

Alla luce di tali considerazioni, il Governo ritiene che nel 2014 non sia opportuno procedere a un aggiustamento del saldo strutturale di 0,5 punti percentuali di PIL, ossia dell'ammontare richiesto dai regolamenti europei e dalla legislazione nazionale per il percorso di avvicinamento all'MTO.

La strategia di bilancio del Governo prevede che il disavanzo strutturale si riduca di 0,2 punti percentuali di PIL nell'anno in corso. La deviazione temporanea dal percorso di avvicinamento verso l'MTO, ovvero il pareggio di bilancio in termini strutturali, è riconducibile all'esigenza di rispondere con una strategia organica al materializzarsi di 'eventi eccezionali' dovuti principalmente agli effetti della forte recessione del 2012 e del 2013, consentita agli Stati Membri dall'art. 5 del regolamento UE n. 1.175/2011 e recepita a livello nazionale dall'art. 6 della L. n. 243/2012. Secondo il regolamento UE, in periodi di grave recessione economica che determinino un impatto rilevante sulla situazione delle finanze pubbliche, è possibile allontanarsi temporaneamente dal percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di bilancio di medio periodo, a condizione che la sostenibilità delle finanze pubbliche non venga compromessa. In questa eventualità, l'articolo 6 della L. n. 243/2012, prevede che il Governo, sentita la Commissione Europea, presenti al Parlamento una Relazione e una specifica richiesta di autorizzazione in cui sia indicata l'entità e la durata dello scostamento nonché sia definito un piano di rientro che permetta di convergere verso l'Obiettivo di Medio Periodo. Il Governo si impegna a raggiungere questo risultato entro l'orizzonte di programmazione del DEF.

Il pagamento dei debiti pregressi della Pubblica Amministrazione

Il Governo è fortemente impegnato a disporre gli strumenti necessari per assicurare stabilmente la convergenza dei tempi di pagamento verso gli *standard* europei.

Il provvedimento recante interventi finalizzati al rispetto della direttiva europea sul pagamento dei debiti che il Governo ha approvato¹⁹ ed è in corso di presentazione alle Camere offre una soluzione strutturale che, a completamento delle azioni già intraprese nel 2013²⁰, si muove lungo tre direttrici:

- completare il pagamento dei debiti commerciali residui;
- favorire la cessione dei debiti commerciali certificati a intermediari finanziari e potenziare le vigenti modalità di compensazione con crediti tributari e contributivi;
- potenziare il monitoraggio dei debiti e dei relativi tempi di estinzione, anche per assicurare il rispetto della direttiva europea sui termini di pagamento.

Al fine di smaltire lo *stock* di debiti accumulato, senza incidere sulla dimensione del deficit di bilancio, si intende innanzi tutto: i) aumentare la dotazione del fondo per assicurare la liquidità alle regioni e agli enti locali per il pagamento dei debiti commerciali, istituito con il decreto legge n. 35 del 2013; ii) ridurre i debiti commerciali delle società partecipate dagli enti locali attraverso

¹⁹ Il DDL sui pagamenti pregressi della P.A. è stato approvato dal CdM dello scorso 12 marzo, ed è in corso di presentazione alle Camere.

²⁰ Si tratta del D.L. n. 35/2013 e del D.L. n. 102/2013.

l'ulteriore incremento del predetto fondo per fornire agli enti stessi anticipazioni finanziarie; iii) concedere anticipazioni di liquidità per il pagamento dei debiti inclusi nei piani di riequilibrio finanziario pluriennale dei comuni in squilibrio strutturale e dei debiti dei comuni che hanno deliberato il dissesto finanziario; iv) favorire il riequilibrio della gestione di cassa del settore sanitario ampliando il perimetro dei debiti sanitari finanziabili con anticipazioni di liquidità.

La certificazione assume un ruolo cruciale per la piena operatività del meccanismo di cessione dei crediti a intermediari finanziari, che sarà assistito da garanzia dello Stato. Essa consentirà all'impresa di ottenere liquidità attraverso una più agevole e rapida cessione dei propri crediti, anche tenuto conto del fatto che, in presenza della garanzia dello Stato, non potranno essere richiesti sconti superiori a una misura massima determinata con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze. Le Amministrazioni pubbliche debentrici diverse dallo Stato, in caso di temporanee carenze di liquidità, potranno chiedere agli intermediari finanziari una ridefinizione dei termini e delle condizioni di pagamento dei debiti. Sempre ai fini della predetta ridefinizione, i crediti assistiti dalla garanzia dello Stato potranno formare oggetto di ulteriore cessione ad altri intermediari finanziari.

Per affrontare strutturalmente la questione dei tempi di pagamento della P.A. è necessaria una adeguata attività di monitoraggio e la predisposizione di strumenti che consentano di rilevare l'effettiva consistenza ed evoluzione dell'ammontare dei debiti. Ad oggi, è già previsto l'obbligo della fatturazione elettronica²¹: dal prossimo mese di giugno per i rapporti commerciali con la P.A. centrale e nel corso del 2015 per tutte la P.A., compresi gli enti locali. In aggiunta sarà previsto che tutti i creditori della P.A. possano, tramite la piattaforma di certificazione dei crediti, fornire evidenza dei loro crediti anche nei confronti degli enti che passeranno alla fattura elettronica nel 2015.

Queste innovazioni dovranno essere accompagnate da un processo di informatizzazione della P.A., già avviato per gli enti centrali, che consenta di monitorare l'intero ciclo di vita delle fatture (ricezione, registrazione, pagamento o eventuali contestazioni). Ciò permetterà di disporre della piena conoscenza dei flussi di formazione dell'indebitamento e di verificare l'effettiva attuazione della direttiva europea sui pagamenti. Per questo sarà disposto: i) l'obbligo per le Amministrazioni di protocollare le fatture all'atto del ricevimento e di annotarle nel registro delle fatture; ii) l'obbligo di allegare alle relazioni ai bilanci consuntivi o di esercizio un prospetto che attesti l'importo dei pagamenti relativi a transazioni commerciali effettuate dopo la scadenza dei termini previsti dalla Direttiva europea in materia di tempi di pagamento, nonché il tempo medio dei pagamenti effettuati; iii) un meccanismo incentivante per gli enti locali soggetti al patto di stabilità interno; iv) un meccanismo sanzionatorio per le Amministrazioni pubbliche che registrano ritardi oltre una certa soglia temporale nei pagamenti dei debiti. Contribuisce in maniera sostanziale, infine, la armonizzazione della contabilità e dei bilanci degli enti territoriali, già avviata e su cui si dovrà procedere rapidamente per evitare ulteriori ritardi.

²¹ Introdotta dai commi da 209 a 214, dell'articolo 1 della legge 24 dicembre 2007, n. 244, e successive modificazioni.

L'esigenza di dotare gli enti pubblici delle risorse necessarie all'attuazione degli interventi che si intende adottare determina un incremento del saldo netto da finanziarie di circa 20 miliardi nel solo anno 2014 e del fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche di circa 13 miliardi nello stesso anno, da cui consegue un corrispondente incremento del debito pubblico. Una parte dell'incremento del saldo netto da finanziare è connesso con operazioni di ristrutturazione del debito regionale, assistite dallo Stato, che consentiranno alle Regioni di modificare il profilo temporale degli oneri per il rimborso dei debiti, anche in relazione al quale dovrà essere aggiornato il livello delle emissioni nette. Data la natura straordinaria dell'intervento per l'accelerazione dei pagamenti sui debiti della P.A. non si determinano effetti permanenti sugli altri saldi di finanza pubblica.

Nelle intenzioni del Governo, il pagamento della componente residua dei debiti pregressi della P.A. ha come finalità quella di rispondere alle gravi condizioni cicliche che hanno colpito l'economia italiana nel corso dell'ultimo biennio e di mitigare le restrizioni sulla liquidità comuni a molte imprese. Tuttavia, come descritto sopra, l'intervento non si limiterà al solo pagamento dei debiti commerciali in essere ma abbrevierà i tempi di pagamento in linea con le regole europee, dando luogo a effetti positivi di riduzione delle barriere all'entrata come stimato recentemente dalla Commissione Europea²².

Il Governo ritiene che sussistano le condizioni eccezionali che, alla luce dell'art. 6 della L. n. 243/2012, consentono per il 2014 uno scostamento temporaneo dagli obiettivi programmatici.

Riforme strutturali e avvicinamento graduale all'MTO

Il rallentamento nel percorso di convergenza verso il pareggio di bilancio strutturale previsto per il 2014 risponde anche all'intenzione del Governo di procedere con azioni decise di riforma che contribuiscano a migliorare il prodotto potenziale dell'economia italiana e al contempo comportino nel medio periodo un miglioramento della posizione di bilancio in termini strutturali, con un conseguente miglioramento della sostenibilità delle finanze pubbliche.

L'art. 3, comma 4 della L. n. 243/2012 e il regolamento UE n. 1175/2011, all'art. 5, prevedono esplicitamente una forma di flessibilità sul calendario di convergenza verso l'Obiettivo di Medio Periodo in presenza di riforme strutturali significative che producano un impatto positivo sul bilancio nel medio periodo, anche attraverso un aumento della crescita potenziale, e quindi sulla sostenibilità di medio-lungo periodo delle finanze pubbliche. Tali riforme sono valutate dalla Commissione con riferimento alla loro coerenza con gli orientamenti europei di politica economica. La deviazione temporanea dal percorso di convergenza verso l'MTO è consentita a condizione che sia mantenuto un opportuno margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento del rapporto *deficit*/PIL e che la posizione di bilancio ritorni all'Obiettivo di Medio Periodo entro il periodo coperto dal Programma di Stabilità. Secondo le stime qui presentate, gli interventi

²² Si veda il documento 'Assessing product market reforms in Italy', Greece, Portugal and Spain, European Commission, Note for the attention of the LIME Working Group, 2014.

programmati dal Governo condurranno a un miglioramento strutturale delle finanze pubbliche del Paese. La valutazione considera le misure che presentano gli effetti più facilmente quantificabili quali la riduzione della pressione fiscale sul lavoro, quella dell'IRAP e le relative coperture date dagli interventi di revisione della spesa e dall'aumento della tassazione sulle rendite finanziarie. Insieme a queste misure si considerano anche quelle relative alle liberalizzazioni e semplificazioni e la riforma del mercato del lavoro. Si ritiene tuttavia che anche altre riforme strutturali non esplicitamente considerate²³ potrebbero esercitare effetti favorevoli nel medio periodo, rafforzando ulteriormente la sostenibilità finanziaria dei conti pubblici.

La tavola III.8 mostra in sequenza le stime degli effetti finanziari positivi attesi dalle riforme sulle principali variabili macroeconomiche e sul saldo primario di bilancio. Inoltre l'ultima sezione della tabella dettaglia gli effetti complessivi delle riforme specificando anche l'impatto sul rapporto debito/PIL.

Come risultato del piano di riforme programmato dal Governo, si prevede che il livello del PIL aumenti in termini cumulati di 2,2 punti percentuali nel 2018 rispetto allo scenario di base. Sono rilevanti, a regime, gli effetti sui consumi privati e sugli investimenti, maggiori in termini di livelli rispettivamente per 1,9 e 3,0 punti percentuali. Anche l'occupazione è attesa aumentare, grazie agli effetti positivi sull'offerta di lavoro; infatti l'introduzione di detrazioni IRPEF sul lavoro dipendente per le fasce più basse di reddito, oltre a rappresentare una riduzione del cuneo fiscale, produrrebbe importanti effetti indiretti sul tasso di partecipazione che, nel complesso, è atteso aumentare di 0,6 punti percentuali nel triennio 2015-2018 in termini cumulativi²⁴.

Per quanto riguarda la finanza pubblica, grazie alla previsione di adeguate coperture, l'impatto complessivo delle misure di riforma programmate dal Governo, non determinerebbe alcuna riduzione del saldo primario.

Per il periodo 2014-2018, l'impatto delle riforme sul prodotto potenziale è stimato utilizzando lo scenario macroeconomico descritto nella tavola III.8, che ingloba gli effetti sull'economia delle riforme strutturali. Tali effetti non sono inclusi nel quadro macroeconomico e in quello programmatico di finanza pubblica di questo Documento. Al quadro macroeconomico inclusivo degli effetti delle riforme è applicata la metodologia di calcolo della funzione di produzione concordata a livello europeo procedendo a separare l'impatto ciclico da quello strutturale.

Per gli anni successivi al 2018, le variabili relative ai singoli fattori produttivi sono estrapolate con semplici tecniche statistiche o, in alcuni casi, si assume che convergano verso parametri strutturali stimati dalla Commissione Europea

²³ Le riforme considerate sono descritte anche all'interno del PNR. Tuttavia non si tiene conto all'interno di questo paragrafo di interventi quali la soluzione a regime della questione dei ritardi dei pagamenti della P.A. che possono avere effetti positivi strutturali sul PIL.

²⁴ Gli effetti sul tasso di partecipazione sono stimati tramite il modello di micro-simulazione del mercato del lavoro del Dipartimento del Tesoro, ITaxSIM (*Italian Taxation Simulation Model*). Il modello segnala un aumento significativo del tasso di partecipazione femminile e di minore entità per il tasso di partecipazione maschile. La variazione di 0,6 rappresenta una media ponderata delle due variazioni.

opportunamente rivisti per includere l'effetto macroeconomico di ogni singola riforma²⁵.

TAVOLA III.8: IMPATTO MACROECONOMICO DELLE MISURE PROGRAMMATICHE 2014

Descrizione misura	Risultati delle simulazioni					
	Effetti cumulati sul PIL e su altre variabili macroeconomiche rispetto allo scenario base					
		2014	2015	2016	2017	2018
Aumento delle detrazioni IRPEF sui redditi da lavoro dipendente	PIL	0,1	0,3	0,4	0,6	0,6
	Consumi privati	0,1	0,4	0,6	0,7	0,8
	Investimenti fissi lordi	0,1	0,6	1,1	1,4	1,4
	Occupazione	0,0	0,1	0,2	0,4	0,6
	Saldo primario/PIL (1)	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4
Riduzione dell'IRAP	PIL	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
	Consumi privati	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
	Investimenti fissi lordi	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
	Occupazione	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
	Saldo primario/PIL (1)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Revisione della tassazione sulle rendite finanziarie	PIL	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
	Consumi privati	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
	Investimenti fissi lordi	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
	Occupazione	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Saldo primario/PIL (1)	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Spending review	PIL	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
	Consumi privati	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
	Investimenti fissi lordi	-0,2	-0,6	-0,9	-0,8	-0,6
	Occupazione	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
	Saldo primario/PIL (1)	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4
Liberalizzazioni e semplificazioni (L. n. 27/2012, L. n. 35/2012, L. n. 98/2013 e DDL A.S. n. 958)	PIL	0,1	0,3	0,4	0,6	0,9
	Consumi privati	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
	Investimenti fissi lordi	0,7	1,0	1,3	1,6	1,9
	Occupazione	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
	Saldo primario/PIL (1)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Riforma del mercato del lavoro (L. n. 92/2012 con le modi-fiche apportate dal D.L. n. 34/2014)	PIL	0,2	0,3	0,4	0,5	0,8
	Consumi privati	0,4	0,6	0,7	0,9	1,1
	Investimenti fissi lordi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
	Occupazione	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5
	Saldo primario/PIL (1)	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Totale	PIL	0,3	0,6	1,0	1,5	2,2
	Consumi privati	0,4	0,8	1,1	1,5	1,9
	Investimenti fissi lordi	0,7	1,1	1,5	2,1	3,0
	Occupazione	0,2	0,4	0,4	0,7	1,2
	Saldo primario/PIL (1)	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
	Debito/PIL (1) (2)	-0,2	-0,8	-1,3	-2,1	-3,5

Nota: Eventuali imprecisioni nel totale derivano da arrotondamenti

Fonte: Elaborazioni MEF con il modello ITEM, IGEM e QUEST Italia.

(1) Differenza rispetto allo scenario base (il segno positivo indica un peggioramento, il segno negativo un miglioramento)

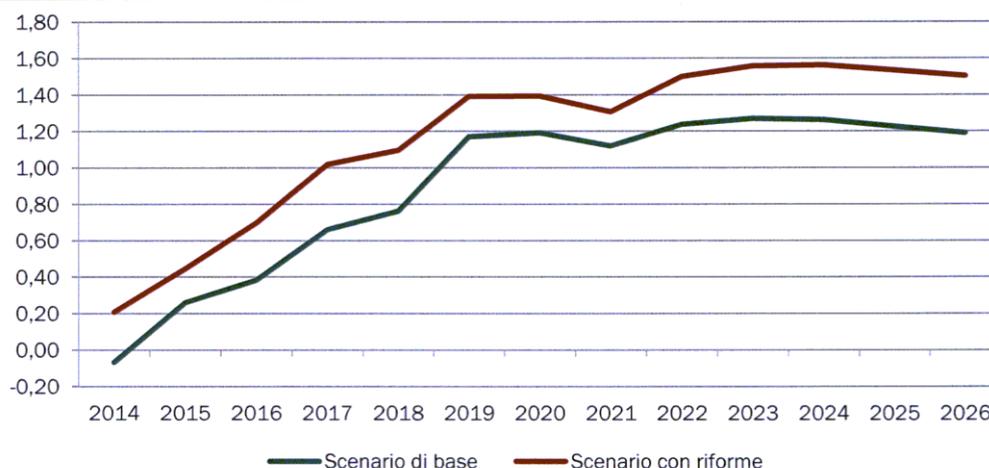
(2) Elaborazioni MEF con il modello del debito pubblico.

²⁵ La metodologia di proiezione del prodotto potenziale è in linea con quella correntemente discussa a livello europeo dal Comitato di Politica Economica del Consiglio Europeo e dall'*Output Gap Working Group*. Per maggiori dettagli si veda il capitolo III.4 e la Nota Metodologica alla sezione III.3

In particolare, si assume che il NAIRU (*Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) converga al 2026 verso il valore cosiddetto ‘di ancora’ stimato dalla Commissione Europea attraverso un modello *panel*²⁶ e pari per l’Italia al 9,4 per cento. Tuttavia, in coerenza con la suddetta metodologia, si è valutato che a seguito dell’impatto del taglio del cuneo fiscale e delle altre misure adottate sul mercato del lavoro il livello del tasso di disoccupazione ancora debba essere ridotto all’8,8 per cento²⁷. Infine, per quanto riguarda lo stock di capitale, si ipotizza che questo converga al proprio valore di equilibrio crescendo in linea con la *Total Factor Productivity* dal 2028, ossia tre anni in anticipo rispetto allo scenario di base.

Per effetto delle riforme annunciate dal Governo, il tasso di crescita del PIL potenziale aumenta già nel 2014 passando da un tasso prossimo a zero a un valore dello 0,2 per cento. Negli anni a seguire, e fino al 2017 la crescita del prodotto potenziale è più rapida che nello scenario di riferimento. Nel medio periodo, le riforme contribuiscono a collocare la crescita del prodotto potenziale su valori più alti. Nel 2026, il tasso di crescita del potenziale inclusivo delle riforme risulta essere di circa 0,3 punti percentuali al di sopra di quanto previsto nello scenario di riferimento del DEF.

FIGURA III.3: TASSO DI CRESCITA DEL PIL POTENZIALE NELLO SCENARIO CON RIFORME



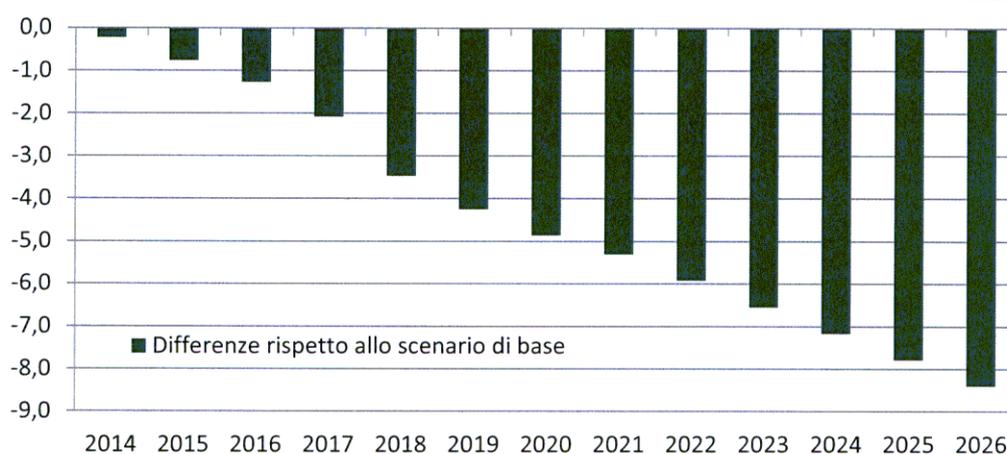
Per effetto delle riforme, il rapporto debito/PIL, si riduce immediatamente e più rapidamente in conseguenza della più alta crescita potenziale. Dopo il 2018, a politiche invariate, ossia nell’ipotesi di costanza del saldo primario strutturale, la

²⁶ Si veda la nota metodologica sui criteri di formulazione delle previsioni tendenziali (allegato II) alla sezione III.3 e per maggiori dettagli si anche veda Orlandi F., 2012, *Structural unemployment and its determinants in the EU countries*, *European Economy, Economic Papers*, No. 455. (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2012/pdf/ecp_455_en.pdf).

²⁷ La riduzione del livello ancora del NAIRU dello 0,6 per cento (da 9,4 per cento a 8,8 per cento) deriva dalla applicazione della elasticità del NAIRU ancora al cuneo fiscale. Si è valutato che l’intervento di riduzione dell’IRPEF determinerà una riduzione della variabile di riferimento adottata nella metodologia della Commissione pari a circa il tre per cento. Il livello attuale del cuneo per l’anno 2012 era stimato essere pari a circa 44,5 per cento.

riduzione del rapporto debito/PIL nello scenario inclusivo delle riforme accelera ulteriormente rispetto alle previsioni del quadro di riferimento. Nel 2026, grazie all'impatto delle riforme il rapporto debito/PIL risulterebbe essere inferiore di circa 9 punti percentuali rispetto al livello dello scenario di base.

FIGURA III.4: IMPATTO DELLE RIFORME SUL DEBITO PUBBLICO: DIFFERENZE RISPETTO ALLO SCENARIO DI BASE (% PIL)



Alla luce di queste dinamiche è possibile concludere che il rallentamento del percorso di convergenza verso l'Obiettivo di Medio Periodo necessario per consentire l'implementazione di importanti riforme strutturali porta a effetti significativi sulla crescita potenziale di medio periodo e contribuisce, in ultimo, a migliorare la sostenibilità delle finanze pubbliche italiane.

Piano di rientro

A fronte della volontà di procedere al pagamento della componente residua dei debiti pregressi della P.A e di avviare un ambizioso programma di riforme strutturali, il Governo si impegna a rispettare il piano di rientro verso gli obiettivi programmatici coincidenti con il quadro di finanza pubblica programmatico delineato nel DEF.

Il rallentamento della convergenza verso l'MTO nel 2014 viene compensato dall'impegno del Governo, a partire dal 2015, ad attuare un piano di rientro che permetta di raggiungere pienamente l'Obiettivo di Medio Periodo nel 2016. Nel 2015, il disavanzo strutturale ricomincerebbe a diminuire di 0,5 punti percentuali, grazie a una manovra di consolidamento interamente finanziata da riduzioni di spesa pari a 0,3 punti percentuali di PIL sul primario. Il pareggio di bilancio in termini strutturali verrebbe conseguito pienamente nel 2016 e sarebbe mantenuto lungo tutto l'orizzonte di programmazione sino al 2018.

A questo piano di rientro, si accompagna anche un ambizioso programma di privatizzazioni che prevede dismissioni di attività dello Stato per circa lo 0,7 per cento del PIL nel corso del triennio 2014-2017.

Le misure correttive programmate per i prossimi anni e il piano di dismissioni previsto assicurano, già dal prossimo anno, il rapido rientro del maggior rapporto debito pubblico/PIL conseguente all'ulteriore pagamento dei debiti pregressi. Come evidenziato nel paragrafo III.7 'La regola del debito e gli altri fattori rilevanti', il profilo programmatico del rapporto debito/PIL rispetterebbe la regola sul percorso di convergenza del debito verso il parametro europeo già dal 2015.

III.4 SALDO DI BILANCIO CORRETTO PER IL CICLO

La Legge Costituzionale n.1/2012 sull'Introduzione del principio dell'equilibrio di bilancio nella Carta costituzionale e quella 'rinforzata' (L. n. 243/2012) hanno riformato la Costituzione introducendo e dettagliando il principio dell'equilibrio di bilancio in conformità con le regole europee.

La nuova legislazione nazionale recepisce i principi del Patto di Stabilità e Crescita, modificato dal regolamento UE n. 1175/2011 (*Six Pack*), e sancisce che il pareggio di bilancio si ottiene qualora il saldo strutturale eguagli il livello dell'Obiettivo di Medio Periodo (MTO), la cui definizione viene rimandata ai criteri stabiliti dall'ordinamento dell'Unione Europea.

Il Codice di Condotta per la Redazione dei Programmi di Stabilità²⁸ definisce l'MTO 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. Attualmente, l'MTO dichiarato dal Governo Italiano coincide con un saldo strutturale in pareggio.

L'introduzione nella legislazione italiana del concetto di saldo strutturale integra la definizione degli obiettivi programmatici espressi in termini nominali, i quali non dipendono solamente dalle misure di politica fiscale adottate dal governo ma reagiscono spontaneamente alle evoluzioni del contesto economico, con quelli strutturali, misurati al netto del ciclo economico, che permettono di valutare la componente discrezionale della politica fiscale.

L'indicatore che sintetizza la posizione ciclica dell'economia e permette di formulare i saldi strutturali è l'*output gap*, il quale misura la differenza tra il prodotto effettivo e quello potenziale in rapporto a quest'ultimo. La metodologia utilizzata per stimare il prodotto potenziale e l'*output gap* dell'economia italiana è comune a tutti i paesi dell'UE ed è basata sulla funzione di produzione²⁹. Tale metodologia è stata approvata dal Consiglio ECOFIN e viene periodicamente discussa e rivista all'interno del Comitato di Politica Economica e dell'*Output Gap Working Group* (EPC-OGWG).

Dopo la forte contrazione della crescita del prodotto interno verificatasi negli anni 2012 e 2013, l'economia italiana si appresta a sperimentare una moderata espansione nel 2014 (vedi quadro macroeconomico di riferimento, capitolo II). La

²⁸ Si veda il Codice di Condotta per la Redazione dei Programmi di Stabilità: *Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes, September 2012*
http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/code_of_conduct_en.pdf

²⁹ D'Auria et al., 2010, *The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps*, *European Economy, Economic Papers*. 420.)

stima del prodotto potenziale, dopo la significativa riduzione dello 0,7 e dello 0,4 per cento nel 2012 e nel 2013, non recepirebbe immediatamente l'inversione di tendenza prevista per l'anno in corso e si attesterebbe, nonostante il contributo positivo della *Total Factor Productivity*, a -0,1 per cento nel 2014. A partire dal 2015, il prodotto potenziale mostrerebbe un recupero sino a raggiungere un tasso di crescita pari allo 0,8 per cento nel 2018. Il fattore lavoro contribuirebbe in maniera positiva alla crescita potenziale sin dal prossimo anno, mentre il fattore capitale solamente a partire dal 2016.

L'*output gap*, dopo aver registrato un livello *record* pari a -4,5 per cento del PIL potenziale nel 2012, è previsto ridursi nell'anno in corso attestandosi a -3,7 per cento. Come già evidenziato nel paragrafo precedente, tale stima risulta comunque più ampia, in valore assoluto, del livello dell'*output gap* rappresentativo (ROG) prevalente in condizioni cicliche normali, il quale viene stimato dalla Commissione intorno a un valore del -2,7 per cento del PIL potenziale per il 2012. Pertanto, nel 2014 le condizioni di grave recessione economica permarrebbero, esaurendosi solo nel 2015 quando il livello dell'*output gap* risulterebbe essere in linea con quello considerato rappresentativo. Negli anni a seguire si registrerebbe una graduale chiusura dell'*output gap*, il quale tornerebbe ad essere positivo e pari allo 0,6 per cento del PIL potenziale nel 2018.

Per valutare l'impatto del ciclo economico sul bilancio dello Stato è necessario misurarne la componente ciclica, che si ottiene moltiplicando l'*output gap* per la semi-elasticità del saldo di bilancio alla crescita economica³⁰. Il parametro della semi-elasticità per l'Italia è pari a circa 0,55. Sulla base di tale parametro, la componente ciclica del saldo di bilancio risulta essere pari al -2,5 per cento nel 2013, -2,0 per cento nel 2014, a -1,5 per cento nel 2015 per poi diminuire progressivamente, diventando positiva e pari allo 0,3 per cento nel 2018.

Il percorso di avvicinamento dell'Italia al proprio Obiettivo di Medio Periodo non ha subito deviazioni significative nel corso del 2012 e del 2013, ossia in coincidenza con la fase più critica della recessione. Il saldo strutturale, che è l'indebitamento al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure *una tantum*, si è ridotto in rapporto al PIL ben più del minimo richiesto dal Patto di Stabilità e Crescita, pari a 0,5 punti percentuali di PIL all'anno. Difatti, il saldo strutturale è diminuito di 0,6 punti percentuali di PIL nel 2013 e, in media di 1,4 punti percentuali nel biennio 2012-2013. Tale dinamica è stata favorita da una considerevole riduzione della spesa pubblica. L'aggregato di spesa di riferimento (si veda il Focus su 'La regola di spesa') ha fatto registrare nello stesso biennio un tasso di crescita negativo in media superiore al -3,0 per cento in termini reali.

³⁰ A partire dal 2013, l'OGWG ha deciso di sostituire il parametro di riferimento, passando dall'elasticità alla semi-elasticità. In luogo della misurazione dell'impatto del livello assoluto del saldo di bilancio a variazioni della crescita economica si considera la variazione del saldo di bilancio in percentuale del PIL rispetto a variazioni della crescita economica. Inoltre, sono stati aggiornati i parametri che rappresentano, per ogni singolo paese, i pesi specifici, cioè la struttura di entrate e spese e le quote relative delle singole categorie che le compongono. Sia la modifica della semi-elasticità che quella che riguarda i pesi relativi non hanno effetti rilevanti sul calcolo della componente ciclica, mentre hanno effetti significativi sul calcolo separato di entrate e uscite strutturali. Per maggiori dettagli si veda: Mourres G., Isbasoiu G.-M., Paternoster D. e M. Salto, (2013), *The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update*, *Economic Papers* 478, *European Commission*. Also available at: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp478_en.pdf

Per il 2014, il disavanzo strutturale si attesterebbe allo 0,6 per cento del PIL, riducendosi di 0,2 punti percentuali di PIL rispetto al 2013, in luogo di 0,5 punti percentuali richiesti dal Patto di Stabilità, mentre l'aggregato di spesa farebbe registrare una contrazione di -0,6 per cento in termini reali, non in linea con i parametri della Commissione che richiederebbero una riduzione di almeno 1,07 per cento.

TAVOLA III.9: LA FINANZA PUBBLICA CORRETTA PER IL CICLO (in percentuale del PIL) (1)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tasso di crescita del PIL a prezzi costanti	-2,4	-1,9	0,8	1,3	1,6	1,8	1,9
Indebitamento netto	-3,0	-3,0	-2,6	-1,8	-0,9	-0,3	0,3
Interessi passivi	5,5	5,3	5,2	5,1	5,1	4,9	4,7
Tasso di crescita del PIL potenziale	-0,7	-0,4	-0,1	0,3	0,4	0,7	0,8
<i>Contributi dei fattori alla crescita potenziale:</i>							
<i>Lavoro</i>	-0,7	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
<i>Capitale</i>	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
<i>Produttività Totale dei Fattori</i>	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
<i>Output gap</i>	-3,1	-4,5	-3,7	-2,7	-1,6	-0,5	0,6
Componente ciclica del saldo di bilancio	-1,7	-2,5	-2,0	-1,5	-0,9	-0,3	0,3
Saldo di bilancio corretto per il ciclo	-1,3	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	0,0	0,0
Avanzo primario corretto per il ciclo	4,2	4,7	4,6	4,8	5,1	4,9	4,7
Misure <i>una tantum</i>	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Saldo di Bilancio al netto delle <i>una tantum</i>	-3,1	-3,3	-2,7	-1,6	-0,9	-0,3	0,3
Saldo di bilancio corretto per il ciclo al netto delle <i>una tantum</i>	-1,4	-0,8	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0
Avanzo primario corretto per il ciclo al netto delle <i>una tantum</i>	4,1	4,5	4,6	4,9	5,1	4,9	4,7
Variazione saldo di bilancio al netto delle <i>una tantum</i>	-1,3	0,2	-0,6	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6
Variazione saldo di bilancio corretto per ciclo al netto delle <i>una tantum</i>	-2,2	-0,6	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	0,0

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

Come ampiamente spiegato nel paragrafo precedente, la deviazione temporanea dal percorso di avvicinamento verso l'Obiettivo di Medio Periodo che si riscontra per il 2014 consegue alla necessità di rispondere contestualmente alla forte recessione che ha colpito l'Italia nel corso del 2012 e 2013 e all'esigenza di procedere speditamente, con una strategia organica, all'implementazione di importanti riforme strutturali in grado di incidere nel medio periodo sul potenziale di crescita dell'economia e di migliorare la sostenibilità delle finanze pubbliche.

La normativa europea e quella nazionale prevedono forme di flessibilità che permettono di deviare dal percorso di avvicinamento all'MTO in entrambi i casi³¹. Come già chiarito, tale scostamento è consentito, a condizione che sia mantenuto un opportuno margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento del disavanzo nominale e che si preveda il ritorno al percorso di avvicinamento all'MTO entro il periodo di previsione del Programma di Stabilità.

³¹ Si veda il regolamento UE n. 1175/2001 che rivede e modifica l'articolo 5 del regolamento n. 1466/97 e l'articolo 3 della L. n. 243/2012.

Il posticipo al 2016 del conseguimento dell'Obiettivo di Medio Periodo non configura una violazione dei Regolamenti europei e appare in linea con quanto previsto dalla normativa nazionale.

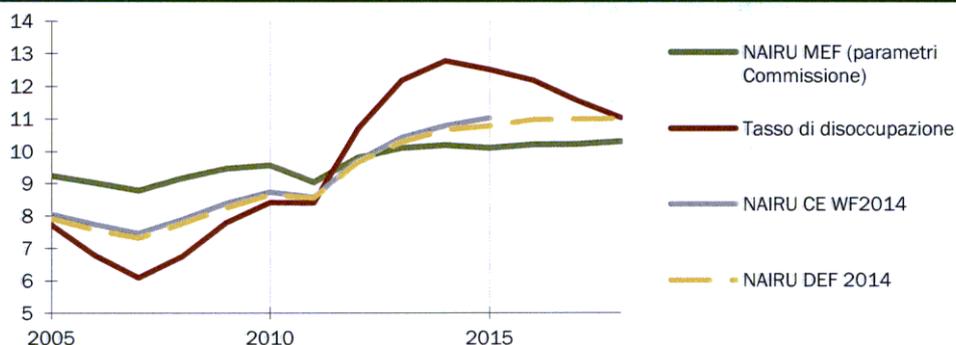
FOCUS
Sensibilità dei saldi strutturali alla metodologia di calcolo dell'output gap

In base alla metodologia della funzione di produzione concordata a livello europeo, la stima dell'output gap che è necessaria per la derivazione dei saldi strutturali è significativamente dipendente dalle ipotesi del quadro macroeconomico sottostante ma anche dall'individuazione di alcuni parametri di inizializzazione per la stima del tasso di disoccupazione strutturale (NAIRU) e della *Total Factor Productivity* (TFP).

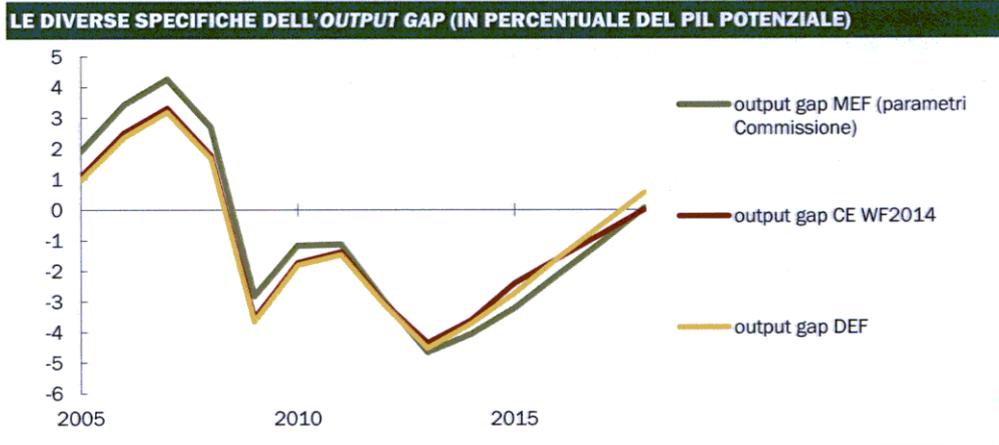
Più in particolare, i parametri necessari alla stima del NAIRU, che rappresenta la componente di trend della disoccupazione, sono particolarmente soggetti a discrezionalità. Il NAIRU viene calcolato sulla base di un modello bivariato in cui la scomposizione trend-ciclo del tasso di disoccupazione è stimata congiuntamente ad una Curva di Phillips che comprende l'*unemployment gap* tra le determinanti della variazione del tasso di crescita dei salari. Il filtro statistico utilizzato per tale modello è il Filtro di Kalman che, nella fase di stima, richiede la definizione ex ante dei parametri di inizializzazione delle componenti latenti, quali ad esempio i limiti di oscillazione delle varianze dei processi stocastici che regolano la curva di Phillips e la scomposizione trend-ciclo della disoccupazione (per maggiori dettagli sulla metodologia e sui parametri utilizzati si veda la Nota Metodologica, sez. III.1).

Tradizionalmente, e al fine di evitare valori dell'output gap e dei saldi strutturali poco in linea con quelli delle previsioni della Commissione Europea, le elaborazioni del NAIRU sottostanti i vari documenti programmatici dell'Italia hanno sempre recepito i parametri di inizializzazione utilizzati dalla Commissione. Tuttavia, nel corso degli ultimi anni, quest'ultima ha provveduto a rivedere frequentemente tali parametri, soprattutto alla luce del recente aumento del tasso di disoccupazione successivo al 2011.

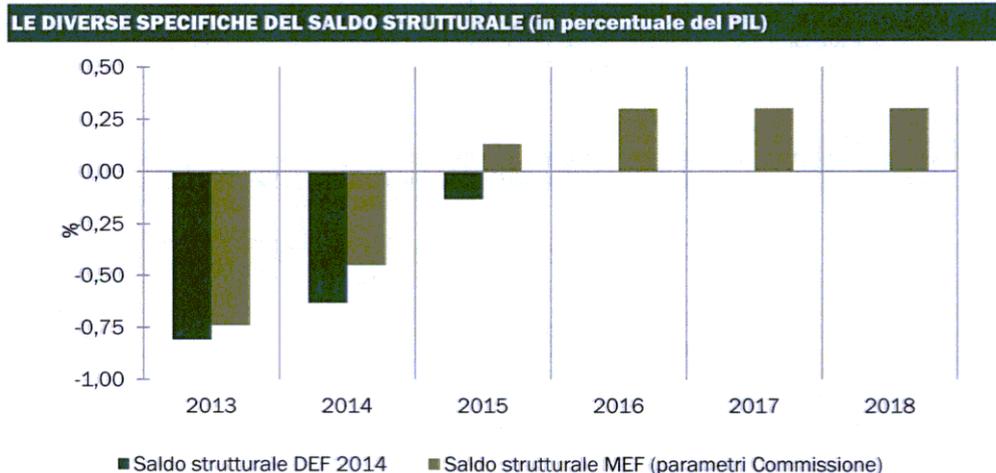
Anche la stima del NAIRU utilizzata nel DEF 2014 non si discosta significativamente dalla serie elaborata dalla Commissione nelle *Winter Forecast 2014* (figura 1). Tuttavia, al fine di ottenere questo risultato, è stato necessario rivedere in modo iterativo i parametri di inizializzazione sottostanti. Per contro, l'utilizzo dei parametri validati dalla Commissione nelle ultime *Forecast* avrebbe prodotto un profilo del NAIRU totalmente differente. Come si evince dalla figura sottostante, il recepimento dei parametri della Commissione avrebbe prodotto un profilo del NAIRU completamente rivisto sia storicamente sia in fase di previsione. A partire dal 2013 e su tutto l'orizzonte previsivo del DEF 2014, il NAIRU ottenuto in base ai parametri della Commissione si sarebbe attestato su valori mediamente più bassi.

LE DIVERSE SPECIFICHE DEL NAIRU (valori percentuali)


Profili differenti del NAIRU conducono a stime differenti del livello del prodotto potenziale e di conseguenza dell'*output gap*. La figura sotto riportata mostra l'andamento dell'*output gap* così come pubblicato dalla Commissione Europea nelle *Winter Forecast*, quello ufficiale pubblicato dall'Italia nel DEF e quello che si sarebbe ottenuto utilizzando il profilo del NAIRU più basso, calcolato con i parametri di inizializzazione della Commissione. Come si evince dalla figura, un NAIRU più basso comporta un allargamento dell'*output gap*, in media, di circa 0,4 punti percentuali nel periodo 2013-2018.



Il valore dell'*output gap* ha importanti ripercussioni sulla definizione dei saldi strutturali. Nella figura seguente si riportano i saldi strutturali programmatici per il periodo 2013-2018 calcolati utilizzando i diversi profili dell'*output gap*. Utilizzare un *output gap* in linea con i parametri di inizializzazione del NAIRU della Commissione Europea permetterebbe di avere un saldo strutturale decisamente più favorevole, che nel 2015 registrerebbe un avanzo strutturale di 0,1 per cento, a differenza del leggero disavanzo previsto nel presente documento. A partire dal 2016, inoltre, il saldo strutturale raggiungerebbe un avanzo costante di 0,3 per cento del PIL con i parametri della Commissione e solamente un pareggio di bilancio con i parametri di inizializzazione ufficiali.



È evidente che la metodologia concordata a livello europeo per la stima del potenziale e dei suoi derivati dipende sensibilmente dalla discrezionalità delle scelte sui parametri sottostanti i modelli, primo fra tutti quello del NAIRU. Utilizzando gli ultimi parametri ufficiali della Commissione Europea, la situazione fiscale dell'Italia risulterebbe notevolmente migliore rispetto ai valori ufficiali dichiarati nel presente Programma di Stabilità. La scelta operata risponde all'esigenza di avvicinare la stima del potenziale il più possibile a quella della Commissione Europea, anche se, come qui dimostrato, scelte diverse avrebbero portato a risultati significativamente differenti.

III.5 DEBITO PUBBLICO

La gestione del debito pubblico nel corso del 2013 e del primo trimestre del 2014 si è sviluppata in un contesto di progressiva normalizzazione del funzionamento dei mercati finanziari in generale, e di quello dei titoli di Stato in particolare, soprattutto rispetto alle condizioni di forte instabilità del periodo che va dall'ultimo trimestre del 2011 alla prima metà del 2012. Il 2013 si è contraddistinto anch'esso per fasi di turbolenza e volatilità sui mercati, sia pur in misura nettamente inferiore, riconducibili in egual misura a fattori interni (principalmente legati a eventi politico-istituzionali) e a fattori internazionali (con un ruolo preponderante delle decisioni di politica monetaria da parte delle principali banche centrali a livello globale).

L'avvio del 2013 si è posto in sostanziale continuità con gli ultimi mesi dell'anno precedente, con il proseguimento dell'andamento discendente dei tassi di interesse e dei differenziali contro i titoli tedeschi. Questa tendenza, iniziata a partire da settembre 2012, è stata favorita dal miglioramento dei saldi di finanza pubblica a livello nazionale, dagli importanti obiettivi conseguiti a livello europeo con l'istituzione dei veicoli di sostegno finanziario e il processo di integrazione della vigilanza bancaria. Non da ultimo, la tendenza è stata favorita dalle misure adottate dalla Banca Centrale Europea, tra cui il nuovo sistema di potenziale intervento sul mercato secondario dei titoli di Stato fino a tre anni (cosiddette *Outright Monetary Transactions, OMT*), volto a rendere più efficiente il processo di trasmissione degli impulsi della politica monetaria all'economia.

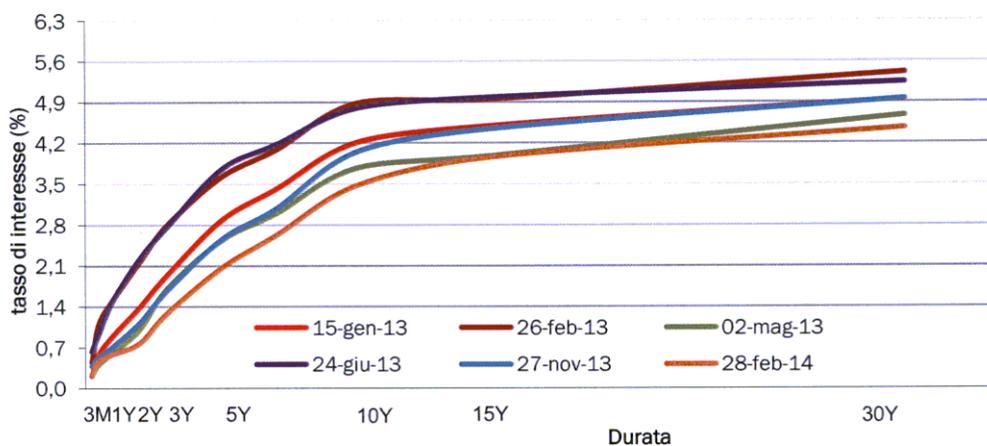
In questo contesto, il Tesoro, proprio nel mese di gennaio, è tornato sul mercato con un nuovo BTP con scadenza 15 anni, che ha avuto un significativo riscontro positivo in termini di condizioni di costo e di qualità degli investitori coinvolti. L'operazione ha avuto una valenza segnaletica molto rilevante dal momento che su queste scadenze lunghe il Tesoro non era presente sul mercato con un nuovo titolo da oltre due anni.

Le criticità sono tornate a manifestarsi nuovamente all'indomani dell'esito delle elezioni politiche di fine febbraio e delle conseguenti difficoltà relative alla formazione del nuovo Governo. Sebbene non siano mancate giornate caratterizzate da improvvisi picchi di volatilità, va tuttavia segnalato come in questo periodo il mercato del debito, nelle sue componenti di primario e secondario, abbia continuato a funzionare regolarmente, consentendo al Tesoro di gestire senza particolari difficoltà i collocamenti in asta e agli operatori di essere attivi sui titoli di Stato senza particolari anomalie.

Con la formazione del Governo e una relativa stabilità dei mercati finanziari internazionali, il quadro complessivo per il mercato dei titoli di Stato è tornato ad

assumere un tono decisamente positivo, ponendo le basi per una nuova discesa dei tassi di interesse lungo tutta la curva dei rendimenti e un'ulteriore riduzione dei differenziali contro la Germania, fino ad arrivare a livelli non troppo distanti da quelli dell'estate del 2011, prima che la crisi europea del debito sovrano coinvolgesse direttamente l'Italia. È in questo frangente che il Tesoro ha trovato le condizioni per offrire al mercato un nuovo BTP a 30 anni, una scadenza che non era stata più interessata dalle emissioni dal settembre 2009.

FIGURA III.5: EVOLUZIONE CURVA DEI RENDIMENTI TITOLI DI STATO



Durante la fase finale del secondo trimestre 2013, la situazione di mercato è tornata a presentarsi nuovamente volatile con un incremento dei tassi e una riduzione della pendenza della curva dei rendimenti. A spiegare questo movimento, diversamente dai mesi precedenti, sono stati fattori internazionali quali, in particolare, l'annuncio della Banca Centrale degli USA di un possibile ridimensionamento, e la successiva potenziale interruzione delle politiche di acquisto di titoli obbligazionari sul mercato secondario americano: il mercato ha immediatamente interpretato questa scelta come un segnale di progressivo esaurimento dell'impegno a garantire bassi tassi di interesse a lungo termine e ampie condizioni di liquidità nel sistema.

L'impatto dell'annuncio è stato molto significativo sui livelli dei tassi di interesse su scala mondiale, inclusa ovviamente l'Europa e i paesi dell'Area dell'Euro. Nonostante l'entità del fenomeno, il mercato italiano dei titoli di Stato ha continuato a funzionare in modo sostanzialmente ordinato, pur in un contesto non privo di significativi movimenti dei prezzi dei titoli.

Superata questa fase, il nuovo fronte di instabilità si è aperto a livello nazionale, con le incertezze derivanti da una possibile rinnovata fase di instabilità politica. Nel mese di settembre e fino ai primi giorni di ottobre il mercato ha nuovamente offerto spunti di turbolenza, soprattutto sulle scadenze più brevi, poi rapidamente rientrati con il voto di fiducia ottenuto dal Governo. Da quei giorni fino alla fine dell'anno, senza significative pause, la *performance* dei titoli di Stato è stata continua e omogenea su larga parte degli strumenti offerti dal

Tesoro, processo che è stato ulteriormente agevolato dall'esito della prima emissione del BTP a 7 anni, un nuovo punto strategico sulla curva dei rendimenti funzionale alla gestione dei rischi da parte del Tesoro, ma anche particolarmente apprezzato da parte degli investitori che da molti mesi si erano mostrati attivi su titoli con scadenza residua nell'intorno dei 7 anni. A consolidare la tendenza positiva della fine dell'anno ha contribuito anche il successo, oltre le più rosee previsioni, della seconda emissione dell'anno del BTP Italia, lo strumento dedicato agli investitori *retail* lanciato nel 2012, che già nel mese di aprile, durante il primo collocamento dell'anno, aveva avuto un riscontro molto positivo.

FIGURA III.6: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO BTP-BUND-BENCHMARK 10 ANNI

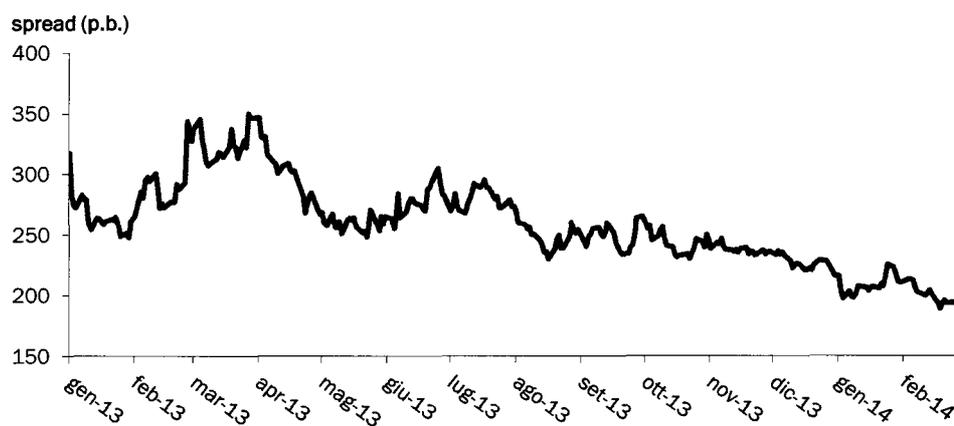
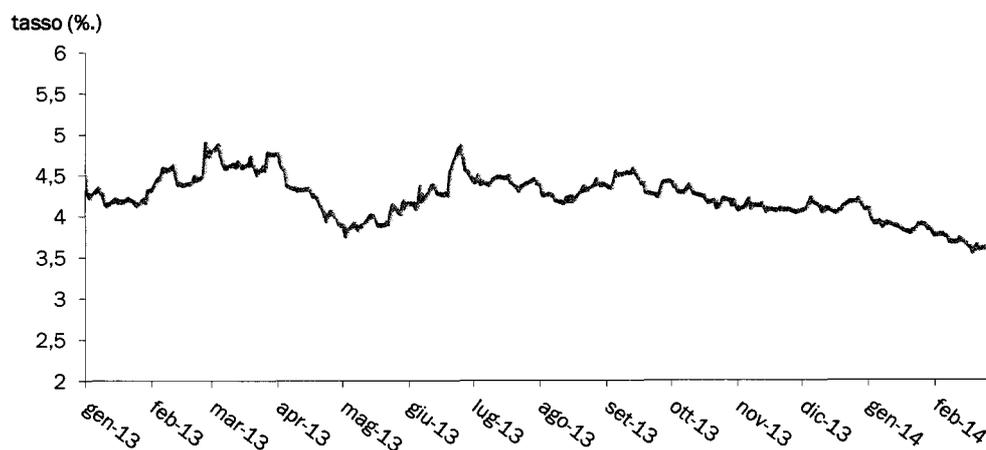


FIGURA III.7: TASSO TITOLI DI STATO- BENCHMARK A 10 ANNI



La tendenza positiva del mercato durante l'ultimo trimestre del 2013 ha interessato in modo particolarmente forte le scadenze a breve e medio termine, che hanno raggiunto livelli assoluti di tasso e di differenziale contro il *bund* tedesco antecedenti la crisi, in linea con quelli del 2010. Sulle scadenze più lunghe si è assistito a una altrettanto significativa riduzione dei tassi, anche se i differenziali contro il *bund* risentono ancora degli effetti della lunga crisi finanziaria iniziata negli USA nel 2007 e poi proseguita in forme diverse in Europa con le forti tensioni sul debito sovrano del periodo 2010-2012.

Con il miglioramento della situazione generale e il sensibile ridimensionamento delle fonti di tensione, il mercato dei titoli di Stato ha visto parallelamente migliorare le condizioni di liquidità del suo segmento secondario, con una ripresa significativa dei volumi scambiati e dell'efficienza delle quotazioni. Anche se in modo differenziato questo processo ha investito tutte le tipologie di titoli, anche quelle che durante gli anni della crisi del debito erano state maggiormente penalizzate, come i titoli nominali a più lungo termine, quelli indicizzati all'inflazione europea e quelli a tasso variabile.

A fare da supporto a questo contesto è stato anche il ritorno sempre più continuo e di dimensioni sempre più rilevanti di investitori esteri, europei e non, che a seconda delle fasi di mercato hanno scelto di partecipare attraverso sia il mercato primario sia quello secondario. Tale presenza ha consentito di stabilizzare, e quindi consolidare, la quota del debito italiano rappresentata da titoli di Stato posseduta da operatori non residenti, quota che come noto soprattutto nel periodo tra la metà del 2011 e la metà del 2012 aveva subito un ridimensionamento non trascurabile.

Nei primi mesi del 2014 il quadro complessivo ha fatto registrare un ulteriore miglioramento: la discesa nel livello dei tassi è proseguita in modo molto marcato con una compressione ulteriore dei differenziali di rendimento contro il *bund* tedesco. Ne hanno beneficiato tutti i collocamenti sul mercato primario, con un riscontro notevolmente positivo anche da parte di quegli investitori esteri che da molto tempo non erano stati più attivi sul debito italiano. Il Tesoro, sulla scia di questo andamento di mercato, è tornato a emettere un nuovo titolo a 10 anni sul segmento delle emissioni indicizzate all'inflazione europea, segmento particolarmente penalizzato durante le fasi più acute della crisi del debito sovrano: la recezione favorevole avuta dall'emissione ha dimostrato chiaramente la rilevanza di questi titoli per la politica di diversificazione dell'offerta da parte del Tesoro e la fondatezza dell'impostazione seguita negli anni volta a garantire continuità alle emissioni, seppur per volumi ridotti, al fine di minimizzare l'impatto sul costo del debito nelle fasi più intense della crisi.