lo *stock-flow adjustment* e il tasso di interesse implicito rimangano identici allo scenario base (Capitolo III, Tavola III.9).

Nello scenario pessimistico, con una crescita del PIL più bassa di 0,5 punti percentuali nell'anno in corso, l'indebitamento netto in rapporto al PIL sarebbe pari a -2,0 per cento, superiore di circa 0,3 punti percentuali rispetto al dato dello scenario di riferimento. Nel 2013, l'indebitamento continuerebbe a ridursi ma ad un ritmo più lento, attestandosi a -0,8 per cento del PIL a fronte dell'obiettivo del -0,5 per cento programmato dal Governo. Nell'anno successivo, l'indebitamento netto manterrebbe la tendenza a ridursi, attestandosi al -0,7 per cento del PIL, ma tornerebbe ad aumentare nel 2015 raggiungendo un passivo di 1,0 per cento. Per converso, nello scenario di maggiore crescita, l'indebitamento netto si attesterebbe a -1,1 per cento del PIL nell'anno in corso, circa 0,6 punti percentuali in meno rispetto allo scenario di riferimento, e continuerebbe a

<sup>1</sup> Nello scenario ottimistico si assume una crescita economica più sostenuta dell'economia globale, sia dei paesi avanzati sia dei paesi emergenti. In particolare, si ipotizza una ripresa più vivace negli Stati Uniti e nell'area dell'euro con una dinamica più brillante per il commercio internazionale e una riduzione delle tensioni geopolitiche con conseguente effetto positivo sul prezzo del petrolio che si collocherebbe intorno ai 105\$/barile. Si assume, inoltre, una più marcata compressione dei differenziali di rendimento rispetto al benchmark sul mercato dei titoli del debito sovrani dei paesi europei e un maggiore apprezzamento dell'euro. Nello scenario pessimistico, il quadro internazionale risulta meno favorevole di quello di riferimento sia nei paesi avanzati sia nei paesi emergenti per gli effetti del ritiro delle politiche economiche espansive. Più in particolare, si ipotizza un ciclo economico più debole negli Stati Uniti e nell'area dell'euro come conseguenza della recrudescenza delle tensioni sul mercato dei titoli del debito sovrano e dell'impatto macroeconomico delle politiche di correzione fiscale.

<sup>2</sup> Le entrate e le spese strutturali negli scenari alternativi vengono ricavate applicando un parametro di correzione alla corrispondente variabile del quadro di riferimento. Pertanto, per ottenere le entrate strutturali dello scenario di più alta (bassa) crescita, si provvede, in primo luogo, a moltiplicare le entrate strutturali (in rapporto al PIL) dello scenario di riferimento per un indice che esprime il rapporto tra il livello del PIL nominale *baseline* e quello dello scenario alternativo. Successivamente, si moltiplica il tutto per il prodotto tra la semielasticità delle entrate e la discrepanza relativa tra il PIL potenziale dello scenario alternativo e quello dello scenario base.

<sup>3</sup> Secondo la metodologia concordata in sede europea tale elasticità è pari a 0,5.

ridursi rapidamente negli anni successivi, attestandosi a un surplus di 0,3 nel 2013. Nel periodo 2014-2015, l'avanzo di bilancio continuerebbe ad aumentare raggiungendo un livello dell'1,2 per cento del PIL nel 2015.

| <b>TAVOLA IV.1: SENSIBILITÀ ALLA CRESCITA<sup>1</sup> (valori percentuali)</b> |                                      | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  |
|--|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tasso di crescita del PIL nominale   | <i>Scenario di maggiore crescita</i> | 1,7   | 1,3   | 2,7   | 3,4   | 3,7   |
|  | Scenario di base                     | 1,7   | 0,5   | 2,4   | 2,8   | 3,2   |
|  | <i>Scenario di minore crescita</i>   | 1,7   | 0,0   | 2,0   | 2,4   | 2,6   |
| Tasso di crescita del PIL reale  | <i>Scenario di maggiore crescita</i> | 0,4   | -0,7  | 1,0   | 1,5   | 1,7   |
|  | Scenario di base                     | 0,4   | -1,2  | 0,5   | 1,0   | 1,2   |
|  | <i>Scenario di minore crescita</i>   | 0,4   | -1,7  | 0,0   | 0,5   | 0,7   |
| Tasso di crescita del PIL potenziale   | <i>Scenario di maggiore crescita</i> | 0,2   | -0,1  | 0,3   | 0,5   | 0,7   |
|  | Scenario di base                     | 0,0   | -0,3  | 0,0   | 0,2   | 0,4   |
|  | <i>Scenario di minore crescita</i>   | 0,0   | -0,5  | -0,2  | -0,1  | 0,1   |
| Output gap   | <i>Scenario di maggiore crescita</i> | -2,4  | -2,8  | -2,3  | -1,4  | -0,4  |
|  | Scenario di base                     | -2,0  | -3,0  | -2,6  | -1,8  | -1,0  |
|  | <i>Scenario di minore crescita</i>   | -1,8  | -3,2  | -2,8  | -2,2  | -1,5  |
| Indebitamento netto  | <i>Scenario di maggiore crescita</i> | -3,9  | -1,1  | 0,3   | 1,0   | 1,2   |
|  | Scenario di base                     | -3,9  | -1,7  | -0,5  | -0,1  | 0,0   |
|  | <i>Scenario di minore crescita</i>   | -3,9  | -2,0  | -0,8  | -0,7  | -1,0  |
| Indebitamento netto corretto per il ciclo                                      | <i>Scenario di maggiore crescita</i> | -2,9  | 0,3   | 1,5   | 1,7   | 1,4   |
|  | Scenario di base                     | -2,9  | -0,2  | 0,8   | 0,8   | 0,5   |
|  | <i>Scenario di minore crescita</i>   | -2,9  | -0,4  | 0,6   | 0,4   | -0,3  |
| Avanzo primario  | <i>Scenario di maggiore crescita</i> | 1,0   | 4,1   | 5,7   | 6,4   | 6,7   |
|  | Scenario di base                     | 1,0   | 3,6   | 4,9   | 5,5   | 5,7   |
|  | <i>Scenario di minore crescita</i>   | 1,0   | 3,3   | 4,7   | 5,0   | 4,9   |
| Avanzo primario corretto per il ciclo  | <i>Scenario di maggiore crescita</i> | 2,0   | 5,5   | 6,8   | 7,1   | 6,9   |
|  | Scenario di base                     | 2,0   | 5,1   | 6,2   | 6,4   | 6,2   |
|  | <i>Scenario di minore crescita</i>   | 2,0   | 5,0   | 5,9   | 6,1   | 5,6   |
| Debito pubblico  | <i>Scenario di maggiore crescita</i> | 120,1 | 122,1 | 119,1 | 114,2 | 108,7 |
|  | Scenario di base                     | 120,1 | 123,4 | 121,5 | 118,2 | 114,4 |
|  | <i>Scenario di minore crescita</i>   | 120,1 | 124,3 | 123,2 | 121,9 | 118,7 |

1) L'arrotondamento alla prima cifra decimale può causare la mancata coerenza tra le variabili  
Nota: I saldi strutturali degli scenari alternativi sono stati calcolati utilizzando le elasticità delle entrate (pari a 1,2) e delle spese (pari a -0,04) rispetto alla crescita economica e non l'usuale parametro che esprime la sensibilità dell'indebitamento netto alla crescita (pari a 0,5).

Per effetto della maggiore (minore) crescita, il rapporto debito/PIL, decresce (cresce) nel 2012 di circa 1 punto percentuale di PIL rispetto al livello dello scenario di riferimento. Nell'ipotesi di maggiore crescita, il debito pubblico del 2013 si attesterebbe al 119,1 per cento del PIL, con una riduzione di 2,4 punti percentuali rispetto al dato del quadro di riferimento. Negli anni successivi, il rapporto debito/PIL continuerebbe a calare rapidamente sino al 108,7 per cento nel 2015, a fronte del 114,4 per cento del PIL programmato dal Governo. Al contrario, nello scenario di minor crescita, il profilo del rapporto debito/PIL si ridurrebbe a partire dal 2013 a ritmi significativamente meno sostenuti, attestandosi alla fine dell'orizzonte di previsione al 118,7 per cento.