

il prossimo anno beneficerà di un avanzo primario che si attesterà su livelli ben superiori rispetto alla componente *snow-ball*, la quale risente del calo degli interessi e della più alta crescita nominale, a fronte di un aggiustamento stock-flussi negativo e molto contenuto.

Il livello del rapporto debito/PIL nel 2017 è superiore di circa 3 punti percentuali rispetto alle stime della Nota di Aggiornamento di settembre: un punto percentuale è spiegato dal più alto livello del rapporto ereditato dall'anno precedente, 1,6 punti percentuali dal più basso livello del PIL nominale e 0,4 punti percentuali da uno stock di debito superiore alle precedenti stime.

**TAVOLA III.8: DETERMINANTI DEL DEBITO PUBBLICO (in percentuale del PIL) (1)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Livello (al netto sostegni) (2)	128,8	129,1	129	127,5	124,7	120,6
Impatto di sostegni (3)	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2
Livello (al lordo sostegni) (2)	132,5	132,7	132,4	130,9	128,0	123,8
Variazioni rispetto all'anno precedente	3,5	0,2	-0,3	-1,5	-2,9	-4,2
Fattori che determinano le variazioni del debito pubblico						
Avanzo primario (competenza economica)	-1,6	-1,6	-1,7	-2,0	-2,7	-3,6
Effetto <i>snow-ball</i>	4,0	2,2	1,2	0,6	-0,2	-0,5
di cui: Interessi (competenza economica)	4,6	4,2	4,0	3,8	3,6	3,5
Aggiustamento stock-flussi	1,1	-0,4	0,2	-0,1	0,0	-0,1
di cui: Differenza tra cassa e competenza	0,9	0,2	0,4	0,1	0,1	-0,1
Accumulazione netta di asset finanziari (4)	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
di cui: Introiti da privatizzazioni	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3
Effetti di valutazione del debito	-0,4	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,3
Altro (5)	0,4	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2
p. m. : Tasso di interesse implicito sul debito	3,6	3,2	3,1	2,9	2,9	2,8

1) Eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

2) Al lordo ovvero al netto delle quote di pertinenza dell'Italia dei prestiti a Stati membri dell'UEM, bilaterali o attraverso l'EFSF, e del contributo al capitale dell'ESM. A tutto il 2015 l'ammontare di tali quote è stato pari a circa 58,2 miliardi, di cui 43,9 miliardi per prestiti bilaterali e attraverso l'EFSF e 14,3 miliardi per il programma ESM (cfr. Banca d'Italia, 'Supplemento al bollettino statistico Finanza pubblica, fabbisogno e debito' n. 15 del 15 marzo 2016). Le stime considerano proventi da privatizzazioni e altri proventi finanziari pari allo 0,42 per cento del PIL nel 2015, 0,5 per cento del PIL annuo nel periodo 2016-2018, 0,3 per cento del PIL nel 2019. Nel 2015, la stima provvisoria del debito pubblico pubblicata lo scorso marzo da Banca Italia è incrementata di circa 0,1 punti percentuali di PIL a seguito della riclassificazione nella PA del Fondo Nazionale di Risoluzione istituito per il salvataggio di taluni istituti di credito (ai sensi dell'art. 78 del D. Lgs. N.180 del 16 novembre 2015). Le stime scontano l'ipotesi di una modesta riduzione delle giacenze di liquidità del MEF per circa 0,28 per cento del PIL nel 2017 e per circa 0,14 per cento di PIL nel 2018 e nel 2019. Lo scenario dei tassi di interesse utilizzato per le stime si basa sulle previsioni implicite derivanti dai tassi *forward* sui titoli di Stato italiani del periodo di compilazione del presente documento.

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.

**TABELLA III.9 DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE PER SOTTOSETTORE (1)**  
(in milioni di euro e in percentuale del PIL)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Livello al netto dei sostegni finanziari Area Euro (2)						
Amministrazioni pubbliche	2.075.686	2.113.172	2.155.558	2.184.250	2.200.874	2.197.585
<i>in % PIL</i>	128,8	129,1	129,0	127,5	124,7	120,6
Amministrazioni centrali (3)	1.988.203	2.030.047	2.075.661	2.107.610	2.127.533	2.127.754
Amministrazioni locali (3)	140.073	139.910	136.681	133.424	130.125	126.615
Enti di Previdenza e Assistenza (3)	213	117	117	117	117	117
Livello al lordo dei sostegni finanziari Area Euro (2)						
Amministrazioni pubbliche	2.136.015	2.171.403	2.213.790	2.242.481	2.259.106	2.255.817
<i>in % PIL</i>	132,5	132,7	132,4	130,9	128,0	123,8
Amministrazioni centrali (3)	2.048.532	2.088.278	2.133.893	2.165.841	2.185.765	2.185.986
Amministrazioni locali (3)	140.073	139.910	136.681	133.424	130.125	126.615
Enti di previdenza e assistenza (3)	213	117	117	117	117	117

1) Eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

2) Al lordo ovvero al netto delle quote di pertinenza dell'Italia dei prestiti a Stati membri dell'UEM, bilaterali o attraverso l'EFSF, e del contributo al capitale dell'ESM. A tutto il 2015 l'ammontare di tali quote è stato pari a circa 53,2 miliardi, di cui 43,9 miliardi per prestiti bilaterali e attraverso l'EFSF e 14,3 miliardi per il programma ESM (cfr. Banca d'Italia, 'Supplemento al bollettino statistico Finanza pubblica, fabbisogno e debito' n. 15 del 15 marzo 2016). Le stime considerano proventi da privatizzazioni e altri proventi finanziari pari allo 0,42 per cento del PIL nel 2015, 0,5 per cento del PIL annuo nel periodo 2016-2018, 0,3 per cento del PIL nel 2019. Nel 2015, la stima provvisoria del debito pubblico pubblicata lo scorso marzo da Banca Italia è incrementata di circa 0,1 punti percentuali di PIL a seguito della riclassificazione nella PA del Fondo Nazionale di Risoluzione istituito per il salvataggio di taluni istituti di credito (ai sensi dell'art. 78 del D. Lgs. N.180 del 16 novembre 2015). Le stime scontano l'ipotesi di una modesta riduzione delle giacenze di liquidità del MEF per circa 0,28 per cento del PIL nel 2017 e per circa 0,14 per cento di PIL nel 2018 e nel 2019. Lo scenario dei tassi di interesse utilizzato per le stime si basa sulle previsioni implicite derivanti dai tassi *forward* sui titoli di Stato italiani del periodo di compilazione del presente documento.

3) Al lordo degli interessi non consolidati.

Nel 2018 la discesa del rapporto debito/PIL diviene molto rilevante, in quanto si prevede di conseguire la soglia del 128 per cento, con un calo di quasi 3 punti percentuali rispetto al 2017. I due fattori cruciali a supporto di questa tendenza sono, da un lato, un ulteriore rilevante calo del fabbisogno del settore pubblico (per circa 0,8 punti percentuali di PIL) e, dall'altro, la crescita nominale del PIL, che nel 2018 dovrebbe tornare sopra il 3 per cento. In questo modo la componente *snow-ball* diventa, seppure di poco, negativa, con la crescita nominale del PIL che supera gli interessi (tasso implicito), a fronte di un avanzo primario ancora più elevato dell'anno precedente.

Nel confronto con la Nota di Aggiornamento al DEF 2015, l'attuale stima del rapporto nel 2018 si attesta su un dato superiore di circa 4,3 punti percentuali di PIL. Oltre ai 3 punti di PIL acquisiti dall'anno precedente, questo aumento è attribuibile alla crescita nominale di circa 0,3 punti più bassa della precedente previsione e una dinamica più accentuata dello stock del debito per circa 0,9 punti percentuali.

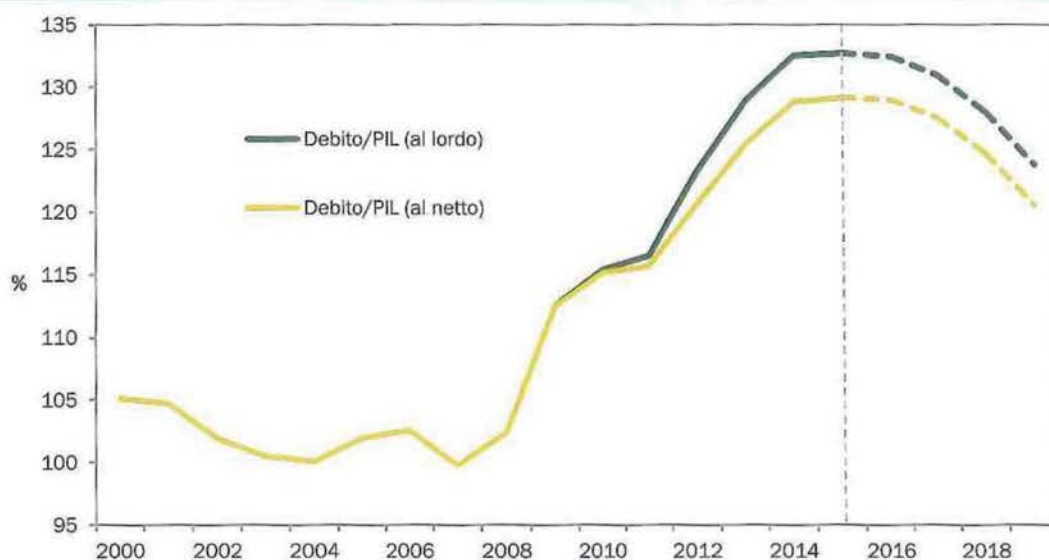
Nell'ultimo anno di previsione, la discesa del rapporto debito/PIL si fa ancora più consistente toccando 123,8 punti di PIL, un valore inferiore di 4,2 punti percentuali di PIL rispetto al 2018 e di quasi 9 punti percentuali rispetto al 2015. La drastica riduzione del fabbisogno del settore pubblico, per circa 1,3 punti percentuali di PIL, si accompagna ad una conferma della crescita nominale



lievemente al di sopra del 3 per cento. Tali fattori più che compensano una stima maggiormente contenuta delle entrate da privatizzazioni, poste allo 0,3 cento di PIL rispetto allo 0,5 per cento del biennio precedente, ed una previsione più alta dell'impatto sul debito della risalita dell'inflazione attraverso i titoli indicizzati, stimata pari a circa 0,3 per cento di PIL. Dal punto di vista delle componenti della variazione dal 2018 al 2019, l'avanzo risulta significativamente più ampio dell'effetto *snow-ball*, ancora negativo, mentre la componente dell'aggiustamento stock-flussi risulta anch'essa negativa ma modesta.

Va infine segnalato come al netto delle quote di pertinenza dell'Italia dei prestiti a Stati Membri dell'UEM, bilaterali o attraverso l'EFSF, e del contributo al capitale dell'ESM, il rapporto debito/PIL nel 2019 è stimato scendere al 120,6 per cento di PIL.

**FIGURA III.4: EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL (al lordo e al netto dei sostegni ai Paesi Euro)**



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

La regola del debito è stata 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). Sulla base dei dati notificati nel 2015, la regola è entrata completamente a regime terminando il periodo triennale di transizione avviato, per l'Italia, nel 2012 con l'uscita dalla procedura per disavanzi eccessivi.

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

- la parte di debito in eccesso rispetto al valore di riferimento del 60 per cento del PIL deve essere ridotta in media di 1/20 nel corso dei tre anni antecedenti quello in corso (criterio di tipo *backward-looking*);

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

Per la prima volta quest'anno, la *compliance* con regola del debito sulla base delle prime due configurazioni verrà valutata interamente su dati 'storici' notificati dall'Istat. Precedentemente, durante il cosiddetto periodo di transizione (2013 - 2015), per garantire che il rapporto debito/PIL potesse convergere senza strappi verso il più favorevole dei *benchmark* identificati sopra, si richiedeva comunque un aggiustamento fiscale lineare minimo espresso in termini strutturali (MLSA - *Minimum Linear Structural Adjustment*) che necessariamente doveva essere estrapolato, in tutto o in parte, su dati previsivi.

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

Nella fase transitoria, sia nello scenario a legislazione vigente sia in quello programmatico, la variazione del saldo strutturale conseguita nel corso degli anni 2013-2015 non è stata sufficiente a garantire l'aggiustamento fiscale minimo che avrebbe consentito di rispettare la regola del debito, principalmente a causa di condizioni cicliche fortemente negative. Indipendentemente dallo scenario considerato, l'aggiustamento cumulato ulteriore che avrebbe dovuto essere conseguito entro il 2015 per rispettare la fase transitoria della regola del debito, ammontava a circa 2 punti percentuali di PIL (Tavola III.10).

**TAVOLA III.10: MINIMUM LINEAR STRUCTURAL ADJUSTMENT (MLSA)**

	2013	2014	2015
<b>Scenario a legislazione vigente</b>			
Minimum linear structural adjustment (a)	0,8	0,8	0,8
Variazione ereditata dall'anno precedente (b)		0,4	1,4
Variazione programmata del saldo strutturale (c)	0,4	-0,2	0,2
Ulteriore variazione necessaria(d)=(a)+(b)-( c)	0,4	1,4	2,0
<b>Scenario Programmatico</b>			
Minimum linear structural adjustment (a)	0,9	0,9	0,9
Variazione ereditata dall'anno precedente (b)		0,5	1,5
Variazione programmata del saldo strutturale (c)	0,4	-0,1	0,2
Ulteriore variazione necessaria(d)=(a)+(b)-( c)	0,5	1,5	2,1



A partire dall'anno in corso, la regola si applica 'a regime', cioè verificando direttamente la convergenza del rapporto debito/PIL verso il *benchmark* più favorevole tra i tre descritti sopra che, per l'Italia, risulta essere quello *forward looking*. Con riferimento a questo livello, si segnala il mancato rispetto della regola nel 2016 (sulla base delle previsioni del 2018), sia nello scenario a legislazione vigente sia in quello programmatico. La permanenza di un gap significativo rispetto al *benchmark* è dovuta principalmente alla revisione al ribasso delle previsioni di crescita del PIL nominale rispetto alle stime del *Draft Budgetary Plan* dello scorso ottobre.

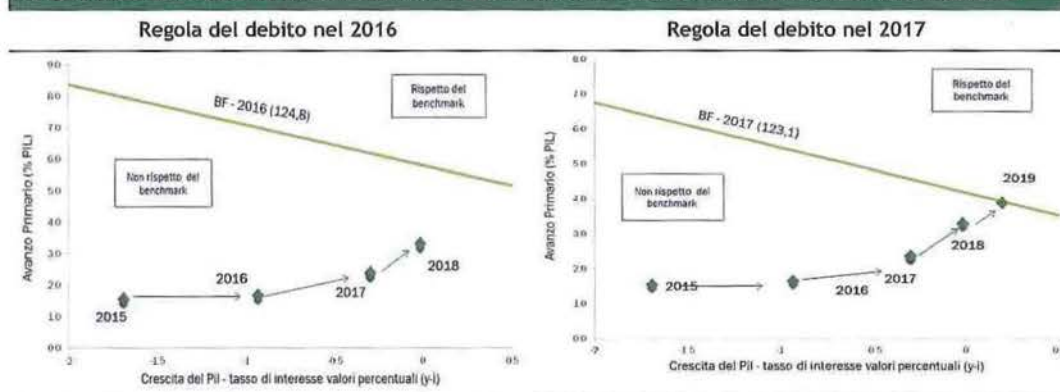
In particolare, nello scenario a legislazione vigente, il rapporto debito/PIL nel 2018 risulterebbe pari al 127,3 per cento con un *gap* del 2,5 per cento del PIL rispetto al *benchmark forward looking*. Analogamente, nello scenario programmatico, il rapporto debito/PIL del 2018 si attesterebbe al 128 per cento del PIL, con un *gap* del 3,0 per cento del PIL.

Per contro, considerando la *compliance* della regola nel 2017, si avrebbe che, in entrambi gli scenari, il *gap* rispetto al *benchmark forward looking* risulterebbe significativamente ridotto grazie all'accelerazione della crescita del PIL nominale, al contributo positivo dell'effetto *snowball* e all'aumento dell'avanzo primario. In particolare, nello scenario a legislazione vigente il rapporto debito/PIL del 2019 si collocherebbe al 123,5 per cento, solo 0,3 per cento del PIL al di sopra del *benchmark forward looking*, mentre nello scenario programmatico il rapporto debito/PIL del 2019 sarebbe pari a 123,8 per cento, un valore che risulta essere di solo 0,2 per cento del PIL al di sopra del *benchmark forward looking*.

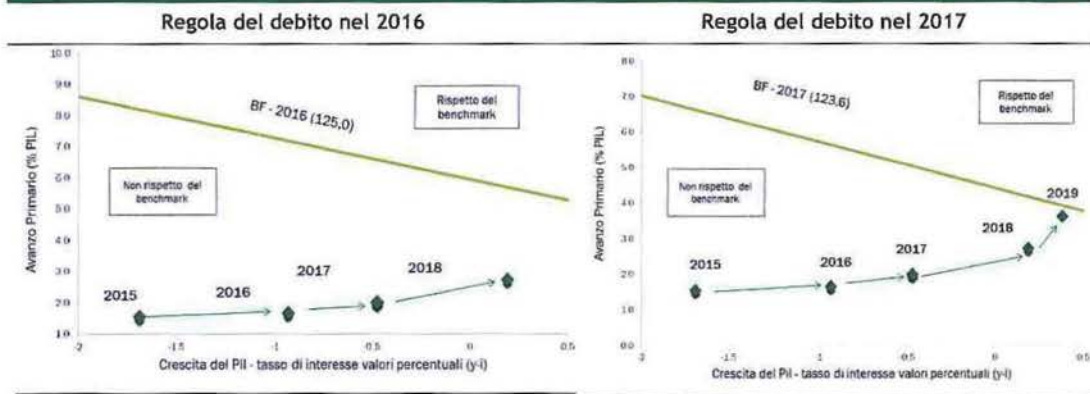
**TAVOLA III.11 RISPETTO DELLA REGOLA DEL DEBITO: CONFIGURAZIONE FORWARD LOOKING**

	Scenario tendenziale		Scenario programmatico	
	2016	2017	2016	2017
Debito nell'anno t+2 (% del PIL)	127,3	123,5	128,0	123,8
Gap rispetto al benchmark forward looking (% del PIL)	2,5	0,3	3,0	0,2

**FIGURA III.5: SENTIERO DI AGGIUSTAMENTO E REGOLA DEL DEBITO NELLO SCENARIO TENDENZIALE**



Nota: BF sta per *Benchmark Forward Looking*  
Fonte: Elaborazioni MEF su dati PS 2016.

**FIGURA III.6: SENTIERO DI AGGIUSTAMENTO E REGOLA DEL DEBITO NELLO SCENARIO PROGRAMMATICO**

Nota: BF sta per *Benchmark Forward Looking*  
 Fonte: Elaborazioni MEF su dati PS 2016.

In caso di deviazione del rapporto debito/PIL dal sentiero di aggiustamento verso il valore del 60 per cento, la normativa europea stabilisce che la Commissione Europea possa valutare l'esistenza di eventuali fattori rilevanti per evitare l'apertura di una Procedura per Disavanzi Eccessivi ai sensi dell'art. 126(3) del TFUE. Nel febbraio del 2015, la Commissione Europea aveva riscontrato una deviazione eccessiva rispetto al *benchmark* della regola del debito, che avrebbe richiesto nell'anno in corso una correzione cumulata del saldo strutturale pari a 2,5 punti percentuali di PIL. Per questo motivo, la Commissione Europea aveva redatto un Rapporto<sup>34</sup> per valutare l'eventuale presenza di fattori rilevanti e decidere se aprire una procedura di infrazione per deficit eccessivo. In seguito ad un'accurata analisi, supportata da considerazioni tecniche pervenute dal Governo<sup>35</sup> italiano, la Commissione ha concluso di non dover considerare come significativo lo sfioramento rispetto all'aggiustamento richiesto dalla regola del debito da parte dell'Italia e non ha proceduto all'apertura della Procedura per Disavanzi Eccessivi. In particolare, sono stati considerati come fattori mitiganti: i) il rispetto del braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita; ii) le condizioni economiche avverse (bassa crescita e bassa inflazione), che a quel tempo sconsigliavano l'attuazione di un massiccio sforzo fiscale che avrebbe reso ancora più ardua la riduzione del rapporto debito/PIL secondo il ritmo stringente fissato dalla regola del debito e, infine, iii) l'avvio di riforme strutturali capaci di

<sup>34</sup> Si veda a questo proposito il Rapporto della Commissione ai sensi dell'art. 126(3) del Trattato disponibile su: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/30\\_edps/126-03\\_commission/2015-02-27\\_it\\_126-3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/126-03_commission/2015-02-27_it_126-3_en.pdf).

<sup>35</sup> Nel febbraio 2015 il Governo ha prodotto un rapporto ad hoc motivando la scelta di deviare dal percorso di convergenza verso il *benchmark* compatibile con la regola del debito e adducendo numerosi fattori rilevanti, riguardanti principalmente: il perdurare degli effetti della crisi economica, la necessità di evitare che l'eccessivo consolidamento fiscale richiesto ai fini dell'osservanza delle condizioni stabilite dalla regola peggiorasse ulteriormente la dinamica del debito pubblico in rapporto al PIL; il persistere dei rischi di deflazione che avrebbero reso la riduzione richiesta del debito ancora più ardua e controproducente, e, infine, i costi connessi all'implementazione di un ambizioso piano di riforme strutturali in grado di favorire la ripresa della crescita potenziale e la sostenibilità del debito nel medio periodo. Per ulteriori informazioni si veda, il rapporto MEF, 2015, *'Relevant Factors influencing the debt dynamic in Italy'*.

([http://www.mef.gov.it/inevidenza/documenti/Note\\_on\\_relevant\\_factors\\_-\\_IT.pdf](http://www.mef.gov.it/inevidenza/documenti/Note_on_relevant_factors_-_IT.pdf))



aumentare la crescita potenziale e quindi la sostenibilità del debito pubblico nel medio periodo.

Anche quest'anno, alla luce dei dati a disposizione, il Governo ritiene che continuino a persistere una serie di fattori rilevanti che giustificano la deviazione del rapporto debito/PIL rispetto alla dinamica prevista dalla regola. Tali fattori, in particolare, riguardano:

1) gli eventuali rischi di deflazione e stagnazione, confermati anche dalle *2016 Winter Forecast*;

2) l'insufficiente coordinamento del consolidamento fiscale nell'Area dell'Euro, in cui una politica di bilancio eccessivamente restrittiva potrebbe aggravare le tendenze deflazionistiche;

3) gli effetti indesiderati di eccessive strette fiscali, ovvero il ruolo dei moltiplicatori fiscali, tradizionalmente più ampi durante e dopo una profonda recessione, e che, a seguito di una marcata stretta fiscale, potrebbero causare ulteriori ripercussioni recessive e peggiorare così le prospettive di crescita del PIL nel medio termine;

4) i costi di breve periodo delle riforme strutturali, in ultimo riguardo al sistema bancario, che avranno sicuramente effetti altamente benefici sul clima di investimento e il potenziale di crescita dell'Italia ma che nell'immediato hanno incontrato alcune difficoltà di implementazione;

5) l'impatto ritardato sul rapporto debito/PIL delle politiche attualmente perseguite dalla Banca Centrale Europea che, mirando ad una riduzione dei tassi di interesse, favoriscono principalmente paesi la cui struttura del debito pubblico è caratterizzata da una bassa vita media dei titoli sul mercato;

6) le criticità esistenti riguardo alla metodologia per il calcolo dell'*output gap*, che spesso forniscono risultati sottostimati e contrastanti con l'intuizione macroeconomica e che potrebbero produrre un'indicazione distorta circa la reale *compliance* delle finanze pubbliche italiane con i requisiti del braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita;

7) gli alti costi dell'immigrazione e della crisi dei rifugiati, sostenuti dall'Italia;

8) il mantenimento, da parte dell'Italia, di ampi avanzi primari negli ultimi anni, nonostante l'esistenza di condizioni cicliche molto sfavorevoli, e il rispetto nel corso del 2015 e del 2016 del braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita;

9) l'ottima valutazione sulla sostenibilità di lungo periodo fornita anche dall'indicatore S2, che per l'Italia è migliore di quelli rilevati per tutti gli altri paesi UE.

PAGINA BIANCA



## IV. SENSITIVITÀ E SOSTENIBILITÀ DELLE FINANZE PUBBLICHE

### IV.1 SCENARI DI BREVE PERIODO

In questa sezione si fornisce un'analisi di sensitività degli obiettivi di finanza pubblica del Governo rispetto ad alcuni *shock* macroeconomici, avendo come periodo di riferimento gli anni 2016-2019. Nella prima parte, si descrive l'impatto che avrebbe uno *shock* sulla curva dei rendimenti sulla spesa per interessi. Nella seconda parte, invece, si analizzano gli effetti simultanei di diversi profili di crescita economica e di differenti dinamiche della curva dei rendimenti. L'analisi in questione è effettuata attraverso una simulazione stocastica del rapporto debito/PIL. Infine, il concetto di rischio fiscale è ampliato per includere, attraverso la costruzione di un indicatore *ad hoc*, il rischio complessivo di stress fiscale per le finanze pubbliche nel prossimo anno.

#### Sensitività ai tassi di interesse

La sensitività ai tassi di interesse<sup>1</sup> ha come obiettivo quello di analizzare le conseguenze che uno *shock* significativo sulla curva dei rendimenti dei titoli governativi può generare sulla spesa per interessi nei successivi 4 anni.

Per effettuare l'analisi si è operato sulla componente del debito rappresentata dai titoli di Stato domestici, che a dicembre 2015 rappresentava circa il 97,10 per cento dell'intero stock dei titoli in circolazione. Su tale aggregato è stato applicato lo *shock* basandosi sulla sua composizione attuale e sulla successiva evoluzione futura utilizzata per le previsioni della spesa per interessi e del rapporto debito/PIL dello scenario programmatico.

Esaminando la totalità dei titoli di Stato sia domestici che esteri nella loro composizione per strumenti, si conferma per il 2015 la tendenza prevalsa in passato ad una riduzione delle componenti a breve termine e di aumento delle componenti nominali di medio lungo termine. Per contro, rispetto al 2014, l'anno appena trascorso ha osservato una sostanziale stabilizzazione della componente a tasso variabile (CCTeu e CCT), con un lieve incremento di quella indicizzata all'*Euribor* a 6 mesi compensativo della riduzione di quella indicizzata ai BOT 6 mesi, che come noto non è più offerta con nuove emissioni. I titoli legati all'indice HICP<sup>2</sup>, ossia all'inflazione europea, sono lievemente aumentati in percentuale dello stock dei titoli anche per l'assenza di scadenze nel settore. Inoltre, per

<sup>1</sup> Analisi più approfondite sulla gestione del debito pubblico e l'andamento dei mercati nel 2015 verranno incluse nel Rapporto Annuale sul Debito Pubblico che verrà pubblicato nei prossimi mesi.

<sup>2</sup> Indice dei Prezzi al Consumo Armonizzato dell'area euro.

quanto riguarda i BTP Italia, i titoli indicizzati all'indice FOI<sup>3</sup> al netto tabacchi, ossia all'inflazione italiana, il 2015 ha visto un lieve incremento della presenza di tale strumento, frutto della combinazione tra assenza di scadenze e sensibile riduzione delle quantità emesse rispetto agli anni precedenti, ottenuta anche mediante la concentrazione dell'offerta in un'unica emissione. Data l'attività molto contenuta sul fronte delle emissioni internazionali, sebbene in lieve aumento rispetto agli scorsi anni, la quota dei titoli esteri ha continuato a scendere.

Considerando anche che, nell'ambito del segmento a tasso fisso di medio lungo termine, le emissioni hanno visto una sostanziale ascesa degli strumenti con scadenza oltre i 10 anni ed un ridimensionamento dei comparti a 2, 3 e 5 anni, la politica di emissione del debito effettuata nel corso del 2015 ha quindi consentito di conseguire una significativa riduzione dei rischi a cui è esposto lo stock di debito, in particolare di tasso di interesse e di rifinanziamento. Se infatti si fa riferimento alle misure sintetiche di esposizione del debito ai rischi appena menzionati, va in primo luogo evidenziato come la vita media complessiva di tutti i titoli di Stato al 31 dicembre 2015 sia risultata pari a 6,52 anni contro i 6,38 anni del 2014. In termini di gestione del rischio di rifinanziamento, tale dato, in aumento per la prima volta dopo quattro anni, rappresenta un risultato rilevante, che si pone in continuità con gli sforzi effettuati negli anni precedenti volti a ridurre la velocità di discesa della stessa variabile.

Simile è stata anche la tendenza dell'*Average Refixing Period*<sup>4</sup>, il principale indicatore utilizzato per la misura del rischio di tasso di interesse che, relativamente al programma dei titoli domestici, è passato dai 5,30 anni di fine 2014 ai 5,42 anni del 2015. Anche in questo caso, si tratta di un'importante inversione di tendenza dopo la discesa degli ultimi anni.

Focalizzandosi sulle misure appena citate si può concludere che nel 2015 è stato apportato un contributo non trascurabile per la gestione degli anni successivi, grazie ad una distribuzione più uniforme nel tempo dei carichi di scadenze da rifinanziare.

Inoltre la struttura del debito appare più solida nella capacità di ammortizzare eventuali tensioni che dovessero emergere sul mercato in termini di repentini e inattesi incrementi dei tassi sui titoli di Stato in emissione. Ipotizzando uno shock di mercato che comporti un incremento immediato dell'intera curva dei rendimenti dei titoli di Stato di 100 punti base, data la composizione attuale dello stock dei titoli domestici e l'evoluzione futura sottesa alle stime programmatiche degli interessi, si registrerebbe un incremento della spesa per interessi in rapporto al PIL pari allo 0,13 per cento nel primo anno, allo 0,28 per cento nel secondo anno, 0,40 per cento nel terzo anno e dello 0,50 per cento nel quarto anno. Questi risultati, coerentemente con gli indicatori sintetici del rischio di tasso sopra richiamati, mostrano una riduzione non marginale nei primi due anni, quantificabile tra lo 0,2 e lo 0,1 per cento, della sensitività del debito ai tassi di interesse rispetto allo stesso esercizio condotto per il DEF dello scorso anno,

<sup>3</sup> Indice nazionale dei prezzi al consumo per le Famiglie degli Operai ed Impiegati

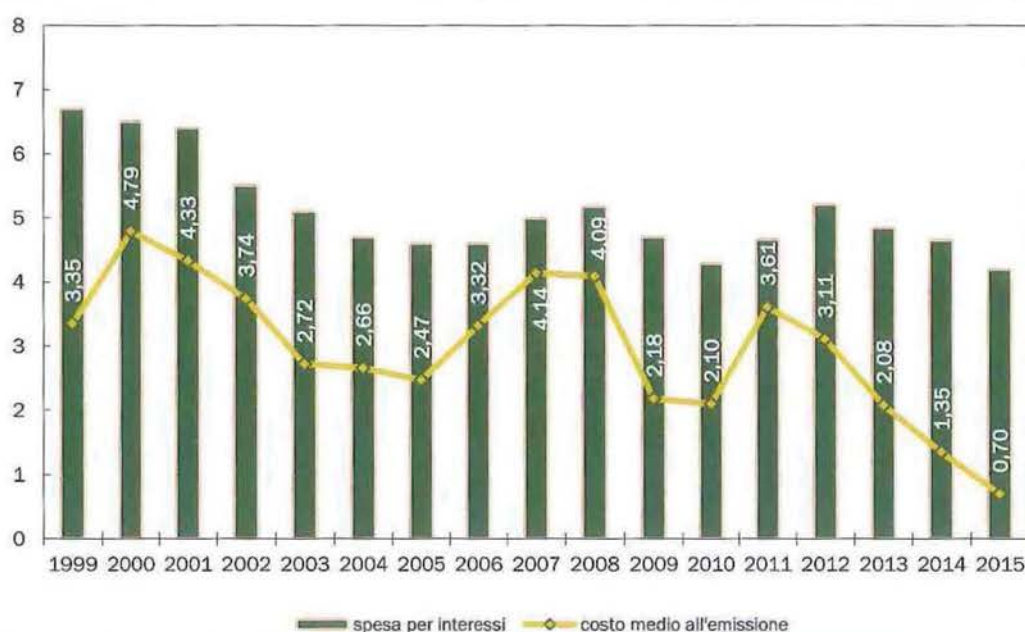
<sup>4</sup> L'*Average Refixing Period (ARP)* misura il tempo medio con cui il debito recepisce i tassi di mercato. Per i titoli zero coupon o quelli a cedola fissa corrisponde alla vita residua. Per i titoli con cedola variabile corrisponde al tempo rimanente alla fissazione della cedola successiva.



mentre per gli ultimi due anni viene sostanzialmente confermata la medesima sensibilità.

Nel 2015 la spesa per interessi di tutte le PA, calcolata in base al criterio di competenza economica SEC2010, ha continuato la sua discesa per attestarsi a 68,4 miliardi di euro, in riduzione di quasi 6 miliardi di euro rispetto al 2014. In termini di PIL è stata conseguita una riduzione significativa di 0,4 punti percentuali passando dal 4,6 per cento al 4,2 per cento del PIL.

**FIGURA IV.1: SPESA PER INTERESSI IN PERCENTUALE DEL PIL E COSTO MEDIO PONDERATO ALL'EMISSIONE**



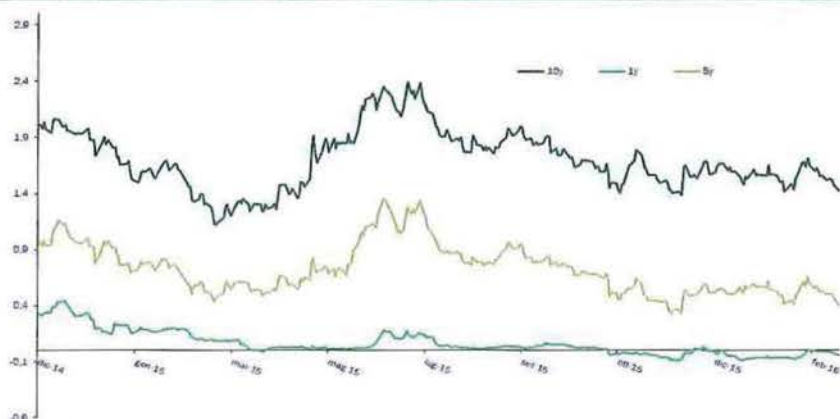
Per oltre 5 miliardi di euro questa riduzione è avvenuta in capo alle Amministrazioni Centrali: in particolare, sui titoli di Stato per circa 4 miliardi di euro e sulle giacenze presso la Tesoreria dello Stato di enti non facenti parte delle PA per la restante parte. In entrambi i casi, cruciale è stato il ruolo della discesa dei tassi di interesse, dovuta in larga parte all'avvio del programma PSPP da parte della BCE<sup>5</sup>, ma ha anche contribuito il calo dell'inflazione, sia europea che nazionale, considerato l'impatto di questa variabile sui relativi titoli indicizzati (BTP€i e BTP Italia).

Sebbene la discesa dei tassi non sia stata uniforme su tutta la curva dei rendimenti dei titoli di Stato e per larga parte dell'anno si sia assistito ad un aumento della sua pendenza, l'aver spinto sulle emissioni a più lungo termine e ridotto quelle a più breve scadenza non ha impedito di conseguire un ulteriore calo del costo medio ponderato sulle nuove emissioni che è infatti passato dall'1,35 per cento del 2014 allo 0,70 per cento del 2015 (Figura IV.1). D'altra

<sup>5</sup> Si fa riferimento al programma di acquisto di asset pubblici (Public Sector Purchase Program, PSPP), in particolare di titoli di Stato, avviato dalla BCE a marzo 2015 e annunciato a gennaio dello stesso anno.

parte, non va trascurato il fatto che se si includono anche i BOT, oltre il 60 per cento del totale delle emissioni è avvenuto su strumenti con scadenza inferiore o uguale a 5 anni: in altri termini più della metà delle emissioni ha interessato scadenze i cui tassi di interesse di mercato si sono ridotti in maniera più marcata.

**FIGURA IV.2: EVOLUZIONE DEI TASSI DI RENDIMENTO SUI TITOLI DI STATO A 1, 5 E 10 ANNI**



Tali risultati sono stati raggiunti in un contesto di mercato in cui non sono comunque mancate fasi di estrema volatilità, come si può notare analizzando non solo l'andamento dei rendimenti di mercato dei titoli in circolazione ma anche la dinamica del differenziale con i titoli tedeschi (Figura IV.3).

Gli altri due canali attraverso cui il contesto di mercato ha influito nell'abbassamento dell'onere per interessi sul debito sono stati i titoli a tasso variabile (CCTeu e CCT) e i titoli indicizzati all'inflazione (BTP Italia e BTP€i) presenti nello stock dei titoli in circolazione. I primi hanno ovviamente beneficiato del calo del tasso *Euribor* a 6 mesi e del tasso BOT a 6 mesi, che notoriamente riflettono in modo più diretto l'andamento della politica monetaria. L'ulteriore discesa dell'inflazione, con il FOI<sup>6</sup> che è passato dallo 0,2 per cento del 2014 al -0,1 per cento del 2015 e l'HICP<sup>7</sup> europeo dallo 0,4 per cento allo 0 per cento negli stessi anni, ha contribuito a contenere significativamente l'onere per interessi derivante dalla quota di rivalutazione di tale titoli maturata nell'anno.

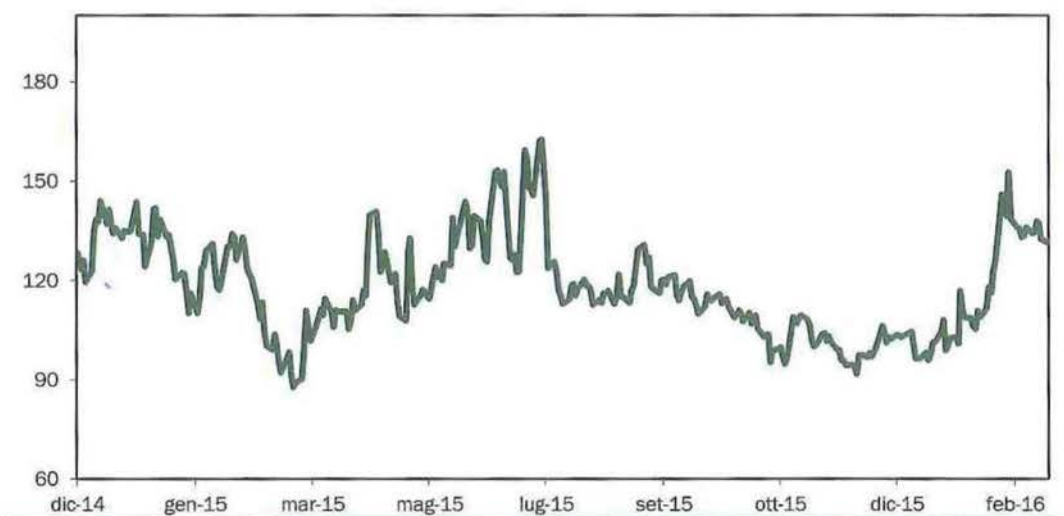
L'andamento previsto per i tassi di interesse e l'inflazione dei prossimi anni, caratterizzato da un incremento continuo - ma complessivamente modesto - sull'intero quadriennio, e la significativa riduzione del saldo di cassa del Settore Pubblico, che consentirà di contenere i volumi di titoli in emissione, portano a stimare un'evoluzione discendente dell'aggregato della spesa per interessi sia in valore assoluto che in rapporto al PIL. Per l'anno in corso, in rapporto al PIL, gli interessi dovrebbero attestarsi intorno al 4 per cento, mentre nel 2017 il calo dovrebbe proseguire arrivando al 3,8 per cento di PIL, per poi stabilizzarsi intorno al 3,5 per cento del PIL nell'ultimo anno del periodo previsionale.

<sup>6</sup> FOI escluso tabacchi, variazione media annua.

<sup>7</sup> HICP escluso tabacchi, variazione media annua.



FIGURA IV.3: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO BTP-BUND – BENCHMARK 10 ANNI



Alla base di questi risultati, come detto, è innanzitutto il livello attuale e previsto dei tassi di interesse sulle emissioni future, così come desumibile dai tassi *forward* sui titoli governativi italiani: si tratta di livelli storicamente molto bassi, in particolare sulle scadenze di breve termine che attualmente presentano livelli prossimi allo zero se non negativi<sup>8</sup>. D'altra parte, il fatto che quasi la metà di tutte le emissioni di debito di ogni anno venga realizzata su queste scadenze, tende automaticamente ad esaltare l'impatto sui conti pubblici di questa situazione di mercato, determinata in larga parte dalle scelte di politica monetaria non convenzionale adottate dalla Banca Centrale Europea nell'ultimo anno. Inoltre, è previsto che nei prossimi anni la pendenza della curva dei rendimenti italiana si riduca, sebbene in misura contenuta, consentendo al MEF di proseguire nella strategia di allungamento delle scadenze del debito a costi ampiamente sostenibili. Infine, anche l'andamento previsto dell'inflazione, sia nazionale che europea, incorporato nelle previsioni e assunto in linea con le più recenti stime della BCE, contribuisce a rendere meno onerosi anche i titoli indicizzati a tali parametri.

L'insieme di tutti questi fattori è quindi anche alla base della significativa correzione delle stime sulla spesa per interessi rispetto all'Aggiornamento al DEF di settembre dello scorso anno: in media, la riduzione annua risulta attestarsi intorno allo 0,37 per cento del PIL, con il calo più rilevante previsto nel 2019, pari a circa lo 0,50 per cento di PIL, dovuto all'accumulo dei risparmi provenienti dagli anni precedenti.

<sup>8</sup> In questo periodo di compilazione del DEF, tutti i titoli del debito pubblico con scadenza residua inferiore o uguale a due anni presentano tassi negativi.

## Simulazioni stocastiche della dinamica del debito

Al fine di tenere conto simultaneamente dell'incertezza insita nelle previsioni relative alla curva dei rendimenti e alla crescita economica, la dinamica del rapporto debito/PIL nello scenario programmatico è stata integrata con alcune simulazioni stocastiche che recepiscono la volatilità storica dei tassi di interesse a breve e lungo termine, e della crescita economica nominale<sup>9</sup>. Le simulazioni sono condotte mediante il metodo Montecarlo applicando alla dinamica del rapporto debito/PIL dello scenario di *policy* gli *shock* sui tassi di interesse e sulla crescita. Tali *shock* sono ottenuti eseguendo 2000 estrazioni a partire da una distribuzione normale con media zero e matrice di varianze-covarianze osservata nel periodo 1990-2015. Più nel dettaglio, si ipotizza che gli *shock* sui tassi di interesse abbiano natura sia temporanea sia permanente. Inoltre, si assume che gli *shock* temporanei sulla crescita nominale dispieghino i loro effetti anche sulla componente ciclica dell'avanzo primario. Pertanto, per ogni anno di proiezione e per ogni singolo *shock* è possibile identificare una distribuzione del rapporto debito/PIL rappresentata in termini probabilistici attraverso un *fan chart* (Figura IV.4A e 4B).

Tale analisi mostra come sotto l'effetto di *shock* temporanei e simultanei sui tassi di crescita e sui tassi di interesse, la cui ampiezza è tarata sulla volatilità passata di tali variabili, il debito si attesti intorno a un valore mediano pari a circa il 124 per cento del PIL alla fine dell'orizzonte temporale. L'incertezza registrata sui risultati del 2019 è relativamente elevata sia verso il basso sia verso l'alto, come mostrato da una differenza di circa 24 punti percentuali tra il decimo e il novantesimo percentile della distribuzione del debito risultante.

Nel caso di uno *shock* temporaneo il rapporto debito/PIL mostrerebbe una tendenza a ridursi a partire dal 2016 per i primi sessanta percentili, a partire dal 2017 per l'ottantesimo percentile e solo a partire dal 2018 oltre il novantesimo percentile. In ogni caso, anche per gli *shock* più severi, che si collocano al di sopra del novantesimo percentile, il rapporto debito/PIL mostra una tendenza a stabilizzarsi dopo aver raggiunto un picco intorno al 139 per cento.

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

<sup>9</sup> Berti K., (2013), "Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries", *Economic Papers* 480.





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

Fonte: Elaborazioni MEF

### Analisi complessiva dei rischi fiscali a breve termine

L'indicatore S0, costruito per identificare i rischi legati alla sostenibilità fiscale nel breve periodo, ovvero nell'anno successivo a quello in corso, è stato introdotto dalla Commissione dopo la recente crisi. La metodologia utilizzata per calcolare S0 si discosta da quella utilizzata per identificare rischi nel medio e lungo periodo, descritta nelle prossime sezioni; S0, infatti, è un indicatore composito che utilizza un'ampia serie di variabili fiscali e finanziarie che, in passato, hanno dato prova di detenere un potere previsivo rispetto alle situazioni di stress fiscale (*early warning*).

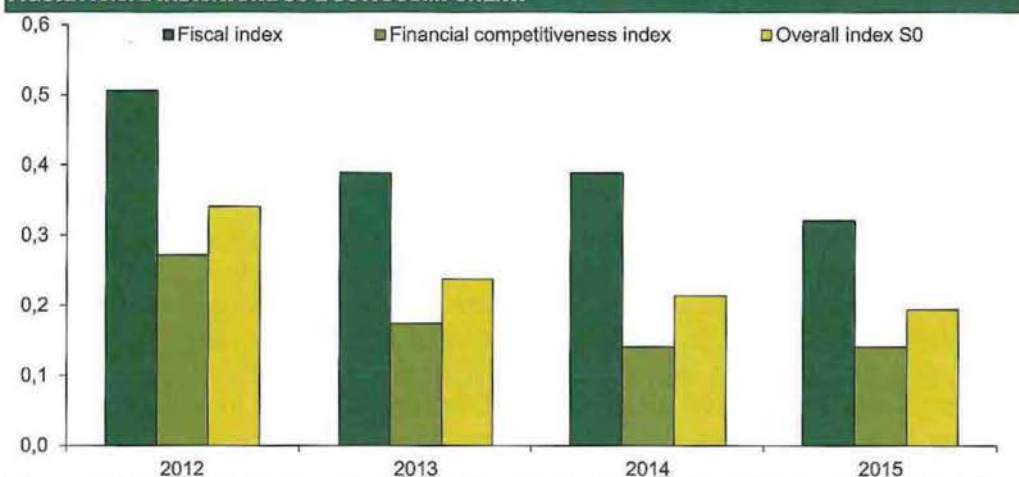
In particolare, l'analisi si basa su una tecnica statistica di estrazione del segnale applicata a 28 variabili, suddivise in due sotto-gruppi: quelle di natura fiscale e quelle macro-finanziarie. Sulla base della metodologia sviluppata dalla Commissione Europea<sup>10</sup>, è possibile determinare endogenamente le soglie di rischio complessivo e i due sotto indici (fiscale e macro-finanziario). Il valore complessivo dell'indicatore S0 insieme a quello dei sotto-indici, messi a confronto con le rispettive soglie, sono utilizzati per misurare la probabilità di un'imminente crisi. In particolare, per l'indicatore S0, un valore superiore alla soglia indica un potenziale rischio nel breve periodo, mentre valori dei sotto-indici superiori alle rispettive soglie indicano un rischio concentrato, rispettivamente, nelle aree fiscali o macro-finanziaria. Se uno dei sotto-indici segnala un rischio ma l'indicatore S0 si mantiene sotto la soglia significa che il rischio nel breve periodo non è particolarmente alto.

La figura IV.5 mostra come, per il 2015, il rischio fiscale complessivo di breve termine sia sostanzialmente contenuto. L'indice complessivo si è ridotto considerevolmente dopo il picco nel 2012, attestandosi su un valore di 0,19, inferiore alla soglia pari a 0,43, al di sopra della quale la probabilità del verificarsi di una crisi nell'anno successivo a quello di analisi sarebbe considerata elevata. Il miglioramento riscontrato nel 2015 ha interessato entrambe le sotto-componenti, ma in misura maggiore quella fiscale che raggiunge il valore di 0,32 (inferiore alla soglia pari a 0,35), mentre la componente macro-finanziaria si attesta su un valore

<sup>10</sup> Bertí, K., Salto, M. e Lequien, M., (2012), "An early-detection index of fiscal stress for EU countries", *European Economy Economic Papers* n. 475.

di 0,14 (inferiore alla soglia pari a 0,45). Tuttavia, essendo le soglie ottimali comuni a tutti i paesi dell'Unione Europea sottoposti a sorveglianza multilaterale, questi valori rappresentano solo un primo indicatore della sostenibilità di un paese a breve termine. L'analisi puntuale rispetto alle singole variabili che compongono l'indicatore S0 mostra che nel breve periodo potrebbero emergere alcuni elementi di criticità legati soprattutto all'elevato livello di debito pubblico (si veda a questo proposito la *heat map* presentata nella Tavola IV.1).

**FIGURA IV.5: L'INDICATORE S0 E SOTTOCOMPONENTI**



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

**TAVOLA IV.1: HEAT MAP SULLE VARIABILI SOTTOSTANTI AD S0 PER IL 2015**

Rischio a breve da variabili fiscali	Indebitamento netto (%PIL)	Saldo primario (%PIL)	Saldo di bilancio corretto per il ciclo (%PIL)	Saldo primario stabilizzante (%PIL)	Debito pubblico lordo (%PIL)	Variazione del debito pubblico lordo (%PIL)	Debito pubblico a breve termine (%PIL)
	Debito pubblico netto (%PIL)	Fabbisogno lordo (%PIL)	Differenziale interessi- crescita	Variazione della spesa pubblica (%PIL)	Variazione dei consumi finali della PA (%PIL)	Rapporto di vecchiaia e 20 anni	Media a 5 anni delle variazioni annuali delle spese age-related (%PIL)

Rischio a breve da variabili macro-finanziarie	L1. Investimenti netti internazionali (%PIL)	L1. Risparmi netti delle famiglie (%PIL)	L1. Debito del settore privato (%PIL)	L1. Flusso di credito del settore privato (%PIL)	L1. Rapporto di indebitamento delle società finanziarie	L1. Debito a breve delle società non finanziarie (%PIL)	L1. Debito a breve delle famiglie (%PIL) (*)
	L1. Valore aggiunto del settore edile (%VA totale)	L1. Saldo di parte corrente (media mobile a 3 termini) (%PIL)	L1. Variazione (3 anni) del REER (basato sul deflatore dell'export)	L1. Variazione del costo del lavoro unitario nominale	Curva dei rendimenti	Tasso di crescita del PIL reale	PIL pro-capite in PPP (%US\$)

Nota: I colori rosso e verde segnalano rispettivamente le variabili sopra e sotto la soglia ottimale. Gli asterischi (\*) indicano che, in mancanza di dati aggiornati, il valore del 2015 è calcolato come media triennale sul 2012-2014. La sigla L1 sta ad indicare che la variabile è riportata con il valore ritardato di un periodo.

Fonte: Elaborazioni MEF