ufficio parlamentare di bilancio
UPB

Audizione dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'esame del Documento di economia e finanza 2016

Commissioni riunite V della Camera dei deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione) e 5ª del Senato della Repubblica (Bilancio)

19 aprile 2016

1. Quadro macroeconomico

1.1 Anomalie e fragilità del ciclo di ripresa

Lo scenario globale è contrassegnato da diffusi elementi di fragilità. L'instabilità finanziaria e geo-politica, principalmente concentrata nell'area emergente, può indurre colpi di freno a un'evoluzione mondiale già caratterizzata da un ritmo modesto di espansione. Il grado di incertezza è amplificato dai timori per gli attentati terroristici. Le organizzazioni internazionali valutano che la bilancia dei rischi è maggiormente inclinata sul lato negativo e sottolineano la necessità di orientare le misure di *policy* verso il sostegno della crescita e il contrasto degli impulsi di deflazione. Tali raccomandazioni sono avanzate anche a scopo preventivo. A fronte di un eventuale deterioramento della congiuntura globale, lo strumentario di politica economica delle maggiori economie può risultare sguarnito, essendo i tassi di interesse già situati in prossimità del livello minimo, inusuale per una fase di ripresa, e le politiche fiscali limitate, da un lato, da vincoli di debito e frenate, dall'altro, da un inadeguato grado di coordinamento tra i paesi in funzione degli spazi di azione disponibili.

In questo quadro si colloca l'economia italiana, avviatasi, lo scorso anno, su un sentiero di ripresa. Il recupero appare, però, anormalmente lento, sia se lo si confronta con le precedenti fasi cicliche espansive, sia se si considera la forte caduta da cui l'economia deve riprendersi. Un'analisi statistica mostra come la probabilità di una bassa intensità di ripresa (con tassi di variazione del PIL trimestrali prossimi a zero o anche negativi) sia aumentata nell'ultimo periodo rispetto alle precedenti fasi espansive (cfr. allegato "*Fasi espansive del PIL in Italia: evidenze basate sul confronto tra distribuzioni empiriche di probabilità*"). La gradualità della ripresa va, però, giudicata anche in rapporto alle due recessioni che l'economia italiana ha sperimentato nell'arco degli ultimi sette anni e che hanno spinto molto in basso il punto di caduta. Adottando ad esempio i tassi di crescita previsti nel quadro programmatico DEF, il prodotto interno lordo pro capite in volume (calato del 12 per cento circa tra il 2007 e il 2014) risulterebbe nel 2019 ancora distante (di circa l'8 per cento) dal livello che aveva prima dell'avvio della crisi; il *gap* si amplierebbe ulteriormente (superando il 20 per cento) se il confronto venisse fatto col livello che si sarebbe potuto raggiungere nel 2019 qualora la crescita del PIL pro-capite fosse rimasta lungo il *trend* che la caratterizzava prima della crisi.

Tali caratteristiche non disegnano evidentemente un'aperta fase recessiva, che è alle spalle, ma delineano un ciclo di ripresa anomalo, esposto ai ricordati rischi di deterioramento del contesto internazionale e condizionato dalle difficoltà che le politiche di stimolo incontrano particolarmente nell'area europea.

1.2 L'economia internazionale

I segnali di rallentamento dell'economia mondiale, accentuatisi tra la fine del 2015 e l'inizio del 2016, hanno teso parzialmente a stabilizzarsi nel più recente periodo. Persistono nel quadro globale le spinte deflative, solo marginalmente attutite dal recente recupero delle quotazioni petrolifere. La decelerazione della Cina sembra proseguire secondo le aspettative, attenuando i timori di una brusca frenata manifestatisi a inizio d'anno. Tra i paesi emergenti, Brasile e Russia si confermano in forte recessione. Nell'area avanzata, gli Stati Uniti, al settimo anno di espansione, hanno rallentato il ritmo di crescita, ma la tenuta dei consumi e il miglioramento nel mercato del lavoro indicano la prosecuzione della fase positiva. Nella zona euro la ripresa prosegue a un passo moderato, pur se cenni di rallentamento nell'area europea sono emersi dai più recenti indicatori anticipatori e di fiducia; la Bce ha intensificato, in marzo, lo stimolo monetario per rivitalizzare le aspettative di inflazione e sostenere la crescita.

Le organizzazioni internazionali hanno nuovamente corretto al ribasso, nelle più recenti previsioni, le stime di crescita mondiale per il 2016 e il 2017 (tab. 1.1). Tanto per l'OCSE che per il Fondo monetario internazionale (FMI), l'*output* globale aumenterebbe nel 2016 a ritmi simili a quelli dello scorso anno, rafforzandosi leggermente nel 2017. Le ipotesi di crescita adottate dal DEF per il 2016 e 2017 si avvicinano sostanzialmente a queste stime, rivedendo al ribasso in misura significativa le assunzioni che caratterizzavano la Nota di aggiornamento del DEF (NADEF) dello scorso settembre. Anche per gli anni successivi le previsioni adottate dal DEF (3,6 per cento tanto nel 2018 che nel 2019) risultano rettificate verso il basso (di circa mezzo punto percentuale) rispetto alle assunzioni della NADEF.

Il commercio internazionale, dopo la flessione registrata nella prima metà dello scorso anno, ha mostrato dall'estate un graduale recupero a un ritmo del 2 per cento nell'arco del secondo semestre (fig. 1.1). In prospettiva, la dinamica degli scambi si dovrebbe mantenere moderata, riflettendo tanto il contenuto profilo di crescita dell'attività internazionale, quanto la più bassa elasticità del *trade* alla produzione mondiale che ha caratterizzato gli ultimi anni. Nella previsione di aprile, il FMI sconta una moderata accelerazione degli scambi mondiali nel 2016 e 2017 (3,1 e 3,8 per cento, con una correzione al ribasso in entrambi gli anni di 0,3 punti percentuali rispetto alle attese di gennaio). Le previsioni del DEF per il biennio 2016-17 (3 e 3,8 per cento) sono molto simili a queste stime, implicando una significativa riduzione (circa -1,5 punti nel 2016 e 2017) rispetto alle stime NADEF di settembre. Anche per gli anni seguenti, le stime DEF (4,6 per cento nel 2018, 4,8 nel 2019) correggono al ribasso le ipotesi NADEF (di circa mezzo punto percentuale nel 2018, di due decimi di punto nel 2019).

Le attese di un accordo tra i maggiori produttori hanno favorito la risalita del prezzo del petrolio rispetto ai valori minimi di gennaio/febbraio. Nella media delle prime due settimane di aprile la quotazione del Brent si è attestata in prossimità dei 40 dollari al barile, con un rialzo del 30 per cento circa rispetto a inizio 2016 (-30 per cento rispetto a

un anno prima). Le divisioni che caratterizzano i grandi produttori rendono, tuttavia, poco probabile la realizzazione di accordi solidi, come mostrato anche dal fallimento del recente vertice dei Doha. Le quotazioni continueranno, quindi, a risentire dello squilibrio di fondo che caratterizza il mercato tra una debole domanda e un'offerta sovrabbondante, poco elastica alle variazioni di prezzo. In linea con queste considerazioni, le attese degli operatori, quali emergono dai contratti *future* di metà aprile, non incorporano la prosecuzione del rimbalzo di inizio 2016, ma scontano quotazioni solo gradualmente crescenti per i prossimi anni (fig. 1.2). Le ipotesi del DEF (39 dollari nel 2016, 46 nel 2017, 48 nel 2018 e circa 50 nel 2019), disegnate sulla base della curva dei contratti a termine delle prime settimane di marzo, appaiono in linea con queste tendenze; esse risultano sostanzialmente più basse delle assunzioni di prezzo che erano in settembre inglobate nello scenario NADEF sulla base delle aspettative di mercato di quel periodo.

In concomitanza con la risalita del petrolio, l'euro ha teso ad apprezzarsi rispetto al dollaro e alla generalità delle monete. Sul rafforzamento della moneta unica nei confronti della valuta americana ha inciso anche il mutamento di prospettiva della politica monetaria statunitense, con movimenti al rialzo dei tassi di interesse più graduali rispetto a quanto inizialmente prospettato dalla *Federal Reserve*. Il potenziamento dello stimolo monetario deciso in marzo dalla Bce (ampliamento della dimensione degli acquisti mensili di titoli, riduzione ulteriore dei tassi ufficiali di interesse, nuove condizioni molto favorevoli di rifinanziamento delle banche) non sembra avere invertito questa tendenza. Le aspettative quali si desumono dal mercato a termine scontano la prosecuzione del *trend* di graduale apprezzamento dell'euro, a ritmi prossimi al 2 per cento all'anno. L'ipotesi tecnica di tasso di cambio costante, adottata nel DEF (condivisa, per il biennio 2016-17, con la Commissione europea), appare in contrasto con queste attese (fig. 1.3).

In sintesi, le previsioni del DEF appaiono sostanzialmente allineate alle stime degli organismi internazionali per le variabili di crescita globale, commercio internazionale e quotazioni petrolifere. Divergente dalle attese del mercato appare invece l'assunzione (tecnica) di stazionarietà del tasso di cambio.

1.3 L'economia italiana

Dopo tre anni e mezzo di recessione/stagnazione, l'economia italiana è tornata nel 2015 a sperimentare una contenuta ripresa. Il ritmo di crescita dell'attività economica è andato, tuttavia, progressivamente riducendosi nel corso dell'anno; nell'ultimo trimestre il PIL è aumentato dello 0,1 per cento, con un modesto effetto di trascinamento sul 2016 (0,2 per cento). Nella media del 2015 l'incremento del PIL è stato dello 0,6 per cento, correggendo per il calendario; in termini grezzi, ovvero al lordo dell'effetto giorni, il PIL è aumentato dello 0,8 per cento.

La frenata di fine 2015 ha risentito della decelerazione delle scorte (con un contributo di -0,4 punti percentuali alla variazione del PIL). L'apporto alla crescita proveniente dalla domanda finale interna si è, invece, confermato positivo (per 0,4 punti percentuali). I consumi privati hanno proseguito lungo il sentiero di ripresa in atto dalla metà del 2013 (nel quarto trimestre sono cresciuti dell'1,1 per cento in termini tendenziali). Il miglioramento del mercato del lavoro ha favorito il graduale aumento del potere d'acquisto (0,9 per cento nel quarto trimestre 2015 rispetto a un anno prima) e il rialzo della fiducia delle famiglie. L'allentamento delle condizioni del credito ha fornito una spinta agli acquisti di beni durevoli. Anche gli investimenti totali hanno mostrato un andamento positivo, accelerando nell'ultima parte dell'anno. Vi hanno contribuito la prosecuzione della dinamica favorevole di quelli in mezzi di trasporto e i cenni di risveglio delle costruzioni. Tali andamenti hanno più che compensato la persistente debolezza degli investimenti in impianti e macchinari.

Sospinte dalla crescita dei mercati europei, le esportazioni hanno ripreso a incrementarsi nel quarto trimestre, espandendosi in misura maggiore delle importazioni; il contributo della domanda estera netta alla variazione del PIL è stato lievemente positivo (+0,1 per cento).

Dopo la frenata dell'ultimo trimestre 2015, le informazioni congiunturali disponibili sui primi mesi del 2016 segnalano un rafforzamento dell'attività economica. La produzione industriale ha, in particolare, registrato un marcato rialzo, correggendo l'effetto statistico negativo delle festività che aveva verosimilmente depresso la parte finale dello scorso anno. In connessione con tale recupero, sembra anche essersi intensificato il grado di diffusione della ripresa nei settori manifatturieri, rispetto ai modesti valori dei mesi precedenti. La fiducia delle imprese industriali, rilevata nell'indagine campionaria Istat, ha mostrato un indebolimento in avvio 2016, situandosi comunque su livelli relativamente elevati. L'indicatore *Purchasing Managers' Index* (PMI) è, invece, rimasto stabilmente orientato in senso espansivo.

Quanto agli altri settori, segni di graduale ripresa vengono dalle costruzioni. Nella media dei tre mesi terminanti in gennaio l'indice di produzione ha mostrato un significativo rialzo (1,9 per cento). Nel mercato immobiliare, i prezzi delle abitazioni hanno arrestato, nel corso del 2015, la flessione degli ultimi anni, mentre si è confermata l'evoluzione positiva delle compravendite. L'indice di fiducia degli operatori, pur affetto da elevata volatilità, appare su una tendenza in consistente rialzo. Anche nei servizi la ripresa dovrebbe proseguire, pur se a un ritmo moderato, venendo fondamentalmente trainata dalla crescita dei consumi.

Nell'insieme, queste indicazioni segnalano la possibilità di un rimbalzo dell'attività economica all'inizio del 2016. Sulla base delle stime dei modelli UPB di breve periodo, il PIL potrebbe crescere di circa lo 0,4 per cento nel primo trimestre, registrando poi una parziale decelerazione nei successivi tre mesi.

L'inflazione è tornata in territorio negativo all'inizio dell'anno, attestandosi a -0,2 per cento in marzo. La flessione è stata principalmente sospinta dal calo delle quotazioni del greggio. La dinamica di fondo dei prezzi (al netto di energetici e alimentari freschi) rimane estremamente bassa (0,6 per cento in marzo), risentendo dei modesti impulsi inflativi di origine interna. Dato l'andamento nei primi tre mesi dell'anno, l'inflazione acquisita nel 2016 (ovvero quella che si realizzerebbe se i prezzi rimanessero nel resto dell'anno fermi ai livelli di marzo) è -0,4 per cento. Le aspettative di famiglie e imprese, rilevate nelle indagini congiunturali, scontano la prosecuzione per i prossimi mesi della fase di sostanziale debolezza dei prezzi. Le stime dei previsori per il 2016 sono state progressivamente riviste al ribasso, attestandosi in territorio marginalmente positivo.

Nel mercato del lavoro, il sensibile miglioramento dell'occupazione nel 2015 (aumentata in unità standard in misura analoga all'attività economica) sembra avere principalmente risentito delle misure di decontribuzione a favore delle assunzioni a tempo indeterminato. Ciò sembra confermato tanto dall'accelerazione in corso d'anno degli occupati alle dipendenze permanenti rilevati nell'indagine Istat sulle forze di lavoro, quanto dall'incremento delle attivazioni nette di rapporti lavorativi a tempo indeterminato misurati nei dati amministrativi INPS. Un effetto anticipazione delle assunzioni in vista della scadenza di dicembre (dal 2016 gli sgravi fiscali si sono ridotti) ha probabilmente contribuito alla contrazione dell'occupazione verificatasi in febbraio 2016 (dello 0,4 per cento, con un calo dello 0,6 per cento per i dipendenti a tempo indeterminato); anche i dati INPS hanno mostrato, dopo il picco dei mesi precedenti, una riduzione nel mese di gennaio delle attivazioni al netto delle cessazioni. Le prospettive del mercato del lavoro per il prosieguo dell'anno rimangono comunque moderatamente positive. Le indagini congiunturali evidenziano attese occupazionali degli imprenditori sostanzialmente favorevoli, soprattutto nei settori dell'industria e del commercio.

1.4 La previsione macroeconomica del DEF

Dopo che a consuntivo il 2015 ha registrato, come visto, un aumento del PIL (grezzo) dello 0,8 per cento (contro una stima dello 0,9 per cento nella NADEF di settembre scorso), il DEF prevede, nel quadro tendenziale, una crescita pari dell'1,2 per cento nel 2016, 2017 e 2018, dell'1,3 per cento nel 2019. Tali stime implicano una correzione al ribasso, rispetto alle ipotesi di crescita della NADEF, di quattro decimi di punto nel 2016 e 2017 e di tre decimi nel 2018; la stima per il 2019 della NADEF è stata confermata nel DEF. La rettifica delle previsioni operata dal Governo riflette principalmente gli effetti del contesto internazionale meno favorevole rispetto alle aspettative di settembre, quale si è materializzato sin dagli ultimi mesi del 2015. Come nella NADEF, la crescita 2016-19 è trainata dalla domanda finale interna, a fronte di un debole contributo delle esportazioni nette (negativo nel 2016 e 2018, pari a zero nel 2019); sostanzialmente nullo è l'apporto delle scorte (negativo nel 2017). Rispetto alla NADEF, viene

sostanzialmente confermato il deflatore del PIL nel 2016, ma si amplifica la distanza dal deflatore dei consumi (che è stato, invece, coretto al ribasso) per effetto del miglioramento della ragione di scambio, non atteso nelle stime di settembre. Negli anni successivi, la dinamica del deflatore del PIL viene ridotta rispetto alle ipotesi NADEF (tre decimi in meno nel 2017, due decimi in meno nel 2018, un decimo in meno nel 2019). Date le revisioni nella crescita reale e, dal 2017, nel deflatore del PIL, l'evoluzione del PIL nominale tendenziale subisce un ridimensionamento rispetto alla previsione NADEF di quattro decimi nel 2016, sette decimi nel 2017, cinque decimi nel 2018, un decimo nel 2019.

Partendo da questo quadro tendenziale, lo scenario programmatico del DEF mostra gli effetti di una politica di bilancio caratterizzata, dal 2017, da un carico minore di imposte indirette per l'eliminazione delle clausole di salvaguardia e da misure correttive che compensano solo parte degli effetti di tale disattivazione sulla finanza pubblica. Il deficit si amplia, rispetto alle ipotesi a legislazione vigente, di 0,4 punti percentuali di PIL nel 2017, 0,6 punti nel 2018 e 0,3 punti nel 2019 (cfr. capitolo 2). L'impatto complessivo sull'attività economica è stimato in due decimi di punto nel 2017 e in tre decimi nel 2018; l'effetto è marginalmente favorevole nel 2019. Il tasso di crescita del PIL si porta, dunque, nel quadro programmatico all'1,4, 1,5 e 1,4 per cento rispettivamente nei tre anni (la stima del 2016, sui cui non opera la manovra, riamane dell'1,2 per cento, come nel tendenziale). La maggiore crescita è sospinta da un'evoluzione più dinamica dei consumi e degli investimenti. Sulle spese delle famiglie influisce, rispetto al tendenziale, l'aumento del reddito disponibile reale favorito dalle minori imposte indirette (il deflatore dei consumi si riduce di cinque decimi di punto nel 2017 e di tre decimi nel 2018) e dal miglioramento dell'occupazione. Gli investimenti risentono del più favorevole quadro generale dell'attività economica. Il maggiore dinamismo delle componenti della domanda finale interna più che compensa l'indebolimento del contributo della domanda estera netta, conseguente all'accelerazione delle importazioni. L'evoluzione del PIL nominale risente della minore inflazione rispetto al tendenziale nel 2017 (crescendo di due decimi in meno). La crescita nominale del programmatico diviene più alta del tendenziale nel 2018, per l'incremento del PIL reale che sopravanza la riduzione del deflatore, e nel 2019, per l'emergere di impulsi di inflazione indotti dal quadro economico più dinamico. Per effetto della maggiore crescita, l'occupazione del quadro programmatico è più elevata dal 2017 di uno/due decimi di punto all'anno, mentre il tasso di disoccupazione scende nell'ultimo anno al 9,6 per cento (tre decimi in meno rispetto alla stima tendenziale). L'*output gap*, stimato al 3,6 per cento nel 2015, si ridurrebbe al 2,3 per cento quest'anno e all'1,1 per cento nel 2017, per poi quasi annullarsi nel 2018 e divenire positivo nel 2019 (0,7 per cento).

1.5 La validazione del quadro macroeconomico

L'UPB ha valutato, per l'arco di previsione 2016-19, i quadri macroeconomici pubblicati nel DEF. La normativa europea richiede la validazione delle sole previsioni macroeconomiche programmatiche. In accordo con il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), l'UPB estende la validazione anche alle previsioni macroeconomiche dello scenario tendenziale.

L'UPB ha tramesso il 1° aprile scorso la propria lettera di validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali per gli anni 2016-19 del DEF 2016. Tale lettera è stata poi pubblicata nel sito UPB, con allegata una nota che evidenzia i rischi insiti nelle stime (http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2016/04/Lettera-e-allegato-validazione-QMT-aprile-2016pdf.pdf). La validazione dello scenario tendenziale è avvenuta dopo che l'UPB aveva comunicato i propri rilievi su una versione provvisoria della previsione governativa, a cui era seguita la predisposizione di un nuovo quadro macroeconomico tendenziale da parte del MEF che ha ricevuto valutazione positiva.

Il 18 aprile l'UPB ha validato anche il quadro macroeconomico programmatico 2016-19, pubblicato nel DEF, e ne ha trasmesso l'esito al MEF.

Ricordiamo brevemente la metodologia dell'esercizio di validazione adottata dall'UPB. L'esercizio viene effettuato sulla base dell'analisi complessiva degli scenari macroeconomici ipotizzati dal MEF ricorrendo: a) a stime proprie circa gli andamenti di breve termine del PIL e delle principali componenti di domanda; b) alle stime ottenute dall'UPB con il modello di previsione annuale dell' Istat nell'ambito dell'Accordo-quadro con questo istituto; c) alle stime distintamente e specificamente prodotte dagli Istituti di previsione indipendenti (CER, Prometeia, REF.ricerche). Inoltre, sono state monitorate le previsioni più recenti di altre istituzioni nazionali e internazionali ed è stata condotta un'analisi della coerenza interna dei quadri di previsione del MEF.

Per assicurare un confronto omogeneo con le previsioni del MEF, le stime dei previsori del panel UPB (incluse quelle UPB ottenute col modello Istat) sono state formulate sulla base delle stesse ipotesi sulle esogene internazionali (commercio mondiale, tassi di cambio, prezzo del petrolio) adottate dal MEF. Inoltre, per il quadro programmatico, i previsori del panel UPB si sono basati su un'ipotesi di massima della manovra per il 2017-18 elaborata dall'UPB in coerenze con le indicazioni contenute nel DEF.

La figura 1.4 illustra i principali risultati dell'analisi. Il quadro macroeconomico tendenziale appare per le variabili di crescita e inflazione, essenziali per la finanza pubblica, sostanzialmente in linea con le previsioni del panel UPB. Tuttavia, tale allineamento si verifica, in generale, in prossimità del limite superiore dell'intervallo delle stime dei previsori, segnalando l'emergere di fattori di rischio nello scenario tendenziale che si riverberano poi sul quadro programmatico.

In particolare, l'aumento del PIL reale nel 2016 e 2018 si situa al limite più elevato delle stime del panel UPB. Nel 2017 e 2019, l'incremento atteso è sotto tale limite. Su questi risultati influiscono principalmente i consumi privati che eccedono nel 2016 e 2018 il limite superiore delle stime UPB. La più elevata dinamica delle spese delle famiglie del quadro MEF sembra riflettere, rispetto ai previsori UPB, un'assunzione relativamente

più sostenuta di propensione al consumo nel 2016 e una più favorevole ipotesi di evoluzione del reddito disponibile reale, in particolare nel 2018.

Per il quadro tendenziale dell'inflazione non si evidenziano sostanziali disallineamenti rispetto al panel dei previsori UPB. Anche in questo caso, però, le stime si attestano in prossimità dei valori massimi del panel. In particolare, il deflatore dei consumi si accosta al valore più elevato dei previsori UPB nel triennio 2017-19; il deflatore del PIL è all'estremo superiore nel biennio 2016-17.

Le ipotesi di crescita e di inflazione dello scenario tendenziale MEF concorrono a determinare un'evoluzione del PIL nominale che si colloca in corrispondenza del limite più alto dell'intervallo di stime del panel UPB nell'intero arco della previsione.

L'analisi del quadro programmatico riguarda gli anni 2017-19 quando incide la manovra di finanza pubblica (il 2016 programmatico coincide, quindi, con il tendenziale). La scarna definizione nel DEF dei provvedimenti della manovra la rende non facilmente interpretabile. Lo stimolo, rispetto agli andamenti tendenziali, proviene dall'eliminazione delle clausole di salvaguardia che è in parte compensata con interventi correttivi, principalmente sul fronte della revisione della spesa, incluse le agevolazioni fiscali. Come ricordato, l'effetto netto in termini di ampliamento del deficit, nei confronti del tendenziale, è crescente nel 2017 e 2018; meno espansivo nel 2019. Non si hanno indicazioni su entità e composizione della manovra lorda.

Nel quadro programmatico, la dinamica del PIL reale si conferma, come nel tendenziale, nell'intervallo di previsione del panel UPB nel 2017 e 2019, si porta sopra tale limite (per un decimo di punto) nel 2018. Questo risultato riflette una stima degli effetti della manovra che si si colloca nell'ambito delle valutazioni di impatto adottate dai previsori nel 2017 e 2019, leggermente sopra tale intervallo nel 2018.

Permane nello scenario programmatico un'ipotesi di evoluzione della domanda interna più robusta rispetto al panel UPB. Ciò risente soprattutto della dinamica dei consumi delle famiglie che si colloca in prossimità dell'estremo superiore del *range* dei previsori nel 2017, sopra tale limite nel 2018 e 2019. La relativamente più favorevole ipotesi sul reddito disponibile che contraddistingue il tendenziale tende ad accentuarsi nel programmatico, in particolare nel 2018.

Quanto alla dinamica del PIL nominale, essa si attesta, come nel tendenziale, in prossimità del limite superiore dei previsori UPB nel 2017 e 2019, ma si porta sopra di esso nel 2018. Con riferimento a quest'ultimo anno, si osserva, inoltre, che il quadro programmatico DEF presenta, diversamente dalla generalità dei previsori del panel UPB, una stima dell'evoluzione del PIL nominale 2018 più elevata che nel tendenziale.

Questi confronti portano, in definitiva, a fare emergere un profilo di previsione programmatica del DEF nell'ambito (PIL reale) o al limite (PIL nominale) dei criteri di accettabilità seguiti dall'UPB, con un elemento divergente (tanto per il PIL reale che per

quello nominale) nel 2018. Questa divergenza sembra essenzialmente da connettere a un'ipotesi di risposta delle variabili in volume (consumi delle famiglie e PIL) alle eliminazioni delle clausole di salvaguardia relativamente più intensa nelle assunzioni del Governo, al punto da indurre, nel quadro programmatico DEF, una più elevata crescita del PIL nominale rispetto allo scenario tendenziale. Dall'interlocuzione che l'UPB ha avuto col MEF riguardo a questo punto si è ricavato che tale effetto riflette essenzialmente l'ampiezza e la struttura dei ritardi dei moltiplicatori fiscali del modello previsivo del MEF (cfr. su questo anche il Focus *L'aggiornamento del modello ITEM e la verifica dei moltiplicatori fiscali*, in Documento di Economia Finanza 2016, p. 27). Ciò sembra rendere comparativamente più elastica, rispetto alle assunzioni dei previsori UPB, la crescita reale del 2018 all'impulso proveniente dalla riduzione delle imposte indirette. Si tratta di una differenza tecnica la cui valutazione dipende dal grado di accostamento dei modelli ai comportamenti effettivi dell'economia. È ovviamente un aspetto circondato da incertezza, di difficile risoluzione su un piano di discussione teorica dei modelli di previsione.

Pur tenendo conto di questi elementi di criticità, l'UPB ha ritenuto di validare anche il quadro macroeconomico programmatico del DEF sulla base delle seguenti considerazioni:

- la collocazione del profilo complessivo di crescita 2017-19 nel *range* del panel UPB a eccezione del solo 2018;
- lo scarto specifico rilevato in tale anno, rispetto al limite superiore dei previsori, è di entità contenuta;
- il fatto che il profilo di crescita dipende anche da una manovra lorda che non è specificata dal DEF, ma la cui dimensione e composizione potrebbe incidere nei modelli del *panel* UPB, nell'attenuare lo scostamento attualmente esistente per l'anno 2018. Ad esempio, si è verificato con il modello Istat che lo scarto di un decimo di punto che caratterizza il 2018 potrebbe essere colmato con una manovra in pareggio di aumento di contributi agli investimenti, coperto con la leva tributaria, nell'ordine di poco più di un miliardo di euro.

Si sottolinea, tuttavia, che l'elevata dose di incertezza che contraddistingue l'attuale fase economica dovrebbe comunque spingere a un approccio di cautela. L'andamento fuori linea del PIL nominale 2018 si iscrive, come evidenziato, in un profilo di tale variabile che è costantemente al limite delle previsioni del panel UPB in tutti gli altri anni. Questo posizionamento delle stime governative configura in generale, non solo per il 2018, un fattore di rischio per la previsione. Sorprese negative sul fronte della crescita e dell'inflazione metterebbero a rischio la dinamica del PIL nominale e con essa il percorso di riduzione del rapporto debito/PIL.

1.6 Rischi: sensitività a un cambio più apprezzato

La principale fonte di rischi è nell'evoluzione del contesto internazionale. Nel paragrafo 1.1 si sono confrontate le più recenti previsioni degli organismi internazionali e degli operatori di mercato con quelle del DEF. Si è visto come le ipotesi del Governo sono vicine a tali stime per le variabili di crescita globale, domanda internazionale e prezzo del greggio. Si è riscontrato, invece, un elemento di divergenza per quanto riguarda l'evoluzione del tasso di cambio, costante nell'ipotesi tecnica del DEF, in apprezzamento secondo le aspettative di mercato.

L'assunzione tecnica di un cambio stabile è condivisa dal MEF con la Commissione europea ed è adottata anche da altri previsori. Essa ha un fondamento teorico nella considerazione avanzata nella letteratura[1] circa la grande difficoltà di stimare l'evoluzione futura del tasso di cambio, al punto che nessun modello strutturale di cambio sembra in grado di superare, in media, la previsione che si ottiene da una relazione statistica di tipo casuale[2]. Questo approccio conduce ad affermare che la "migliore" previsione del tasso di cambio è il suo valore corrente.

Tale impostazione diviene, però, problematica quando è inglobata nella costruzione di scenari macroeconomici in cui grandezze intrinsecamente legate al tasso di cambio vengono, invece, fatte variare. In questo caso possono emergere incongruenze nel quadro complessivo delle ipotesi internazionali. In particolare, l'assunzione di cambio stabile viola la condizione di parità dei tassi di interesse[3] e può essere in contraddizione con l'assunzione di un prezzo del petrolio che varia secondo le quotazioni sui contratti *future*.[4]

Le quotazioni dei tassi di cambio a termine consentono di ovviare a tali potenziali incongruenze. I cambi determinati sui mercati *future* non sono necessariamente un buon previsore, ma assicurano coerenza con le ipotesi di mercato riguardo ai tassi di interesse, implicandone la parità coperta, e al prezzo del petrolio.

Nella tabella 1.2 si riportano gli effetti su crescita, inflazione e PIL nominale, sostituendo all'ipotesi tecnica di invarianza, il tasso di cambio a termine dollaro/euro quotato a metà

---

[1] Cfr. Meese R.A., Rogoff K. (1983), "*Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample?*", *Journal of International Economics* 14 (1-2), pp. 933-48

[2] Tecnicamente, tale relazione statistica si definisce passeggiata casuale (*random walk*).

[3] La parità dei tassi di interesse esprime la condizione di equilibrio del mercato valutario per cui i rendimenti attesi sui depositi denominati in diversa valuta devono risultare uguali quando tradotti nella stessa moneta. Nel mercato a termine si realizza la cosiddetta parità coperta dei tassi di interesse per cui la remunerazione di un deposito in dollari è uguale alla remunerazione di un deposito in euro più il premio/sconto a termine dell'euro nei confronti del dollaro.

[4] Le quotazione in dollari del petrolio è correlata col cambio del dollaro. Ne deriva una potenziale incongruenza nell'assumere in previsione un tasso di cambio stabile e un prezzo del greggio variabile

aprile. Tale ipotesi comporta, come visto nella sezione 1.2, un apprezzamento della moneta unica rispetto al profilo ipotizzato dal DEF[5].

In estrema sintesi, il rafforzamento del cambio dell'euro avrebbe effetti depressivi sulla crescita reale attraverso il canale della minore competitività. Per quanto riguarda la dinamica die prezzi, la valuta più forte determinerebbe un abbassamento dell'inflazione importata che finirebbe col riflettersi nella decelerazione del deflatore del PIL. L'effetto cumulato della più lenta crescita e della minore dinamica inflazionistica darebbe luogo a una dinamica del PIL nominale sostanzialmente più bassa di quella ipotizzata nel DEF in ciascun anno di previsione.

2. La finanza pubblica

2.1 Il quadro tendenziale

In base a quanto indicato nel DEF, l'indebitamento netto tendenziale nel 2016 si dovrebbe attestare al 2,3 per cento del PIL con una riduzione di 0,3 punti percentuali rispetto al 2015. Nei due anni successivi l'indebitamento netto continua a ridursi, passando all'1,4 e allo 0,3 per cento, rispettivamente, nel 2017 e nel 2018; nel 2019 si prevede invece di superare il pareggio di bilancio con un avanzo di 0,4 punti percentuali del prodotto (tabb. 2.1 a, b, c). Questo miglioramento deriva prevalentemente dall'andamento dell'avanzo primario che aumenta di soli 0,1 punti percentuali di PIL nel 2016 (passando dall'1,6 all'1,7 per cento nel 2016), ma poi cresce a ritmi sostenuti nei tre anni successivi, attestandosi nel 2019 al 3,9 per cento. Questo andamento è determinato da una riduzione delle spese al netto degli interessi, e in particolare di quelle correnti, in tutto il periodo di previsione (dal 46,3 nel 2015 al 43,2 per cento nel 2019); al contrario, la pressione fiscale si riduce tra il 2015 e il 2016 (dal 43,5 al 42,8 per cento) e si stabilizza nel triennio successivo. Contemporaneamente, la spesa per interessi continua a scendere, a un ritmo di circa 2 decimi di punto di PIL annui fino al 2018 e di un ulteriore decimo di punto nel 2019, passando dal 4,2 per cento nel 2015 al 3,5 alla fine del periodo.

Rispetto al quadro di finanza pubblica dell'autunno scorso, le nuove previsioni scontano i dati di consuntivo degli andamenti di bilancio del 2015, uno scenario macroeconomico complessivamente meno favorevole e gli effetti finanziari associati ai provvedimenti legislativi approvati fino a marzo 2016.

Nel 2015, l'obiettivo di indebitamento del 2,6 per cento del PIL è stato raggiunto nonostante un lieve peggioramento rispetto alle previsione dell'avanzo primario (1,6 per cento a consuntivo

[5] Un esercizio di sensitività simile è condotto anche nel DEF. La differenza rispetto a quella simulazione consiste, oltre che nel diverso anno di partenza dello *shock* di cambio (per l'UPB il 2016, per il MEF il 2017), nel fatto che lo scopo dell'esercizio UPB è di misurare gli effetti non solo sulla crescita reale (come viene fatto nel DEF), ma anche sull'inflazione (deflatore del PIL) e sul PIL nominale.

rispetto all'1,7 previsto a settembre). I dati di consuntivo hanno sostanzialmente confermato le previsioni di crescita del PIL, ma si è registrato un minore gettito per le imposte dirette e per quelle in conto capitale, una maggiore spesa rispetto alle previsioni per i consumi intermedi e una minore spesa per i redditi da lavoro dipendente, per le prestazioni sociali in denaro e per altre uscite primarie correnti (tab.2.2).

La previsione dell'indebitamento netto tendenziale nel 2016 è stata migliorata di 0,1 punti percentuali, portandola, come richiamato sopra, al 2,3 per cento. Ciò riflette gli effetti di apposite misure di natura amministrativa che il Governo aveva previsto di attuare in corso d'anno, tra cui sono citate l'effettiva spendibilità delle autorizzazioni di spesa, il forte impegno amministrativo nell'attività di riscossione delle entrate e di azioni volte ad accrescere moderatamente l'entità delle dismissioni immobiliari. Tali misure conterrebbero gli effetti di aumento del deficit dovuti agli interventi per la sicurezza e la cultura (pari allo 0,2 per cento del PIL) inseriti nella legge di stabilità per il 2016 tramite un emendamento del Governo dopo gli attentati terroristici in Francia. Nel biennio successivo, si prevede invece un indebitamento netto più elevato rispetto alla previsione precedente, di 0,3 punti di PIL nel 2017 e 0,1 punti nel 2018. In questo caso, la maggiore riduzione attesa della spesa per interessi (circa 0,3 punti in ogni anno del biennio), non riesce a compensare un peggioramento della previsione dell'avanzo primario tendenziale nello stesso periodo.

L'incidenza delle entrate sul PIL diminuisce sia nel 2016 sia nel 2017 (dal 47,9 per cento nel 2015 rispettivamente al 47,2 e al 46,9 per cento). Tale andamento incorpora l'effetto delle misure adottate con la legge di stabilità per il 2016 e riflette sia il peggioramento registrato nel 2015, sia il ridimensionamento delle prospettive di crescita e degli andamenti delle altre variabili esogene (tab. 2.1c).

Le spese primarie si sono collocate al 46,3 per cento del PIL nel 2015 (0,3 punti percentuali più basse rispetto alla previsione nella NTI) e sono attese diminuire di quasi 3 punti percentuali nel periodo di previsione, al 43,2 per cento nel 2019.

Complessivamente, le spese in conto capitale continuano a ridursi in percentuale del PIL, ma si prevede una ripresa degli investimenti fissi con una accelerazione connessa allo sfruttamento della clausola sugli investimenti: si prevede un tasso di crescita del 2 per cento nel 2016, dell'1,6 nel 2017, del 3 nel 2018 e del 2,1 ancora nel 2019.

2.2 Il quadro programmatico

Considerato il peggioramento del quadro tendenziale di finanza pubblica dovuto alla revisione al ribasso delle proiezioni di crescita per il triennio 2016-18, e tenendo conto delle "ripercussioni ancora in atto di un periodo di recessione così intenso e protratto nel tempo", il Governo programma un percorso di avvicinamento all'OMT più graduale rispetto a quanto indicato nel DPB dello scorso ottobre. Nel DEF, il pareggio del saldo

strutturale, e quindi il raggiungimento dell'OMT, non viene più conseguito nel 2018 e, per il 2019, è pianificato un saldo pari al -0,2 per cento del PIL (tab. 2.3).

Nel DEF è espressa l'intenzione del Governo di sterilizzare le clausole di salvaguardia come rimodulate dall'ultima legge di stabilità dello scorso anno, relative agli aumenti di IVA (dal 2017) e accise (dal 2018), e di attuare interventi correttivi che ne compensano gli effetti solo in parte.

Nei programmi, l'indebitamento netto, dopo essere sceso al 2,6 per cento del prodotto nel 2015 dal precedente 3 per cento, continua a ridursi all'1,8 nel 2017 sino allo 0,9 nel 2018, per poi trasformarsi in un leggero avanzo, pari allo 0,1 per cento, nel 2019. Nel confronto con il DPB, a un deficit simile nel 2016, nel DEF fanno seguito disavanzi programmatici del 2017 e del 2018 che risultano più elevati dello 0,7 per cento del PIL e per il 2019 è atteso un avanzo inferiore al precedente per 0,2 punti percentuali.

Il sentiero di aggiustamento dei conti, dato l'aggiornamento del tendenziale e fissati i nuovi obiettivi, sconta l'adozione di misure che peggiorano l'indebitamento netto dello 0,4 per cento del PIL nel 2017, dello 0,6 nel 2018 e dello 0,3 nel 2019. Tale incremento del disavanzo deriva dalla disattivazione degli inasprimenti fiscali previsti dalle già ricordate clausole, per 0,9 punti percentuali di PIL nel 2017 e per 1,1 punti in ciascuno degli anni successivi, e dalla contemporanea attuazione di misure correttive nette dello 0,5 per cento del PIL in ognuno degli anni 2017 e 2018 e dello 0,8 nel 2019 (tab. 2.3).

A fronte degli andamenti programmati per l'indebitamento netto, anche il saldo di bilancio corretto per il ciclo – che rimane negativo in tutto l'arco della previsione – peggiora rispetto a quanto indicato nel DPB e risultano peggiori, nel 2016 e nel 2017, gli aggiustamenti verso l'OMT.

Nel DEF il disavanzo strutturale risulta in crescita nel 2016, passando dallo 0,6 per cento del PIL dall'anno precedente all'1,2, per poi ridursi gradualmente nei due successivi (rispettivamente all'1,1 e allo 0,8 per cento) e più intensamente a fine periodo, quando raggiunge il già menzionato 0,2 per cento del prodotto.

Tale andamento riflette quello delle componenti del saldo strutturale (tab. 2.4):

- un avanzo primario strutturale che peggiora in modo marcato nel 2016 – come conseguenza della flessibilità prevista per riforme strutturali e investimenti – e in misura marginale nel 2017, per poi migliorare progressivamente nel biennio successivo;
- una spesa per interessi che migliora costantemente su tutto l'arco di previsione;

Il saldo nominale mostra un miglioramento più marcato, riflettendo soprattutto il progressivo ridimensionarsi della componente ciclica negativa del bilancio (che diviene positiva nel 2019) e l'effetto positivo delle *una tantum* nel 2016[6].

Più in dettaglio:

- per il 2016 il peggioramento di 0,7 punti del saldo strutturale deriva da un deterioramento dell'avanzo primario strutturale di circa 0,8 punti (per l'applicazione delle clausole di flessibilità), compensato in parte da una riduzione di circa 0,2 punti della spesa per interessi[7]. Il saldo nominale non riflette l'andamento di quello strutturale, mostrando nel 2016 un miglioramento di 0,3 punti rispetto all'anno precedente. Ciò discende dal ridursi di circa 0,7 punti della componente ciclica del deficit e da un effetto positivo delle *una tantum* di 0,2 (tali misure peggiorano il deficit nominale di 0,1 punti di PIL nel 2015 e lo migliorano di 0,1 nel 2016);
- per il 2017 il miglioramento di 0,1 punti del saldo strutturale deriva dalla riduzione di 0,2 punti della spesa per interessi che compensa la diminuzione dell'avanzo primario strutturale di 0,1 punti. A fronte del limitato miglioramento del saldo strutturale, il deficit nominale mostra una riduzione più ampia, pari a 0,5 punti rispetto all'anno precedente. Ciò discende dall'ulteriore riduzione della componente ciclica del deficit, per 0,6 punti, parzialmente compensato dal venir meno nel 2017 degli effetti positivi delle *una tantum*;
- nel biennio 2018-19 migliora l'andamento del saldo strutturale (rispettivamente di 0,3 e 0,6 punti), raggiungendo un livello prossimo al pareggio nel 2019 (-0,2). Tale andamento riflette l'aumento dell'avanzo primario strutturale (di 0,1 e di 0,5 punti) e la prosecuzione della riduzione della spesa per interessi (di 0,2 e 0,1 punti). Anche il saldo nominale mostra un andamento positivo in entrambi gli anni, migliorando di circa 1 punto l'anno e raggiungendo un marginale surplus nel 2019 (+0,1), grazie anche al miglioramento della componente ciclica.

La figura 2.1 sintetizza graficamente le previsioni dell'indebitamento netto, dell'indebitamento strutturale e della variazione dell'indebitamento strutturale nel confronto tra la NADEF, il DPB e il DEF.

La manovra, che secondo il DEF sarà definita nei prossimi mesi, viene individuata per aree di intervento quali la revisione della spesa (in misura crescente nel biennio 2018-19), incluse le spese fiscali, e la strumentazione che accresca la fedeltà fiscale e riduca i margini di evasione ed elusione.

Nel più rilevante documento di programmazione non viene quindi dettagliata la composizione di massima della manovra con il rinvio a ottobre della valutazione circa l'efficacia delle stesse a conseguire i risultati attesi.

[6] in larga misura ascrivibile al gettito della *voluntary disclosure*. Il profilo delle misure *una tantum* è mutato lievemente rispetto a quello considerato nel DPB per effetto dell'esclusione e inclusione di alcune voci e a causa della rettifica delle stime di alcune poste già previste a ottobre. In particolare tra le spese rilevano l'esclusione di quelle relative all'emergenza migranti, l'inclusione di arretrati da corrispondere alla UE e la rimodulazione delle spese per calamità naturali; tra le entrate rilevano la diversa imputazione temporale della *voluntary disclosure* e la revisione al rialzo degli incassi da dismissione.

[7] Gli scostamenti discendono da arrotondamenti delle cifre decimali.

La credibilità dei piani di rientro del deficit e della riduzione del debito in rapporto al PIL dipende in modo significativo dalla capacità di realizzare a consuntivo gli obiettivi preannunciati in termini di politiche strutturali e di bilancio.

A tal fine sarebbe importante anticipare nell'ambito del DEF la definizione del quadro programmatico di finanza pubblica – articolato per macroaggregati di entrate e spese – ovvero la decisione relativa al complesso delle risorse e alla loro destinazione, che costituiscono l'articolazione essenziale della manovra lorda. Se ciò avvenisse nella prima parte dell'anno, lascerebbe lo spazio di definire successivamente i dettagli delle proposte e delle iniziative. Risulterebbe beneficiata la componente tecnica di stima dei modelli econometrici, nei quali – come già evidenziato nel primo capitolo – la esplicitazione delle macromisure che il Governo intende adottare per realizzare gli obiettivi di finanza pubblica (o almeno di quelle effettivamente utilizzate nell'esercizio di previsione) renderebbe più credibile il quadro macroeconomico sottostante ai conti pubblici. Tale anticipazione non svolgerebbe peraltro un mero ruolo tecnico, ma avrebbe effetti benefici sulla qualità delle politiche pubbliche, contribuirebbe al consolidamento delle aspettative, stabilizzando il clima di fiducia, agevolerebbe l'operare degli amministratori pubblici, soprattutto a livello locale.

Gli stessi eventi legati alle clausole dell'aumento dell'IVA e accise rendono testimonianza degli effetti potenzialmente controproducenti di una ambiguità nella coerenza tra impegni aggregati in termini di saldo e misure preannunciate. Un fattore di incertezza, in tale ambito, è legato in particolare alla valutazione che la Commissione darà circa l'annunciata intenzione del Governo di sterilizzare le clausole di salvaguardia non accompagnata da indicazioni, sufficientemente dettagliate, di misure alternative credibili ai fini del consolidamento dei conti.

Infine, la direzione di alcune innovazioni istituzionali in discussione conferma l'opportunità di anticipare nel DEF l'articolazione degli obiettivi programmatici per sottosettore e l'evoluzione programmatica dei principali aggregati delle Amministrazioni pubbliche[8], anche con riferimento al comparto dello Stato. La mancata indicazione delle risorse destinate allo Stato non sembra infatti coerente con la nuova procedura che prevede la fissazione di obiettivi di spesa per Dicastero.

Lo schema di decreto legislativo riguardante la riforma della struttura del bilancio[9] prevede che entro il mese di maggio un DPCM definisca su base triennale gli obiettivi di spesa per ciascun dicastero, rispetto a cui dovranno risultare coerenti le proposte dei ministeri per la formazione dei DDL di bilancio e di stabilità che costituiranno in futuro un unico provvedimento.

[8] In proposito si rinvia alla tavola III.1 del DEF, il cui contenuto è riferito unicamente agli andamenti tendenziali della PA.

[9] Atto Governo n. 264.

2.3 L'analisi della fiscal stance

Il confronto tra l'andamento del saldo primario strutturale (il saldo primario corretto per il ciclo e al netto delle *una tantum*) e l'*output gap* (la distanza percentuale tra il PIL effettivo e quello potenziale) permette una immediata visualizzazione della *fiscal stance* (fig. 2.2), che misura l'indirizzo espansivo o restrittivo della politica economica sullo sfondo dell'andamento macroeconomico.

La variazione del saldo primario strutturale e i livelli dell'*output gap* negli anni dal 2015 al 2019 mostrano che il percorso di aggiustamento verso l'OMT delineato nel quadro programmatico consente un'intonazione anticiclica alla politica fiscale. Gli incrementi di avanzo primario strutturale sono infatti rinviati agli esercizi in cui l'*output gap* assume segno positivo, mentre negli esercizi in cui il ciclo è ancora negativo, l'avanzo primario, pur restando ampiamente superiore al due per cento, viene ridotto. Tale riduzione è pari a 0,8 punti nel 2016 e limitata a 0,1 punto nel 2017.

Confrontando la *fiscal stance* del DEF con quella dei documenti programmatici precedenti, si vede che le successive revisioni del percorso di aggiustamento verso l'OMT hanno progressivamente rinviato l'aggiustamento del saldo strutturale, riducendo così, il carattere prociclico della politica fiscale precedentemente prevista. (fig. 2.3). Si ricorda peraltro che le regole europee che definiscono il percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di medio termine prevedono che i paesi con debito superiore al 60 per cento del PIL adottino politiche correttive anche nel caso in cui esse risultino procicliche: l'obbligo di attuare una correzione del saldo strutturale verrebbe meno esclusivamente nel caso in cui l'*output gap* negativo assuma un'ampiezza eccezionale (superiore al 4 per cento del PIL) o nel caso di crescita negativa (tab. A2.1).

2.4 L'evoluzione programmatica del debito

Nel 2015 il rapporto tra il debito pubblico e il PIL aumenta, seppure leggermente, dal 132,5 al 132,7 per cento (tab. 2.5). L'incremento del debito è stato più contenuto del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (pari a 57,5 miliardi, in riduzione rispetto ai 69,1 miliardi del 2014) sostanzialmente a causa delle riduzioni registrate nelle disponibilità liquide del Tesoro (10,7 miliardi), degli scarti e premi di emissione (circa 5 miliardi) e grazie agli introiti delle privatizzazioni (6,6 miliardi). Inoltre il contributo italiano al sostegno finanziario ai paesi della UEM si è ridotto a 58,2 miliardi rispetto ai 60,3 miliardi del 2014. In aumento del debito hanno invece pesato l'effetto della variazione dei cambi (0,3 miliardi), l'impatto della riclassificazione del Fondo nazionale di risoluzione degli enti creditizi all'interno delle Amministrazioni pubbliche (per circa 0,1 punti percentuali di PIL) e l'ammontare degli effetti connessi a derivati finanziari, sia con

riguardo al flusso netto di interessi sia all'esercizio di *swaption* da parte delle controparti posti in essere all'inizio del 2015[10].

Secondo lo scenario programmatico del DEF, l'incidenza del debito sul PIL dovrebbe iniziare a ridursi, seppure leggermente, già dal 2016 per poi scendere progressivamente e a ritmo crescente sino a raggiungere il 123,8 per cento del prodotto nel 2019, circa 9 punti percentuali di PIL in meno rispetto al risultato del 2015. Il rapporto debito/PIL programmatico nel 2019 si situerebbe ad un livello simile a quello del quadro tendenziale.

Nell'arco dell'intero periodo 2016-19, tale riduzione cumulata del debito è ascrivibile unicamente al conseguimento degli avanzi primari programmati (che assicurerebbero una riduzione del debito di 10 punti percentuali di PIL), essendo previsti un limitato aumento del debito (di circa 1 punto di PIL) dovuto all'effetto *snow-ball* (legato al differenziale tra onere medio del debito e tasso di crescita del PIL nominale) e un impatto neutrale dell'aggiustamento stock-flussi nel quadriennio (tab. 2.5).

Nei programmi del Governo gli avanzi primari crescono e si riportano a fine periodo su livelli elevati: dal 2000, si sono realizzati importi simili solo in tre anni. L'effetto *snow-ball*, cioè l'effetto connesso con l'accumulo del debito negli anni precedenti, si riduce nel tempo e diviene favorevole dal 2018 grazie soprattutto a proiezioni di crescita del PIL nominale che superano il 3 per cento e che scontano in particolare un deflatore del PIL superiore alle attese della maggioranza dei previsori; ciò a fronte di un'ipotesi tecnica sui tassi di interesse dei titoli di Stato basata invece sulle curve *forward* dei rendimenti.

Il contributo dell'aggiustamento stock-flussi alla variazione del debito cambia di segno negli anni della previsione e risulta nullo nell'arco del quadriennio 2016-19, in quanto si compensano al suo interno gli effetti delle varie componenti: tra cui, da un lato, l'impatto di aggravio del debito dovuto ai derivati finanziari, alle emissioni sotto la pari e all'effetto della risalita dell'inflazione sui titoli indicizzati dal 2017, e, dall'altro, il calo del debito ascrivibile alla riduzione delle giacenze liquide del MEF e, soprattutto, agli introiti da privatizzazioni, programmati per complessivi 1,8 punti percentuali di PIL tra il 2016 e il 2019, per importi elevati quindi e senza indicazioni circa le partecipazioni da dismettere.

Nel 2015, gli introiti da privatizzazioni hanno raggiunto, come già ricordato, i 6,6 miliardi di euro. Le due principali operazioni riguardano la vendita del 5,74 per cento del capitale di ENEL nel febbraio 2015, che ha determinato introiti per il MEF pari a circa 2,2 miliardi di euro. Successivamente, in ottobre, si è conclusa l'operazione di offerta globale di vendita di azioni ordinarie di Poste Italiane, finalizzata alla quotazione sul mercato azionario. L'introito è quantificato in circa 3,1 miliardi di euro, incluso l'esercizio dell'opzione

[10] In proposito, cfr. l'*Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati*, della Banca d'Italia presso la Camera dei Deputati, 15 giugno 2015.

"greenshoe" concessa agli operatori istituzionali. Quindi gli obiettivi del Governo in termini di introiti derivanti da cessioni di partecipazioni (o operazioni assimilate) sono stati rispettati nel 2015[11].

Nella Nota di aggiornamento del DEF 2015, i proventi da privatizzazioni erano previsti in 0,5 punti percentuali di PIL per ciascuno degli anni 2016-18. Per quanto riguarda il dettaglio delle operazioni programmate, occorre segnalare che le uniche informazioni fornite nei documenti programmatici dell'anno scorso riguardavano l'anno 2016, con l'indicazione dell'impegno alla realizzazione di due operazioni principali: quella relativa a ENAV (quotazione e vendita di una quota non superiore al 49 per cento del capitale) e quella relativa al Gruppo Ferrovie dello Stato (quotazione e vendita di una quota non superiore al 40 per cento), una volta completate le procedure preliminari. Nessuna informazione veniva invece fornita sulle operazioni di privatizzazione da attuare nel 2017 e nel 2018.

Nel DEF 2016, viene ribadito il profilo degli introiti programmati per il triennio 2016-18, pari a 0,5 punti percentuali di PIL, a cui si aggiungono 0,3 punti percentuali nel 2019. Per il 2016, i documenti programmatici di quest'anno ribadiscono la quotazione di ENAV, mentre collocano l'alienazione di una quota della società Ferrovie dello Stato nei programmi di medio periodo del Governo, indicando che verranno effettuate operazioni alternative di dismissione nell'anno in corso, senza precisare, tuttavia, quali[12]. Nessuna informazione viene fornita nei documenti governativi sulle operazioni per il triennio 2017-19.

Il profilo quantitativo degli introiti previsti risulta molto ambizioso e non vi sono al momento informazioni sufficienti per valutare se il programma di privatizzazioni del Governo, e quindi la dinamica di discesa del debito, sia credibile. Questo pone un elemento di rischio nel quadro di programmazione.

Per quanto riguarda i derivati, nel corso del 2015 il Tesoro ha aumentato il grado di trasparenza, pubblicando alcune informazioni con riferimento ai contratti sottoscritti sia dallo Stato sia dalle Amministrazioni locali. In particolare, con la pubblicazione del *Rapporto sul debito pubblico 2014* sono state fornite informazioni sui derivati del Tesoro, riguardanti principalmente la descrizione qualitativa delle operazioni effettuate nel 2014, l'indicazione delle finalità perseguite mediante l'utilizzo dei derivati e l'illustrazione della misura in cui esse sono state raggiunte.

Tuttavia, né nel citato Rapporto, né nel DEF vengono fornite informazioni sull'effetto atteso dai derivati nel periodo di previsione: i relativi importi sono infatti aggregati assieme alle altre voci che concorrono alla determinazione del raccordo tra l'indebitamento e la variazione del debito. Trattandosi di importi molto rilevanti – pari in

[11] Le altre operazioni principali hanno riguardato il rimborso dei Monti-Bond da parte del Monte dei Paschi (1,07 miliardi) e la riduzione del capitale sociale di ENAV (180 milioni).

[12] Dalle dichiarazioni di esponenti del Governo risulta alla studio la possibilità della cessione di una ulteriore quota di Poste Italiane Spa, senza tuttavia perdita del controllo da parte del MEF.

media nel periodo 2011-14 a un contributo di incremento del debito pari a 4,2 miliardi annui (tab. 2.6) – gli effetti in esame andrebbero autonomamente evidenziati.

Si ribadisce in proposito l'utilità di rendere noto distintamente:

- l'effetto atteso dal flusso di cassa generato dai derivati, indicando l'eventuale componente di tale flusso derivante da clausole di estinzione anticipata di cui si preveda l'esercizio;
- l'effetto sul debito atteso dal previsto esercizio di altre clausole contrattuali (*swaption*) o da operazioni di rinegoziazione.

Inoltre sarebbe opportuno che – al pari di quanto fatto in genere per le altre operazioni inerenti la gestione del debito – anche le operazioni concluse aventi oggetto contratti derivati fossero tempestivamente rese note sul sito del MEF, almeno per quanto attiene le loro caratteristiche strutturali e i loro effetti attesi su fabbisogno e debito, fatti salvi i profili di tutela connessi alla natura privatistica dei contratti.

3. Gli obiettivi di finanza pubblica alla luce delle regole di bilancio

Con il quadro programmatico sopra esposto, il Governo propone un percorso di avvicinamento all'obiettivo di medio termine (OMT) più graduale rispetto a quello delineato nei precedenti documenti programmatici. In particolare, l'esercizio in cui si prevede il raggiungimento sostanziale dell'equilibrio del bilancio è differito dal 2018 al 2019[13], riducendo in particolare a un decimo di punto di PIL lo sforzo di risanamento del saldo strutturale programmato per il 2017. Tale scelta è ritenuta dal Governo opportuna alla luce dei seguenti fattori:

- rischi di stagnazione e deflazione a livello mondiale, in un contesto di instabilità economica e geopolitica;
- insufficiente coordinamento delle politiche di bilancio nell'area euro, con scarsa espansione fiscale da parte dei paesi in posizione più solida e insoddisfacenti progressi nelle riforme strutturali negli altri paesi;
- effetti indesiderati di eccessive strette fiscali, tenuto conto dell'aumento dei moltiplicatori fiscali nei paesi che hanno subito lunghe e profonde recessioni;
- rilevanti costi connessi al notevole sforzo di riforma posto in essere dall'Italia, destinato a produrre effetti positivi sul clima di investimento e sulla crescita potenziale nel medio periodo, ma suscettibile di generare riflessi sfavorevoli sul bilancio pubblico e sull'economia nel breve periodo;
- sottostima dell'*output gap* alla base del saldo strutturale di finanza pubblica, secondo la metodologia stabilita a livello della UE che imprime un carattere pro-ciclico alla politica di bilancio.

Tali motivazioni, indicate nel DEF, sono sostanzialmente analoghe a quelle illustrate nella Relazione con cui il Governo sottopone al voto del Parlamento l'aggiornamento del

[13] Nel 2019 si prevede un saldo strutturale prossimo al pareggio (-0,2 punti di PIL).

piano di rientro verso il proprio OMT. In aggiunta alle motivazioni contenute nel DEF, alla base della richiesta di rinvio del pareggio di bilancio la Relazione al Parlamento pone gli esiti[14] di un periodo recessivo di durata e intensità senza precedenti, non colti in modo adeguato dai parametri di misura degli effetti del ciclo definiti in sede UE (*output gap*), e l'inflazione eccezionalmente bassa nonostante la presenza di una moderata crescita reale e di una politica monetaria espansiva a livello di area euro.

La richiesta di voto parlamentare – analogamente a quella già approvata in occasione della Nota di aggiornamento del DEF 2015[15] – è formulata ai sensi dell'art. 6, c. 5, della legge n. 243/2012. Tale disposizione prevede che il piano di rientro, votato in precedenza in occasione di un evento eccezionale, possa essere aggiornato al verificarsi di eventi eccezionali o qualora il Governo intenda apportarvi modifiche in considerazione dell'andamento del ciclo economico.

In particolare, con riferimento al verificarsi di eventi eccezionali, la legge richiama espressamente l'ordinamento della UE per la loro individuazione ma ne amplia la portata specificando che tali eventi possono essere costituiti da periodi di grave recessione economica, relativi anche all'area euro o alla UE, ovvero da eventi straordinari al di fuori del controllo dello Stato, aventi rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria generale del Paese, ivi incluse le gravi crisi finanziarie o le calamità naturali.

È quindi utile ricordare cosa preveda l'ordinamento della UE a proposito delle circostanze eccezionali focalizzando poi l'attenzione sulla parte preventiva del PSC, vale a dire quella rilevante adesso per l'Italia.

3.1 L'evento eccezionale nel quadro europeo

L'ordinamento della UE prevede una clausola di carattere generale in caso di eventi eccezionali, attraverso le quali può essere consentito uno scostamento dal sentiero di aggiustamento o dall'OMT nel presupposto che tale scostamento non metta a rischio la sostenibilità finanziaria nel medio periodo. Tale clausola riguarda:

a) l'eventualità di una grave recessione che riguardi l'intera area dell'euro;
b) eventi inconsueti, non soggetti al controllo del paese, che abbiano rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria del paese.

I regolamenti e le direttive della UE o le comunicazioni della Commissione non forniscono indicazioni dettagliate sui criteri di applicazione di questa clausola di

[14] Misurati in termini di perdita di prodotto rispetto al livello pre-crisi e rispetto a quello che si sarebbe raggiunto in caso di prosecuzione del trend di crescita pre-crisi.
[15] In occasione del DEF 2014 e della Nota di aggiornamento del DEF 2014 le analoghe richieste facevano riferimento genericamente all'articolo 6 della medesima legge.

carattere generale, in particolare sulla definizione di eventi inconsueti. Secondo quanto chiarito in documenti istituzionali, considerata l'ampia gamma di situazioni che potrebbero condurre all'applicazione di tale clausola, la Commissione e il Consiglio devono accertare ogni caso singolarmente[16].

Questa clausola non è stata finora applicata. Secondo la Commissione, essa dovrebbe rimanere limitata a situazioni accuratamente circoscritte.

La clausola potrebbe avere a breve una prima applicazione per tener conto degli effetti del flusso eccezionale di rifugiati in alcuni paesi membri. La Commissione verificherà infatti *ex post* in quale misura l'incremento di tali spese possa giustificare temporanee deviazioni dal percorso di aggiustamento nel 2015 e nel 2016.

Tenuto conto di questi elementi, il quadro presentato nel DEF, allo stato delle informazioni attuali, non sembra rientrare nell'ambito definitorio dell'evento eccezionale come desumibile dall'ordinamento europeo.

3.2 Le regole di bilancio

L'ordinamento della UE, a cui il nostro ordinamento si richiama nella definizione delle regole di bilancio, prevede il rispetto di due regole nella parte preventiva del Patto di stabilità e crescita (PSC). La prima regola è il rispetto dell'OMT oppure del percorso di avvicinamento verso l'OMT. La seconda regola è quella della spesa che prevede il rispetto di un tasso di crescita di un aggregato della spesa strutturale, al netto delle entrate discrezionali, coerente con il rispetto dell'OMT o del percorso di avvicinamento verso l'OMT[17]. Il rispetto di queste due regole viene valutato su base sia annuale sia biennale. Inoltre, essendo il debito in rapporto al PIL più elevato del 60 per cento in Italia, la parte correttiva del PSC prevede che la distanza del rapporto stesso dal livello del 60 per cento si riduca in media di un ventesimo all'anno.

Si ricorda inoltre che la sorveglianza della UE riguarda sia i risultati a consuntivo (*ex post*), sia le stime in corso d'anno (*in-year*),sia le previsioni per l'anno successivo (*ex ante*). La Commissione europea fornisce infine alcune indicazioni anche per due anni successivi a quello della prossima legge di bilancio (quindi quest'anno per il 2018-19).

[16] Cfr. il Rapporto *Public finance in EMU*della Commissione del dicembre 2015 e l'Allegato 2.

[17] Si ricorda che l'aggregato di spesa per la relativa regola è ottenuto sottraendo dalla spesa pubblica totale la spesa ciclica per disoccupazione, la spesa per interessi e la spesa finanziata interamente attraverso fondi della UE. Inoltre la spesa annuale per investimenti pubblici viene sostituita dalla sua media calcolata sull'anno in corso e i precedenti tre anni. Alla variazione di questo aggregato vengono quindi sottratte le misure discrezionali sulle entrate. Il relativo tasso di crescita viene infine considerato in termini reali.

3.2.1 Il percorso di avvicinamento verso l'obiettivo di medio termine

Per quanto riguarda il 2015, le stime contenute nel DEF indicano che l'aggiustamento del saldo strutturale di bilancio è stato pari a circa 0,2 punti percentuali, sostanzialmente in linea con quanto richiesto dall'ordinamento della UE (0,25) per Paesi che come l'Italia si trovavano in una fase di congiuntura economica molto sfavorevole e con un debito al di sopra del 60 per cento del PIL[18].Considerando il biennio 2014-15, secondo le stime del DEF l'aggiustamento medio sarebbe vicino a zero, evidenziando quindi uno scostamento dalla correzione richiesta (0,125), che non appare però significativo.

La Legge 243/2012 dispone che gli scostamenti dagli aggiustamenti richiesti sono da considerarsi significativi secondo i criteri stabiliti dall'ordinamento della UE. Ciò implica che in termini annuali lo scostamento è significativo se supera lo 0,5 mentre in termini biennali lo scostamento è significativo se supera lo 0,25 in media.

Per il 2016, in occasione della presentazione del Programma di stabilità 2015[19] le autorità italiane chiesero alle istituzioni della UE di poter usufruire della clausola di flessibilità per le riforme strutturali introdotta nel gennaio 2015 in modo da poter deviare dal percorso di avvicinamento all'OMT per 0,4 punti percentuali del PIL[20]. In occasione delle raccomandazioni-paese approvate a metà 2015, le istituzioni della UE accordarono questa clausola di flessibilità all'Italia[21].

Successivamente, in occasione della presentazione del DPB 2016, le autorità italiane hanno chiesto di poter usufruire di ulteriore flessibilità pari a 0,4 punti complessivi di cui 0,1 punti percentuali sempre in virtù della clausola per le riforme strutturali e 0,3 punti percentuali grazie alla clausola per gli investimenti. Nella sua opinione al DPB 2016, la Commissione ha deciso di posticipare la decisione sulla concessione di ulteriore flessibilità per l'Italia alla primavera di quest'anno sulla base dell'esame del Programma di stabilità 2016[22]. Inoltre, è stato successivamente stabilito a livello UE che il massimo di flessibilità permesso per ogni singolo paese sull'insieme della clausole invocate sia pari a 0,75 punti percentuali[23].

---

[18] Cfr. Allegato 2.

[19] Cfr la Sezione I del DEF 2015 (http://www.dt.tesoro.it/modules/documenti_it/analisi_progammazione/documenti_programmatici/SEZIONE_I_-_Programma_di_Stabilitx_xdeliberatox_on-line.pdf).

[20] La Legge 243/2016 prevede che gli obiettivi programmatici possano tenere conto dei riflessi finanziari delle riforme strutturali in conformità all'ordinamento della UE. A livello UE, relativamente alla clausola per le riforme strutturali e a quella sugli investimenti si veda la Comunicazione della Commissione del 13 gennaio 2015 e il documento "*Commonly agreed position on Flexibility in the Stability and GrowthPact*" del 27 novembre 2015 preparato dal Comitato economico e finanziario (CEF) e approvato dall' Ecofin a fine 2015.

[21] Cfr. http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/csr2015_council_italy_it.pdf.

[22] Cfr. http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2015/it_2015-11-16_co_it.pdf.

[23] Cfr. il documento CEF del 27 novembre 2015.

Al momento attuale, quindi, l'Italia risulta usufruire di 0,4 punti percentuali di flessibilità per il 2016, in attesa che le istituzioni della UE decidano su quella aggiuntiva che potrà raggiungere al massimo un valore di 0,75.

L'aggiustamento richiesto per il 2016 (fase di congiuntura economica sfavorevole e debito/PIL superiore al 60 per cento) sarebbe pari a 0,5. Tenendo conto di una flessibilità di 0,4 punti percentuali l'aggiustamento netto si ridurrebbe a 0,1. Al contrario Il DEF indica per lo stesso anno un aggiustamento negativo (quindi un'espansione strutturale di bilancio)di circa -0,7. Risulterebbe quindi uno scostamento significativo (0,8 superiore a 0,5). Il risultato sarebbe confermato anche eliminando dall'aggiustamento strutturale la variazione delle spese per rifugiati. Lo stesso risultato si avrebbe considerando il biennio 2015-16.

Con una flessibilità di 0,75 punti percentuali, il risultato sarebbe diverso. Infatti l'aggiustamento richiesto sarebbe negativo e pari a -0,25. In questo caso l'aggiustamento (negativo) stimato nel DEF (-0,7) evidenzierebbe ancora uno scostamento, ma adesso non significativo in termini sia annuali sia biennali.

È importante ricordare che, nella sua opinione sul DPB 2016, la Commissione aveva sottoposto la concessione delle ulteriori clausole di flessibilità per il 2016 a tre diverse condizioni: a) che l'eventuale deviazione dal percorso di aggiustamento fosse effettivamente usata per aumentare gli investimenti; b) che vi fossero piani credibili per la ripresa ("*resumption*") del percorso di aggiustamento verso l'OMT; c) che siano stati compiuti progressi nel programma di riforme strutturali[24].

Per quanto riguarda la realizzazione degli investimenti eleggibili ai fini della flessibilità, si ricorda che il Governo si è impegnato a raggiungere un obiettivo di 5,15 miliardi (0,3 punti percentuali del PIL) in modo da poter usufruire della relativa clausola. Per raggiungere questo obiettivo, il Governo è intervenuto su vari fronti: concedendo alle Regioni la facoltà di istituire organismi strumentali con il mandato esclusivo di gestione degli interventi comunitari e già a fine 2015 alcune amministrazioni li hanno istituiti; prevedendo di includere tra le spese eleggibili anche quelle non ancora erogate della programmazione 2007-2013; inviando alla Commissione un quadro informativo utile ai fini del monitoraggio sugli interventi, in cui si evidenzia che, rispetto agli obiettivi di spesa, sono state avviate procedure per circa l'85 per cento della spesa e sono in corso progetti per circa il 50 per cento.

Permangono tuttavia notevoli elementi di rischio circa la possibilità di riuscire a imprimere una forte accelerazione all'attuazione piena del programma di investimenti. Queste cautele riflettono l'entità della spesa ipotizzata (gli 11,3 miliardi dati dall'insieme dei fondi nazionali ed europei) che risulta assai rilevante se confrontata con quella certificata nell'ambito della programmazione 2007-2013 e in particolare negli anni di

[24] Cfr. http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2015/it_2015-11-16_co_it.pdf.

avvio del ciclo, come è quello in corso, e in riferimento a quote di cofinanziamento nazionale che nel passato sono risultate più contenute di quelle implicite nei valori ipotizzati per il 2016.

Per quanto riguarda le riforme strutturali, l'azione di governo appare in generale in linea con le raccomandazioni-paese della Commissione e del Consiglio di metà 2015, ma con due eccezioni, entrambe sottolineate dalla Commissione nel Country Report 2016 di recente pubblicazione. Si tratta, da un lato, dello spostamento del carico fiscale dal lavoro e dai fattori produttivi verso rendite, consumi e imposte ambientali e, dall'altro, del ritardo nell'approvazione della legge annuale per la concorrenza del 2015. La cancellazione della Tasi va in direzione opposta rispetto al primo punto. Il ritardo della legge sulla concorrenza, ormai di quasi un semestre, rischia di far perdere credibilità e incisività allo strumento deputato a risolvere i problemi che ancora pervadono numerosi settori e mercati.

Il DEF 2016 contiene le stime degli effetti degli interventi strutturali sulla crescita del PIL potenziale e sulla sostenibilità della finanza pubblica nel medio termine. L'effetto favorevole delle riforme strutturali sulla sostenibilità della finanza pubblica è infatti una delle condizioni che viene richiesta per la concessione della clausola. Gli effetti macroeconomici delle riforme più recenti, quelle da considerare ai fini della clausola di flessibilità, sono stati prudentemente calcolati solo per il medio-lungo periodo, quando le conseguenze delle riforme potranno dispiegarsi. Il PIL sarebbe più elevato, rispetto allo scenario base, del 2,2 per cento nel 2020 (contro l'1,8 indicato nel DEF 2015), del 3,4 per cento nel 2025 e dell'8,2 per cento nel lungo periodo (effetti cumulati). Anche l'effetto sul saldo primario appare favorevole nel lungo periodo.

Un giudizio sulle valutazioni presentate nel DEF appare molto arduo, difficile da fondare su solide basi. Uno degli aspetti più delicati, come anche riconosciuto dalla Commissione europea, è che i modelli econometrici adottati si limitano a fornire i risultati delle principali variabili macroeconomiche una volta utilizzate alcune ipotesi, che dovrebbero caratterizzare gli effetti della riforma. Tuttavia la traduzione delle riforme in cambiamenti dei parametri rappresenta un'operazione complessa che richiede aggiustamenti ad hoc sulla cui fondatezza non è generalmente possibile condurre delle verifiche empiriche.

Infine, come ricordato, ai fini della concessione della clausola per il 2016 risulta importante valutare alla luce delle regole europee il percorso di avvicinamento verso l'OMT per il 2017-19. Si ricorda che il DEF indica per il 2017 un aggiustamento di 0,1 punti percentuali, per il 2018 di 0,3 punti percentuali e per il 2019 di 0,6 punti percentuali.

Per il 2017 la valutazione *ex ante* del rispetto delle regole richiede alcuni elementi importanti che devono essere ancora definiti. In primo luogo, l'ordinamento della UE prevede che per paesi come l'Italia con un debito superiore al 60 per cento del PIL e che si trovano in una congiuntura economica normale (come stimato nel DEF e nelle previsioni d'inverno della Commissione), l'aggiustamento richiesto sia maggiore di 0,5. Quale sarà effettivamente l'aggiustamento richiesto sarà probabilmente noto entro metà 2016 con l'approvazione delle raccomandazioni paese da parte della Commissione e del Consiglio nel contesto del semestre europeo.

Con un aggiustamento strutturale richiesto superiore a 0,5, la variazione programmatica del DEF (pari a 0,1) evidenzierebbe uno scostamento che rischia di risultare significativo.

Per quanto riguarda la valutazione del rispetto della regola in termini biennali (2016-17), occorrerebbe inoltre conoscere i margini di flessibilità concessi nel 2016. In questo caso, sembrerebbe quindi esservi un riferimento circolare.

In ogni caso, anche se venisse concesso il massimo di flessibilità nel 2016 (0,75), con un aggiustamento richiesto nel 2017 superiore a 0,5, l'aggiustamento programmatico medio (negativo) nel biennio 2016-17, pari a -0,25, evidenzierebbe uno scostamento significativo rispetto a quello richiesto[25].

Per il 2018, si osservano risultati simili a quelli del 2017, almeno in termini biennali. Nel 2019, l'aggiustamento programmatico è in linea con quello richiesto e dovrebbe inoltre essere sostanzialmente raggiunto l'OMT.

Quindi, nello scenario programmatico presentato nel DEF, seppure evidenziando numerosi scostamenti, il rispetto del percorso di avvicinamento verso l'OMT sembrerebbe confermato nel 2015 mentre nel 2016 dipenderebbe dall'utilizzo della flessibilità al livello massimo (peraltro ancora non riconosciuto dalle istituzioni UE).

Nel 2017 e nel 2018, sembrerebbe al contrario emergere un rischio di deviazione significativa dal percorso di avvicinamento richiesto soprattutto quando questo viene valutato in termini biennali. Nel 2019, il percorso di avvicinamento è coerente con le regole di bilancio.

In conclusione, gli obiettivi di bilancio presentati nel DEF per il 2017 e il 2018 non configurano un percorso di avvicinamento all'OMT coerente con lo stato attuale del quadro interpretativo delle regole di bilancio europee come trasposte nell'ordinamento interno.

Si ricorda infine che la Commissione europea condurrà la valutazione dei programmi di stabilità sulla base delle proprie previsioni di primavera. Quindi, presumibilmente per la stima del saldo strutturale di bilancio utilizzerà una stima del PIL potenziale e *dell'output gap* ottenuta con la metodologia concordata a livello della UE e applicata a un orizzonte previsivo di due anni piuttosto che di quattro anni come nella stima dell'*output gap* riportata nel DEF.

Come evidenziato nella lettera inviata dal Ministro delle finanze italiano insieme ad altri otto Ministri della UE alla Commissione, la scelta dell'orizzonte di previsione influisce sulla stima del PIL potenziale e dell'*output gap*. In generale, un orizzonte di previsione più breve porta a una stima del PIL potenziale inferiore e quindi dell'*output gap*, se negativo, meno ampia. Ciò si traduce in un peggioramento del livello del saldo

[25] Per esempio, se l'aggiustamento richiesto per il 2017 fosse pari a 0,6, quello richiesto nel biennio 2016-2017 sarebbe pari a 0,175.

strutturale. Tuttavia, meno agevole è stabilire *ex ante* quale sia l'impatto sulla variazione del saldo strutturale di bilancio di un dato anno poiché sia l'*output gap* sia il livello del saldo strutturale variano nella stessa direzione sia in quell'anno sia in quello precedente[26]. Quindi, la variazione potrebbe rimanere pressoché immutata nonostante il diverso orizzonte previsivo.

3.2.2 La regola sulla spesa

Per quanto riguarda la regola sulla spesa, nel 2015 la crescita dell'aggregato di spesa considerato per la regola, al netto delle entrate discrezionali, è stata pari a circa lo 0,3 per cento a fronte di una crescita benchmark di segno negativo e pari a -0,5 per cento. Quindi si evidenzia uno scarto dall'obiettivo ma questo non dovrebbe essere significativo in quanto, in termini di PIL, sarebbe pari a circa 0,4 per cento[27]. Ciò rimane valido anche escludendo la variazione della spesa per rifugiati.

Nel 2016, nel caso in cui la flessibilità concessa per la deviazione dal percorso di avvicinamento verso l'OMT rimanesse uguale a 0,4 punti percentuali, la crescita dell'aggregato di spesa rilevante per la regola (al netto delle entrate discrezionali) pari a 0,5 per cento, sarebbe superiore al benchmark stimato a -0,2 per cento. Tale risultato evidenzierebbe uno scarto dall'obiettivo che tuttavia non sarebbe significativo in quanto, rispetto al PIL, sarebbe pari a 0,3 per cento. In termini biennali, tuttavia, la spesa media nel 2016-17 mostrerebbe uno scarto significativo.

Se la flessibilità consentita fosse invece massima (0,75), considerando le stime del DEF la regola della spesa verrebbe rispettata in quanto il benchmark sarebbe più alto e pari a circa lo 0,6 per cento.

Nel 2016, quindi, la regola sulla spesa appare più favorevole rispetto a quella del percorso di avvicinamento verso l'OMT. Si ricorda che nei casi di discordanza tra le due regole la Commissione procede a una "valutazione complessiva" per individuare le cause delle differenze di risultato. Una prima analisi preliminare evidenzierebbe che la principale causa è legata a una dinamica delle entrate al netto delle una tantum rispetto al PIL inferiore a quanto normalmente atteso ("*revenue shortfall*") che ha influenzato negativamente la regola sull'OMT.

Per quanto riguarda gli anni successivi, il DEF riporta che, a politiche invariate, l'aggregato di spesa considerato per la regola, al netto delle entrate discrezionali, varierebbe nel 2017 del -1,3 per cento, nel 2018 del -0,7 per cento e nel 2019 del -0,2

[26] Si veda anche il Flash n. 2/2016 dell'UPB (http://www.upbilancio.it/flash-22016-orizzonti-temporali-nella-stima-delloutput-gap/).

[27] A livello UE, analogamente alla regola sul percorso di avvicinamento verso l'OMT, in termini annuali lo scostamento è significativo se supera lo 0,5 mentre in termini biennali lo scostamento è significativo se supera lo 0,25 in media.

per cento. Per quanto riguarda il 2017, la crescita dell'aggregato, al netto delle entrate discrezionali, mostrerebbe uno scostamento non significativo in quanto l'obiettivo richiesto sarebbe pari a -1,5 per cento. Tuttavia, utilizzando la previsione di crescita del deflatore del PIL delle previsioni d'inverno della Commissione (più elevata di quella del DEF), la crescita dell'aggregato di spesa è pari a -1,6 per cento e quindi ne conseguirebbe il rispetto della regola. Alla medesime conclusioni si arriverebbe in termini biennali per il periodo 2016-17.

Tuttavia, non è possibile valutare gli obiettivi programmatici rispetto alla regola sulla spesa in quanto vengono riportati nel DEF solamente gli aggregati di finanza pubblica a politiche invariate. Questo nonostante che la Legge 243/2012 stabilisca che i documenti programmatici debbano indicare il livello della spesa delle amministrazioni pubbliche. Sarebbe quindi auspicabile che venissero pubblicate le informazioni necessarie per la valutazione degli obiettivi programmatici alla luce della regola sulla spesa.

3.2.3 La regola di riduzione del debito

Per quanto riguarda il rispetto della regola di riduzione del debito, va innanzitutto richiamato che per il 2015 vale ancora il periodo di transizione così come previsto dall'ordinamento della UE[28]. Secondo il DEF, per poter rispettare i criteri stabiliti per il periodo di transizione sarebbe stata necessaria una manovra strutturale cumulata ulteriore di circa 2 punti percentuali del PIL nel periodo 2013-15, ben al di sopra di quanto effettivamente realizzato. I criteri stabiliti per il periodo di transizione, quindi, non sono stati rispettati. Si ricorda che, a livello UE, ciò comporterebbe la predisposizione di un rapporto da parte della Commissione che valuti se aprire una procedura per disavanzo eccessivo utilizzando il criterio del debito per l'Italia, considerando anche i fattori rilevanti che possono aver influito su questo risultato.

Per quanto riguarda il 2016 (il primo con la regola a regime) e gli anni successivi, gli obiettivi programmatici contenuti nel DEF non appaiono coerenti con la regola del debito utilizzando la metodologia *backward looking* (fig. 3.1). La regola non verrebbe soddisfatta nel biennio 2016-17 neppure con la metodologia *forward looking*[29]. Questo risultato segna un allontanamento importante rispetto alla NADEF 2015 che invece prevedeva il rispetto della regola del debito con il criterio *forward looking* già a partire

[28] La legge 243/2012 prevede che gli obiettivi per il rapporto debito/PIL siano coerenti con quanto disposto dall'ordinamento della UE. Il Regolamento 1467/97 della UE (parte correttiva del PSC) prevede che, per i Paesi in procedura di disavanzo eccessivo nel 2012 come l'Italia, la regola del debito si applichi dopo tre anni dall'uscita delle procedura stessa (2016). Nei tre anni di transizione sono richiesti a tali Paesi aggiustamenti strutturali medi annui tali da rispettare la regola a regime con il criterio più favorevole. L'Italia è uscita dalla procedura per disavanzi eccessivi nel 2012; quindi il periodo di transizione è cominciato nel 2013 e terminato nel 2015.

[29] Il rispetto della regola con la metodologia *forward-looking* in un dato anno equivale di fatto al rispetto della regola con la metodologia *backward-looking* due anni dopo quello di riferimento. Non è quindi possibile valutare allo stato delle informazioni attuali il rispetto della regola con la metodologia *forward-looking* negli anni 2018 e 2019.

dal 2016. Ciò è in parte conseguenza della più lenta dinamica di riduzione nei primi anni di programmazione del DEF.

D'altro canto, la regola soffre di elementi pro ciclici per cui finisce per essere più difficile da rispettare proprio in periodi di *output gap* negativi e di bassa inflazione, vale a dire quando strette fiscali potrebbero avere effetti relativamente più indesiderati sui livelli di attività. Il DEF sottolinea una serie di fattori rilevanti che giustificano la deviazione del rapporto debito/PIL dalla dinamica che sarebbe coerente con la regola, come per esempio i rischi di deflazione e stagnazione e gli effetti indesiderati di manovre eccessive di consolidamento fiscale.

3.3 Possibili sviluppi delle regole di bilancio

Il Governo ritiene che il contesto economico e istituzionale è tale da ritenere non auspicabile una stretta fiscale pari a 0,5 punti di PIL nel 2017; vi sono inoltre una serie di fattori che rendono particolarmente incerti i parametri tecnici utilizzati nell'ambito della sorveglianza europea. In queste circostanze il quadro interpretativo potrebbe evolversi per far fronte ad alcune delle problematiche emerse nella sorveglianza europea, anche se non vi sono al momento evidenze note che questi eventuali sviluppi possano ricondurre gli obiettivi programmatici del DEF al rispetto delle regole di bilancio.

In particolare, quello della sensitività all'orizzonte temporale previsivo richiamato in precedenza non è infatti il solo problema che caratterizza le stime del prodotto potenziale e dell'*output gap*. La stima infatti è molto sensibile anche a revisioni delle previsioni stesse e dei dati a consuntivo. La stima dipende inoltre in modo significativo dalle ipotesi sui parametri dei filtri utilizzati per valutare la disoccupazione strutturale e sulle variabili per approssimare la capacità utilizzata. Cambiamenti nel modello sottostante possono inoltre portare a divari significativi nei risultati come dimostrano per esempio le differenze nei livelli di *output gap* stimati dalla Commissione europea e dall'OCSE[30].

Inoltre, l'utilizzo dei saldi strutturali può portare a risultati che rischiano di apparire controintuitivi. Per esempio, il DEF mostra un miglioramento di 0,3 punti percentuali in termini di disavanzo nominale in rapporto al PIL nel 2016 a fronte di un deterioramento di ben 0,7 punti percentuali in termini strutturali. Questo scarto così rilevante è dovuto alla differenza tra il tasso di variazione del PIL effettivo stimato nel DEF (1,2 per cento) e quello del corrispondente PIL potenziale che è previsto addirittura ridursi di -0,2 per cento.

[30] Per maggiori dettagli si veda la Nota di lavoro n. 1/2015 dell'UPB (http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2015/02/Nota-di-lavoro_-n_1.pdf)

L'incertezza e la variabilità delle stime della finanza pubblica strutturale portano a riflettere sull'opportunità di utilizzare questi indicatori nella programmazione di bilancio. Da questo punto di vista, appare positivo l'invito della Presidenza di turno olandese del Consiglio della UE a discutere sulla possibilità di utilizzare un indicatore alternativo per le regole di bilancio nella UE[31]. In particolare, la proposta è quella di ricorrere per la sorveglianza UE a un indicatore sull'evoluzione della spesa in un orizzonte temporale di medio termine, osservabile e meno variabile rispetto al saldo strutturale. Secondo il contributo olandese, una regola sulla spesa in un orizzonte di medio termine contribuirebbe a rendere più semplice, credibile e prevedibile il *framework* di bilancio nella UE. E' tuttavia meno chiaro come ciò possa contribuire a garantire un adeguato livello di flessibilità, caratteristica questa che, come lo stesso documento riconosce, è desiderabile per la programmazione di bilancio. L'UPB sta già approfondendo questo tema anche in collaborazione con le altre istituzioni di bilancio indipendenti della UE.

Infine, la definizione della programmazione di bilancio nazionale non dovrebbe trascurare la valutazione della *stance* europea. Il tema del coordinamento delle politiche di bilancio riporta al Rapporto dei 5 Presidenti e alla discussione relativa alla costituzione di un Ministro delle finanze europeo. In attesa di queste evoluzioni, ciascun paese dovrebbe poter cercare ambiti applicativi del vigente quadro di flessibilità che aiutino a rendere le finanze pubbliche più sostenibili nel medio periodo.

3.4 Sostenibilità della finanza pubblica nel medio termine e analisi di sensitività

L'obiettivo finale delle regole di bilancio è quello di assicurare la sostenibilità della finanza pubblica nel medio termine. Tali regole dovrebbero tener conto sia dell'effetto diretto sui saldi di finanza pubblica sia su quello indiretto che deriva dall'impatto sul quadro macroeconomico. Le regole dovrebbero quindi prevedere una modulazione degli interventi anche sulla base della necessità di attuare politiche di bilancio anticicliche. Tuttavia, l'elevato livello del debito dell'Italia condiziona significativamente lo spazio di manovra in funzione anticiclica della politica di bilancio, che risulta così relativamente limitato.

Quindi, è importante valutare la sostenibilità di medio termine del debito in rapporto al PIL. Inoltre, considerati i rilevanti fattori di rischio del quadro macroeconomico sottolineati in precedenza, occorre valutare la sensitività del debito rispetto alle principali ipotesi che ne determinano la dinamica.

In primo luogo, viene qui proposto un primo esercizio in cui il sentiero programmatico del rapporto debito/PIL del DEF 2016 viene esteso dopo il 2019 fino al 2025 in base a

[31] Cfr. https://www.rijksoverheid.nl/binaries/rijksoverheid/documenten/kamerstukken/2016/04/14/bijlage-7-presidency-paper-simplification-sgp/bijlage-7-presidency-paper-%E2%80%93-simplification-sgp.pdf.

una serie di ipotesi ad hoc (scenario *baseline*). Nello specifico, si assumono un saldo primario tale da assicurare un saldo complessivo intorno al pareggio, un aggiustamento stock-flussi nullo, la convergenza graduale della crescita reale a un valore dell'1 per cento, del tasso di inflazione al 2 per cento e del tasso di interesse a breve e a lungo termine, rispettivamente, al 3 e al 4,5 per cento. L'estrapolazione è condotta utilizzando una metodologia simile a quella dalla Commissione europea per l'analisi di sostenibilità del debito pubblico[32].

Con queste ipotesi, nello scenario *baseline* si osserverebbe la continuazione della riduzione del rapporto debito/PIL dopo il 2019; nel 2025 risulterebbe tuttavia ancora al di sopra del livello del 100 per cento (fig. 3.2).

Tale evoluzione viene posta a confronto con quelle che si ottengono con scenari alternativi utilizzando la previsione più favorevole e quella meno favorevole sul PIL nominale tra quelle formulate dal *panel* dei previsori UPB per il periodo 2016-19[33].

Viene ipotizzata un'elasticità di 0,539 per l'avanzo primario/PIL rispetto alla crescita del PIL reale. Inoltre, viene ipotizzato che una variazione della crescita dei prezzi si trasli parzialmente sui tassi di interesse. L'aggiustamento stock-flussi rimane invariato rispetto allo scenario programmatico del DEF. Dopo il 2019 si confermano le medesima ipotesi utilizzate nello scenario *baseline*.

Entrambi gli scenari vedono il rapporto debito/PIL scendere entro la fine dell'orizzonte di previsione del DEF e anche negli anni successivi. Tuttavia, nello scenario più sfavorevole il rapporto debito/PIL comincerebbe a diminuire solo dal 2018. Lo scenario programmatico del DEF 2016 si discosta leggermente dall'intervallo considerato nel 2016, in modo più pronunciato dal 2017. Al 2019, lo scenario del DEF risulterebbe con un rapporto debito/PIL inferiore di 1,5 punti percentuali rispetto allo scenario con le ipotesi più ottimistiche del *panel* e di 5,9 rispetto a quello con le ipotesi meno ottimistiche.

Per tener conto delle incertezze delle stime, lo scenario del DEF viene inoltre messo a confronto con intervalli ottenuti attraverso tecniche statistiche in linea con quelle utilizzate dalla Commissione europea e dal Fondo monetario internazionale. In particolare, vengono stimate 2.000 possibili traiettorie del rapporto debito/PIL prendendo come riferimento gli scenari alternativi sopra descritti. Ciò permette la costruzione di un ventaglio probabilistico intorno agli scenari ottenuti con le ipotesi dei previsori più e meno favorevoli[34] (fig. 3.3).

---

[32] Si veda anche Il "*Rapporto sulla politica di bilancio 2016*" dell'UPB.

[33] Nello specifico, nello scenario più favorevole viene considerato l'andamento del PIL nominale del previsore per il quale, attraverso l'esercizio di sensitività, viene ottenuto il rapporto debito/PIL meno elevato nel 2019. Nello scenario meno favorevole, viene considerato l'andamento del PIL nominale del previsore per il quale, attraverso l'esercizio di sensitività, viene ottenuto il rapporto debito/PIL più elevato nel 2019.

[34] Attraverso l'equazione che descrive la dinamica del debito, gli scenari alternativi del rapporto debito/PIL sono sottoposti a *shock* temporanei. Tali *shock* vengono applicati al tasso di crescita reale, alla crescita del deflatore del PIL, al tasso di interesse a breve e al tasso a lungo termine secondo un approccio simile a

Per quanto riguarda lo scenario UPB più favorevole, fino al 2019 lo scenario programmatico del DEF risulterebbe evolvere nella sezione inferiore della parte centrale dell'intervallo di probabilità (tra il 40esimo e il 50esimo percentile) suggerendo quindi una sostanziale similarità tra i due scenari.

Di converso, per quanto riguarda lo scenario UPB meno favorevole, lo scenario del DEF si attesta perlopiù in un intervallo relativamente meno probabile (tra il 20esimo e il 40emo percentile). Al 2019, il rapporto debito/PIL del DEF sarebbe assai prossimo al limite inferiore di tale intervallo, evidenziando così una probabilità relativamente bassa di effettiva realizzazione.

Questi esercizi di sensitività suggeriscono quindi che, anche con ipotesi macroeconomiche meno favorevoli, gli obiettivi di finanza pubblica del DEF dovrebbero comunque garantire la discesa del rapporto debito/PIL nel medio termine. Tuttavia, vi sono notevoli rischi che nel breve termine l'obiettivo di riduzione del rapporto non venga raggiunto. Inoltre, vi sarebbero elevate probabilità che, a parità di obiettivi strutturali di finanza pubblica, lo scenario di discesa del debito si discosti in misura significativa da quelli del DEF nel caso si realizzino scenari meno favorevoli, ma comunque realistici, del quadro macroeconomico. Infatti l'analisi stocastica conferma elevati rischi al rialzo dove potenziali deterioramenti della situazione economica rispetto al quadro del DEF renderebbero il ritmo di riduzione programmatico del debito assai difficile da conseguire.

quanto proposto dalla Commissione europea in K. Berti (2013), "*Stochastic public debtprojectionsusing the historicalvariance-covariancematrixapproach for EU countries*", EuropeanCommission, EconomicPapers 480, April.

Tab. 1.1 – Crescita del prodotto mondiale secondo le più recenti previsioni
(tassi di variazione percentuale)

	2015	2016	2017
OCSE (febbraio)	3,0	3,0 (-0,3 rispetto a previsione di novembre)	3,3 (-0,3 rispetto a previsione di novembre)
FMI (aprile)	3,1	3,2 (-0,2 rispetto a previsione di gennaio)	3,5 (-0,1 rispetto a previsione di gennaio)
DEF (aprile)	3,2	3,1 (-0,7 rispetto a stime di settembre)	3,5 (-0,5 rispetto a stime di settembre)

Fonti: OCSE (2016), *Interim Economic Outlook*, 18 febbraio; FMI (2016), *World Economic Outlook*, 12 aprile, MEF (2016), *Documento di economia e finanza*, aprile.

Tab. 1.2 – Effetti dell'adozione dell'ipotesi di tassi di cambio a termine(1)

	2016	2017	2018	2019
PIL reale	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1
Deflatore PIL	0	-0,2	-0,5	-0,8
PIL nominale	-0,2	-0,6	-0,7	-0,9

(1) Tasso di cambio dollaro/euro pari a 1,124 nel 2016 (+2,5 per cento rispetto al livello assunto nel quadro DEF), 1,145 nel 2017 (+4,5 per cento), 1,165 nel 2018 (+6,5 per cento), 1,187 nel 2019 (+8,5 per cento).

Tab. 2.1a – Conto economico consolidato delle Amministrazioni: previsioni tendenziali a confronto
(milioni di euro)

	Nota tecnico illustrativa					DEF 2016					
	2014 (10/2015)	2015	2016	2017	2018	2014 (04/2016)	2015 (04/2016)	2016	2017	2018	2019
Redditi da lavoro dipendente	163.814	164.868	166.453	165.822	165.561	163.622	161.746	163.942	162.692	162.321	162.656
Consumi intermedi	134.153	129.905	130.381	131.437	131.618	132.348	133.025	131.730	132.989	132.997	136.733
Prestazioni sociali in denaro	328.304	335.500	342.779	349.846	358.448	326.863	332.985	339.960	345.280	353.780	361.960
Pensioni	*256.902*	*258.950*	*261.954*	*267.866*	*275.137*	*256.645*	*258.804*	*261.650*	*264.920*	*272.230*	*279.370*
Altre prestazioni sociali	*71.402*	*76.550*	*80.826*	*81.980*	*83.311*	*70.218*	*74.181*	*78.310*	*80.360*	*81.550*	*82.590*
Altre uscite correnti	66.922	66.916	66.763	63.426	62.826	68.071	63.488	65.795	63.588	63.228	63.987
TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE	**693.193**	**697.189**	**706.376**	**710.531**	**718.453**	**690.904**	**691.244**	**701.427**	**704.549**	**712.326**	**725.336**
Interessi passivi	75.043	70.031	71.364	71.186	71.918	74.340	68.440	66.911	65.186	64.075	64.002
TOTALE USCITE CORRENTI	**768.236**	**767.219**	**777.740**	**781.717**	**790.371**	**765.244**	**759.684**	**768.338**	**769.735**	**776.401**	**789.338**
Investimenti fissi lordi	35.678	37.473	38.339	38.793	38.508	36.871	37.256	38.014	38.633	39.780	40.622
Contributi agli investimenti	12.936	15.114	14.390	11.946	12.532	13.170	15.684	14.458	14.226	14.668	14.334
Altre uscite in conto capitale	9.776	11.712	9.594	6.887	6.672	10.249	13.805	7.903	7.468	6.926	4.618
TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE	**58.390**	**64.299**	**62.323**	**57.626**	**57.712**	**60.290**	**66.745**	**60.375**	**60.327**	**61.374**	**59.574**
TOTALE USCITE PRIMARIE	**751.583**	**761.487**	**768.699**	**768.157**	**776.165**	**751.194**	**757.989**	**761.802**	**764.876**	**773.700**	**784.910**
TOTALE USCITE COMPLESSIVE	**826.626**	**831.517**	**840.063**	**839.343**	**848.083**	**825.534**	**826.429**	**828.713**	**830.062**	**837.775**	**848.912**
Totale entrate tributarie	486.567	496.553	503.969	522.098	536.470	487.719	492.754	495.196	510.241	525.259	537.714
Imposte dirette	*237.567*	*248.986*	*254.285*	*252.985*	*256.963*	*237.931*	*242.356*	*245.699*	*244.778*	*248.480*	*254.221*
Imposte indirette	247.419	*245.588*	*246.616*	*268.157*	*278.543*	*248.207*	*249.324*	*245.333*	*264.691*	*275.999*	*282.704*
Imposte in c/capitale	1.581	*1.979*	*3.068*	*956*	*964*	*1.581*	*1.074*	*4.164*	*772*	*780*	*789*
Contributi sociali	216.404	217.901	220.724	224.482	232.873	214.340	218.535	219.456	222.319	231.726	241.703
Contributi sociali effettivi	*212.383*	*213.793*	*216.554*	*220.248*	*228.578*	*210.392*	*214.660*	*215.501*	*218.315*	*227.659*	*237.565*
Contributi sociali figurativi	*4.021*	*4.108*	*4.170*	*4.234*	*4.295*	*3.948*	*3.875*	*3.955*	*4.004*	*4.067*	*4.138*
Altre entrate correnti	69.173	69.063	69.224	69.776	71.168	69.020	68.471	69.832	68.772	70.195	71.582
TOTALE ENTRATE CORRENTI	**770.563**	**781.538**	**790.850**	**815.401**	**839.547**	**769.498**	**778.686**	**780.320**	**800.560**	**826.400**	**850.210**
ALTRE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	**5.444**	**5.181**	**5.460**	**4.459**	**4.375**	**5.519**	**4.281**	**4.947**	**4.145**	**4.761**	**4.782**
TOTALE ENTRATE	**777.588**	**788.698**	**799.378**	**820.816**	**844.886**	**776.598**	**784.041**	**789.431**	**805.477**	**831.941**	**855.781**
Pressione fiscale	*43,6*	*43,7*	*43,2*	*43,0*	*42,9*	*43,6*	*43,5*	*42,8*	*42,7*	*42,9*	*42,9*
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO PRIMARIO	**26.005**	**27.211**	**30.679**	**52.659**	**68.722**	**25.404**	**26.052**	**27.629**	**40.601**	**58.241**	**70.871**
in % del PIL	1,6	1,7	1,8	3,0	3,8	1,6	1,6	1,7	2,4	3,3	3,9
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO	**-49.038**	**-42.819**	**-40.685**	**-18.527**	**-3.196**	**-48.936**	**-42.388**	**-39.282**	**-24.585**	**-5.834**	**6.869**
in % del PIL	-3,0	-2,6	-2,4	-1,1	-0,2	-3,0	-2,6	-2,3	-1,4	-0,3	0,4
PIL nominale	*1.613.859*	*1.635.384*	*1.678.566*	*1.734.508*	*1.792.769*	*1.611.884*	*1.636.372*	*1.671.584*	*1.715.832*	*1.764.755*	*1.818.439*

Fonte: elaborazioni su *Nota tecnico-illustrativa* alla legge di stabilità per il 2016, Tabella 3.2-5; *Documento di economia e finanza 2016*, Tabella II.2-1

upB ufficio parlamentare di bilancio

Tab. 2.1b – Conto economico consolidato delle Amministrazioni: previsioni tendenziali a confronto
(in percentuale del PIL)

	Nota tecnico illustrativa					DEF 2016					
	2014 (10/2015)	2015	2016	2017	2018	2014 (04/2016)	2015 (04/2016)	2016	2017	2018	2019
Redditi da lavoro dipendente	10,2	10,1	9,9	9,6	9,2	10,2	9,9	9,8	9,5	9,2	8,9
Consumi intermedi	8,3	7,9	7,8	7,6	7,3	8,2	8,1	7,9	7,8	7,5	7,5
Prestazioni sociali in denaro	20,3	20,5	20,4	20,2	20,0	20,3	20,3	20,3	20,1	20,0	19,9
Pensioni	*15,9*	*15,8*	*15,6*	*15,4*	*15,3*	*15,9*	*15,8*	*15,7*	*15,4*	*15,4*	*15,4*
Altre prestazioni sociali	*4,4*	*4,7*	*4,8*	*4,7*	*4,6*	*4,4*	*4,5*	*4,7*	*4,7*	*4,6*	*4,5*
Altre uscite correnti	4,1	4,1	4,0	3,7	3,5	4,2	3,9	3,9	3,7	3,6	3,5
TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE	**43,0**	**42,6**	**42,1**	**41,0**	**40,1**	**42,9**	**42,2**	**42,0**	**41,1**	**40,4**	**39,9**
Interessi passivi	4,6	4,3	4,3	4,1	4,0	4,6	4,2	4,0	3,8	3,6	3,5
TOTALE USCITE CORRENTI	**47,6**	**46,9**	**46,3**	**45,1**	**44,1**	**47,5**	**46,4**	**46,0**	**44,9**	**44,0**	**43,4**
Investimenti fissi lordi	2,2	2,3	2,3	2,2	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2
Contributi agli investimenti	0,8	0,9	0,9	0,7	0,7	0,8	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
Altre uscite in conto capitale	0,6	0,7	0,6	0,4	0,4	0,6	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3
TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE	**3,6**	**3,9**	**3,7**	**3,3**	**3,2**	**3,7**	**4,1**	**3,6**	**3,5**	**3,5**	**3,3**
TOTALE USCITE PRIMARIE	**46,6**	**46,6**	**45,8**	**44,3**	**43,3**	**46,6**	**46,3**	**45,6**	**44,6**	**43,8**	**43,2**
TOTALE USCITE COMPLESSIVE	**51,2**	**50,8**	**50,0**	**48,4**	**47,3**	**51,2**	**50,5**	**49,6**	**48,4**	**47,5**	**46,7**
Totale entrate tributarie	30,1	30,4	30,0	30,1	29,9	30,3	30,1	29,6	29,7	29,8	29,6
Imposte dirette	*14,7*	*15,2*	*15,1*	*14,6*	*14,3*	*14,8*	*14,8*	*14,7*	*14,3*	*14,1*	*14,0*
Imposte indirette	*15,3*	*15,0*	*14,7*	*15,5*	*15,5*	*15,4*	*15,2*	*14,7*	*15,4*	*15,6*	*15,5*
Imposte in c/capitale	*0,1*	*0,1*	*0,2*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,2*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Contributi sociali	13,4	13,3	13,1	12,9	13,0	13,3	13,4	13,1	13,0	13,1	13,3
Contributi sociali effettivi	*13,2*	*13,1*	*12,9*	*12,7*	*12,7*	*13,1*	*13,1*	*12,9*	*12,7*	*12,9*	*13,1*
Contributi sociali figurativi	*0,2*	*0,3*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*
Altre entrate correnti	4,3	4,2	4,1	4,0	4,0	4,3	4,2	4,2	4,0	4,0	3,9
TOTALE ENTRATE CORRENTI	**47,7**	**47,8**	**47,1**	**47,0**	**46,8**	**47,7**	**47,6**	**46,7**	**46,7**	**46,8**	**46,8**
ALTRE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,2**	**0,3**	**0,3**
TOTALE ENTRATE	**48,2**	**48,2**	**47,6**	**47,3**	**47,1**	**48,2**	**47,9**	**47,2**	**46,9**	**47,1**	**47,1**
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO PRIMARIO	**1,6**	**1,7**	**1,8**	**3,0**	**3,8**	**1,6**	**1,6**	**1,7**	**2,4**	**3,3**	**3,9**
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO	**-3,0**	**-2,6**	**-2,4**	**-1,1**	**-0,2**	**-3,0**	**-2,6**	**-2,3**	**-1,4**	**-0,3**	**0,4**
PIL nominale	*1.613.859*	*1.635.384*	*1.678.566*	*1.734.508*	*1.792.769*	*1.611.884*	*1.636.372*	*1.671.584*	*1.715.832*	*1.764.755*	*1.818.439*

Fonte: elaborazioni su *Nota tecnico-illustrativa* alla legge di stabilità per il 2016, Tabella 3.2-5; *Documento di economia e finanza 2016*, Tabella II.2-1

upb ufficio parlamentare di bilancio

Tab. 2.1c – Conto economico consolidato delle Amministrazioni: previsioni tendenziali a confronto
(tassi di crescita)

	Nota tecnico illustrativa				DEF 2016				
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2019
Redditi da lavoro dipendente	0,6	1,0	-0,4	-0,2	-1,1	1,4	-0,8	-0,2	0,2
Consumi intermedi	-3,2	0,4	0,8	0,1	0,5	-1,0	1,0	0,0	2,8
Prestazioni sociali in denaro	2,2	2,2	2,1	2,5	1,9	2,1	1,6	2,5	2,3
Pensioni	*0,8*	*1,2*	*2,3*	*2,7*	*0,8*	*1,1*	*1,2*	*2,8*	*2,6*
Altre prestazioni sociali	*7,2*	*5,6*	*1,4*	*1,6*	*5,6*	*5,6*	*2,6*	*1,5*	*1,3*
Altre uscite correnti	0,0	-0,2	-5,0	-0,9	-6,7	3,6	-3,4	-0,6	1,2
TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE	**0,6**	**1,3**	**0,6**	**1,1**	**0,0**	**1,5**	**0,4**	**1,1**	**1,8**
Interessi passivi	-6,7	1,9	-0,2	1,0	-7,9	-2,2	-2,6	-1,7	-0,1
TOTALE USCITE CORRENTI	**-0,1**	**1,4**	**0,5**	**1,1**	**-0,7**	**1,1**	**0,2**	**0,9**	**1,7**
Investimenti fissi lordi	5,0	2,3	1,2	-0,7	1,0	2,0	1,6	3,0	2,1
Contributi agli investimenti	16,8	-4,8	-17,0	4,9	19,1	-7,8	-1,6	3,1	-2,3
Altre uscite in conto capitale	19,8	-18,1	-28,2	-3,1	34,7	-42,8	-5,5	-7,3	-33,3
TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE	**10,1**	**-3,1**	**-7,5**	**0,1**	**10,7**	**-9,5**	**-0,1**	**1,7**	**-2,9**
TOTALE USCITE PRIMARIE	**1,3**	**0,9**	**-0,1**	**1,0**	**0,9**	**0,5**	**0,4**	**1,2**	**1,4**
TOTALE USCITE COMPLESSIVE	**0,6**	**1,0**	**-0,1**	**1,0**	**0,1**	**0,3**	**0,2**	**0,9**	**1,3**
Totale entrate tributarie	2,1	1,5	3,6	2,8	1,0	0,5	3,0	2,9	2,4
Imposte dirette	*4,8*	*2,1*	*-0,5*	*1,6*	*1,9*	*1,4*	*-0,4*	*1,5*	*2,3*
Imposte indirette	*-0,7*	*0,4*	*8,7*	*3,9*	*0,5*	*-1,6*	*7,9*	*4,3*	*2,4*
Imposte in c/capitale	*25,2*	*55,0*	*-68,8*	*0,8*	*-32,1*	*287,7*	*-81,5*	*1,0*	*1,2*
Contributi sociali	0,7	1,3	1,7	3,7	2,0	0,4	1,3	4,2	4,3
Contributi sociali effettivi	*0,7*	*1,3*	*1,7*	*3,8*	*2,0*	*0,4*	*1,3*	*4,3*	*4,4*
Contributi sociali figurativi	*2,2*	*1,5*	*1,5*	*1,4*	*-1,8*	*2,1*	*1,2*	*1,6*	*1,7*
Altre entrate correnti	-0,2	0,2	0,8	2,0	-0,8	2,0	-1,5	2,1	2,0
TOTALE ENTRATE CORRENTI	**1,4**	**1,2**	**3,1**	**3,0**	**1,2**	**0,2**	**2,6**	**3,2**	**2,9**
ALTRE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	**-4,8**	**5,4**	**-18,3**	**-1,9**	**-22,4**	**15,6**	**-16,2**	**14,9**	**0,4**
TOTALE ENTRATE	**1,4**	**1,4**	**2,7**	**2,9**	**1,0**	**0,7**	**2,0**	**3,3**	**2,9**

Fonte: elaborazioni su *Nota tecnico-illustrativa* alla legge di stabilità per il 2016, Tabella 3.2-5; *Documento di economia e finanza 2016*, Tabella II.2-1

upb ufficio parlamentare di bilancio

Tab. 2.2 – Conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche
(milioni di euro)

	Consuntivo 2014				Differenza tra i consuntivi 2014		Consuntivo 2015 apr. 2016		Confronto 2015-2014	
	ott. 2015	% del PIL	apr. 2016	% del PIL	val. ass.	% del PIL	val. ass.	% del PIL	var. %	var. in % del PIL
	(1)	(2)	(3)	(4)	(3) - (1)	(4) - (2)	(5)	(6)	(7)	(8)
Redditi da lavoro dipendente	163.814	10,2	163.622	10,2	-192	0,0	161.746	9,9	-1,1	-0,3
Acquisto beni e servizi prodotti da produttori *market*	43.740	2,7	43.784	2,7	44	0,0	44.194	2,7	0,9	0,0
Consumi intermedi	90.413	5,6	88.564	5,5	-1.849	-0,1	88.831	5,4	0,3	-0,1
Prestazioni sociali in denaro	328.304	20,3	326.863	20,3	-1.441	-0,1	332.985	20,3	1,9	0,1
Altre uscite correnti	66.922	4,1	68.071	4,2	1.149	0,1	63.488	3,9	-6,7	-0,3
TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE	**693.193**	**43,0**	**690.904**	**42,9**	**-2.289**	**-0,1**	**691.244**	**42,2**	**0,0**	**-0,6**
Interessi passivi	75.043	4,6	74.340	4,6	-703	0,0	68.440	4,2	-7,9	-0,4
TOTALE USCITE CORRENTI	**768.236**	**47,6**	**765.244**	**47,5**	**-2.992**	**-0,1**	**759.684**	**46,4**	**-0,7**	**-1,1**
Investimenti fissi lordi	35.666	2,2	36.871	2,3	1.205	0,1	37.256	2,3	1,0	0,0
Altre spese in conto capitale	22.724	1,4	23.419	1,5	695	0,0	29.489	1,8	25,9	0,3
TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE	**58.390**	**3,6**	**60.290**	**3,7**	**1.900**	**0,1**	**66.745**	**4,1**	**10,7**	**0,3**
TOTALE USCITE PRIMARIE	**751.583**	**46,6**	**751.194**	**46,6**	**-389**	**0,0**	**757.989**	**46,3**	**0,9**	**-0,3**
TOTALE USCITE COMPLESSIVE	**826.626**	**51,2**	**825.534**	**51,2**	**-1.092**	**0,0**	**826.429**	**50,5**	**0,1**	**-0,7**
										0,0
Imposte dirette	237.567	14,7	237.931	14,8	364	0,0	242.356	14,8	1,9	0,0
Imposte indirette	247.419	15,3	248.207	15,4	788	0,1	249.324	15,2	0,5	-0,2
Contributi sociali	216.404	13,4	214.340	13,3	-2.064	-0,1	218.535	13,4	2,0	0,1
Contributi sociali effettivi	*212.383*	*13,2*	*210.392*	*13,1*	*-1.991*	*-0,1*	*214.660*	*13,1*	*2,0*	*0,1*
Contributi sociali figurativi	*4.021*	*0,2*	*3.948*	*0,2*	*-73*	*0,0*	*3.875*	*0,2*	*-1,8*	*0,0*
Altre entrate correnti	69.173	4,3	69.020	4,3	-153	0,0	68.471	4,2	-0,8	-0,1
TOTALE ENTRATE CORRENTI	**770.563**	**47,7**	**769.498**	**47,7**	**-1.065**	**0,0**	**778.686**	**47,6**	**1,2**	**-0,2**
Imposte in conto capitale	1.581	0,1	1.581	0,1	0	0,0	1.074	0,1	-32,1	0,0
Altre entrate in conto capitale	5.444	0,3	5.519	0,3	75	0,0	4.281	0,3	-22,4	-0,1
TOTALE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	**7.025**	**0,4**	**7.100**	**0,4**	**75**	**0,0**	**5.355**	**0,3**	**-24,6**	**-0,1**
TOTALE ENTRATE	**777.588**	**48,2**	**776.598**	**48,2**	**-990**	**0,0**	**784.041**	**47,9**	**1,0**	**-0,3**
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO PRIMARIO	**26.005**	**1,6**	**25.404**	**1,6**	**-601**	**0,0**	**26.052**	**1,6**		**0,0**
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO	**-49.038**	**-3,0**	**-48.936**	**-3,0**	**102**	**0,0**	**-42.388**	**-2,6**		**0,4**
PIL nominale	*1.613.859*		*1.611.884*		*-1.975*		*1.636.372*			

Fonte: Istat, *Conti e aggregati economici delle AP*, ottobre 2015 e *Conto economico trimestrale delle AP*, aprile 2016.

upB ufficio parlamentare di bilancio

Tab. 2.3 – Obiettivi e interventi correttivi indicati nel DEF (1)
(in percentuale del PIL)

	2015	2016	2017	2018	2019
Indebitamento netto tendenziale (a)	**-2,6**	**-2,3**	**-1,4**	**-0,3**	**0,4**
Variazione (+ = miglioramento)		0,3	0,9	1,1	0,7
di cui: *Entrate*		*-0,7*	*-0,3*	*0,2*	*0,0*
Interessi		*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,1*
Spese primarie		*0,8*	*1,0*	*0,7*	*0,7*
Indebitamento netto tendenziale strutturale	-0,6	-1,3	-0,8	-0,1	0,1
Variazione (+ = miglioramento)	0,2	-0,7	0,5	0,7	0,2
Indebitamento netto programmatico (b)	**-2,6**	**-2,3**	**-1,8**	**-0,9**	**0,1**
Variazione (+ = miglioramento)		0,3	0,5	0,9	1,0
Indebitamento netto programmatico strutturale	**-0,6**	**-1,2**	**-1,1**	**-0,8**	**-0,2**
Variazione (+ = miglioramento)	0,2	-0,7	0,1	0,3	0,6
Interventi (c = b - a) (2)		**0,0**	**-0,4**	**-0,6**	**-0,3**
Disattivazione clausole di salvaguardia LS2014 e LS2015			*-0,9*	*-1,1*	*-1,1*
Interventi correttivi netti			*0,5*	*0,5*	*0,8*
Per memoria:					
Clausole di salvaguardia LS2016 (3)			15.133	19.571	19.571

Fonte: elaborazioni su DEF 2016.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti delle cifre decimali. – (2) Un segno negativo significa che il saldo programmatico è peggiore di quello tendenziale e quindi gli interventi hanno natura espansiva. – (3) Le clausole di salvaguardia contenute nella legge di stabilità per il 2016 riguardano aumenti di aliquote dell'IVA dal 10 al 13 per cento (6.957 miliardi) e dal 22 al 24 per cento (8.176 miliardi che sommati ai precedenti comportano l'incremento di 15.133 indicato nella tabella) nel 2017 e dal 24 al 25 per cento (4.088 miliardi che sommati ai precedenti 15.133 portano l'incremento a 19.221 miliardi) nel 2018; a questi importi si aggiungono aumenti delle accise per 0,35 miliardi dal 2018 (che sommati ai 19.221 precedenti determinano l'incremento, a regime, di 19.571 miliardi riportato nella tabella, che permane quindi anche per il 2019).

Tab. 2.4 – Componenti del saldo di bilancio programmatico (1)
(in percentuale del PIL. Segno + = miglioramento del saldo)

	2015	2016	2017	2018	2019
Avanzo primario strutturale (a)	**3,6**	**2,8**	**2,7**	**2,8**	**3,3**
Variazione (a')	*-0,2*	*-0,8*	*-0,1*	*0,1*	*0,5*
Interessi (b)	**-4,2**	**-4,0**	**-3,8**	**-3,6**	**-3,5**
Variazione (b')	*0,4*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,1*
Saldo di bilancio strutturale (c=a+b)	**-0,6**	**-1,2**	**-1,1**	**-0,8**	**-0,2**
Variazione (c'=a'+b')	*0,2*	*-0,7*	*0,1*	*0,3*	*0,6*
Componente ciclica del saldo di bilancio (d)	**-1,9**	**-1,2**	**-0,6**	**-0,1**	**0,4**
Variazione (d')	*0,5*	*0,7*	*0,6*	*0,5*	*0,5*
Misure *una tantum* (e)	**-0,1**	**0,1**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Variazione (e')	*-0,3*	*0,2*	*-0,1*	*0,0*	*0,0*
Saldo complessivo (f=c+d+e)	**-2,6**	**-2,3**	**-1,8**	**-0,9**	**0,1**
Variazione (f'=c'+d'+e')	*0,4*	*0,3*	*0,5*	*0,9*	*1,0*

Fonte: elaborazioni su DEF 2016.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti delle cifre decimali.

Tab. 2.5 – Determinanti della variazione del rapporto tra il debito e il PIL (1)
(in percentuale del PIL e tassi di variazione)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rapporto debito/PIL	132,5	132,7	132,4	130,9	128,0	123,8
Variazione rapporto debito/PIL	**3,5**	**0,2**	**-0,3**	**-1,5**	**-2,9**	**-4,2**
Avanzo primario (competenza economica)	**-1,6**	**-1,6**	**-1,7**	**-2,0**	**-2,7**	**-3,6**
Effetto *snow-ball* (2), di cui:	**4,0**	**2,2**	**1,2**	**0,6**	**-0,2**	**-0,5**
onere medio del debito (competenza economica)	*3,6*	*3,2*	*3,1*	*2,9*	*2,8*	*2,8*
tasso di crescita del PIL nominale	*0,5*	*1,5*	*2,2*	*2,5*	*3,1*	*3,2*
Aggiustamento *stock*-flussi	**1,1**	**-0,4**	**0,2**	**-0,1**	**0,0**	**-0,1**
Differenza cassa-competenza	*0,9*	*0,2*	*0,4*	*0,1*	*0,1*	*-0,1*
Accumulazione netta di attività finanziare (3) *di cui:*	*0,2*	*-0,1*	*-0,2*	*-0,2*	*-0,1*	*-0,1*
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 (4)	*0,4*	*-0,4*	*-0,1*	*-0,3*	*-0,2*	*-0,2*

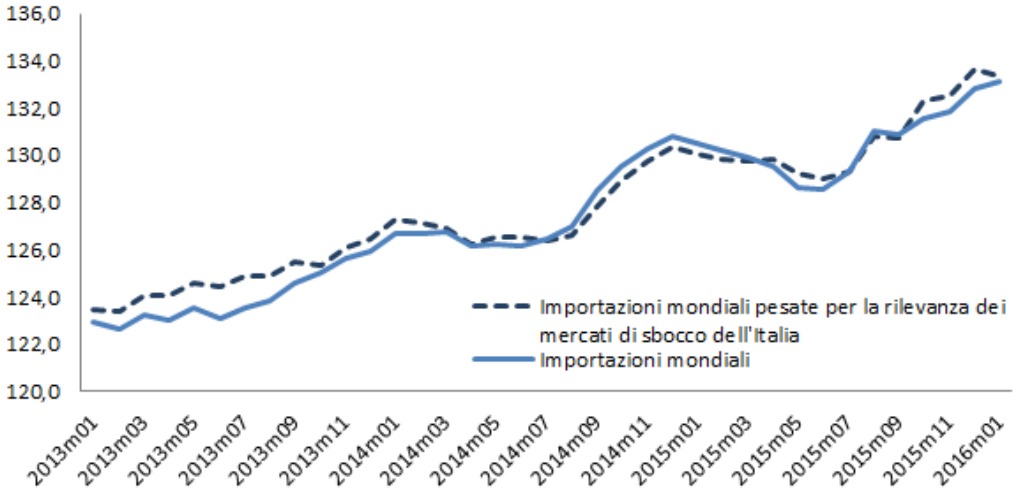
Fonte: DEF 2016.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) L'effetto *snow-ball* è calcolato moltiplicando il rapporto tra il debito e il PIL dell'anno precedente per il fattore *(r -g)/(1 + g)*, dove *r* è l'onere medio del debito e *g* il tasso di crescita nominale del PIL. – (3) Include gli effetti dei contributi per il *Greek Loan Facility* e il programma ESM. – (4) Comprende variazioni delle disponibilità liquide del MEF, contributi a sostegno dell'area dell'euro previsti nell'ambito dell'EFSF, riclassificazioni Eurostat, discrepanze statistiche.

Tab. 2.6 – Effetti sul debito generati dai derivati nel periodo 2011-14
(milioni di euro)

	2011	2012	2013	2014
a) Flussi di cassa registrati nell'acquisizione netta di attività finanziarie	2.193	3.876	2.714	3.629
b) Altri effetti di aggiustamento del debito: passività nette (-) in strumenti finanziari derivati	221	1.689	800	1.829
Totale effetti negativi sul debito	**2.414**	**5.565**	**3.514**	**5.458**

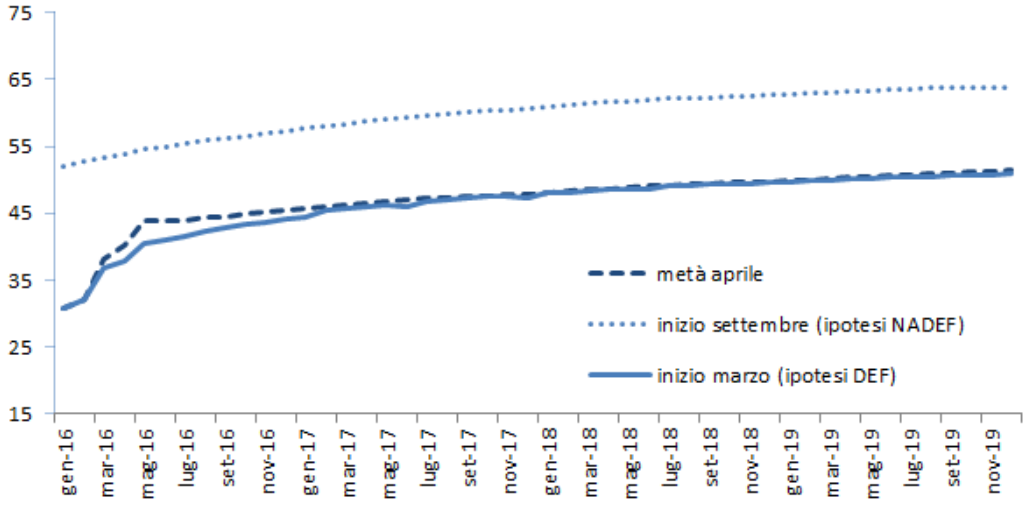
Fonte: Istat (2015) "*Notifica dell'indebitamento netto e del debito*" – 21 aprile 2015

Fig. 1.1 – Importazioni mondiali e dei mercati rilevanti per l'Italia
(2010=100, medie mobili trimestrali)



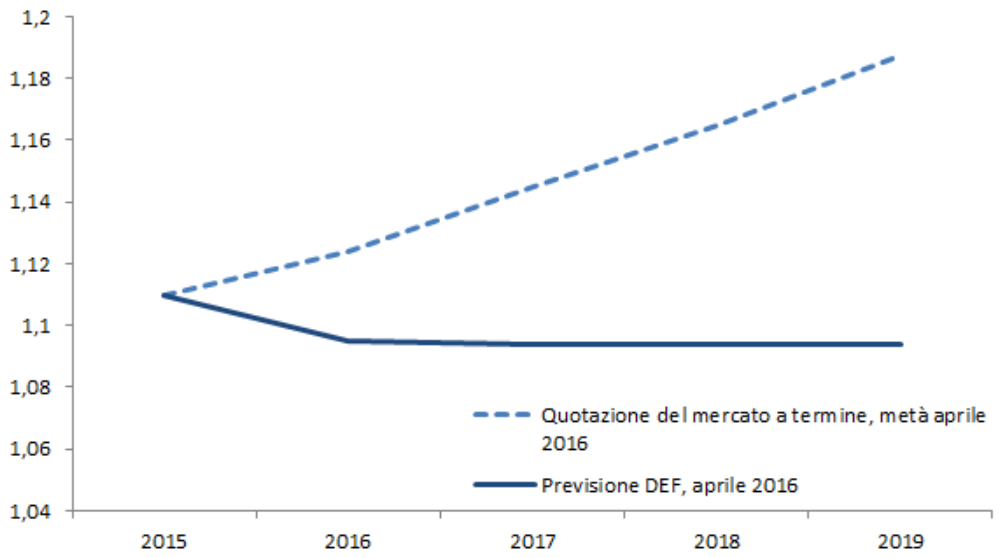
Fonte: elaborazioni su dati Central Plan Bureau.

Fig. 1.2 – Quotazione del Brent nei contratti *future*
(dollari per barile)



Fonte: elaborazioni su dati Barchart.

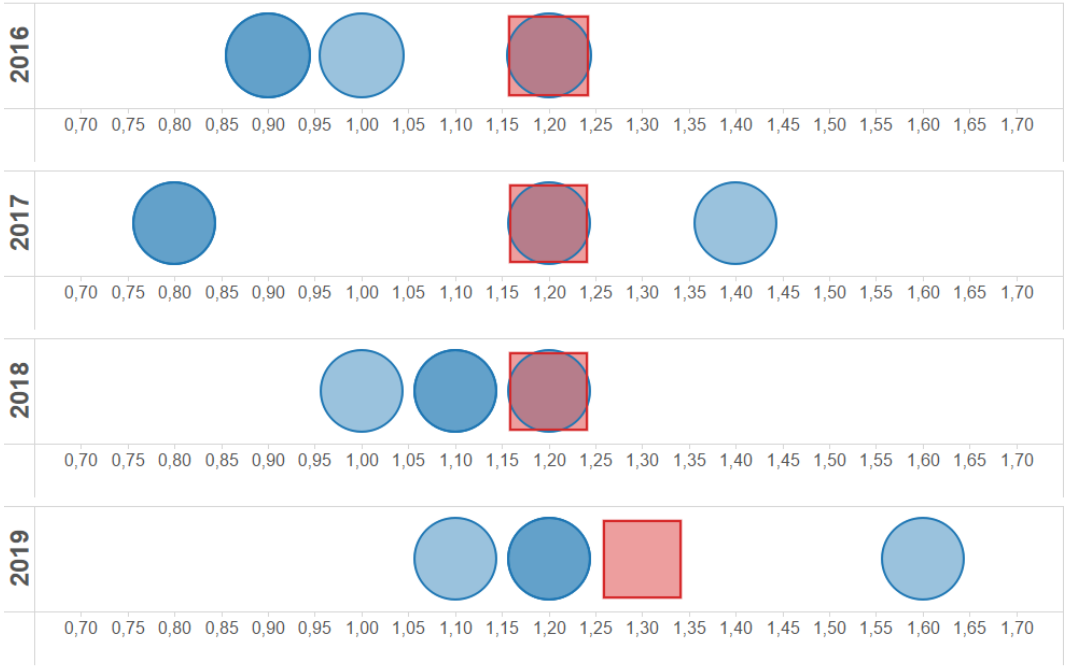
Fig. 1.3 **–** Tasso di cambio dollaro/euro (dollari per euro)



Fonte: elaborazioni su dati Barchart e MEF.

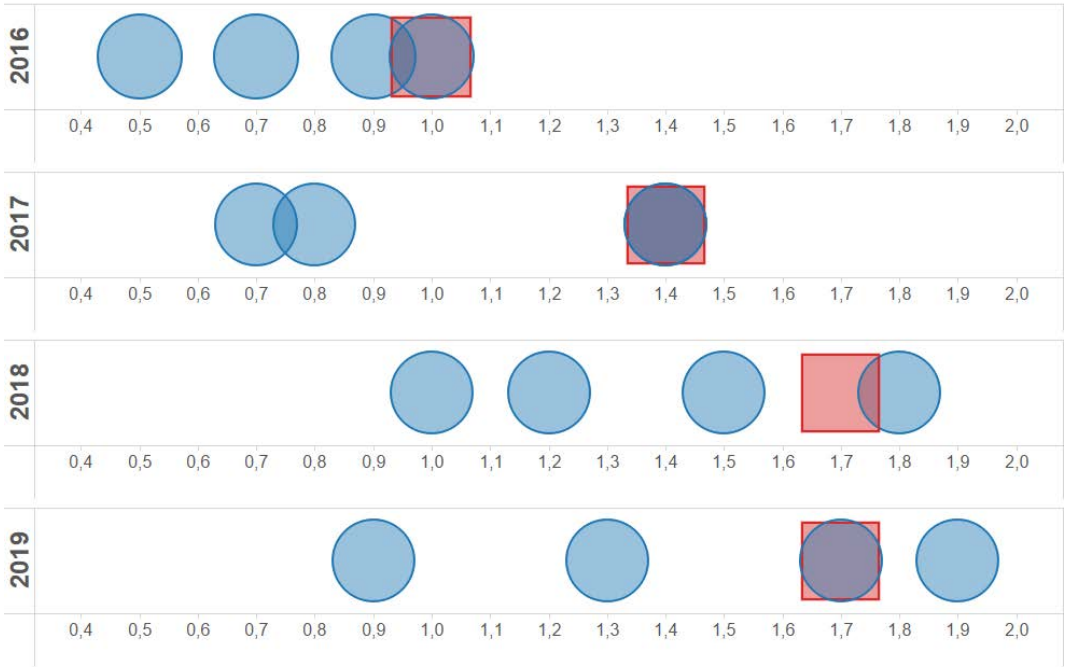
Fig. 1.4 – Confronto degli scenari di previsione tendenziale del Governo e del *panel* UPB

PRODOTTO INTERNO LORDO (tendenziale)

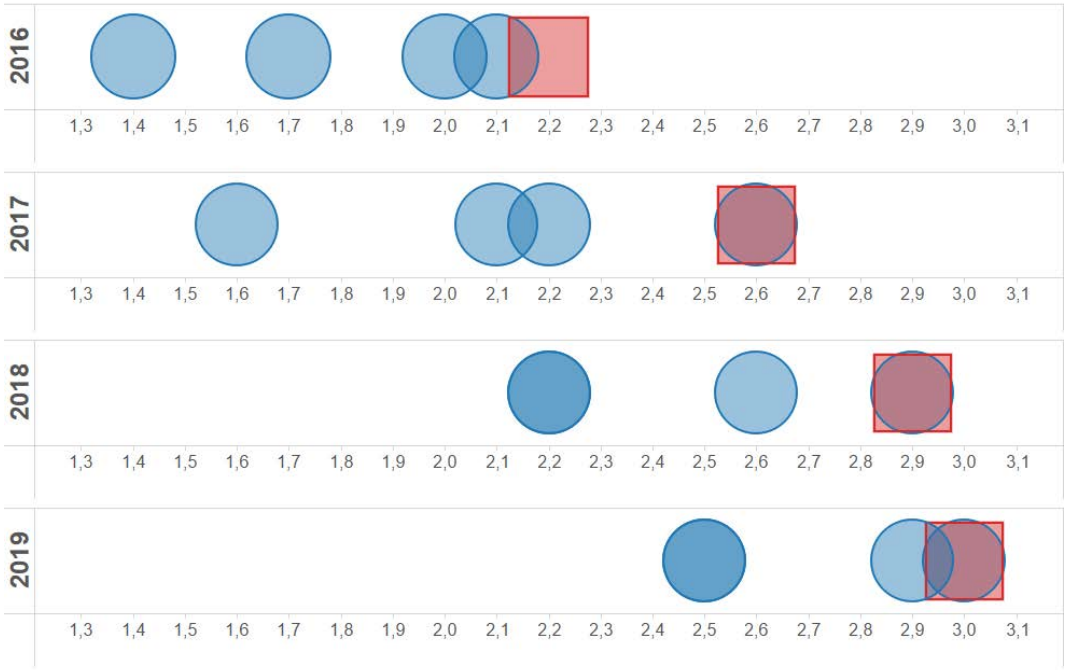


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

DEFLATORE PIL (tendenziale)



PIL NOMINALE (tendenziale)



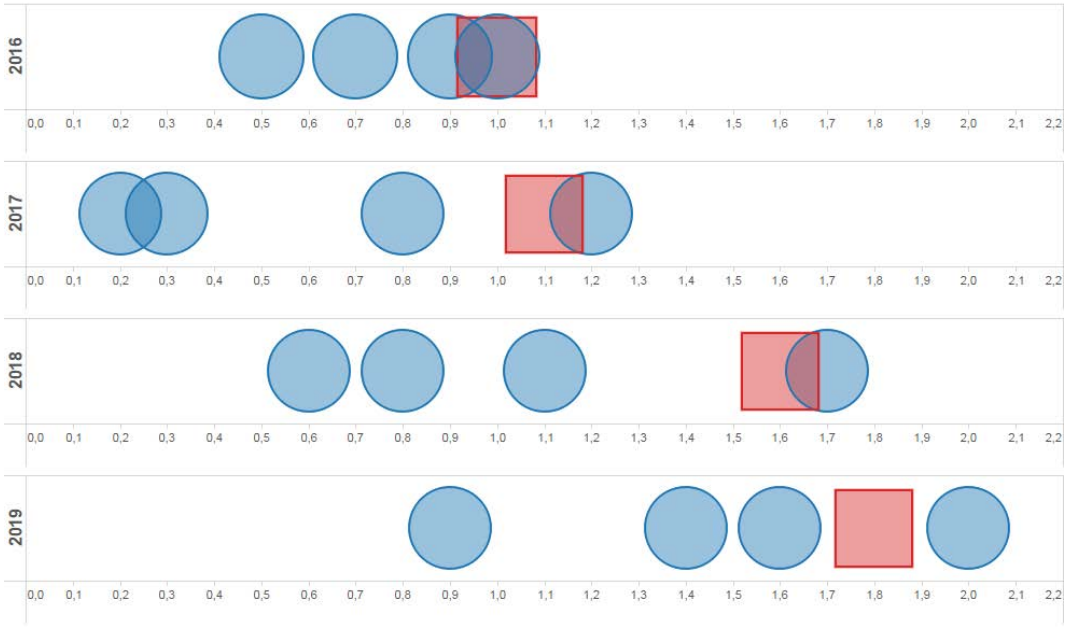
CONSUMI FAMIGLIE (tendenziale)

upB ufficio parlamentare di bilancio

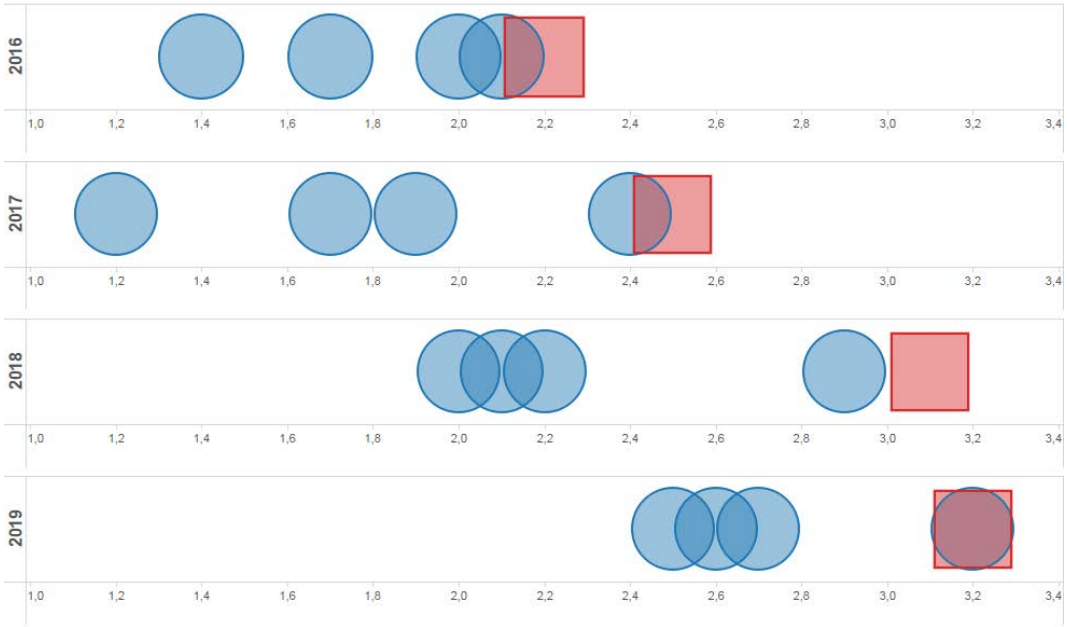
Fig. 1.4 – *(segue)* Confronto degli scenari di previsione programmatica del Governo e del *panel* UPB

PRODOTTO INTERNO LORDO (programmatico)

DEFLATORE PIL (programmatico)



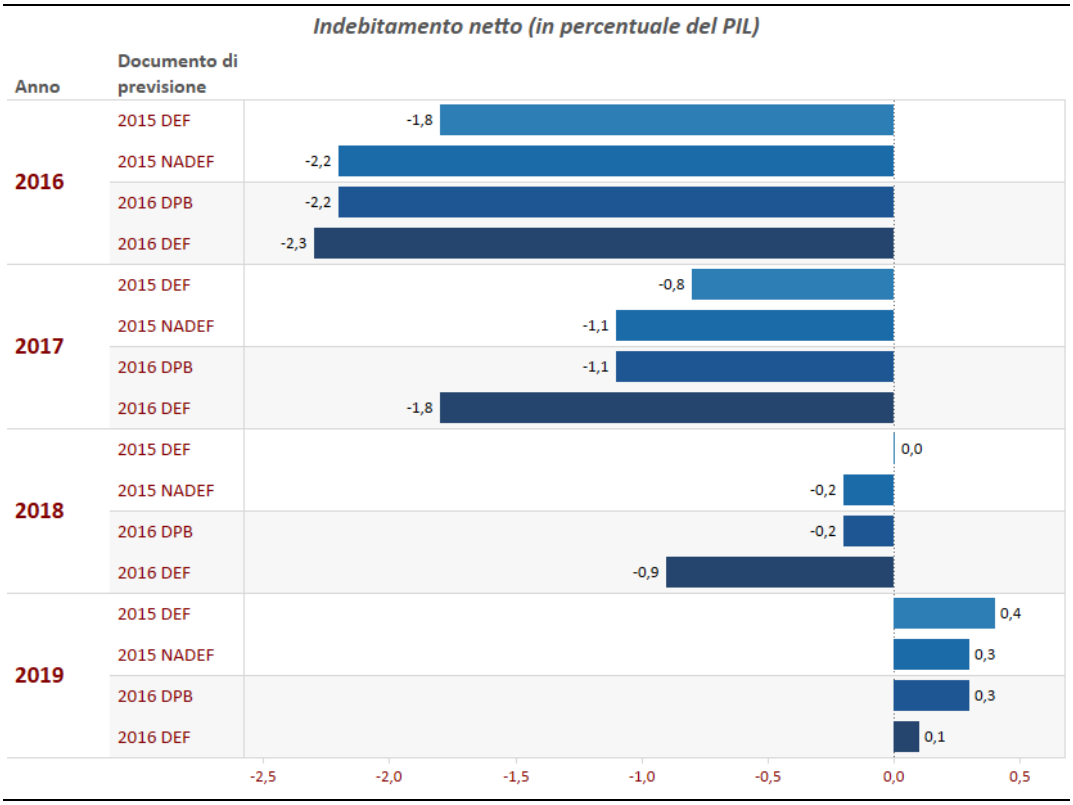
PIL NOMINALE (programmatico)

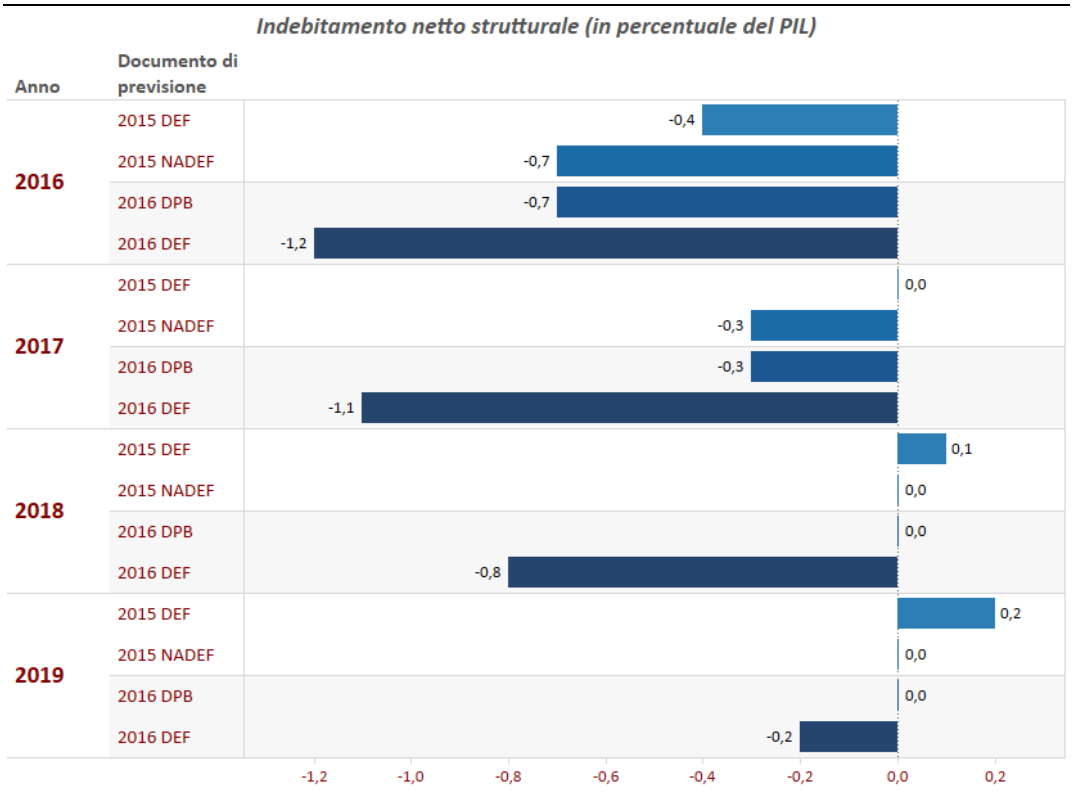


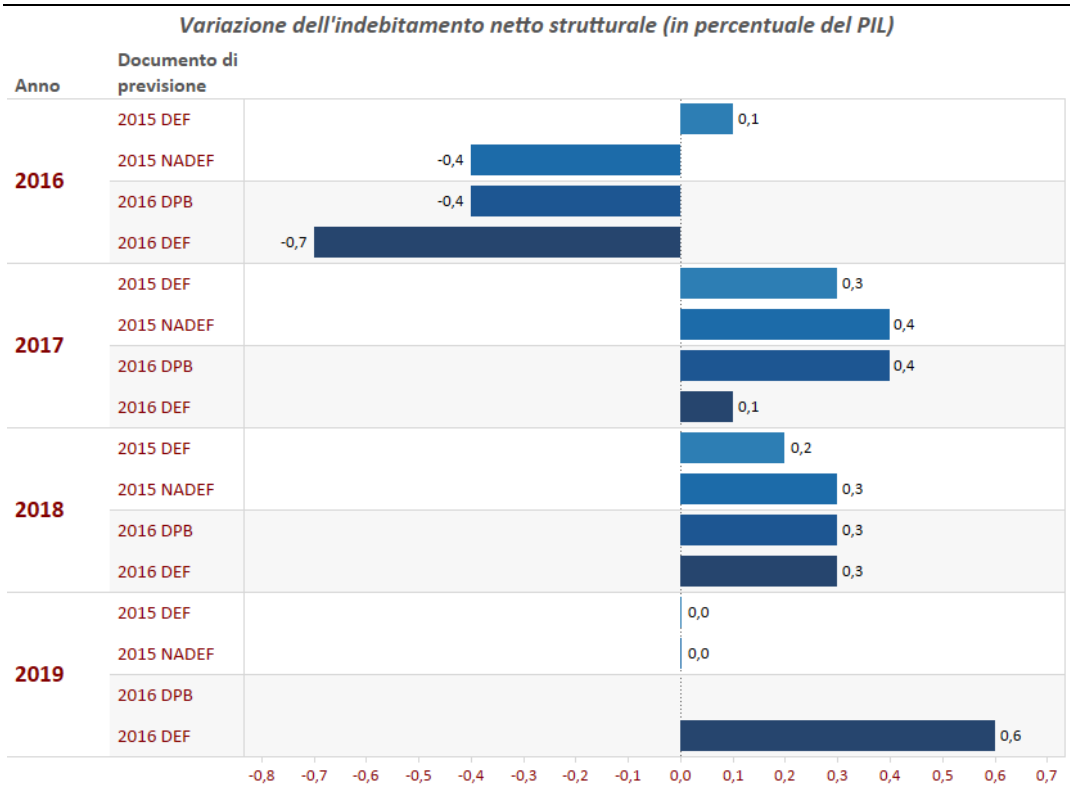
CONSUMI FAMIGLIE (programmatico)

upB ufficio parlamentare di bilancio

Fig. 2.1 – Saldi di finanza pubblica: confronto stime DPB, DEF e NADEF pubblicate dal 2014 al 2016
(Anni di previsione 2016-18)

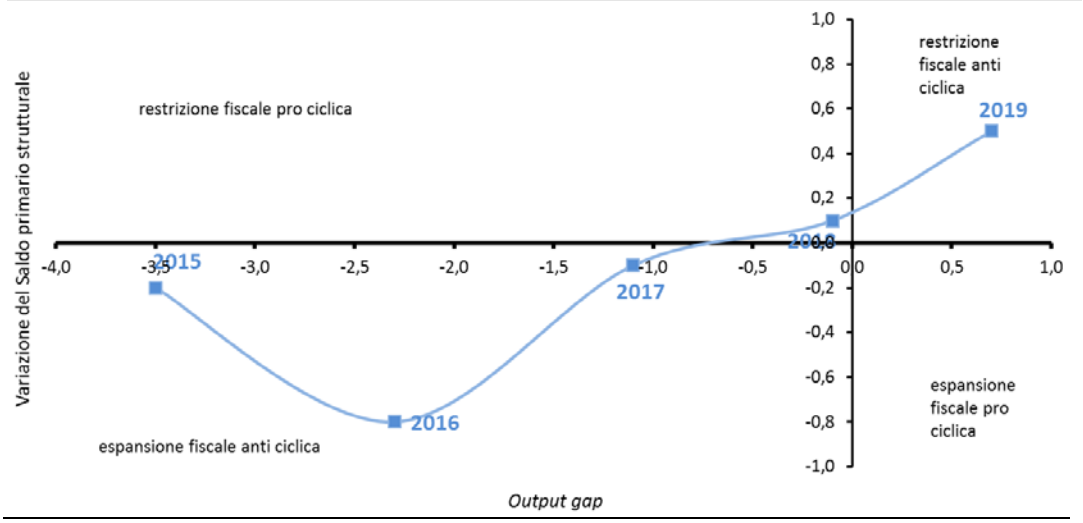






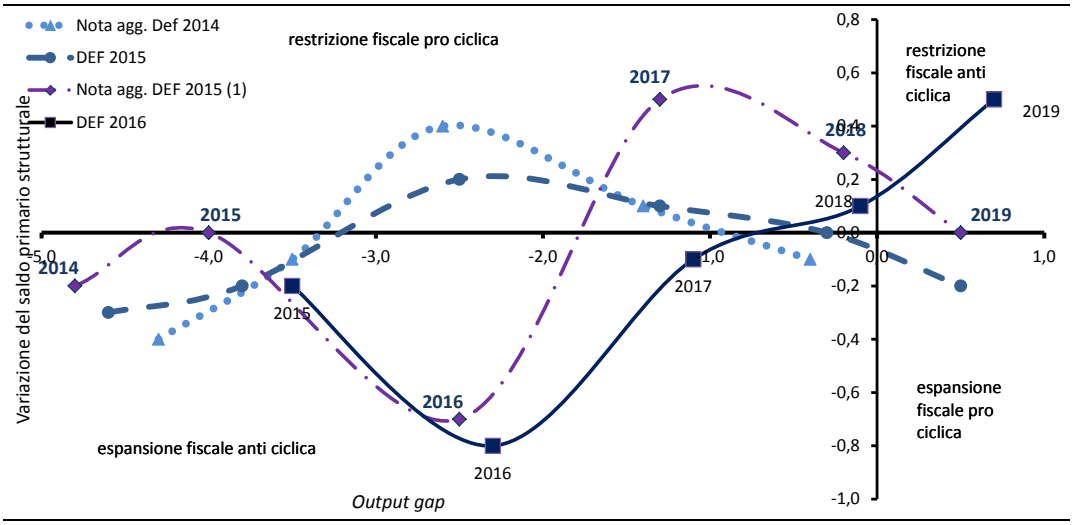
I dati del 2016 relativi al DPB 2016 non includono gli effetti, pari a 0,2 punti percentuali di PIL, dell'emendamento governativo 1.1 ("Pacchetto sicurezza") alla legge di stabilità per il 2016. Per i DPB la variazione dell'indebitamento netto strutturale, non pubblicata, è calcolata per differenza a partire dai dati di indebitamento netto strutturale arrotondati al primo decimale.

Fig. 2.2 – Variazioni del saldo primario strutturale e *output gap*
(in percentuale del PIL)



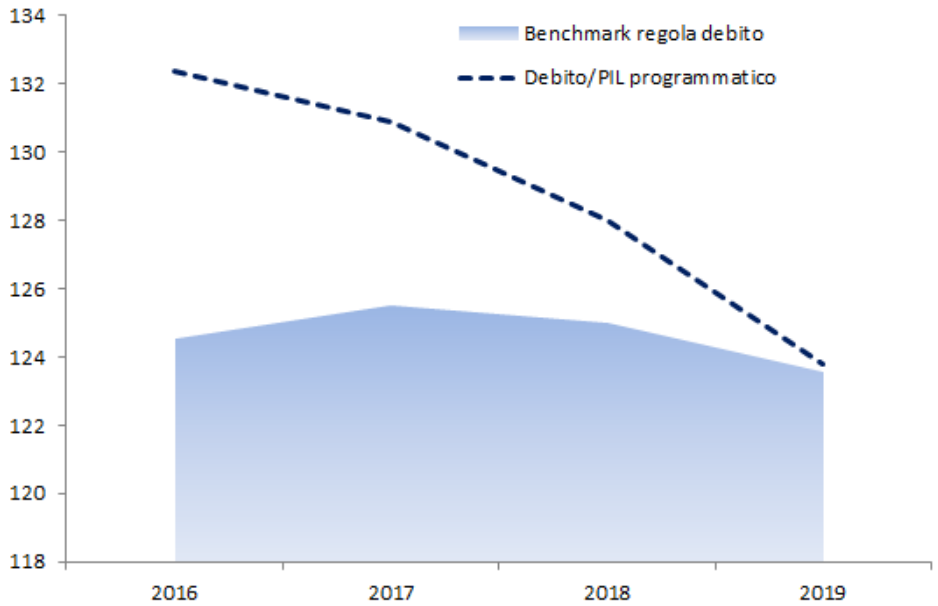
Fonte: elaborazione sui dati del DEF 2016.

Fig. 2.3 – Variazioni del saldo primario strutturale e *output gap*
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazione sui dati della Nota di aggiornamento del DEF 2014, del DEF 2015, della Nota di aggiornamento del DEF 2015 e del DEF 2016.
(1) La variazione dell'avanzo primario della Nota di aggiornamento del DEF 2015 è integrata con gli effetti dell'emendamento 1.1 ("Pacchetto sicurezza") alla legge di stabilità per il 2016, pari a -0,2 punti di PIL.

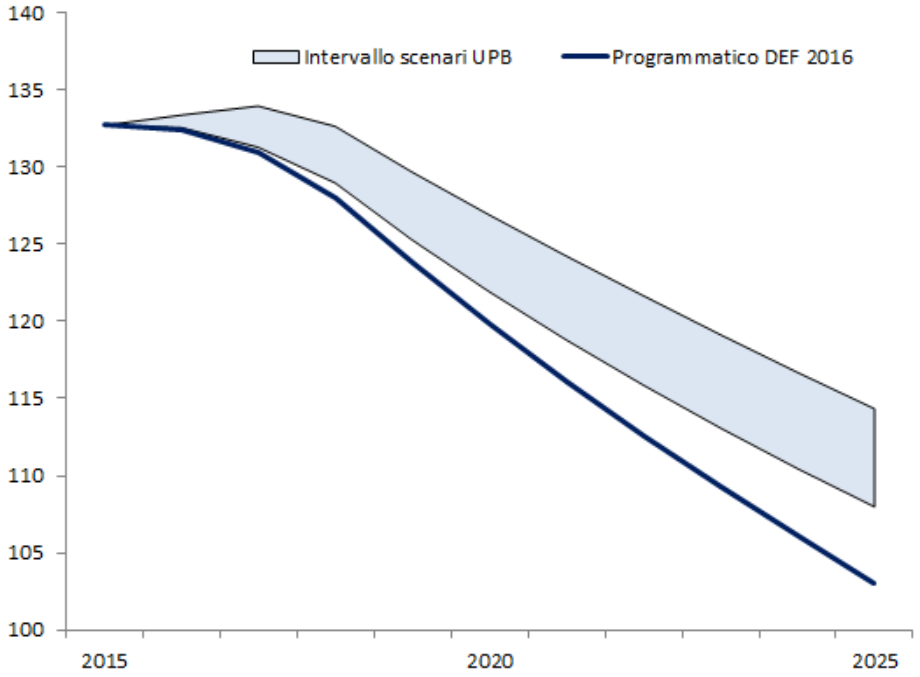
Fig. 3.1 – Gli obiettivi programmatici del debito nel contesto della regola



Fonte: DEF 2016 ed elaborazioni UPB.

upB ufficio parlamentare di bilancio

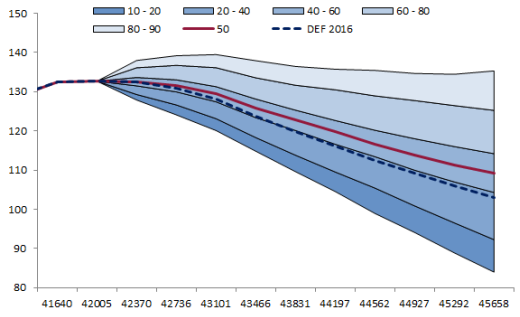
Fig. 3.2 – La dinamica debito/PIL in diversi scenari macroeconomici



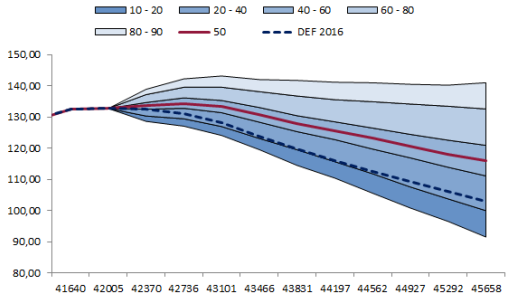
Fonte: stime UPB ed elaborazioni sulla base dei dati del DEF 2016 e del panel dei previsori.

Fig. 3.3 – Analisi stocastica: scenario programmatico DEF 2016 rispetto a scenario UPB

più favorevole



meno favorevole



Fonte: stime UPB ed elaborazioni sulla base dei dati del DEF 2016 e del panel di previsori.

Allegato 1

Fasi espansive del PIL in Italia: evidenze basate sul confronto tra distribuzioni empiriche di probabilità

In questo allegato si presenta un esercizio empirico effettuato sulla base delle distribuzioni empiriche di probabilità costruite per le fasi espansive dell'economia italiana a partire dal 1970. Queste ultime, desunte dalla datazione del ciclo economico ISCO/ISAE e attualmente aggiornata dall' Istat, sono state unite a formare periodi temporali più estesi, della durata di circa un decennio. In particolare, sono stati individuati quattro periodi denominati come "anni settanta" (1970q1-1979q4), "anni ottanta" (1980q1-1989q4), "anni novanta" (1990q1-2003q4), "anni duemila" (2004q1-2016q1). La figura A1.1 presenta le distribuzioni di probabilità per le fasi espansive del PIL ottenute con una stima non-parametrica sulle osservazioni empiriche. Dalla figura A1.1 è possibile desumere due principali evidenze.

In primo luogo, l'intensità delle fasi espansive attraversate dall'economia italiana è gradualmente diminuita nel tempo. La distribuzione relativa agli "anni '70" è posizionata alla destra della figura a1.1 e in corrispondenza di più elevati valori di crescita trimestrale del prodotto lordo. A partire dal decennio successivo, le espansioni sono state connotate da tassi di crescita sempre meno intensi. Con gli anni '90, alla minore intensità della crescita economica si è aggiunta anche la riduzione della durata delle fasi cicliche. Le corrispondenti distribuzioni di probabilità si sono dunque spostate verso sinistra (fig. A1.1).

In secondo luogo, la distribuzione di probabilità relativa alle fasi espansive dell'ultimo periodo (2004q1-2016q1) si colloca a sinistra di quelle degli altri periodi, ed è centrata intorno a valori molto contenuti della crescita economica. Essa associa valori di probabilità diversi da zero anche a variazioni negative del PIL. Ciò corrisponde a una maggiore probabilità che diminuzioni del PIL si verifichino anche nel corso di fasi di ripresa/espansione dell'economia. Tale evidenza non si riscontra per le altre distribuzioni, che attribuiscono probabilità nulla (o molto bassa, come nel caso dell'espansione degli anni '80) al verificarsi di possibili variazioni negative del prodotto lordo durante le espansioni. Quest'ultima caratteristica connota la fase ciclica degli "anni 2000" e la rende potenzialmente differente dalle altre fasi cicliche considerate.

Il confronto tra due distribuzioni empiriche di probabilità può essere sottoposto a test per verificare la significatività statistica di una loro differenza, ovvero escludere che le differenze osservate siano unicamente dovute al caso. I risultati di un test di dominanza in distribuzione[35] indicano la presenza di differenze significative tra le fasi espansive osservate negli ultimi decenni, in particolare tra la distribuzione di probabilità relativa

[35] Si utilizza un test di "*first order stochastic dominance*". L'ipotesi nulla è che le due distribuzioni di probabilità siano significativamente differenti. Si accetta l'ipotesi di diversità tra le distribuzioni per valori elevati del *p-value*. Cfr. Linton, O., Maasoumi E., Whang Y. (2005), Consistent Testing for Stochastic Dominance under General Sampling Schemes, *Review of Economic Studies* Vol. 72, 735–765.

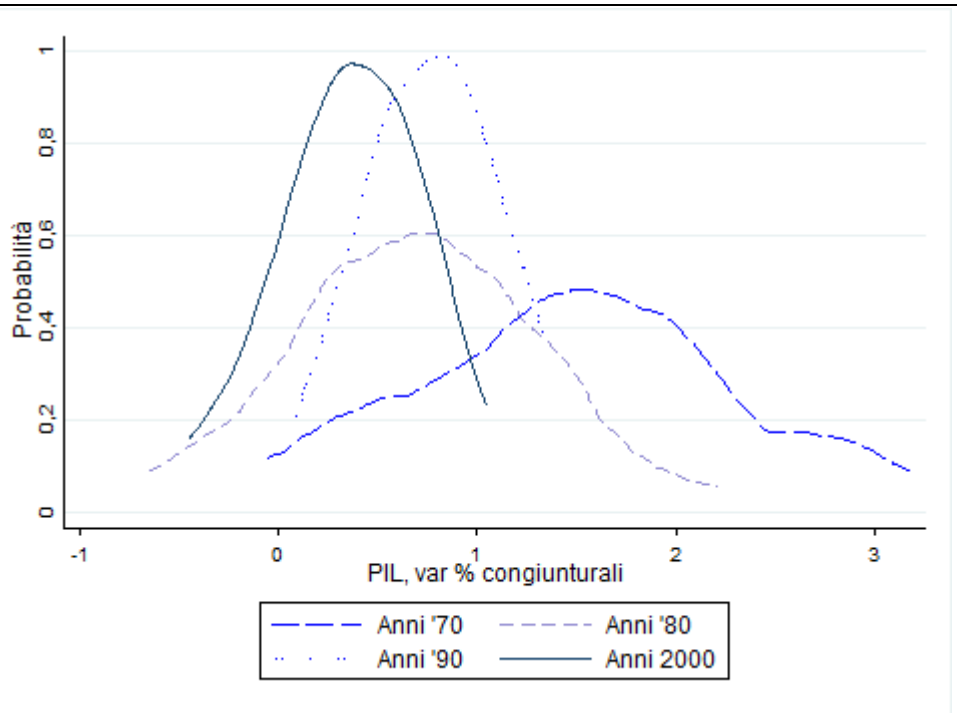
agli “anni ‘70” e quelle, rispettivamente, degli “anni ‘80”e degli “anni ‘90” (tab. A1.1). Al contrario, non emergono diversità tra le distribuzioni delle fasi cicliche relative ai decenni ottanta e novanta. Infine, si riscontra una differenza sistematica tra la distribuzione di frequenza per le espansioni del decennio del duemila (2004q1-2016q1) e le singole distribuzioni corrispondenti ai periodi precedenti.

Mettendo insieme tutte le riprese cicliche osservate in Italia fino agli anni ‘90 ed isolando quelle degli anni 2000, le differenze dell’ultima fase ciclica appaiono ancora più evidenti, come mostra la figura A1.2. Le caratteristiche atipiche dell’attuale fase di ripresa appaiono oltretutto confermate dal test statistico di diversità tra le distribuzioni (ultima riga della tabella A1.1).

Tab.A1.1 – Confronto tra le distribuzioni empiriche di probabilità delle fasi espansive *(p-value del test di dominanza in distribuzione)*

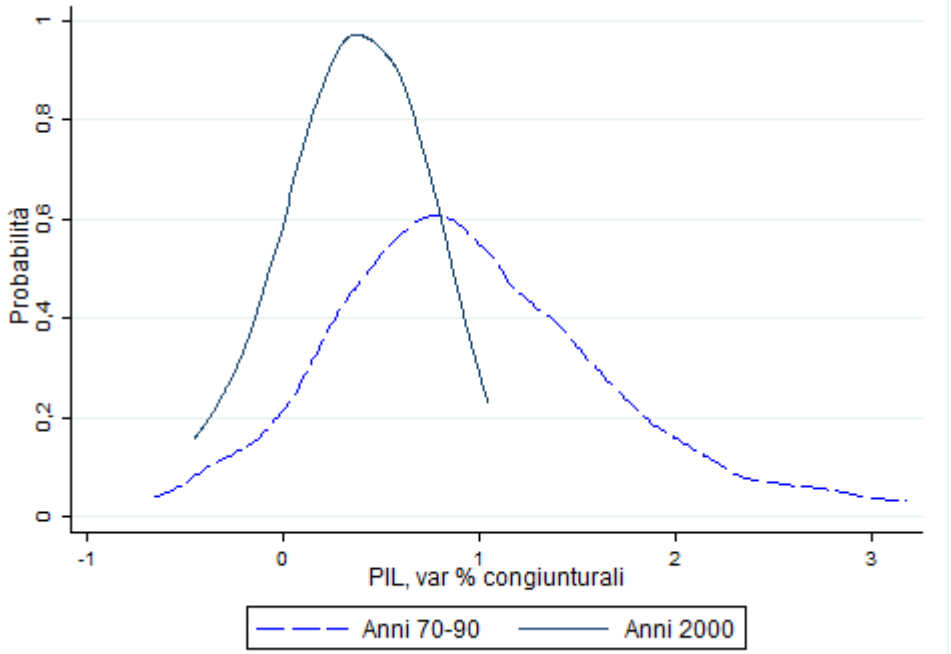
	Anni '80	Anni '90	Anni 2000
Anni '70	0,994	0,177	0,997
Anni '80		0,006	0,842
Anni '90			0,997
Anni 70-90			0,948

Fig.A1.1 – Distribuzioni empiriche di probabilità delle fasi espansive(1)



(1): Il Pil è espresso a valori concatenati, destagionalizzato e al netto degli effetti di calendario; l’asse delle ascisse riporta i tassi di crescita trimestrali.

Fig. A1.2 – Distribuzioni di probabilità delle fasi espansive degli anni 2000 e degli anni 1970-1990



Allegato 2

Aggiustamenti richiesti del saldo strutturale di bilancio nella parte preventiva del Patto di stabilità e crescita

Nella parte preventiva del PSC, l'eventualità di una recessione del singolo paese è regolamentata nell'ambito della graduazione in base al ciclo economico dello sforzo di miglioramento del saldo strutturale richiesto ai Paesi che non hanno ancora raggiunto il proprio OMT. Tale sforzo è infatti modulato secondo la seguente matrice riportata nella tabella A2.1.

In particolare, la matrice contiene una "deroga" dall'obbligo di migliorare il saldo strutturale in caso di "congiuntura eccezionalmente negativa" intesa come crescita reale negativa o come un *output gap* negativo superiore in valore assoluto a quattro punti di PIL[36].

Tab. A2.1 – Aggiustamento annuale verso l'OMT richiesto dalla parte preventiva del PSC
(punti di PIL)

		Aggiustamento annuo di bilancio richiesto	
	Condizioni	debito inferiore al 60 e nessun rischio di sostenibilità	debito superiore al 60 o rischio di sostenibilità
Congiuntura eccezionalmente sfavorevole	crescita reale < 0 o divario tra prodotto effettivo e potenziale < -4	nessun bisogno di aggiustamento	
Congiuntura molto sfavorevole	-4 ≤ divario tra prodotto effettivo e potenziale < -3	0	0,25
Congiuntura sfavorevole	-3 ≤ divario tra prodotto effettivo e potenziale < -1,5	0 se crescita inferiore al potenziale, 0,25 se crescita superiore al potenziale	0,25 se crescita inferiore al potenziale, 0,5 se crescita superiore al potenziale
Congiuntura normale	-1,5 ≤ divario tra prodotto effettivo e potenziale < 1,5	0,5	> 0,5
Congiuntura favorevole	divario tra prodotto effettivo e potenziale ≥ 1,5	> 0,5 se crescita inferiore al potenziale, 0,75 se crescita superiore al potenziale	≥ 0,75 se crescita inferiore al potenziale, ≥ 1 se crescita superiore al potenziale

Fonte: Commissione europea, *Comunicazione della Commissione sulla flessibilità consentita dalle norme vigenti del patto di stabilità e crescita*.

[36] Tale situazione si è verificata due volte per la Finlandia (nel 2012 e nel 2014) e una volta per l'Italia (nel 2014).