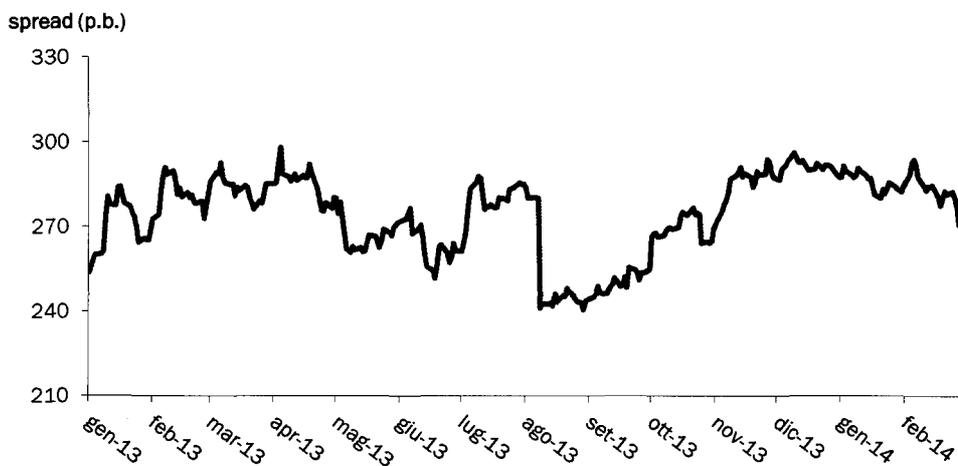


FIGURA III.8: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TITOLI DI STATO 10 ANNI VS 2 ANNI

III.6 EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL

L'evoluzione del rapporto tra il debito delle Amministrazioni pubbliche e il PIL delinea un percorso di discesa a partire dal prossimo anno, mentre l'anno in corso sarà l'ultimo del periodo di crescita continua iniziata a partire dal 2007.

Con riferimento agli anni di consuntivo, mentre tale rapporto nel 2011 è stato rivisto al ribasso solo marginalmente, passando dal 120,8 per cento riportato nella Nota di Aggiornamento al DEF dello scorso settembre al 120,7 per cento per via di ordinarie revisioni statistiche, il dato per il 2012 è stato confermato al 127,0 per cento.

Il nuovo consuntivo del 2013 ha visto il rapporto debito/PIL raggiungere il 132,6 per cento, un valore inferiore di circa 0,3 punti percentuali rispetto al dato programmatico della Nota di Aggiornamento. Tale valore è basato su una stima per il deflatore del PIL inferiore rispetto al consuntivo (1,2 per cento contro un dato finale di 1,4 per cento), pur a fronte di una crescita reale rivelatasi al di sotto delle aspettative (-1,9 per cento rispetto a una stima di -1,7 per cento) e di uno *stock* di debito atteso lievemente superiore al dato finale di consuntivo. L'incremento di 5,7 punti percentuali tra il 2012 e il 2013 è dovuto, come era stato già evidenziato nelle previsioni della Nota di Aggiornamento, a un livello particolarmente significativo sia della componente *snow-ball*, che risente della differenza tra costo del debito e crescita nominale del PIL, sia dell'aggiustamento *stock-flussi*, quest'ultimo dovuto in larga parte alle emissioni di debito effettuate nell'anno per la provvista necessaria a far fronte ai pagamenti dei debiti commerciali della P.A.³².

Nel 2014 il rapporto debito/PIL è previsto aumentare ulteriormente, fino a raggiungere il 134,9 per cento, circa 2,1 punti percentuali in più rispetto la stima indicata nella Nota di Aggiornamento. Questo incremento è in larga parte

³² D.L. n. 35/2013 convertito dalla L. n. 64/2013, e D.L. n. 102/2013 convertito dalla L. n. 124/2013

riconducibile al ridimensionamento della crescita del PIL nominale, che passa dal 2,9 per cento all'1,7 cento, ma anche a una previsione dello *stock* di debito maggiore per circa 0,8 punti percentuali. Quest'ultima revisione al rialzo è dovuta principalmente alla revisione della stima del fabbisogno del Settore pubblico dal 3,7 al 5,3 per cento del PIL imputabile in misura equivalente sia a un peggioramento del saldo a legislazione vigente, sia al pagamento di ulteriori 13 miliardi di debiti commerciali della P.A. che si prevede di erogare in aggiunta a quanto già previsto per il 2014 dal combinato disposto dei due decreti legge adottati nel 2013. Questa tendenza è in parte compensata, tra gli altri fattori, da un valore più contenuto, per circa lo 0,3 per cento di PIL, degli effetti di valutazione del debito, rappresentati dagli scarti di emissione e dalla rivalutazione per l'inflazione dovuta sui titoli indicizzati, nonché da una stima delle entrate da privatizzazioni superiore per circa lo 0,2 per cento.

Il sensibile rallentamento della crescita prevista del rapporto debito/PIL nel 2014 rispetto al 2013 (2,3 punti percentuali contro i 5,7 di variazione del 2013 rispetto al 2012) è dovuta pertanto a una significativa riduzione dell'effetto *snow-ball*, grazie principalmente a un ritorno in territorio positivo della crescita del PIL nella sua componente reale a fronte di una riduzione significativa del deflatore del PIL. Anche il miglioramento dell'avanzo primario (che passa dal 2,2 al 2,6 per cento di PIL) contribuisce a ridurre lo *stock* di debito/PIL, mentre l'aggiustamento *stock*-flussi rimane elevato (1,9 per cento contro il 2,1 per cento del 2013), per via della continuazione del processo di rimborso dei debiti commerciali avviato nel 2013.

FIGURA III.9: DETERMINANTI DEL DEBITO PUBBLICO (in percentuale del PIL)

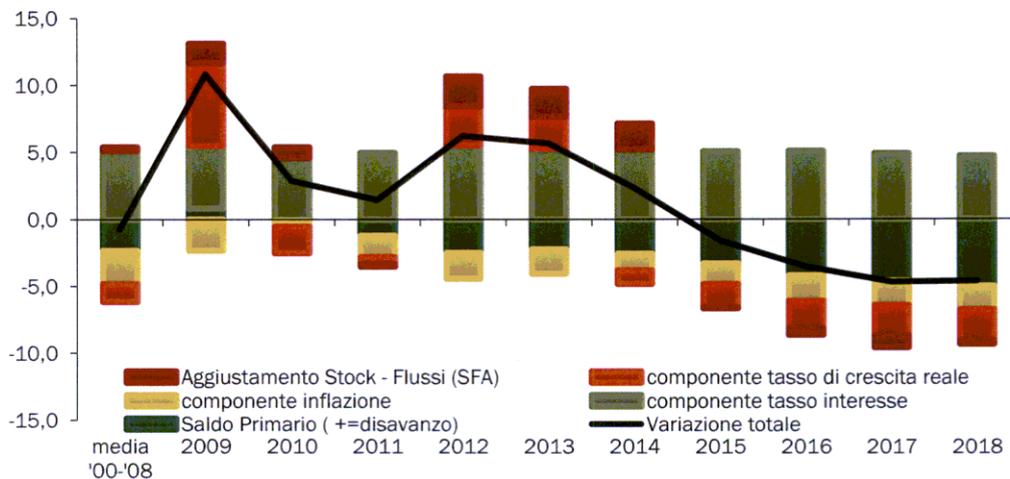


TAVOLA III.10: DETERMINANTI DEL DEBITO PUBBLICO (in percentuale del PIL) (1)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Livello (al netto sostegni) (2)	124,2	129,1	131,1	129,5	126,1	121,5	116,9
Impatto di sostegni (3)	2,7	3,6	3,9	3,8	3,7	3,6	3,5
Livello (al lordo sostegni) (2)	127,0	132,6	134,9	133,3	129,8	125,1	120,5
Variazioni rispetto all'anno precedente	6,2	5,7	2,3	-1,6	-3,5	-4,7	-4,6
Fattori che determinano le variazioni del debito pubblico							
Avanzo primario (competenza economica)	-2,5	-2,2	-2,6	-3,3	-4,2	-4,6	-5,0
Effetto snow-ball	6,5	5,8	3,0	1,8	1,1	0,8	0,6
di cui: Interessi (competenza economica)	5,5	5,3	5,2	5,1	5,1	4,9	4,7
Aggiustamento stock-flussi	2,2	2,1	1,9	-0,1	-0,5	-0,9	-0,2
di cui: Differenza tra cassa e competenza	0,0	0,8	2,2	0,1	-0,3	-0,6	-0,8
Accumulazione netta di asset finanziari (4)	-0,4	0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	0,2
di cui: Introiti da privatizzazioni	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	0,0
Effetti di valutazione del debito	0,5	0,1	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Altro (5)	2,1	0,9	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
p. m. : Tasso di interesse implicito sul debito	4,5	4,1	4,0	3,8	3,9	3,9	3,9

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

2) Al netto ovvero al lordo della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti agli Stati membri dell'UEM (bilaterali o attraverso EFSF) e del programma ESM. Per gli anni 2012 e il 2013 l'ammontare di tali prestiti agli Stati membri dell'UEM (bilaterali o attraverso EFSF) e del programma ESM è stato pari rispettivamente a 36.932 e 55.620 milioni. Le stime per gli anni 2014-2017 includono i proventi da privatizzazioni per un ammontare pari a circa lo 0,7 per cento di PIL all'anno. Le stime tendenziali sottostanti allo scenario programmatico includono i proventi attesi dal rimborso dei *bond* finanziati dal Tesoro a favore del Monte Paschi di Siena pari a circa 4,0 miliardi con *tranches* nel periodo 2014-2017.

3) Include gli effetti del contributo italiano a sostegno dell'Area Euro: contributi programma *Greek Loan Facility* (GLF), EFSF e ESM.

4) Include gli effetti dei contributi per GLF e programma ESM.

5) La voce altro, residuale rispetto alle precedenti, comprende: variazioni delle disponibilità liquide del MEF; discrepanze statistiche; riclassificazioni Eurostat; contributi a sostegno dell'Area Euro previsti dal programma EFSF.

Il percorso di riduzione del rapporto debito/PIL prende avvio nel 2015 con una stima pari al 133,3 per cento. Tale valore risulta ancora significativamente superiore alla previsione della Nota di Aggiornamento per quasi 4 punti percentuali di PIL, a causa sia della minore crescita nominale accumulata nel biennio 2014-2015, per circa 2,7 punti percentuali, sia del maggiore *stock* di debito, che incide per i restanti 1,2 punti percentuali (al netto degli arrotondamenti). Tale incremento è riconducibile in primo luogo all'ovvio effetto di trascinarsi dagli anni precedenti; inoltre esso risente del peggioramento del fabbisogno del Settore pubblico dall'1,5 al 2,5 per cento di PIL, che è tuttavia mitigato dalle maggiori privatizzazioni per uno 0,2 per cento di PIL rispetto alla Nota e da altri due fattori non secondari quali l'impatto nel 2015 del rimborso dei *bond* finanziati dal Tesoro (cosiddetti *Monti bond*)³³, che dovrebbe prendere avvio nel 2014, e dai piani di ammortamento dei prestiti erogati dal MEF alle Amministrazioni locali per il rimborso dei già citati debiti commerciali (per un valore complessivo pari quasi allo 0,3 per cento di PIL).

³³ D.L. n. 95/2012 convertito dalla L. n. 135/2012 e L. n. 228/2012 (Legge di Stabilità per il 2013).

La riduzione del rapporto debito/PIL dal 2014 al 2015, pari a 1,6 punti percentuali, si deve pertanto a un miglioramento dell'avanzo primario, che arriva al 3,3 per cento del PIL, rispetto all'effetto *snow-ball*, che continua la sua discesa grazie a una più sostenuta crescita nominale, e a un sostanziale annullamento dell'aggiustamento *stock-flussi* che beneficia dell'esaurimento del programma di rimborso dei debiti commerciali.

Negli anni 2016 e 2017 la velocità di riduzione del rapporto aumenta passando rispettivamente a 3,5 e 4,7 punti percentuali, consentendo al rapporto di attestarsi rispettivamente al 129,8 e al 125,1 per cento. Anche per questi anni le stime risultano superiori a quelle della Nota di Aggiornamento per circa 4,8 e 5,0 punti percentuali, dei quali circa 3,1 e 3,4 punti percentuali spiegabili dalla più modesta dinamica cumulata del PIL nominale. La restante parte è dovuta a un maggiore fabbisogno del Settore pubblico, che continua a essere previsto in misura superiore rispetto alle stime della Nota di Aggiornamento per circa 0,8 e 0,4 punti percentuali di PIL rispettivamente nei due anni, pur in presenza di un livello di maggiori privatizzazioni per 0,2 punti percentuali all'anno rispetto alla Nota come per il biennio precedente.

TABELLA III.11: DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE PER SOTTOSETTORE (1)
(in milioni di euro e in percentuale del PIL)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Livello al netto dei sostegni finanziari Area Euro (2)							
Amministrazioni pubbliche	1.946.809	2.013.373	2.079.871	2.107.043	2.113.578	2.102.670	2.091.945
in % PIL	124,2	129,1	131,1	129,5	126,1	121,5	116,9
Amministrazioni centrali (3)	1.839.716	1.915.825	1.994.960	2.023.181	2.030.745	2.020.895	2.011.250
Amministrazioni locali (3)	131.766	136.837	124.200	123.152	122.123	121.064	119.984
Enti di Previdenza e Assistenza (3)	149	158	158	158	158	158	158
Livello al lordo dei sostegni finanziari Area Euro (2)							
Amministrazioni pubbliche	1.989.473	2.068.993	2.141.454	2.169.068	2.176.064	2.165.654	2.155.428
in % PIL	127,0	132,6	134,9	133,3	129,8	125,1	120,5
Amministrazioni centrali (3)	1.882.380	1.971.445	2.056.543	2.085.205	2.093.230	2.083.879	2.074.733
Amministrazioni locali (3)	131.766	136.837	124.200	123.152	122.123	121.064	119.984
Enti di previdenza e assistenza (3)	149	158	158	158	158	158	158

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

2) Al netto ovvero al lordo della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti agli Stati membri dell'UEM (bilaterali o attraverso EFSF) e del programma ESM. Per gli anni 2012 e il 2013 l'ammontare di tali prestiti agli Stati membri dell'UEM (bilaterali o attraverso EFSF) e del programma ESM è stato pari rispettivamente a 36.932 e 55.620 milioni. Le stime per gli anni 2014-2017 includono i proventi da privatizzazioni per un ammontare pari a circa lo 0,7 per cento di PIL all'anno. Le stime tendenziali sottostanti allo scenario programmatico includono i proventi attesi dal rimborso dei *bond* finanziati dal Tesoro a favore del Monte Paschi di Siena pari a circa 4,0 miliardi con *tranches* nel periodo 2014-2017.

3) Al lordo degli interessi non consolidati.

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al bollettino statistico Finanza pubblica, fabbisogno e debito del 14 marzo 2014.

L'analisi delle variazioni consente di verificare come l'accelerazione della riduzione del rapporto debito/PIL è fondata su un ulteriore rafforzamento dell'avanzo primario, che si attesta, rispettivamente, al 4,2 e al 4,6 per cento di PIL nei due anni, a fronte di una rinnovata riduzione dell'effetto *snow-ball* e di

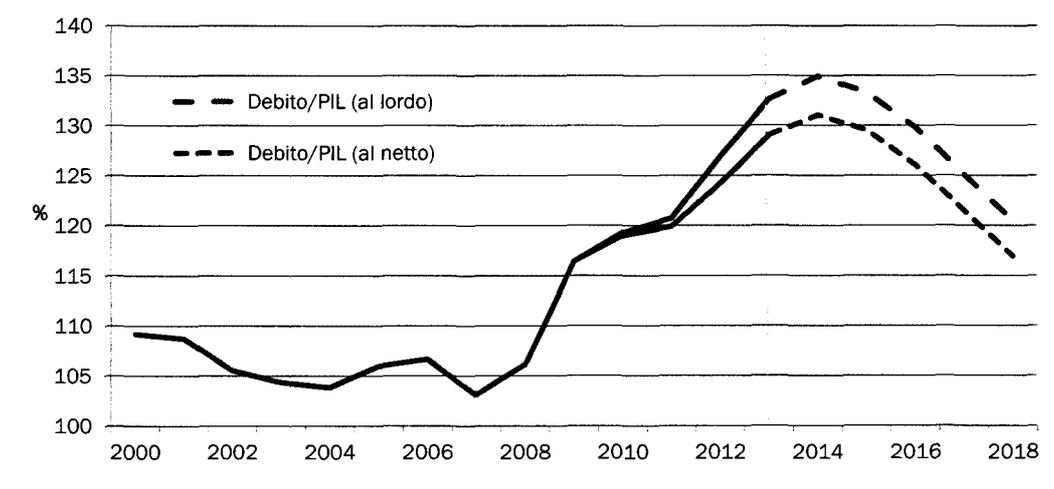
una componente di aggiustamento *stock-flussi* che diventa negativa per via dell'impatto delle privatizzazioni, non più compensato da altri fattori.

Nell'anno finale di previsione il rapporto debito/PIL è previsto attestarsi al 120,5 per cento, con un ritmo di riduzione analogo a quello dell'anno precedente, beneficiando in particolar modo di un avanzo di cassa del Settore pubblico pari a circa lo 0,8 per cento di PIL.

In conclusione, il profilo programmatico del rapporto debito/PIL delinea una riduzione cumulata di circa 14,4 punti percentuali dall'anno di picco, il 2014, sino al 2018. Tale riduzione risulta superiore rispetto a quella prevista nella Nota di Aggiornamento dello scorso settembre che dall'anno di picco, il 2013, prefigurava una riduzione cumulata di 12,8 punti sino al 2017.

Se si analizza il profilo del debito al netto dei sostegni europei³⁴, si può rilevare come nel 2018 il rapporto debito/PIL si attesterebbe al 116,9 per cento, ossia 3,6 punti percentuali di PIL in meno rispetto al debito inclusivo dei sostegni, un dato sostanzialmente in linea con quello stimato per l'anno 2017 nella Nota di Aggiornamento al DEF, dal momento che la stima di tali sostegni non è stata oggetto di revisioni significative.

FIGURA III.10: EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL (al lordo e al netto dei sostegni ai Paesi Euro)



³⁴ Si fa riferimento al prestito bilaterale alla Grecia (*Greek Loan Facility - GLF*), alle quote di competenza dell'Italia del debito EFSF e del capitale di ESM.

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

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

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

- i. nei tre anni precedenti il 2015, la distanza del rapporto debito/PIL rispetto alla soglia deve ridursi, in media, di 1/20 (*benchmark backward-looking*);
- ii. al netto del ciclo economico dei precedenti tre anni, il debito/PIL del 2015 deve essere inferiore al *benchmark backward-looking*;
- iii. nei tre anni precedenti il 2017, la distanza del rapporto debito/PIL rispetto alla soglia deve ridursi, in media, di 1/20 (*benchmark forward-looking*).

Per garantire che il rapporto debito/PIL converga nel 2015 sul *benchmark* più favorevole tra i tre sopra individuati, nel corso degli anni 2013-2015 (periodo di transizione), il Codice di Condotta del Patto di Stabilità e Crescita richiede un aggiustamento fiscale lineare strutturale minimo (MLSA - *Minimum Linear Structural Adjustment*). Tale aggiustamento, necessario a garantire il rispetto della regola del debito nel 2015 (il cosiddetto MLSA), si ottiene colmando il *gap* positivo tra il livello del debito e il *benchmark* più favorevole tra i tre descritti sopra, che per l'Italia è quello nella configurazione *forward looking*. Ciò implica che nel triennio 2013-2015 l'Italia deve assicurare condizioni necessarie a garantire che il rapporto debito/PIL si assesti su un sentiero stabile di riduzione tale che, nel 2017, il rapporto debito/PIL si collochi al di sotto del *benchmark* e sia rispettata la regola stabilita dall'ordinamento europeo.

In linea con quanto precedentemente stimato dalla Commissione Europea, l'aggiustamento minimo annuo necessario a garantire il rispetto della regola del debito per il triennio 2013-2015 nello scenario a legislazione vigente sottostante il DEF 2014 è pari a 0,6 punti percentuali di PIL (si veda il dato del 2013 nella prima riga della tavola III.12). Dal confronto con la variazione del saldo strutturale prevista per il periodo 2013-2015 risulta che per l'anno in corso, è necessario effettuare un aggiustamento strutturale ulteriore di mezzo punto di PIL rispetto a quanto previsto nel quadro a legislazione vigente; per il 2015 sono necessari ulteriori 0,6 punti percentuali di PIL. Se tale aggiustamento fiscale minimo non fosse realizzato nel corso del 2014 e del 2015, la regola del debito sarebbe violata e potrebbe essere prevista l'apertura della procedura per disavanzi eccessivi, in base al quadro di previsione della Commissione europea.

Tuttavia, l'implementazione del piano di rientro per 2015, il raggiungimento dell'MTO nel 2016 e il suo mantenimento negli anni successivi, congiuntamente con l'attivazione di un piano di privatizzazioni per circa lo 0,7 per cento del PIL l'anno nel periodo 2014-2017 permettono di correggere le dinamiche dello scenario a legislazione vigente e di rispettare pienamente la regola del debito nel 2014 e nel 2015. Tale piano di rientro sarebbe pertanto sufficiente a compensare l'aumento dello *stock* di debito pubblico dovuto al pagamento dei debiti commerciali della P.A. per circa 13 miliardi e a garantire il rispetto della regola

del debito nel 2015, in coerenza con quanto richiesto dall'art. 6 della L. n. 243/2012 e con il Patto di Stabilità e Crescita.

Le figure III.11 e III.12, mettendo a confronto la dinamica delle componenti del debito pubblico in rapporto al PIL, permettono di illustrare graficamente le modalità della correzione che attraverso le politiche del governo consente di rispettare la regola.

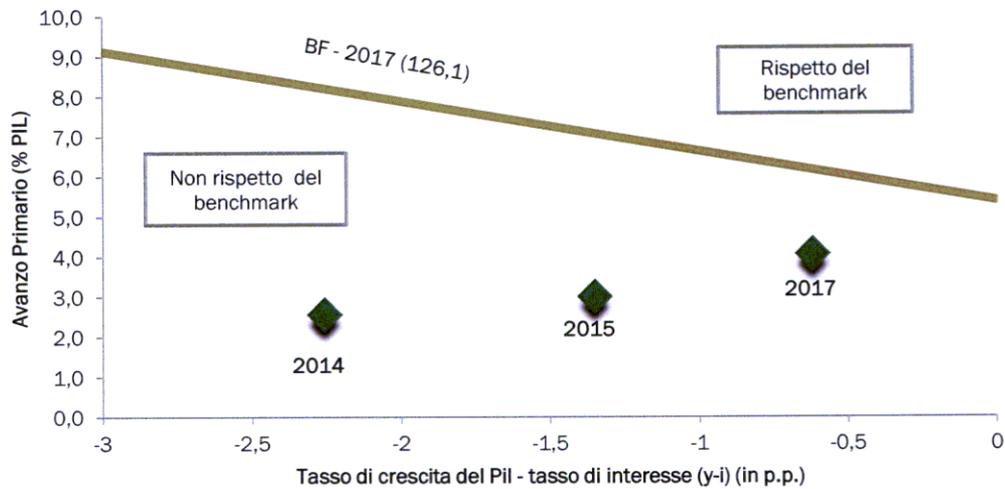
L'asse delle ordinate riporta i diversi livelli di avanzo primario in rapporto al PIL, mentre l'asse delle ascisse indica i diversi valori del differenziale tra tasso di crescita nominale dell'economia e costo medio del debito. Questo fattore, noto come effetto *snow-ball* (palla di neve) misura l'effetto negativo del pagamento degli interessi sul debito pregresso contro l'effetto positivo che la crescita dell'economia esercita sulla riduzione del rapporto debito/PIL. La linea continua, che divide il quadrante in due aree, individua tutte le combinazioni tra saldo primario e l'effetto *snow-ball* che consentono al debito di ridursi di 1/20 l'anno secondo quanto stabilito dalla regola europea sulla base del *benchmark forward looking*.

Dall'analisi delle due figure si deduce che la piena realizzazione del piano di convergenza verso l'Obiettivo di Medio Periodo e l'attuazione di privatizzazioni per almeno 0,7 per cento del PIL negli anni 2014-2017 rappresentano le condizioni necessarie a garantire che il rapporto debito/PIL nel 2015 si assesti su un sentiero stabile di riduzione tale che, due anni dopo (nel 2017), questo si trovi al di sotto del *benchmark* di riferimento e quindi permetta di rispettare la regola stabilita dai regolamenti europei.

TAVOLA III.12: MINIMUM LINEAR STRUCTURAL ADJUSTMENT (MLSA)

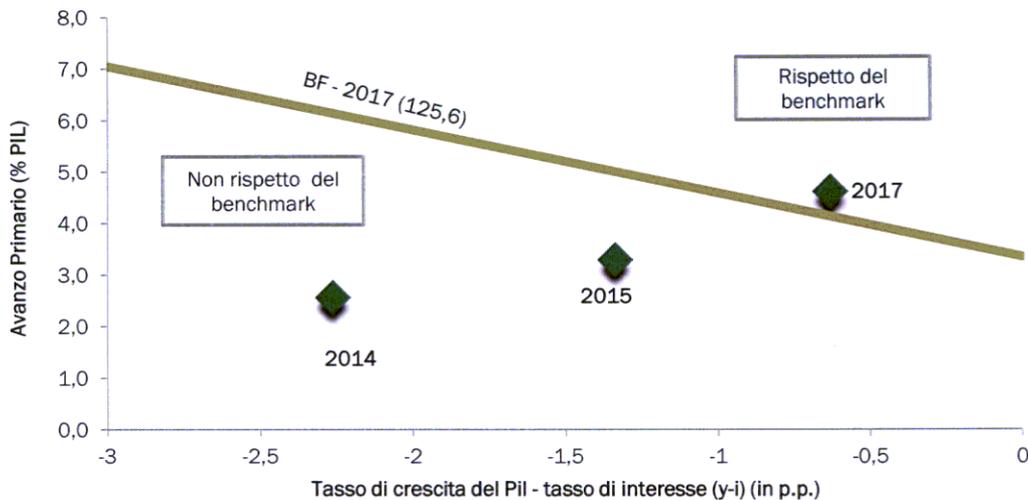
	2013	2014	2015
Scenario a legislazione vigente:			
<i>Minimum linear structural adjustment (a)</i>	0,6	0,6	1,1
Variazione prevista del saldo strutturale (b)	0,6	0,2	0,2
Variazione ulteriore necessaria (a-b)	0,0	0,5	0,9
Scenario programmatico:			
<i>Minimum linear structural adjustment (a)</i>	0,4	0,2	0,4
Variazione prevista del saldo strutturale (b)	0,6	0,2	0,5
Variazione ulteriore necessaria (a-b)	-0,2	0,0	-0,1

FIGURA III.11: COMBINAZIONI TRA AVANZO PRIMARIO ED EFFETTO SNOWBALL CHE CONSENTONO DI RISPETTARE LA REGOLA DEL DEBITO NEL 2015 IN BASE ALLA LEGISLAZIONE VIGENTE



Nota: BF sta per *Benchmark Forward*
Fonte: Elaborazioni MEF su dati PS 2014.

FIGURA III.12: COMBINAZIONI TRA AVANZO PRIMARIO ED EFFETTO SNOWBALL CHE CONSENTONO DI RISPETTARE LA REGOLA DEL DEBITO NEL 2015 IN BASE AL QUADRO PROGRAMMATICO



Nota: BF sta per *Benchmark Forward*
Fonte: Elaborazioni MEF su dati PS 2014.

I fattori rilevanti

Nel caso in cui, sulla base dell'analisi descritta sopra, il rapporto debito/PIL si discosti dal proprio *benchmark*, la Commissione Europea, in base all'art. 126(3) del Trattato, è chiamata, in una fase preliminare all'eventuale apertura di una procedura per debito eccessivo, a redigere un rapporto nel quale vengono effettuate valutazioni qualitative circa un certo insieme di 'altri fattori rilevanti'. L'analisi di tali fattori rappresenta quindi un passo obbligato nelle valutazioni che

inducono ad avviare una procedura per disavanzi eccessivi a causa della mancata riduzione del debito ad un 'ritmo adeguato'.

Nell'eventualità in cui la violazione del criterio del debito possa essere imputata a tali fattori rilevanti (anche nel corso del cosiddetto periodo di transizione) è escluso che lo Stato interessato entri in procedura per deficit eccessivi per mancato rispetto del criterio del debito.

Secondo il regolamento UE n. 1467/97, tali fattori includono, in generale, gli andamenti di medio periodo delle principali variabili macroeconomiche di finanza pubblica e del rapporto debito/PIL.

Un'attenzione particolare deve essere rivolta alla valutazione delle componenti del debito e soprattutto agli *Stock Flow Adjustment*. In quest'ottica, devono essere tenuti in debita considerazione: i) gli andamenti della posizione debitoria a medio termine, oltre ai fattori di rischio quali la struttura per scadenze e la denominazione in valuta del debito; ii) le operazioni di aggiustamento stock-flow del debito; iii) le riserve accantonate e le altre voci dell'attivo del bilancio pubblico; iv) le garanzie, specie quelle legate al settore finanziario; v) le passività, sia esplicite sia implicite, connesse con l'invecchiamento demografico; vi) il livello del debito privato, nella misura in cui rappresenti una passività implicita potenziale per il settore pubblico; vii) il peso dei contributi finanziari di solidarietà internazionale e di sostegno dell'Unione Europea (contributi EFSF, ESM, GLF).

Nel caso italiano vi sono vari fattori rilevanti legati agli sviluppi economici nel breve e medio termine che hanno prodotto un impatto sul livello del rapporto debito/PIL tra il 2013 e il 2014.

Tra questi è possibile annoverare la particolare severità del ciclo economico che, a seguito della crisi finanziaria globale, ha portato ad una perdita di PIL complessivo pari a circa 9,0 punti percentuali dalla fine del 2007 ad oggi. Difatti, da un punto di vista sia statistico sia economico, il persistente deterioramento dell'attività economica può essere considerato tra i principali fattori sottostanti il peggioramento del rapporto debito/PIL dal 2011 in poi (cfr. figura III.9).

A sua volta, il deterioramento del quadro economico riflette in primis l'effetto pro-ciclico dell'aggiustamento fiscale durante gli anni 2011-2013. Si stima³⁵ che un miglioramento nel saldo strutturale pari all'1,0 per cento del PIL possa generare - per un paese avanzato già in fase recessiva e/o con un *output gap* ampio e negativo come nel caso italiano tra il 2011 e il 2013 - una contrazione economica che va da un minimo di ½ ad un massimo di 1¼ punti percentuali del PIL a seconda che la manovra di aggiustamento si incentri prevalentemente su aumenti di tasse o tagli di spesa. Questo effetto può essere amplificato qualora la crescita dei partner commerciali del paese in questione sia bassa o negativa e pertanto la domanda esterna del paese risulti, in ultimo, modesta o in un regime

³⁵ Il dibattito è ampio e si può fare riferimento a: Baum, A., M. Poplawski-Ribeiro e A. Weber, 2012, 'Fiscal Multipliers and the State of the Economy', *IMF Working Paper 12286*; Auerbach, A., e Y. Gorodnichenko, 2012, 'Measuring the Output Responses to Fiscal Policy', *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2); Auerbach, A., e Y. Gorodnichenko, 2011, 'Fiscal Multipliers in Expansion and Recession', *NBER Working Paper No. 17447*; *International Monetary Fund*, 2012, *Fiscal Monitor*, April (Washington: International Monetary Fund); O. Blanchard, D. Leigh, 2013, 'Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers', *IMF working Paper 13/1*. Per le stime su dati italiani: Batini, Callegari e Melina, 2012, 'Successful Austerity in the United States, Europe and Japan', *IMF Working Paper 12190*.

di cambi fissi, qualora il tasso ufficiale nominale abbia raggiunto il minimo effettivo. Entrambi questi casi si sono verificati durante il triennio in questione.

Un altro fattore rilevante riguarda le variazioni negli aggiustamenti *stock-flow* (SFA) legati sia ad operazioni di assistenza agli altri paesi europei (i contributi in conto capitale per l'ESM, le erogazioni all'EFSF e i prestiti bilaterali alla Grecia) sia agli effetti della liquidazione dei debiti commerciali della Pubblica Amministrazione (ex D.L. n.35 dell'8 aprile 2013). L'impatto complessivo di queste componenti all'interno degli aggiustamenti *stock-flow* del debito italiano è particolarmente significativo e ammonta al 4,6 per cento del PIL nel 2013, al 6,8 per cento del PIL nel 2014 e infine al 6,6 per cento del PIL nel 2015.

La dimensione degli SFA negli anni recenti è da ascrivere all'avversità del ciclo economico europeo ed italiano, ed allo spirito della normativa europea circa la risposta della politica fiscale che ne consegue. Nel caso dei contributi di solidarietà a sostegno degli altri paesi europei in difficoltà, questi rispondono infatti all'impegno preso dall'Italia a concorrere al mantenimento della stabilità finanziaria dell'Unione Europea in momenti di forte e sistemica instabilità economica.

Gli interventi relativi ai pagamenti dei debiti commerciali della Pubblica Amministrazione, diventati progressivamente morosi durante la crisi a causa dell'effetto del ciclo economico sui bilanci degli enti della Pubblica Amministrazione soggetti al Patto di Stabilità Interno, rispondono al dettato di due direttive europee - l'applicazione delle quali è stata peraltro sollecitata dalla Commissione Europea in varie istanze nel 2012 e 2013 - di ottemperare agli obblighi contrattuali del settore pubblico nei confronti delle imprese private in tempi ragionevoli³⁶.

Oltre a quanto descritto sopra, è opportuno sottolineare come il debito pubblico italiano mostri una struttura ed una dinamica relativamente più favorevole rispetto a quello di altri paesi sviluppati.

In particolare, il debito italiano presenta una struttura per scadenze tra le più lunghe in Europa (la terza più lunga nel 2011, dopo la Gran Bretagna e l'Austria, e molto più lunga rispetto ad altri paesi quali ad esempio in Germania e della Finlandia la cui scadenza media del debito è di un anno più corta rispetto all'Italia). Più precisamente, la vita media del debito italiano è di 7,2 anni nel 2010, 6,99 anni nel 2011, 6,62 anni nel 2012 e 6,43 anni a partire dal settembre 2013. Inoltre, il 100 per cento del debito pubblico in Italia è denominato in euro, cosa che determina la completa assenza di rischi valutari.

Il debito italiano si caratterizza per un profilo favorevole sia dal lato dei rimborsi sia dal lato della composizione dei detentori. Difatti, a seguito della riduzione della quota di detentori non residenti di circa il 10 per cento dall'inizio della crisi finanziaria globale, l'Italia presenta ora una delle frazioni più piccole di detentori 'stranieri' di titoli di Stato in tutta l'UE.

Il debito pubblico italiano gode di basse passività implicite. Tutti gli indicatori chiave di sostenibilità, inclusi quelli utilizzati dalla Commissione Europea nell'ambito del processo di sorveglianza multilaterale, mostrano che nel lungo

³⁶ Direttiva 2000/35/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 29 giugno 2000 e la Direttiva 2011/7/UE del 16 febbraio 2011.

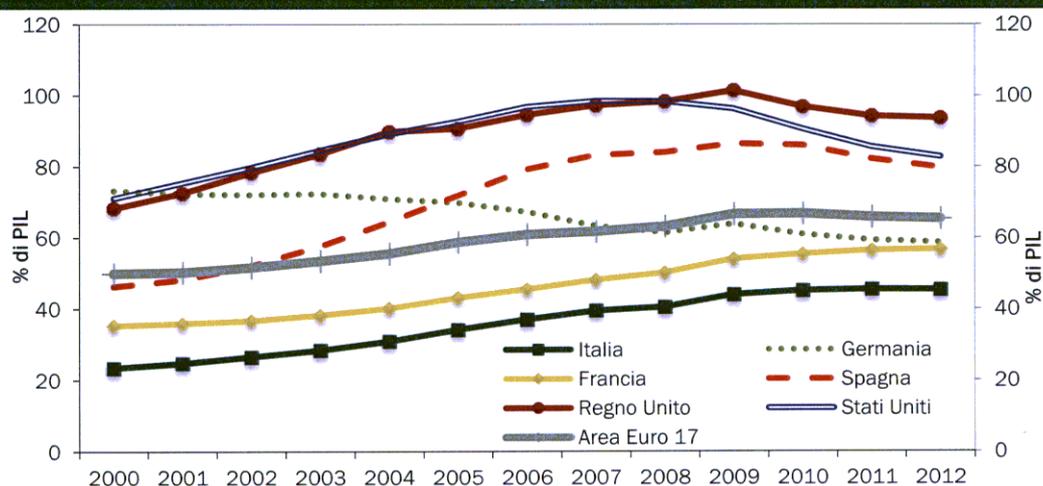
periodo lo *stock* di debito italiano risulta essere relativamente più sostenibile di quello della maggior parte dei paesi avanzati dell'Unione Europea.

Inoltre, un confronto con i *partner* avanzati europei rivela come il debito totale in Italia (pubblico più privato) sia nettamente inferiore a quella di molti grandi economie dell'Unione Europea. Infatti, il debito complessivo delle famiglie italiane e delle società non finanziarie è pari nel 2012 al 126,0 per cento del PIL, cioè, al di sotto della soglia di rischio fissata dalla Commissione Europea per questo indicatore (133,0 per cento). Guardando ai principali paesi europei, per Italia l'indicatore è di circa 15, 50 e 70 punti percentuali inferiore rispetto a Francia, Regno Unito e Spagna. Solo la Germania presenta un rapporto più basso dell'Italia (di circa 19 punti percentuali).

Più in particolare, con riferimento al debito privato (famiglie e società non finanziarie) occorre ricordare che sebbene il debito delle famiglie italiane in rapporto al PIL sia aumentato negli ultimi dieci anni, questo è ancora molto basso rispetto ad altri paesi dell'Area dell'Euro (confronta la figura III.13, Debiti finanziari delle famiglie). Alla fine del 2012 il debito delle famiglie ammontava a circa il 45 per cento del PIL, circa 20 punti percentuali in meno rispetto al livello dell'Area dell'Euro e al debito delle famiglie francesi e tedesche e circa 40 punti percentuali di PIL in meno che in Spagna. Inoltre, è utile rimarcare come le famiglie italiane si caratterizzano per un alto livello di ricchezza netta che nel 2012 è pari a circa 8 volte il reddito disponibile, un rapporto simile a quello della Francia e molto superiore a quello di Germania (6 volte) e Stati Uniti (5 volte).

Infine, in Italia il rapporto tra debiti finanziari delle imprese e PIL è inferiore rispetto alla maggior parte delle economie avanzate. Secondo i dati del 2012, il rapporto è di poco superiore all'80 per cento, in linea con gli Stati Uniti e sotto alle altre principali economie europee ad eccezione della Germania.

FIGURA III.13: DEBITI FINANZIARI DELLE FAMIGLIE (in percentuale del PIL)



Fonte: Statistical Data Warehouse (BCE)

PAGINA BIANCA

IV. SENSITIVITÀ E SOSTENIBILITÀ DELLE FINANZE PUBBLICHE

IV.1 SCENARI DI BREVE PERIODO

L'obiettivo di questa sezione è quello di misurare per gli anni 2014-2018 la sensitività degli obiettivi di finanza pubblica del Governo rispetto ad alcuni *shocks* macroeconomici. Nella prima parte, si utilizzano scenari di alta e bassa crescita alternativi rispetto a quello di riferimento per quantificare la sensitività degli obiettivi programmatici e del rapporto debito/PIL a variazioni del quadro macroeconomico sottostante. Nella seconda parte, si descrive l'impatto sulla spesa per interessi di uno shock sulla curva dei rendimenti. La terza parte, invece, descrive l'effetto simultaneo di diversi profili di crescita e di differenti dinamiche della curva dei rendimenti attraverso una simulazione stocastica del rapporto debito/PIL.

Sensitività alla crescita economica

Al fine di valutare la sensitività della finanza pubblica italiana alla crescita economica, sono stati formulati due scenari macroeconomici alternativi di alta e bassa crescita che consentono di rideterminare la dinamica dell'indebitamento netto e del debito pubblico per il periodo 2014-2018. Coerentemente con l'evoluzione di alcune variabili economiche internazionali, gli scenari di alta e bassa crescita prevedono, per ogni singolo anno dell'orizzonte di previsione, una crescita del PIL reale superiore o inferiore di 0,5 punti percentuali a partire dal 2014 rispetto alle previsioni dello scenario di riferimento¹.

Le ipotesi di maggiore o minore crescita si traducono in una riformulazione del prodotto potenziale e, di conseguenza, dell'*output gap*. Pertanto, l'avanzo primario si modifica sia nella sua parte strutturale sia in quella ciclica. La componente ciclica del saldo primario è ricavata moltiplicando l'*output gap* degli scenari alternativi per l'elasticità del saldo di bilancio alla crescita economica. Le

¹ Nello scenario di maggiore crescita si ipotizza una crescita più sostenuta dell'economia globale diffusa sia nei paesi avanzati che in quelli emergenti. Anche il commercio internazionale registrerebbe una dinamica più robusta. Non si manifesterebbero tensioni sul prezzo del petrolio e delle materie prime. Il differenziale di rendimento dei titoli del debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro mostrerebbe una più veloce riduzione rispetto a quanto ipotizzato nello scenario base. L'economia italiana registrerebbe una crescita più sostenuta delle esportazioni e degli investimenti. Le migliori prospettive del mercato del lavoro contribuirebbero a ridurre il tasso di disoccupazione. Nello scenario pessimistico, si ipotizza un rallentamento della crescita dell'economia globale diffuso sia nei paesi avanzati che in quelli emergenti con effetti sul commercio internazionale. Si manifesterebbero lievi tensioni sul prezzo del petrolio e delle materie prime. Il differenziale di rendimento dei titoli del debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro si ridurrebbe con maggiore gradualità rispetto a quanto ipotizzato nello scenario base. L'economia italiana registrerebbe una crescita meno sostenuta delle esportazioni e degli investimenti. Le peggiori prospettive del mercato del lavoro contribuirebbero a far aumentare il tasso di disoccupazione.

entrate e le spese strutturali degli scenari alternativi che compongono il saldo primario strutturale si ottengono applicando un parametro di correzione alla corrispondente variabile del quadro di riferimento².

TAVOLA IV.1: SENSITIVITA' ALLA CRESCITA (1) (VALORI PERCENTUALI)

		2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tasso di crescita del PIL nominale	Scenario di maggiore crescita	-0,4	2,3	3,0	3,7	4,0	4,1
	Scenario di base	-0,4	1,7	2,5	3,1	3,2	3,3
	Scenario di minore crescita	-0,4	1,3	2,0	2,4	2,6	2,8
Tasso di crescita del PIL reale	Scenario di maggiore crescita	-1,9	1,3	1,8	2,1	2,3	2,4
	Scenario di base	-1,9	0,8	1,3	1,6	1,8	1,9
	Scenario di minore crescita	-1,9	0,3	0,8	1,1	1,3	1,4
Tasso di crescita del PIL potenziale	Scenario di maggiore crescita	-0,3	0,2	0,5	0,7	1,0	1,1
	Scenario di base	-0,4	-0,1	0,3	0,4	0,7	0,8
	Scenario di minore crescita	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,3	0,4
Output gap	Scenario di maggiore crescita	-4,5	-3,5	-2,3	-1,0	0,3	1,5
	Scenario di base	-4,5	-3,7	-2,7	-1,6	-0,5	0,6
	Scenario di minore crescita	-4,5	-4,0	-3,2	-2,3	-1,3	-0,4
Indebitamento netto	Scenario di maggiore crescita	-3,0	-2,4	-1,3	-0,3	0,6	1,4
	Scenario di base	-3,0	-2,6	-1,8	-0,9	-0,3	0,3
	Scenario di minore crescita	-3,0	-2,8	-2,2	-1,5	-1,1	-0,7
Indebitamento netto corretto per il ciclo	Scenario di maggiore crescita	-0,6	-0,5	-0,1	0,3	0,4	0,6
	Scenario di base	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	0,0	0,0
	Scenario di minore crescita	-0,6	-0,7	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5
Avanzo primario	Scenario di maggiore crescita	2,2	2,7	3,6	4,7	5,3	5,9
	Scenario di base	2,2	2,6	3,3	4,2	4,6	5,0
	Scenario di minore crescita	2,2	2,4	2,9	3,7	3,9	4,2
Avanzo primario corretto per il ciclo	Scenario di maggiore crescita	4,7	4,7	4,9	5,3	5,2	5,1
	Scenario di base	4,7	4,6	4,8	5,1	4,9	4,7
	Scenario di minore crescita	4,7	4,5	4,7	4,9	4,7	4,4
Debito Pubblico	Scenario di maggiore crescita	132,6	134,1	131,4	126,6	120,3	114,0
	Scenario di base	132,6	134,9	133,3	129,8	125,1	120,5
	Scenario di minore crescita	132,6	135,7	135,2	133,0	129,8	126,7

(1): L'arrotondamento alla prima cifra decimale può causare la mancata coerenza tra le variabili. I valori dell'indebitamento netto e dell'avanzo primario corretti per il ciclo sono al lordo delle misure una tantum, per cui differiscono leggermente dai valori riportati nella tabella "La finanza pubblica corretta per il ciclo", nel paragrafo III.4.

Nota: i saldi corretti per il ciclo degli scenari alternativi sono stati calcolati utilizzando le semi-elasticità delle entrate (pari a 0,04) e delle spese (pari a -0,5) rispetto alla crescita economica, mentre la componente ciclica complessiva è stata calcolata utilizzando la semi-elasticità dell'indebitamento netto alla crescita economica (pari a circa 0,55). Inoltre, si è ipotizzato che l'ammontare complessivo degli interventi futuri di finanza pubblica nel periodo 2015 - 2018 sia interamente realizzato attraverso una riduzione delle spese.

² Le entrate e le spese strutturali degli scenari alternativi si ottengono aggiungendo alla variabile corrispondente nello scenario di riferimento il prodotto tra il parametro dell'elasticità (delle entrate o delle spese) alla crescita e la differenza relativa tra il PIL potenziale dello scenario alternativo e quello dello scenario base. Per una trattazione analitica, si rimanda alla sezione III.2 della Nota Metodologica.

Il nuovo profilo dell'avanzo primario ottenuto negli scenari alternativi si riflette sull'andamento del debito e, di conseguenza, sulla 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 siano identici a quelli dello scenario base (si veda il capitolo III.5).

Nello scenario pessimistico, con una crescita del PIL reale più bassa di 0,5 punti percentuali nell'anno in corso, l'indebitamento netto peggiorerebbe di 0,2 punti percentuali rispetto allo scenario base, attestandosi a -2,8 per cento del PIL nel 2014. Negli anni 2015-2018, la tendenza alla riduzione dell'indebitamento verrebbe comunque mantenuta anche se a ritmi più lenti. Di conseguenza, nel 2018 si registrerebbe un indebitamento netto pari a -0,7 per cento del PIL, peggiore di 1,0 punto percentuale rispetto allo scenario di base.

Per converso, nello scenario di maggiore crescita, l'indebitamento netto migliorerebbe già nell'anno in corso, attestandosi a -2,4 per cento del PIL e continuerebbe a ridursi sensibilmente negli anni successivi, registrando un *surplus* nel biennio 2017-2018, pari, rispettivamente, a 0,6 e 1,4 per cento del PIL.

L'effetto della minore o maggiore crescita si riflette anche sulla dinamica del rapporto debito/PIL. La minore crescita avrebbe un impatto incrementale di 0,8 punti percentuali già nell'anno in corso, traducendosi in un rapporto debito/PIL pari a 135,7 per cento. Dal 2016, il rapporto diminuirebbe costantemente, passando da un valore di 135,2 per cento del PIL nel 2016 e attestandosi a 126,7 per cento del PIL nel 2018. In questo caso, l'evoluzione del rapporto debito/PIL non sarebbe in linea con quanto richiesto dalla regola europea.

Al contrario, una crescita più sostenuta di 0,5 punti percentuali ridurrebbe il profilo del rapporto debito/PIL già a partire dal 2014, attestandosi alla fine dell'orizzonte temporale al 114,0 per cento del PIL. Le figure IV.1 e IV.2 mostrano le diverse dinamiche dell'indebitamento netto e del rapporto debito/PIL a fronte delle diverse ipotesi sulla crescita economica.

FIGURA IV.1 SENSITIVITA' DELL'INDEBITAMENTO NETTO ALLA CRESCITA (in percentuale del PIL)

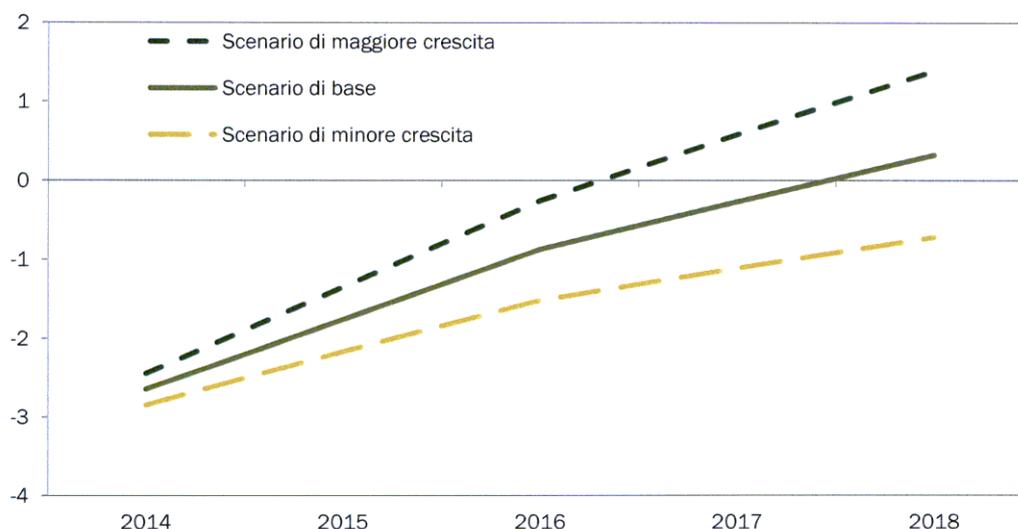
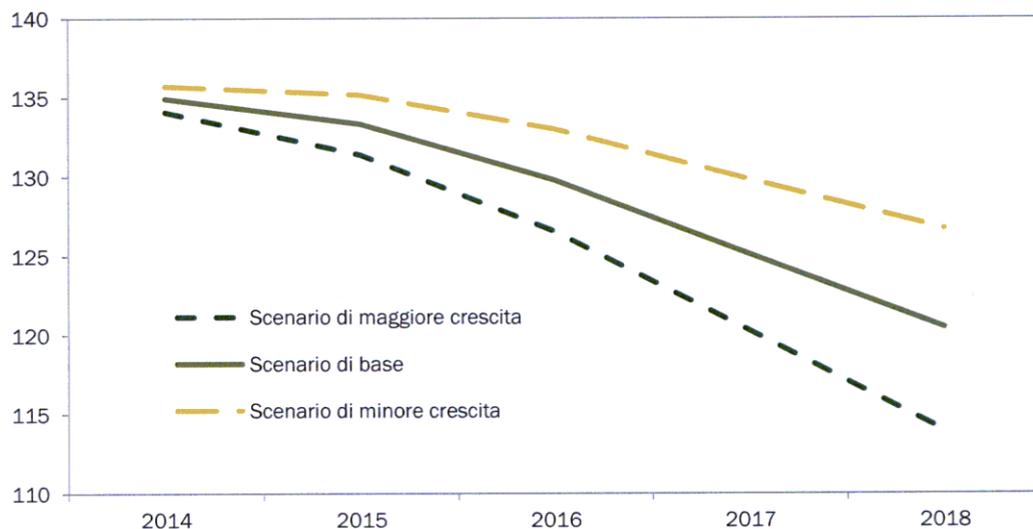


FIGURA IV.2 SENSITIVITA' DEL DEBITO PUBBLICO ALLA CRESCITA (in percentuale del PIL)

Sensitività ai tassi di interesse

L'analisi di sensitività del debito pubblico all'andamento dei tassi di interesse di mercato si muove a partire dal livello della spesa per interessi relativa allo stock dei titoli di Stato in circolazione, calcolando l'impatto di potenziali *shock* sulla curva dei rendimenti e le relative conseguenze sul costo all'emissione dei titoli del debito pubblico.

Pertanto, i risultati dell'analisi discendono dall'attuale e futura composizione dello stock dei titoli di Stato negoziabili, che a fine dicembre 2013 vedeva una quota di titoli domestici, ossia emessi sul mercato interno, pari al 96,70 per cento, e di titoli esteri, ossia emessi sui mercati esteri, sia in euro che in valuta, pari al restante 3,30 per cento.

La composizione del debito per strumenti, considerando la totalità dei titoli di Stato sia domestici che esteri a fine 2013, ha visto una riduzione delle componenti a breve termine e a tasso variabile, a fronte di un aumento di quella a medio e lungo termine. Rispetto a fine dicembre 2012, infatti, la struttura del debito al 31 dicembre 2013 mostra una diminuzione della quota dei BOT, passata dal 9,22 all'8,19 per cento, così come, sebbene in misura più modesta, della componente a tasso variabile (CCT e CCTeu), passata dal 7,48 al 7,24 per cento.

Inoltre, nonostante a fine dicembre 2013 lo stock di BTP al valore nominale sia diminuito rispetto al dato del 2012, passando dal 66,79 al 65,20 per cento, all'interno di questo comparto è molto diminuita la quota dei titoli con vita residua compresa tra uno e tre anni, è aumentata quella compresa tra tre e cinque anni; l'area oltre i 5 anni si è ridotta, ma meno che nel 2012. Grazie anche al lancio di nuovi titoli rispettivamente a 15 e 30 anni e all'introduzione sul mercato, nel mese di ottobre del 2013, di una nuova tipologia di BTP con scadenza pari a 7 anni, il contributo all'allungamento della vita media del debito si svilupperà soprattutto a partire dal 2014.