



CORTE DEI CONTI

SEZIONI RIUNITE IN SEDE DI CONTROLLO

AUDIZIONE DELLA CORTE DEI CONTI SULLA NOTA DI
AGGIORNAMENTO DEL DOCUMENTO DI ECONOMIA E FINANZA
2018

COMMISSIONI RIUNITE BILANCIO DELLA CAMERA DEI DEPUTATI
E DEL SENATO DELLA REPUBBLICA



Ottobre 2018



CORTE DEI CONTI

SEZIONI RIUNITE IN SEDE DI CONTROLLO

AUDIZIONE DELLA CORTE DEI CONTI SULLA NOTA DI AGGIORNAMENTO DEL
DOCUMENTO DI ECONOMIA E FINANZA 2018

Indice

	Pag.
Introduzione	3
Il contesto economico	3
Il quadro tendenziale di finanza pubblica	7
Il percorso programmatico 2019-2021	9
I saldi strutturali	11
Il debito	14
Considerazioni conclusive	17
Grafici e tavole	21
Riquadri	33
Riquadro 1 – Variazioni degli investimenti pubblici e crescita economica	35
Riquadro 2 – Il recente aumento dei tassi e l’impatto sulla spesa per interessi	43

INTRODUZIONE

1.

La Nota di aggiornamento del DEF 2018 espone, già in Premessa, i tratti innovativi del documento, che sono sia di forma che sostanza.

Nella forma, il contesto politico in atto nella scorsa primavera, al momento della presentazione del DEF 2018, aveva spinto il Governo allora in carica a costruire un documento basato solo su proiezioni tendenziali dell'economia e della finanza pubblica, senza alcuna indicazione sul disegno per il prossimo triennio. Di conseguenza, la Nota di aggiornamento oggi all'esame del Parlamento viene a rappresentare il primo documento programmatico per il 2019 e per gli anni successivi.

Nel merito, la Nota riflette l'intenzione del nuovo Governo di imprimere alla politica economica e alla politica di bilancio un mutamento profondo di strategia, con riflessi non marginali sui livelli dei saldi di bilancio, per i quali la Nota prefigura un futuro riassetamento indotto, soprattutto, dal rilancio della crescita dell'economia.

Ad avviso della Corte, le due novità segnalate avrebbero richiesto un rafforzamento della struttura della Nota, al fine di consentire al Parlamento verifiche più approfondite sulla definizione e sulla quantificazione degli obiettivi programmati.

Sotto questo aspetto, invece, il documento risulta privo di alcune informazioni ed elaborazioni che abitualmente corredano il DEF e che permettono di esprimere un giudizio sull'attendibilità delle proiezioni proposte (in particolare in materia di sostenibilità del debito).

Questa annotazione preliminare - alla quale si unisce quella sul brevissimo intervallo tra la data di diffusione della Nota e quella fissata per le audizioni parlamentari - circoscrive necessariamente l'arco degli argomenti che la Corte affronta con la relazione odierna.

IL CONTESTO ECONOMICO

2.

Il quadro economico generale in cui si iscrivono le scelte di *Fiscal Policy* prefigurate dalla Nadef si presenta meno favorevole di quanto non fosse lo scorso aprile. I dati ora a disposizione mostrano che durante la prima metà dell'anno la crescita del Pil ha perso vigore in tutta l'Area dell'euro, risentendo soprattutto delle avverse conseguenze che

fattori economici e geopolitici stanno producendo sugli scambi internazionali.

Del ripiegamento ciclico, chiaramente registrato dai dati di contabilità nazionale relativi ai primi due trimestri dell'anno (dallo 0,7 allo 0,4 per cento il tasso di crescita trimestrale del complesso dell'Area dell'euro) e dagli ultimi dati sulla produzione industriale (-0,8 per cento mensile sia a giugno che a luglio), si trova conferma negli andamenti degli indici a più elevata frequenza, i quali segnalano tutti - da quelli sul clima di fiducia di famiglie e imprese a quelli sull'"*economic sentiment*" generale o sullo stato del settore dei servizi (Pmi) - una tendenziale regressione pur se su livelli che si mantengono elevati rispetto agli standard di lungo periodo.

Nonostante gli sviluppi appena accennati, secondo le indicazioni dei principali organismi e centri di ricerca internazionali, pubblici e privati, nei prossimi trimestri la crescita dovrebbe mantenersi su livelli non distanti da quelli attuali, con valori leggermente sotto il 2 per cento medio per l'anno in corso: sarebbe sostenuta in particolare dagli investimenti, che dovrebbero continuare a beneficiare dell'elevato grado di utilizzo degli impianti e da condizioni di finanziamento molto favorevoli; si gioverebbe di positive decisioni di spesa delle famiglie, alimentate da andamenti del reddito disponibile reale non dissimili da quelli registrati nel recente passato sostenuti soprattutto da una buona intonazione del mercato del lavoro che, all'interno dell'Area ha visto una sostanziale stabilizzazione del tasso di disoccupazione intorno all'8 per cento, valore di circa un punto inferiore a quello di un anno fa. Quanto alla composizione dell'offerta, apporti significativi sono attesi dal settore dei servizi mentre, secondo le valutazioni di consenso, la produzione industriale potrebbe continuare a risentire del rallentamento della domanda internazionale connessa alla decelerazione degli scambi commerciali. Sul fronte dei prezzi, la variazione annua di quelli al consumo sembra essersi attestata intorno al 2 per cento, un livello che ha tuttavia risentito del rincaro dei prodotti energetici: nella definizione *core* il tasso di inflazione è poco sopra l'1 per cento e le attese sono per una sua crescita.

I rischi del contesto esterno sembrano soprattutto legati alle politiche statunitensi in materia di dazi e alla possibile ulteriore estensione dei loro avversi effetti (che finora hanno interessato soprattutto Cina, Canada e Messico) all'Area dell'euro. A tali minacce si sommano, come opportunamente rimarcato dalla Nota, le fragilità finanziarie di alcuni paesi emergenti.

Su un tale scacchiere si muovono le politiche monetarie della BCE il cui ultimo Consiglio direttivo (13 settembre) ha confermato la lettura del quadro macroeconomico già fornita in agosto e nel sottolineare i progressi compiuti verso il conseguimento di un tasso di inflazione vicino al 2 per cento, ha ribadito la volontà di proseguire nel ridosaggio della politica monetaria non convenzionale attraverso l'ulteriore riduzione degli acquisti netti di titoli prima (tra ottobre e dicembre 2018, dai 30 ai 15 miliardi per l'intera Area) ed il successivo azzeramento a partire dal 2019. E' stato altresì ribadito che saranno comunque garantite condizioni monetarie molto accomodanti grazie al reinvestimento delle risorse dei titoli che verranno a scadenza e al mantenimento degli attuali livelli i tassi di riferimento almeno fino all'estate del 2019.

Il rallentamento osservato nel complesso dell'Area dell'euro è stato registrato anche in Italia dove il tasso di crescita congiunturale del Pil reale è sceso allo 0,2 per cento nel secondo trimestre dell'anno (0,4 e 0,3 per cento nei precedenti quarti). Secondo i dati dell'ISTAT, nei primi sei mesi del 2018 il Pil è cresciuto dell'1,3 per cento su base annua e di mezzo punto percentuale rispetto al secondo semestre 2017.

Relativamente vivace è stato il contributo della domanda interna al netto delle scorte, specie nella componente investimenti. Come viene esaustivamente descritto nella Nota, anche per il nostro Paese gli indicatori più recenti segnalano che la crescita sta continuando, ma a ritmi più moderati che in passato.

Secondo diffuse valutazioni il terzo trimestre potrebbe aver registrato un tasso di incremento congiunturale non dissimile dal secondo. Ne deriverebbe che l'1,2 per cento di crescita media annua

2018, prefigurato dalla Nota, sconta una parte finale dell'anno in vivace recupero. In una ipotesi di scenario più piatto l'anno in corso sarebbe destinato a chiudersi con un effetto di trascinamento sul 2019 di circa 4 decimi di punto, il più basso degli ultimi quattro anni, a significare che una più marcata componente di aumento del Pil dipenderà il prossimo esercizio dai comportamenti dell'anno e non da puri effetti contabili.

In Italia la crescita ha scontato soprattutto il calo pronunciato delle esportazioni, le quali, aumentate del 6 per cento su base annua nel secondo semestre 2017, sono poi diminuite dell'1,5 nei primi sei mesi del 2018.

Continuano ad osservarsi miglioramenti del mercato del lavoro sul quale si registrano incrementi occupazionali con livelli di impiego non dissimili a quelli precisi. Si evidenzia un qualche timido recupero in termini di disoccupazione giovanile mentre la spinta alla crescita del reddito disponibile nominale non pare riconducibile all'andamento dei salari che continuano a crescere a tassi complessivamente modesti.

Nei primi nove mesi dell'anno il tasso di inflazione al consumo si è portato all'1,5 per cento dallo 0,9 del dicembre 2017; non tenendo conto della componente energetica (inflazione *core*), il recupero è risultato più modesto.

L'economia ha evidenziato un crescente miglioramento del quadro creditizio con particolare riferimento alla dinamica dei prestiti: permanentemente solida quella delle famiglie, specie per mutui, e in crescita, ma modesta, quella delle imprese. Possibili effetti di offerta sul fronte dell'erogazione credito potrebbero essersi messi in moto negli scorsi trimestri, determinati dal tendenziale miglioramento del quadro dei *non performing loans*. In un tale scenario si sono inserite le tensioni finanziarie di fine maggio-metà giugno con una crescita sensibile del premio per il rischio sui titoli decennali italiani, successivamente rientrata e, purtroppo, riemessa nelle scorse settimane.

La Nota dà conto del cambiamento di scenario e ricalibra il quadro macroeconomico generale rivedendo verso il basso di 3 decimi di punto la crescita 2018, in considerazione di un radicale aggiustamento delle esportazioni che in luogo del 5,2 per cento del DEF 2018 crescerebbero solo dello 0,4 per cento.

Aggiustamenti altrettanto rilevanti interessano le importazioni – -3,7 punti, a conferma di problemi legati all'interscambio mondiale – mentre limature di 3 decimi ed 1 punto interessano rispettivamente consumi delle famiglie ed investimenti fissi lordi. Non evidenziandosi modifiche sul fronte dell'andamento del deflatore del Pil, la revisione della crescita nominale sconta per intero quella in volume, anche se la minore espansione del 2018 viene sostanzialmente compensata, in termini di livello del Pil, dal miglioramento del valore 2017 di cui alla predetta revisione dei conti da parte dell'ISTAT.

La riarticolazione del quadro macroeconomico 2018 appare in linea con la lettura che si riscontra nella maggior parte delle valutazioni interne ed internazionali e non sollecita particolari rilievi. Per quel che riguarda il triennio di previsione 2019-2021, nelle analisi del quadro tendenziale offerto dalla Nota, il rallentamento in corso si protrarrebbe senza sostanziali recuperi e si tradurrebbe in una riduzione della crescita stimata nel DEF dello scorso aprile di 3 decimi di punto in ognuno dei tre anni considerati (nella media del triennio, 1 per cento contro 1,3 per cento).

A differenza dell'aggiustamento operato sull'anno in corso, la revisione del quadro di crescita tendenziale 2019-2021 è concentrata soprattutto sulla domanda interna al netto delle scorte, mentre è marginale quella sulle esportazioni *nette*. Non si riscontrano mutamenti, come già si commentava più sopra, nelle valutazioni circa l'andamento del deflatore. Il quadro occupazionale risente della più bassa crescita del prodotto e presenta un incremento delle unità di lavoro di 2 decimi in meno in ognuno degli anni 2019-2021. La stima del Pil non prefigurerebbe per l'anno in corso una riduzione dello storico divario di crescita rispetto alla media europea (1,2 contro 2 per cento), mentre il *gap* si restringerebbe leggermente, anche in assenza di interventi, nel 2019-2021, periodo per il quale per l'insieme dell'Area dell'euro le valutazioni di consenso scontano un ritorno a tassi tra l'1,6 e l'1,8 per cento.

3.

Lo scenario programmatico sconta un sensibile effetto delle manovre annunciate e finanziate, in parte significativa, in deficit. Per il 2019 si fissa un tasso di sviluppo dell'1,5 per cento (di 6 decimi di punto più elevato di quello a legislazione vigente) e nel successivo biennio rispettivamente dell'1,6 e dell'1,4 per cento. Gli effetti sulla crescita, pur attenuandosi, permarranno negli anni successivi (Grafico 1).

Nel 2019, la maggiore crescita indotta dalle politiche di bilancio prospettate, pari nel complesso a 6 decimi di punto, si concentrerebbe soprattutto sulle componenti interne della domanda aggregata, con un incremento di 6 decimi dei consumi delle famiglie e di un punto e mezzo degli investimenti fissi lordi complessivi, con +1,8 punti per i macchinari e le attrezzature e +1,6 punti per le costruzioni. Le importazioni si incrementerebbero a riflesso dell'aumento della domanda interna, mentre le esportazioni registrerebbero una pur lieve frenata. Sul fronte del mercato del lavoro e dei redditi, i riflessi del maggior deficit si misurerebbero in 3 decimi di maggiore crescita occupazionale, in 6 decimi di maggiore crescita del reddito da lavoro dipendente e in 3 decimi di maggiore incremento della produttività (Grafico 2).

Il quadro macroeconomico programmatico appare ottimistico alla luce delle attuali tendenze del ciclo economico internazionale. Esso sconta un marcato abbattimento dello scarto negativo, osservato prima della crisi ed ancora nel recente passato, tra tasso di crescita dell'Italia e tasso di sviluppo del resto dell'Area dell'euro.

Se l'effetto sulla crescita economica del maggiore deficit (rispetto al tendenziale) ipotizzato nella Nota appare in linea con le stime degli anni passati (nell'ultimo quadriennio il rapporto tra impulso fiscale e maggior crescita del Pil assunto nel passaggio dal quadro tendenziale a quello programmatico, è stato pari, in media, a 0,5, lo stesso valore ora prefigurato), desta perplessità che l'effetto della politica di bilancio in termini di maggiore crescita del Pil permanga dopo il 2019, allorquando la *Fiscal Stance*, così come misurata dalla variazione annua del saldo e dell'avanzo primario strutturali, torna ad essere neutrale o lievemente restrittiva (Grafico 3).

Le evidenze empiriche fornite dalle ricerche in materia di "moltiplicatori fiscali", pur

segnalando situazioni diversificate in ragione di una serie di aspetti (cfr. Riquadro 1), suggeriscono che è opportuno assegnare valori pronunciati (anche sensibilmente superiori all'unità) solo agli investimenti pubblici di carattere infrastrutturale, mentre quelli associati ai trasferimenti presentano valori pari a meno di un terzo di quelli relativi agli investimenti e tra i più bassi nell'ambito delle diverse voci di spesa pubblica; peraltro, gli stessi moltiplicatori della spesa per investimenti sono tendenzialmente elevati solo quando si è in presenza di alta efficienza e qualità dei progetti, caratteristiche che purtroppo non sempre si riscontrano nell'esperienza italiana.

Quanto all'efficacia del disegno di politica economica descritto nella Nota, va considerato che gli effetti di stimolo della domanda derivanti dai provvedimenti proposti, si esplicheranno nei confronti di una porzione comunque limitata dell'ampia platea di famiglie e imprese. Non può, dunque essere sottovalutata l'eventualità che il resto degli operatori, di gran lunga prevalente, reagisca in modo difforme alle prospettive finanziarie, connesse soprattutto all'andamento del debito pubblico e dei tassi di interesse: le imprese, rinviando i programmi di investimento (anche per i riflessi sul funzionamento del circuito creditizio); le famiglie, traducendo le incertezze sulle aspettative in una riduzione della propensione al consumo.

IL QUADRO TENDENZIALE DI FINANZA PUBBLICA

4.

La Nota di aggiornamento presenta un quadro di finanza pubblica mutato rispetto al DEF, in ragione delle modifiche registrate nel quadro economico e della revisione operata sui dati di consuntivo dell'ultimo biennio e resa nota dall'ISTAT il 21 settembre scorso (ISTAT, *Conti economici nazionali. Anni 2015-2017*). A dette variazioni si aggiungono quelle dovute all'aggiornamento delle stime sulla base del monitoraggio.

Per il 2018, il nuovo quadro tendenziale evidenzia un peggioramento dei conti. La spesa per interessi si conferma in riduzione rispetto al 2017, ma registra un aumento rispetto a quanto previsto nel DEF di circa 2 miliardi. Si assesta sui livelli previsti la spesa corrente primaria, seppur con alcuni mutamenti nel contributo atteso dalle sue principali componenti: la ripresa, oltre le attese, dei consumi intermedi trova compensazione, in

prevalenza, nella revisione delle stime per prestazioni sociali, di pressoché pari importo tra pensioni e altre prestazioni sociali. La nuova consistente revisione al ribasso degli investimenti (-1,5 miliardi rispetto al DEF) consente di mantenere l'impatto sulla spesa complessiva al di sotto dei 500 milioni.

I pagamenti per spesa di investimento degli Enti territoriali nei primi otto mesi del 2018 sono pari a 6,2 miliardi, in flessione rispetto allo stesso periodo del 2017 di quasi il 5 per cento (dati SIOPE).

All'interno del comparto, le Regioni rappresentano una quota limitata che tuttavia registra una crescita del 2,5 per cento. Sono le Regioni a statuto speciale del Nord a ottenere una crescita superiore al 9 per cento; mentre le Regioni a statuto ordinario (RSO) e le Isole mostrano una flessione di circa l'1,7 per cento. Guardando alle singole componenti degli investimenti fissi, le Regioni a statuto speciale (RSS) presentano pagamenti rilevanti e in aumento in particolare per attrezzature scientifiche e *hardware* (in calo invece nelle altre Regioni) e, soprattutto, raddoppiano la spesa per fabbricati ospedalieri e altre strutture sanitarie. Nelle RSO e in Sicilia e Sardegna crescono nel 2018 i pagamenti per infrastrutture portuali e aeroportuali, stradali e altre vie di comunicazione. Va sottolineata invece, non senza preoccupazione, la flessione generalizzata delle spese per le opere di sistemazione del suolo.

In flessione sono invece i pagamenti di Province e Città metropolitane. Ma mentre per queste ultime la caduta è contenuta (-1,5 per cento), per le Province, invece, la flessione è consistente (-8,4 per cento).

Per quanto riguarda i Comuni, gli investimenti diminuiscono di oltre il 6 per cento trascinati soprattutto dall'andamento negativo dei beni materiali che rappresentano il 94 per cento della categoria economica e che flettono del 7,1 per cento (tra le voci principali si contraggono le spese per fabbricati commerciali e scolastici, infrastrutture idrauliche e stradali, opere di sistemazione del suolo; mentre fanno registrare una crescita i pagamenti per fabbricati ad uso abitativo, impianti sportivi e vie di comunicazione).

La flessione riguarda gli Enti di tutte le dimensioni demografiche, ma presenta intensità superiore alla media tra quelli tra 2.000 e 5.000 abitanti e tra 10.000 e 20.000 abitanti (-7,9 per cento) e, soprattutto in quelli tra 20.000 e 60.000 abitanti dove si pone poco al di sotto del 13 per cento (-12,6 per cento). In quest'ultimi flettono le spese di tutte le tipologie principali di investimenti ad eccezione di quelli relativi a fabbricati ad uso abitativo. I grandi Comuni (superiori a 250.000 abitanti a cui è riferibile circa il 14 per cento della spesa per investimenti) pur segnando nel complesso una flessione del 4,6 per cento presentano, oltre ad una ricomposizione da strutture stradali e ad altre vie di comunicazione, una crescita della spesa nei fabbricati ad uso scolastico (+14 per cento), nei mezzi di trasporto ad uso civile e per la sicurezza (+29 per cento) e nelle opere di sistemazione del suolo (+37 per cento).

Dal punto di vista territoriale si evidenzia, invece, un forte calo della spesa dei Comuni del Sud (-18 per cento). Molto più limitate le contrazioni negli Enti delle Isole (-2,4 per cento), del Nord Ovest (-1,4 per cento) e del Centro (-3,4 per cento); si confermano in crescita i pagamenti nel Nord Est (+2,3 per cento) che rispetto alle altre aree vede aumentare la spesa per infrastrutture stradali.

Ben più rilevante la revisione, invece, sul fronte delle entrate, che si concentra prevalentemente sulle imposte: quelle dirette registrano un calo di 3,9 miliardi rispetto alle previsioni dello scorso aprile. A questo si aggiunge una flessione delle indirette (-1,5 miliardi) e dei contributi sociali. Nel complesso, tali andamenti portano ad un peggioramento del risultato atteso in termini di indebitamento di oltre due decimi di punto (da 1,59 a 1,85 per cento del Pil) e ad una riduzione dell'avanzo primario dall'1,95 all'1,81 per cento. Un risultato che non sembra riconducibile esclusivamente al rallentamento della crescita, giacché almeno per il 2018 il dato relativo al Pil nominale è rivisto in crescita di oltre 1,3 miliardi (oltre alla revisione apportata dall'ISTAT di oltre 8

miliardi annui per gli esercizi 2016 e 2017).

Il peggioramento dei conti si accentua guardando al triennio 2019-2021. Rispetto al DEF, la Nota rivede al rialzo, in media di 3 decimi di punto all'anno, le previsioni di indebitamento netto. La revisione riflette sia una minore crescita del prodotto, sia una maggiore spesa per interessi; quest'ultima è basata sull'attesa di maggiori rendimenti attualmente incorporata nella struttura a termine dei tassi. L'indebitamento crescerebbe all'1,2 per cento del Pil nel 2019 e allo 0,7 l'anno successivo; nell'anno terminale non sarebbe più conseguito il pareggio nominale di bilancio, ma un disavanzo di mezzo punto percentuale. L'avanzo primario continuerebbe a crescere nel tempo per effetto dell'aumento delle imposte indirette ("clausole di salvaguardia"), ma mantenendosi inferiore di 3 decimi di punto nel 2019 e di 4 decimi di punto nel biennio successivo rispetto alle stime del DEF dello scorso aprile. La spesa per interessi tornerebbe a crescere in valore assoluto e in termini di prodotto (circa 0,2 punti percentuali del prodotto in media nel triennio risalendo nel 2021 al 3,8 per cento del Pil). La revisione dei tassi rispetto al DEF comporta un onere di oltre 3 miliardi (sempre rispetto a quanto previsto) nel 2019 e di 4,6 miliardi nell'anno terminale della previsione.

La spesa corrente primaria presenta variazioni in aumento di fatto contenute: 1,5 miliardi nel 2019 e 1,6 miliardi nel 2020. La revisione al ribasso della spesa per investimenti (-1,7 miliardi nel 2019 e -1,1 nel biennio successivo) consentirebbe di annullare o contenere la crescita della spesa finale primaria, non impedendo, tuttavia, un aumento di quella complessiva in termini di prodotto di poco meno di mezzo punto percentuale in media nel triennio.

Il rallentamento del prodotto si riverbera anche sulle entrate, che sono riviste in riduzione di 6 miliardi nel 2019 e di poco meno di 10 miliardi a fine periodo. Una flessione che riguarda soprattutto quelle dirette (-4,5 miliardi) e, nel biennio 2020-2021, quelle indirette per 2,5 miliardi.

IL PERCORSO PROGRAMMATICO 2019-2021

5.

Nel quadro programmatico il Governo prevede una sospensione della manovra di consolidamento fiscale scontata nel quadro tendenziale per il 2019, per riavviare dal 2020

il percorso di riassorbimento del disavanzo.

Una scelta ritenuta coerente, nell'impostazione del Governo, con l'obiettivo di miglioramento delle prospettive di crescita e di superamento della debolezza delle condizioni cicliche.

Le misure previste nel programma - che dovranno trovare una concreta definizione nella prossima manovra - punterebbero a sostenere il reddito delle fasce della popolazione maggiormente colpite dalla recessione. Misure che, associate a quelle per le imprese, il Governo ritiene idonee a favorire una più sostenuta ripresa della produzione e ad aumentare il potenziale di crescita. Migliorando le aspettative delle imprese, esse dovrebbero, in tale ottica, portare ad una più decisa ripresa degli investimenti privati attraverso una accelerazione della domanda interna. Una domanda che si ritiene possa così tornare a tassi di crescita confrontabili con quelli dei maggiori Paesi europei. Gli interventi di sostegno dei redditi e quelli volti a consentire un pensionamento anticipato punterebbero anche ad incidere sul mercato del lavoro, fornendo nuovo impulso alla domanda di impiego, offrendo ulteriori opportunità per le fasce più giovani della popolazione e consentendo alle imprese di ringiovanire la forza lavoro.

A ciò si dovrebbe accompagnare un programma straordinario di investimenti e di manutenzione delle infrastrutture rivolto alla messa in sicurezza del Paese.

Il Governo conferma, infine, la volontà di disattivare nel 2019 la restante quota delle clausole di salvaguardia previste a legislazione vigente ed il conseguente aumento di imposte indirette.

6.

Per attuare tale strategia viene definito un andamento programmatico dei saldi fortemente peggiorativo rispetto ai valori tendenziali aggiornati. L'indebitamento netto passa dall'1,2 al 2,4 per cento nel 2019. Nel biennio successivo il percorso di riduzione riprende, ma mantenendosi ben al di sopra del dato tendenziale: 2,1 per cento rispetto allo 0,7 nel 2020, 1,8 rispetto allo 0,5 per cento nel 2021.

Minore è la correzione nel caso del saldo primario, la grandezza che misura le scelte discrezionali delle politiche di bilancio: la Nota prefigura una riduzione dell'avanzo dal 2,4 all'1,3 per cento del Pil nel 2019 ed un'ulteriore flessione nel biennio successivo fino

al 2,1 per cento del prodotto contro il 3,3 del quadro tendenziale.

L'eliminazione nel prossimo anno della parte residua della clausola di salvaguardia e l'avvio di gran parte delle misure previste dal programma di Governo (oltre che il maggior onere connesso all'aumento della spesa per interessi) porterebbero ad un incremento del disavanzo di poco meno di 22 miliardi.

Tale scostamento rispetto al quadro tendenziale cresce, rispettivamente, a 26,4 e 25,3 miliardi nel 2020 e nel 2021, quando tuttavia l'importo delle clausole che il Governo prevede di riassorbire sale dai 12,4 miliardi del 2019 a circa 20. Ciò, a parità di altre condizioni e pur considerando la crescita prevista, potrebbe porre la necessità di individuare nuove risorse.

Si tratta di una scelta particolarmente impegnativa, la cui valutazione in termini di congruenza e di realizzabilità delle coperture potrà essere fatta solo al momento della presentazione della legge di bilancio. Tale impostazione deve essere letta alla luce sia di un quadro tendenziale che, come si era già osservato in occasione del DEF, sconta un profilo di riduzione significativo della spesa in comparti determinanti per i servizi ai cittadini, che degli obblighi imposti dal rispetto degli Accordi europei e, soprattutto, di quelli di riassorbimento del debito che, più di ogni altro elemento, continua a condizionare le scelte di bilancio del nostro Paese ed esporlo a rischi di instabilità finanziaria.

I SALDI STRUTTURALI

7.

La Nota, in primo luogo, si sofferma sulle stime relative ai saldi strutturali per il 2017 e il 2018. A fronte delle stime di indebitamento netto (-2,4 per cento nel 2017 e -1,8 nel 2018), il saldo strutturale si pone, rispettivamente, pari a -1,1 e -0,9 per cento del Pil. Per quanto riguarda il 2017, data la flessibilità a vario titolo accordata¹, il peggioramento del saldo rispetto al livello raggiunto nel 2016, non configura una deviazione significativa: si tratta infatti di 0,2 punti rispetto al miglioramento di 0,15 richiesto.

Tale valutazione non cambia guardando agli ultimi dati dei Servizi della Commissione, le *Spring Forecast* del maggio scorso, anche se un diverso calcolo della crescita potenziale dell'economia e quindi della componente ciclica di bilancio, portano ad uno scostamento più elevato (-0,5). Una deviazione si coglie invece nella media 2016 e 2017, anche in questo caso più lieve nei documenti governativi (-0,27)

¹ La flessibilità accordata, in termini di peggioramento del saldo, è stata pari nel 2017 a -0,35 per cento, di cui 0,16 per i rifugiati e 0,19 per eventi sismici.

rispetto a quelli europei (-0,4). La regola della spesa risulterebbe rispettata sia nell'esercizio che nella media dei due anni.

È da rilevare che proprio il complessivo rispetto del percorso di aggiustamento verso l'Obiettivo di Medio Termine (MTO), il pareggio di bilancio in termini strutturali, ha portato la Commissione a concludere, nel rapporto ex art. 126(3) del 23 maggio scorso, che allo stato non vi erano elementi per aprire una procedura per deficit eccessivo, nonostante *prima facie* la regola del debito non risultasse rispettata in tale biennio.

Per il 2018 il saldo strutturale, nel preconsuntivo della Nota, è previsto pari a -0,9 per cento, in riduzione di 0,2 punti rispetto al precedente esercizio. A fronte del miglioramento di 0,5 previsto nei *bad times*, si determinerebbe quindi una deviazione di -0,3 punti. L'aggiustamento risulterebbe non sufficiente anche qualora si prendesse in considerazione il più contenuto miglioramento del saldo richiesto in sede comunitaria.

Si ricorda in merito che, in occasione dello scambio di lettere dello scorso anno dei Commissari europei con il Ministro dell'economia e della valutazione del Documento programmatico di bilancio (DPB) che prevedeva la revisione degli obiettivi per il 2018², la Commissione ha ritenuto adeguato, per l'anno in corso, un aggiustamento più contenuto, pari allo 0,3 per cento, peraltro "senza ulteriori margini di deviazione", invece dello 0,6 previsto dalla cd. matrice di flessibilità³, proprio per meglio bilanciare l'esigenza di rafforzare la crescita e la sostenibilità delle finanze pubbliche. Tale posizione è stata da ultimo ribadita in occasione della Raccomandazione sul DEF. Nella Nota si specifica che lo scostamento (-0,1) rispetto alla flessibilità accordata in base al suddetto margine di flessibilità non dipende da scelte di *policy*, ma principalmente dalla revisione dei dati.

Sulla base delle *Spring Forecast* lo scostamento risulta più accentuato (nessun miglioramento nell'anno rispetto allo 0,3 richiesto e -0,4 punti nel biennio) tale da evidenziare dunque, ad avviso della Commissione, il rischio di una deviazione significativa rispetto a quanto richiesto dal "braccio

² Nello scambio di lettere del periodo maggio-novembre del 2017 tra i Commissari europei e il Ministro dell'Economia italiano, e da ultimo con la valutazione del Documento programmatico di bilancio (C (2017) 8019 *final* del 22 novembre 2017) la Commissione prendeva atto della revisione degli obiettivi per il 2018, ricordando come nelle specifiche raccomandazioni del Consiglio (2017/C 261/11, 11 luglio 2017) sul Programma di stabilità si richiedeva all'Italia di conseguire nel 2018 "uno sforzo fiscale sostanziale". Si sottolineava inoltre che in base ai nuovi orientamenti comunitari (Nota del 28 giugno 2017), nel valutare l'eventuale scostamento rispetto all'aggiustamento richiesto, la Commissione avrebbe fatto uso di un certo margine di discrezionalità, alla luce del duplice obiettivo di sostenere la ripresa e assicurare la sostenibilità della finanza pubblica. Si ribadiva, infine, l'importanza di una rapida e completa attuazione del programma di riforme strutturali al fine di rafforzare l'economia italiana superando gli attuali squilibri, garantendo, anche per questa via, la riduzione dell'elevato rapporto debito/Pil.

³ Comunicazione della Commissione COM (2015) 12 *final* del 13/1/2013 *Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact*.

preventivo". Analoghe valutazioni valgono per il mancato rispetto della regola della spesa. La valutazione del 2018 è al momento rinviata alla primavera del prossimo anno quando saranno disponibili i dati a consuntivo.

Una deviazione più accentuata dal sentiero di convergenza è evidenziata dalla Nota di aggiornamento con riferimento al triennio di riferimento 2019-2021. Per il 2019 l'obiettivo di saldo del -2,4 per cento in termini nominali comporta un saldo strutturale pari a -1,7 per cento. Nel biennio successivo, nonostante la riduzione dell'indebitamento netto (-2,1 per cento nel 2020 e -1,8 nel 2021), il saldo strutturale si mantiene sul -1,7 per cento. Il pareggio, sia in termini nominali che strutturali, è quindi rinviato oltre l'ultimo anno dell'orizzonte di previsione.

In particolare, per il 2019 la revisione dell'obiettivo di indebitamento comporta un peggioramento di 0,8 punti del saldo strutturale.

Rispetto all'aggiustamento fiscale previsto dalla cd. matrice di flessibilità (0,6 per cento in condizioni cicliche "normali") si rileva quindi uno scostamento dell'1,4 cento rispetto alla soglia massima annuale dello 0,5 e dello 0,7 ove si prenda in considerazione la media sui due anni.

Secondo il Governo, una *stance* più restrittiva e in linea con i parametri europei non consentirebbe di rilanciare la domanda e, quindi, di migliorare le prospettive di crescita di medio periodo dell'economia italiana, ancora lontana dall'aver raggiunto la piena occupazione, diversamente da quanto evidenziato dalle stime del Pil potenziale elaborate secondo la metodologia ufficiale. Nella Nota si ribadisce al riguardo quanto già osservato nei precedenti Documenti programmatici circa l'inadeguatezza di tale metodologia a cogliere appieno la situazione economica del nostro Paese, in particolare in prossimità dei punti di svolta del ciclo.

Anche per il 2019, secondo le previsioni a politiche invariate della Commissione, vi è il rischio di una deviazione significativa, risultando un deficit nominale dell'1,7 per cento cui corrisponde un saldo strutturale pari a -2 per cento del Pil, in peggioramento di 0,3 punti rispetto all'esercizio precedente a fronte del miglioramento di 0,6 punti richiesto, come ribadito da ultimo nella raccomandazione sul DEF. Né in tale esercizio né in quello in corso risulta rispettata la regola del debito. Tali stime, come prima ricordato, sono a politiche invariate e non scontano l'aumento dell'IVA previsto (circa 0,7 punti), invece, a legislazione vigente. E, d'altro canto, non tengono conto dei nuovi obiettivi posti con la Nota. La Commissione, infatti, esprimerà le proprie valutazioni circa il rispetto dell'avvicinamento dell'Italia all'Obiettivo di Medio Termine sulla base delle prossime previsioni, le *Autumn Forecast* di novembre, e del Documento programmatico di Bilancio (DPB) 2019, che dovrà recare un'indicazione dettagliata delle misure oggetto della manovra di finanza pubblica, nonché di quelle adottate in ottemperanza alle specifiche raccomandazioni e i relativi risultati attesi.

Come si è detto, nel biennio successivo il saldo strutturale non presenta miglioramenti ma si attesta sul valore previsto per il 2019. La riduzione annua di 0,3 punti dell'indebitamento netto è infatti più che compensata dall'*output gap* che tende a chiudersi (-0,2 per cento a fine periodo), determinando una componente ciclica di bilancio negativa ma pari ad appena lo 0,3 per cento nel 2020 e allo 0,1 nel 2021 rispetto allo 0,7 per cento del 2019.

IL DEBITO

8.

Dopo essere cresciuto di ben 32 punti di Pil tra il 2007 e il 2014 (oltre 530 miliardi), a partire dal 2015 il rapporto debito/Pil ha registrato una timida discesa, passando dal 131,8 al 131,2 per cento. Secondo le valutazioni di preconsuntivo contenute nella Nota il lento processo di recupero sarebbe continuato nel 2018 (130,9 per cento). Tra il 2015 e l'anno in corso il debito è rimasto sostanzialmente stabile in Francia, intorno al 96 per cento, ed è sceso di 11 punti in Germania e di altrettanto nell'insieme dei Paesi che con l'Italia hanno condiviso, nel 2010-11, difficoltà di finanza pubblica (Spagna, Irlanda, Portogallo e Grecia).

In Italia, nel passato recente (e meno recente), anche per l'insorgere di esigenze impreviste e a carattere non permanente (come per esempio quelle connesse agli interventi nel settore bancario), il rapporto in questione non è stato mai ridotto nella misura inizialmente programmata; l'obiettivo per il 2018, posto per la prima volta con il DEF 2014, era pari al 120,4 per cento del Pil (2.155 miliardi in valore assoluto contro i 2.314 miliardi ora stimati); in definitiva, nell'ultimo quadriennio, in luogo di una discesa che in punto di regole europee avrebbe dovuto cifrarsi intorno ai 12/13 punti di prodotto, siamo stati in grado di assicurare un rientro misurabile in soli otto decimi di punto.

Per il triennio 2019-21, in coerenza con il complessivo riorientamento della politica di bilancio, la Nota ridisegna il percorso programmatico del debito pubblico e prospetta una dinamica del rapporto debito/Pil che, pur se in discesa, si discosta considerevolmente dai precedenti *Documenti* e da quanto richiesto dagli impegni europei. Secondo la Nota, nel quadro tendenziale il rapporto debito/Pil fletterebbe a velocità via via maggiore fino a raggiungere nel 2021 il 124,6 per cento (122 per cento nel DEF di aprile). La decisione di intervenire con misure di segno espansivo, ma finanziate principalmente in deficit,

comporta, nonostante la prevista maggiore crescita nominale e reale, un peggioramento della tendenza al rientro (126,7 per cento a fine periodo), con il risultato finale di una riduzione, tra il 2018 ed il 2021, pari a 4,2 punti di prodotto. Una tale flessione si gioverebbe per circa 5,1 punti del crescente avanzo primario e per 9 decimi di punto dell'eccezionale circostanza che dovrebbe vedere la crescita dell'economia superare l'onere medio sul debito; di contro, nel triennio considerato, si aggiungerebbero alla fonte primaria di incremento del debito (Grafico 4), ossia, il nuovo deficit, 1,8 punti per operazioni "sotto la linea" (circa 34 miliardi, dopo i 19 previsti per l'anno in corso).

Una più dettagliata scomposizione dell'apporto delle singole determinanti della citata variazione cumulata (crescita reale, inflazione, avanzo primario, onere da interessi, ecc.) evidenzia che ai sopramenzionati 4,2 punti di riduzione, contribuirebbero in senso favorevole la crescita reale del Pil (per 5,7 punti), l'inflazione espressa dal deflatore del Pil (per 6,5 punti) e l'avanzo primario (per 5,1 punti); eserciterebbero, di contro, una spinta al rialzo, il costo medio del debito (per 11,3 punti) e i fattori "sotto la linea" (somma algebrica di scarti di emissione, proventi di privatizzazioni, effetto del tasso di cambio sul debito in valuta, attività liquide del Tesoro presso la Banca d'Italia ed altre poste) con una spinta al rialzo pari a 1,8 punti.

I soprarichiamati 19 miliardi di fattori addizionali (1,1 punti di Pil) che nell'anno in corso si aggiungerebbero al nuovo deficit quale ulteriore fattore di crescita del debito, rappresentano un valore storicamente elevato. Secondo le informazioni fornite in aprile dal DEF una parte rilevante sarà costituita dagli effetti di scarto tra cassa e competenza (0,8 punti) mentre vi influiranno, con segno contrario, proventi da privatizzazioni pari allo 0,3 per cento del prodotto, un valore confermato dalla Nota anche per i prossimi anni. Dall'inizio dell'Unione monetaria al 2017, in Italia, i fattori addizionali (aggiustamento *stock-flussi*) hanno inciso mediamente sul debito per 0,35 punti di Pil all'anno, un valore che si confronta con gli 0,62 punti della Germania, gli 0,20 della Francia e gli 0,42 della Spagna. L'elevato valore medio della Germania sconta i forti esborsi per gli interventi sul sistema bancario, pari per esempio a ben 194 miliardi nel 2010. Al netto di tale effetto i tre maggiori Paesi appaiono sostanzialmente allineati in termini relativi.

9.

La traiettoria disegnata nel quadro programmatico della Nota non appare rassicurante. Secondo quanto riportato dallo stesso documento, il profilo di riduzione del rapporto debito/Pil non è in linea con la regola del debito, come del resto già avveniva nel quadro del DEF dello scorso aprile e come si è verificato, in misura minore, negli anni scorsi. Per quest'anno ed il prossimo, il quadro tendenziale se ne discosterebbe di 3,1 e 2,4 punti mentre quello programmatico di 4,2 e 3,9 punti (prendendo a riferimento il cosiddetto criterio *forward-looking*).

Dati gli scenari prospettati, si può valutare che anche laddove gli obiettivi posti per il 2021 in termini di avanzo primario, crescita e costo medio del debito fossero pienamente conseguiti e mantenuti negli anni successivi, la regola continuerebbe a non essere rispettata per un lunghissimo periodo. Inoltre, la discesa del rapporto debito/Pil sotto la soglia del 100 per cento avverrebbe dopo il 2032.

Diversamente dal passato, la Nota non ha presentato quest'anno un'analisi di sensitività degli scenari di base. Una valutazione basata sugli stessi approcci metodologici indicati dalla Commissione e generalmente utilizzati nei documenti programmatici ufficiali, spinge a ritenere come siano limitati i margini di sicurezza che circondano il profilo discendente del rapporto debito/Pil.

A titolo esemplificativo si può valutare che laddove lo scarto di crescita economica rispetto all'Area dell'euro non dovesse pressoché dimezzarsi, come programmato nella Nota, un conseguente mezzo punto di crescita annua in meno lungo il triennio 2019-2021 sarebbe sufficiente ad contrastare la pur lieve programmata riduzione del rapporto debito/Pil. Poi, il profilo discendente previsto per il triennio rischierebbe di invertirsi se l'evoluzione dei tassi di interesse fosse tale da implicare un pur modesto incremento del costo medio del debito su tutto il triennio.

Ma al di là dei possibili riflessi di eventuali scenari (su crescita del Pil e tassi di interesse) meno favorevoli, occorre tener conto che le analisi di carattere probabilistico legate all'incertezza che circonda ogni scenario di previsione segnalano come con la revisione al rialzo della traiettoria del rapporto debito/Pil siano cresciute le probabilità che già nel secondo anno di previsione si abbia una risalita del rapporto in luogo della programmata riduzione: tali probabilità, pari nel DEF di aprile al 17 per cento, si possono valutare ora comprese tra il 35 ed il 40 per cento.

Esercizi di sensitività sempre di carattere stocastico condotti sotto ipotesi più stringenti, e cioè che gli *shock* rilevati nella storia non abbiano media zero ma positiva (pesando quindi, prudenzialmente, di più il rischio di *shock* al rialzo che quello di *shock* al ribasso), indicano che la predetta probabilità di crescita (anziché di riduzione) del rapporto debito/Pil salirebbe ulteriormente rispetto ai valori più sopra indicati.

Non appare superfluo ribadire che il rapporto debito/Pil è un indicatore cruciale. Se è discutibile il ruolo che l'indebitamento può giocare nel breve termine, vi è consenso nel ritenere che nel lungo periodo la crescita del debito danneggia l'economia, mina la fiducia di famiglie e imprese e riduce gli investimenti, stante il permanente rischio di instabilità finanziaria. Anche di recente, e in questa stessa sede, la Corte ha rimarcato l'esigenza di cogliere le favorevoli circostanze macrofinanziarie di questa fase (costo medio del debito a livelli storicamente basso) per imprimere una spinta al lento processo di recupero ora in atto; è da auspicare che si possa presto essere nelle condizioni di accelerare sensibilmente lungo il percorso disegnato, tal che possano aprirsi concrete prospettive per più duraturi ed elevati livelli di crescita effettiva e potenziale; condizione essenziale per non esporre lo stesso risparmio delle famiglie italiane ai rischi dell'instabilità.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

10.

Nel valutare il quadro macroeconomico e di finanza pubblica di medio periodo offerto dal DEF 2018, che si limitava a descrivere proiezioni tendenziali in attesa che un nuovo Governo proponesse gli indirizzi programmatici da sottoporre al Parlamento, la Corte nell'aprile scorso aveva osservato come si trattasse di uno scenario che conteneva, allo stesso tempo, indicazioni favorevoli e rassicuranti, ma anche elementi critici che provenivano sia dal quadro internazionale che dall'emergere di nuove fragilità sulle tendenze, anche di medio-lungo periodo, dei nostri conti pubblici. Quadro che portava ad auspicare la necessità di programmare il futuro sulla base di scelte molto caute e di interventi di politica economica selettivi. E ciò anche alla luce degli scenari demografici che, in particolare in Italia, potrebbero comportare nel medio-lungo periodo un crescente assorbimento di risorse pubbliche per far fronte alle esigenze connesse all'invecchiamento della popolazione (per previdenza, assistenza e sanità) e del tasso di dipendenza degli anziani che crescerà nei prossimi anni in misura ragguardevole.

Le incertezze che caratterizzavano la congiuntura si sono tradotte nei mesi intercorsi in un peggioramento delle previsioni economiche internazionali. Il quadro macroeconomico ha confermato gli effetti di rallentamento che si paventavano conseguenti alla politica commerciale USA su dazi e restrizioni all'ingresso. Ciò ha comportato un rallentamento della domanda per le nostre esportazioni e un aumento del costo delle importazioni, nonché ripercussioni sul tasso di cambio a medio termine. Il definitivo annuncio del graduale esaurimento delle politiche monetarie accomodanti e le nuove tensioni sui tassi, soprattutto per il nostro Paese, hanno contribuito a tale peggioramento.

Con riguardo alla finanza pubblica, gli effetti degli andamenti macroeconomici e delle misure già contenute nella legislazione vigente determinerebbero, secondo la Nota, un peggioramento dei saldi di bilancio, sia in termini nominali che strutturali, e del rapporto debito/Pil. Un quadro su cui incide l'aumento della spesa per il servizio del debito. L'insuccesso che finora hanno segnato i tentativi di recuperare livelli più adeguati di investimenti pubblici (fattore importante per il sostegno della crescita economica) ha, tuttavia, consentito di contenere l'effetto peggiorativo dei saldi.

In questo quadro, oltre all'impegno finanziario che richiederà la sostituzione delle clausole di salvaguardia IVA, non va trascurato che il tendenziale continua a scontare un

profilo della spesa in riduzione nei principali comparti dei servizi: flette ancora la quota del prodotto destinata alla sanità e si restringe lo spazio riservato alle Amministrazioni locali per spesa non sanitaria, quella destinata ai servizi più vicini ai cittadini (trasporti locali, servizi alla persona, etc.). Nel valutare tali andamenti, già anticipati nel DEF dello scorso aprile, la Corte osservava come ciò rendesse necessario che la “revisione della spesa” fosse orientata verso una maggiore efficienza nella gestione delle risorse pubbliche, attraverso un attento *screening* della qualità dei servizi resi e una più penetrante capacità di misurazione dei risultati raggiunti dai diversi programmi. Ma anche che venissero adottate scelte selettive, in assenza delle quali vi era il rischio di un graduale spostamento della spesa verso quella a carico dei cittadini.

Il percorso programmatico delineato nella Nota si discosta in misura significativa dal sentiero di graduale rientro del disavanzo allora tracciato. Esso punta, invece, sugli effetti di stimolo alla crescita che nel nuovo quadro deriverebbero da un significativo aumento della spesa pubblica, volta non solo a imprimere una accelerazione agli interventi infrastrutturali, ma anche ad accrescere le risorse trasferite alle famiglie e a rivedere i meccanismi che regolano i tempi di accesso alla pensione.

Interventi a favore dei trattamenti previdenziali e delle politiche di assistenza che puntino al contrasto della povertà devono essere adottati senza mettere a rischio la sostenibilità finanziaria del sistema.

Da ciò deriva l’esigenza che questo avvenga sempre salvaguardando gli equilibri già conseguiti in singoli comparti e gestendo l’accesso alle prestazioni assistenziali in una logica di unitarietà, con un’attenta analisi e verifica della correlazione tra i servizi resi e le condizioni economiche e sociali complessive delle famiglie che li richiedono.

Anche sul fronte delle entrate, si ribadisce la necessità di una più strutturale rivisitazione del sistema impositivo per renderlo coerente con maggiore equità e con un più favorevole ambiente per la crescita. Il ripetersi di modalità di prelievo (sanatorie fiscali o mitigazioni del prelievo su limitate tipologie di soggetti) che, pur dettate dall’intento di riequilibrare e, ove possibile, alleggerire l’onere fiscale, può incidere sulla stessa percezione di equità fiscale o introdurre nuove distorsioni nelle scelte adottate nel mondo del lavoro.

Resta poi imprescindibile la necessità di ridurre, ed in prospettiva di rimuovere, l’inevitabile pressione che un elevato debito pubblico pone sui tassi di interesse e sulla complessiva stabilità finanziaria del Paese - dunque, in definitiva, sulle potenzialità di

crescita. Su questo fronte un indebolimento delle riforme che hanno contribuito ad una maggiore sostenibilità del nostro sistema non può non destare preoccupazione.

In conclusione, il tratto distintivo della Nota 2018 è l'abbandono della precedente impostazione, che tendeva a conciliare l'esigenza di un recupero di tassi di crescita economica più elevati con il mantenimento di condizioni di sicurezza nella gestione della finanza pubblica. Una scelta, quella assunta oggi, che si fonda, invece, sulla convinzione che l'accelerazione dei processi di riforma alla base del programma di Governo, possa tradursi in un vigoroso impulso alla crescita.

Con la legge costituzionale n. 1 del 2012 e, in attuazione di essa, con la "legge rinforzata" (legge n. 243/2012) il nostro Paese ha scelto di recepire a livello costituzionale le indicazioni della disciplina europea del *Fiscal Compact*, individuando l'obiettivo di medio termine nell'"equilibrio" di bilancio delle Amministrazioni pubbliche, misurato in termini di "saldo strutturale". Va, peraltro, ricordato, come già avvenuto in precedenti occasioni, che scostamenti temporanei dal percorso verso tale equilibrio possono essere ammessi solo in caso di "eventi eccezionali" che la legge "rinforzata" individua nelle tre fattispecie delle gravi recessioni economiche, delle crisi finanziarie e delle gravi calamità naturali. L'eventuale scostamento relativo al saldo di bilancio di uno specifico anno deve, poi, essere autorizzato dalle Camere a maggioranza assoluta con piano di rientro decorrente fin dall'esercizio successivo.

Il riferimento all'intero perimetro delle Amministrazioni pubbliche fa sì che la verifica sul rispetto del principio dell'equilibrio dei conti può essere effettuata, in sede preventiva, solo con riguardo ai documenti programmatici, come il DEF e la Nota di aggiornamento, che espongono per l'appunto i quadri di finanza pubblica relativi al Conto consolidato delle Amministrazioni pubbliche e ai conti dei principali sottosettori che lo compongono (Amministrazioni centrali, Amministrazioni locali ed Enti di previdenza). A consuntivo, invece, tali conti, elaborati dall'ISTAT, sono presentati dal Governo all'Unione europea. La Nota 2018, mentre assume, dopo la forte accelerazione decisa per il 2019, un profilo di graduale riduzione dell'indebitamento nominale, presenta un quadro programmatico che, con riguardo al "saldo strutturale", collocherebbe l'Italia in una posizione non coerente con l'Obiettivo di Medio Termine concordato in sede europea. La deviazione è particolarmente ampia per il 2019: ad un miglioramento richiesto dello 0,6 per cento del

Pil si contrappone un peggioramento previsto dello 0,8 per cento (con una differenza, dunque, di 1,4 punti). Né il recupero del sentiero di convergenza è programmato per i due anni successivi, quando invece il saldo strutturale si confermerebbe sul livello del 2019. Va considerato, poi, che la stima che la stessa Nota propone della “componente ciclica” del saldo di bilancio appare più elevata rispetto ad altre valutazioni effettuate per lo stesso aggregato; ne emerge uno scenario programmatico dai margini molto ristretti, come rilevato dallo stesso quadro previsionale contenuto nella Nota.

Infine, la Corte sottolinea ancora una volta l’importanza che la manovra dia il segnale che si intende procedere con decisione verso più solide condizioni di crescita, migliorando la qualità della spesa, portando a compimento le riforme avviate e affrontando le ragioni della bassa crescita del Pil potenziale in Italia. Una valutazione più completa potrà essere espressa quando saranno noti i contenuti effettivi degli interventi proposti.

Tuttavia, sulla realizzabilità degli effetti positivi associati al quadro previsionale pesa, la circostanza che una quota assai significativa degli incrementi di spesa assume la forma di trasferimenti alle famiglie, componente che presenta bassi valori dei moltiplicatori.

E’ essenziale che fin da ora sia chiara la irrinunciabilità di interventi di razionalizzazione della spesa pubblica per liberare risorse in grado di riqualificarla: sostenendo progetti di investimento, puntando al miglioramento dell’efficienza della Pubblica amministrazione, realizzando sistemi e livelli di istruzione e formazione all’altezza dei nostri *partner*, nonché sostenendo con politiche attive del lavoro la ricerca di occupazione dei giovani ma contando su strutture adeguate da costruire e da cui non si può prescindere.

Un’esigenza resa più forte anche dalla circostanza che già in fase di programmazione, i margini per garantire un percorso di seppur lenta riduzione del debito risultano molto contenuti, ponendo il Paese su un crinale particolarmente stretto. A fronte delle inevitabili incertezze connaturate a qualsivoglia quadro previsivo, va posta particolare attenzione ai contenuti margini di sicurezza rispetto ad uno scenario di possibile risalita del rapporto debito/Pil. E questo rappresenta un rischio, al di là del mancato rispetto della regola del *Fiscal Compact*.

TAVOLE E GRAFICI

Tabella 1

Principali variabili macroeconomiche: quadro tendenziale

	Istat 2017	NADEF 2018 (settembre 2018)			
		2018	2019	2020	2021
Esogene internazionali					
Commercio mondiale	5	3,9	3,9	3,8	3,7
Prezzo del petrolio (\$)	54,2	72,6	73,8	70,7	67,9
Cambio dollaro/euro (unità)	1,130	1,185	1,159	1,159	1,159
Macro Italia (volumi)					
Pil reale	1,6	1,2	0,9	1,1	1,1
Importazioni	5,2	1,7	2,6	2,9	3,5
Consumi famiglie	1,5	1,1	0,7	0,8	1,1
Investimenti	4,3	4,4	2,2	1,5	1,6
Esportazioni	5,7	0,4	2,7	3,4	3,6
Deflatore Pil	0,5	1,3	1,8	1,7	1,5
Pil nominale	2,1	2,5	2,7	2,8	2,6
Occupazione (ula)	0,9	0,7	0,6	0,7	0,8
(var percentuali)	Istat	DEF 2018 (aprile 2018)			
	2017	2018	2019	2020	2021
Esogene internazionali					
Commercio mondiale	4,7	4,9	4,4	3,9	3,7
Prezzo del petrolio (\$)	54,2	65	61,2	58,4	57
Cambio dollaro/euro (unità)	1,13	1,232	1,233	1,233	1,233
Macro Italia (volumi)					
Pil reale	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2
Importazioni	5,3	5,4	4	3,4	3,5
Consumi famiglie	1,4	1,4	1	0,9	1,2
Investimenti	3,8	4,1	2,8	2,4	1,7
Esportazioni	5,4	5,2	4,2	3,9	3,2
Deflatore Pil	0,6	1,3	1,8	1,7	1,5
Pil nominale	2,1	2,9	3,2	3,1	2,7
Occupazione (ula)	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9
	Istat	Differenze NADEF 2018 - DEF 2018			
	2017	2018	2019	2020	2021
Esogene internazionali					
Commercio mondiale	0,3	-1	-0,5	-0,1	0
Prezzo del petrolio (\$)	0	7,6	12,6	12,3	10,9
Cambio dollaro/euro (unità)	0	-0,047	-0,074	-0,074	-0,074
Macro Italia (volumi)					
Pil reale	0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-0,1
Importazioni	-0,1	-3,7	-1,4	-0,5	0
Consumi famiglie	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1
Investimenti	0,5	0,3	-0,6	-0,9	-0,1
Esportazioni	0,3	-4,8	-1,5	-0,5	0,4
Deflatore Pil	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pil nominale	0,0	-0,4	-0,5	-0,3	-0,1
Occupazione (ula)	0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1

Fonte: elaborazioni Corte dei conti su dati MEF

Tabella 1 bis

	Istat 2017	NADEF 2018 (settembre 2018)			
		2018	2019	2020	2021
<i>Esogene internazionali</i>					
Commercio mondiale	5	3,9	3,9	3,8	3,7
Prezzo del petrolio (\$)	54,2	72,6	73,8	70,7	67,9
Cambio dollaro/euro (unità)	1,13	1,185	1,159	1,159	1,159
<i>Macro Italia (volumi)</i>					
Pil reale	1,6	1,2	1,5	1,6	1,4
Importazioni	5,2	1,7	3	3,8	4
Consumi famiglie	1,5	1,1	1,3	1,3	1,2
Investimenti	4	4,4	3,7	3,2	2,8
Esportazioni	5,7	0,4	2,6	3,4	3,6
Deflatore Pil	0,5	1,3	1,6	1,9	1,7
Pil nominale	2,1	2,5	3,1	3,5	3,1
Occupazione (ula)	0,9	0,7	0,9	1,2	1,1
(var percentuali)	Istat	NADEF 2017 (settembre 2017)			
	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Esogene internazionali</i>					
Commercio mondiale	4,7	3,9	4	3,7	...
Prezzo del petrolio (\$)	51,4	52,2	52,8	53,6	...
Cambio dollaro/euro (unità)	1,132	1,186	1,186	1,186	...
<i>Macro Italia (volumi)</i>					
Pil reale	1,5	1,5	1,5	1,3	...
Importazioni	5,5	4,1	3,9	3,3	...
Consumi famiglie	1,4	1,4	1,3	1	...
Investimenti	3,1	3,3	3,0	2,3	...
Esportazioni	4,8	3,6	3,7	3,7	...
Deflatore Pil	0,6	1,6	1,9	2,1	...
Pil nominale	2,1	3,1	3,4	3,4	...
Occupazione (ula)	1,0	0,9	1,1	0,9	...
	Istat	Differenze NADEF 2018 - NADEF 2017			
	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Esogene internazionali</i>					
Commercio mondiale	0,3	0	-0,1	0,1	...
Prezzo del petrolio (\$)	2,8	20,4	21	17,1	...
Cambio dollaro/euro (unità)	-0,002	-0,001	-0,027	-0,027	...
<i>Macro Italia (volumi)</i>					
Pil reale	0,1	-0,3	0	0,3	...
Importazioni	-0,3	-2,4	-0,9	0,5	...
Consumi famiglie	0,1	-0,3	0	0,3	...
Investimenti	0,9	1,1	0,7	0,9	...
Esportazioni	0,9	-3,2	-1,1	-0,3	...
Deflatore Pil	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	...
Pil nominale	0	-0,6	-0,3	0,1	...
Occupazione (ula)	-0,1	-0,2	-0,2	0,3	...

Fonte: elaborazioni Corte dei conti su dati MEF

Tabella 3 - Conto economico delle amministrazioni pubbliche. Quadro tendenziale.

	in percentuale del Pil					variazione sull'anno precedente														
	Nota 2018					Nota 2018														
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021										
SPESE																				
Redditi da lavoro dipendente	9,5	9,6	9,4	9,1	8,8	9,6	9,7	9,3	9,0	8,8	0,2	3,5	0,1	-0,3	-0,4	0,0	4,3	-0,8	-0,3	0,1
Consumi intermedi	8,1	8,1	8,0	7,8	7,7	8,2	8,0	7,8	7,7	7,6	2,5	2,2	0,7	1,2	1,2	3,7	1,0	0,7	1,2	1,6
Prestazioni sociali in denaro	19,8	19,8	19,7	19,7	19,7	19,9	19,9	19,7	19,6	19,6	1,5	2,5	2,3	2,8	2,4	1,4	2,5	2,3	2,7	2,4
Pensioni	15,3	15,2	15,1	15,2	15,2	15,4	15,3	15,1	15,1	15,1	...	2,1	2,0	3,2	3,0	1,1	2,1	2,0	3,1	2,9
Altre prestazioni sociali	4,5	4,6	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	4,6	4,5	4,4	...	3,6	3,1	1,7	0,7	2,2	3,9	3,2	1,4	0,7
Altre spese correnti	3,6	3,7	3,7	3,6	3,5	3,6	3,6	3,7	3,6	3,5	-8,2	3,7	3,8	-0,3	1,0	-9,1	3,8	4,0	-0,3	1,0
Totale spese correnti netto interessi	41,1	41,2	40,7	40,2	39,7	41,3	41,2	40,5	39,9	39,5	0,4	2,8	1,6	1,5	1,4	0,5	2,7	1,4	1,5	1,6
Interessi passivi	3,8	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	3,5	3,5	3,5	3,5	-1,2	-1,6	2,4	5,0	5,2	-1,3	-4,7	0,7	3,9	4,3
Totale spese correnti	44,9	44,8	44,4	43,9	43,6	45,1	44,7	44,0	43,4	43,0	0,3	2,4	1,7	1,8	1,8	0,3	2,1	1,4	1,7	1,8
Investimenti fissi lordi	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	-5,3	-2,2	5,4	7,5	4,0	-5,6	2,5	5,8	5,5	3,9
Contributi agli investimenti	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	-1,2	-0,2	5,6	-13,6	-11,0	-5,8	4,4	4,1	-13,7	-11,1
Altre spese in c/capitale	1,1	0,5	0,4	0,4	0,3	1,1	0,5	0,5	0,4	0,3	151,7	-53,5	-10,4	-11,3	-13,1	143,7	-51,4	-3,7	-18,5	-13,1
Totale spese in conto capitale	3,9	3,2	3,2	3,1	2,9	3,8	3,3	3,3	3,1	3,0	16,6	-16,6	2,9	-0,5	-1,4	14,2	-12,4	3,9	-2,7	-1,4
Totale spese al netto interessi	44,9	44,3	43,9	43,3	42,7	45,1	44,5	43,8	43,0	42,4	1,7	1,1	1,7	1,3	1,2	1,5	1,5	1,6	1,2	1,4
Totale spese finali	48,7	48,0	47,5	47,0	46,5	48,9	48,0	47,2	46,5	46,0	1,4	0,9	1,7	1,6	1,6	1,3	1,0	1,5	1,4	1,6
di cui spesa sanitaria	6,6	6,6	6,5	6,4	6,4	6,6	6,6	6,4	6,3	6,3	1,1	2,4	0,8	1,9	2,0	1,1	2,0	0,5	1,9	2,0
ENTRATE																				
Tributarie	29,1	28,6	28,9	29,1	29,0	29,3	28,9	29,1	29,3	29,2	1,4	0,6	3,8	3,6	2,1	1,4	1,5	4,1	3,6	2,3
Imposte dirette	14,5	14,1	13,8	13,8	13,8	14,6	14,4	14,0	14,0	14,0	1,1	-0,2	0,7	2,3	2,4	1,1	1,2	0,9	2,4	2,7
Imposte indirette	14,5	14,4	15,0	15,3	15,1	14,6	14,5	15,0	15,3	15,2	2,9	1,9	7,1	4,7	1,9	3,0	2,2	7,2	4,8	1,9
Imposte in c/capitale	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-56,7	-41,1	-24,5	1,1	1,1	-58,0	-61,1	1,3	1,3	1,1
Contributi sociali	13,1	13,3	13,3	13,2	13,1	13,2	13,4	13,3	13,2	13,1	2,3	4,1	3,1	1,7	1,9	2,1	4,3	3,0	2,0	2,3
Contributi sociali effettivi	12,9	13,1	13,1	13,0	12,9	12,9	13,1	13,1	13,0	12,9	2,3	4,2	3,2	1,7	1,9	2,2	4,4	3,0	2,0	2,3
Contributi sociali figurativi	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,5	-1,2	2,0	2,0	1,7	0,8	-0,4	2,0	2,0	1,7
Altre entrate correnti	4,0	4,1	3,9	3,8	3,7	4,0	4,0	3,8	3,7	3,7	1,1	4,8	-3,1	0,7	0,8	-1,4	3,2	-1,3	1,0	0,8
Totale entrate correnti	46,1	45,9	46,1	46,1	45,8	46,3	46,2	46,2	46,2	45,9	2,0	2,1	3,1	2,8	1,9	1,8	2,6	3,3	2,9	2,2
Entrate in conto capitale non tributarie	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	81,1	9,5	14,5	11,9	0,2	77,8	21,2	3,5	11,9	0,2
Totale entrate	46,4	46,2	46,3	46,3	46,0	46,6	46,4	46,5	46,4	46,2	1,8	2,0	3,0	2,8	1,9	1,5	2,5	3,3	3,0	2,2
Prestazione fiscale	42,2	41,9	42,2	42,3	42,1	42,5	42,2	42,5	42,5	42,3										
Saldo primario	1,4	1,8	2,4	3,0	3,3	1,5	1,9	2,7	3,4	3,7										
Saldo di parte corrente	1,2	1,1	1,7	2,1	2,2	1,2	1,4	2,3	2,8	2,9										
Indebitamento netto	-2,4	-1,8	-1,2	-0,7	-0,5	-2,3	-1,6	-0,8	0,0	0,2										
Pil nominale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	2,1	2,5	2,7	2,8	2,6	2,1	2,9	3,2	3,1	2,7

Tabella 4 - I saldi strutturali (% di Pil)

	2017			2018			2019			2020			2021	
	Nota	DEF	COM	Nota	DEF	COM	Nota progr	DEF tend	COM	Nota progr	DEF tend	COM	Nota progr	DEF tend
	2018	2018	SF18	2018	2018	SF18	2018	2018	SF18	2018	2018	SF18	2018	2018
Indebitamento netto	-2,4	-2,3	-2,3	-1,8	-1,6	-1,7	-2,4	-0,8	-1,7	-2,1	0,0	-1,7	-1,8	0,2
Output gap (% Pil potenziale)	-2,3	-2,2	-1,2	-1,9	-1,3	-0,1	-1,2	-0,6	0,5	-0,6	-0,2	0,5	-0,2	0,2
Componente ciclica (% Pil potenziale)	-1,3	-1,2	-0,6	-1	-0,7	-0,1	-0,7	-0,4	0,3	-0,3	-0,1	0,3	-0,1	0,1
Indebitamento aggiustato per c.c.	-1,1	-1,1	-1,7	-0,8	-0,9	-1,6	-1,8	-0,4	-2,0	-1,8	0,1	-2,0	-1,7	0,1
Misure una tantum, di cui	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
entrate	0,5	0,5	n.d.	0,2	0,2	n.d.	0,1	0,1	n.d.	0,0	0,0	n.d.	0,0	0,0
spese	-0,5	-0,5	n.d.	-0,1	-0,1	n.d.	-0,2	-0,1	n.d.	-0,1	-0,1	n.d.	-0,1	0,0
Saldo strutturale (% Pil potenziale)	-1,1	-1,1	-1,7	-0,9	-1,0	-1,7	-1,7	-0,4	-2,0	-1,7	0,1	-2,0	-1,7	0,1
Variazione saldo strutturale*	-0,2	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,0	-0,8	0,6	-0,3	0,0	0,5	-0,3	0,0	0
Avanzo primario	1,4	1,5	1,5	1,8	1,9	1,9	1,3	2,7	1,7	1,7	3,4	1,7	2,1	3,7
Avanzo primario strutturale (% Pil pot.)	2,7	2,7	2,1	2,7	2,6	1,9	2,0	3,1	1,5	2,1	3,6	2,2	2,2	3,6

Fonte: Elaborazioni Corte dei conti su dati MEF, Nota aggiornata DEF 2018 (quadro programmatico) e DEF 2018 (quadro tendenziale a l.v.); Commissione Ue, Spring Forecast 2018, Rapporto ex Articolo 126(3) del Trattato COM(2018) 428 final, del 23 maggio 2018, Assessment of the 2018 Stability Programme for Italy (Note prepared by DG ECFIN staff) del 23 maggio 2018

* il segno "-" indica un peggioramento del saldo strutturale

Mancate quadrature nella tavola sono dovute ad arrotondamenti

Tabella 5 - Il percorso di aggiustamento verso MTO

	Nota aggiornamento DEF 2018 (quadro programmatico)					Commissione europea		
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019
	<i>bad times</i> -3 ≤ OG < -1,5	<i>bad times</i> -3 ≤ OG < -1,5	<i>normal times</i> -1,5 ≤ OG < 1,5	<i>normal times</i> -1,5 ≤ OG < 1,5	<i>normal times</i> -1,5 ≤ OG < 1,5	<i>normal times</i> -1,5 ≤ OG < -1,5	<i>normal times</i> -1,5 ≤ OG < 1,5	<i>normal times</i> -1,5 ≤ OG < 1,5
aggiustamento fiscale richiesto considerando le condizioni cicliche ("+" indica miglioramento saldo)	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
flessibilità accordata *	-0,35	-0,3	0	0	0	-0,35	-0,3	0
aggiustamento fiscale richiesto tenuto conto della flessibilità ex-	0,15	0,3	0,6	0,6	0,6	0,25	0,3	0,6
variazione (su 1 anno) del saldo strutturale di bilancio	-0,2	0,2	-0,8	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,3
deviazione su 1 anno rispetto alla correzione richiesta <0,5	-0,35	-0,1	-1,4	-0,6	-0,6	-0,5	-0,3	-0,9
deviazione su due anni rispetto alla correzione richiesta <0,25	-0,27	-0,22	-0,74	-1,0	-0,6	-0,4	-0,4	-0,6

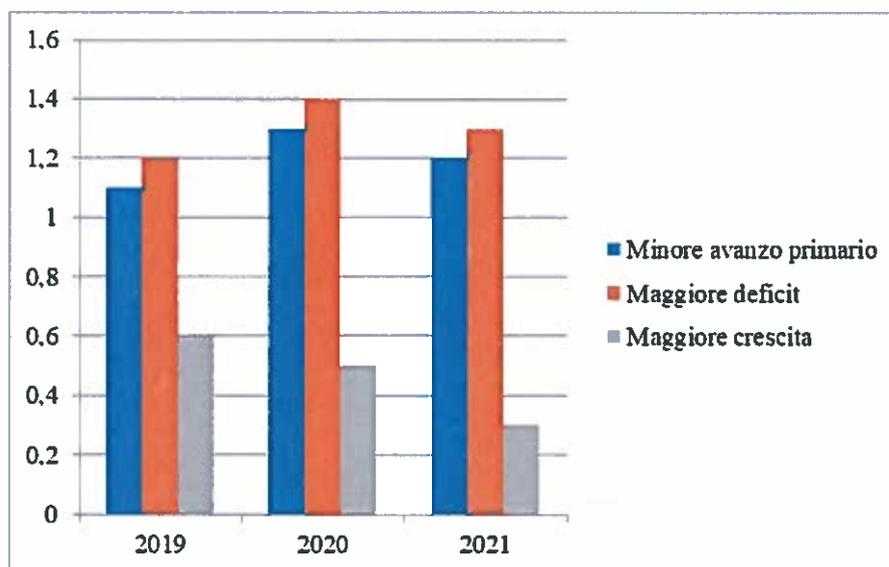
Mancate quadrature nella tavola sono dovute ad arrotondamenti

*La flessibilità accordata, in termini di peggioramento del saldo, è pari nel 2017 a -0,35%, di cui 0,16 per i rifugiati e 0,19 per eventi sismici. Per il 2018 è stato richiesto dalla Commissione Uc (v. *Commission Opinion on the Draft Budgetary Plan of Italy C(2017)8019 final* del 22 novembre 2017) un aggiustamento non inferiore allo 0,3% del Pil senza ulteriori margini di deviazione nell'anno.

Fonte: elaborazione della Corte dei conti sui dati della Nota di aggiornamento DEF 2018 (quadro programmatico) e della Commissione europea, *Spring Forecast 2018* e *Rapporto ex Articolo 126(3) del Trattato COM(2018) 428 final*, del 23 maggio 2018

Grafico 1

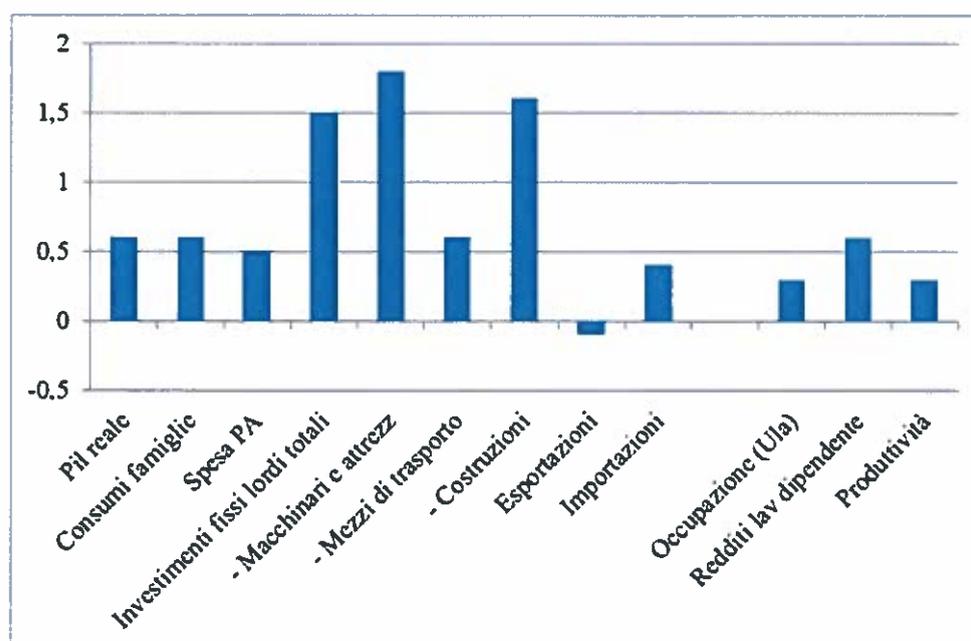
Deficit e crescita: scarti rispetto al quadro tendenziale (2019-2021; punti % di Pil)



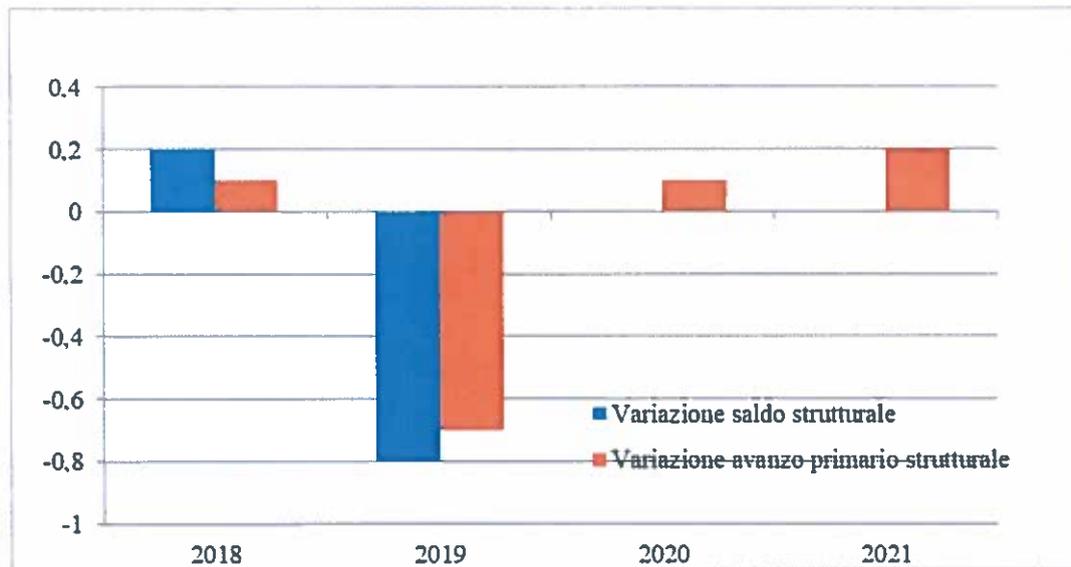
Fonte: elaborazioni Corte dei conti su dati NadeF 2018

Grafico 2

Effetti della manovra 2019 sulle principali variabili macroeconomiche (Programmatico-Tendenziale; differenze nei tassi di crescita %)

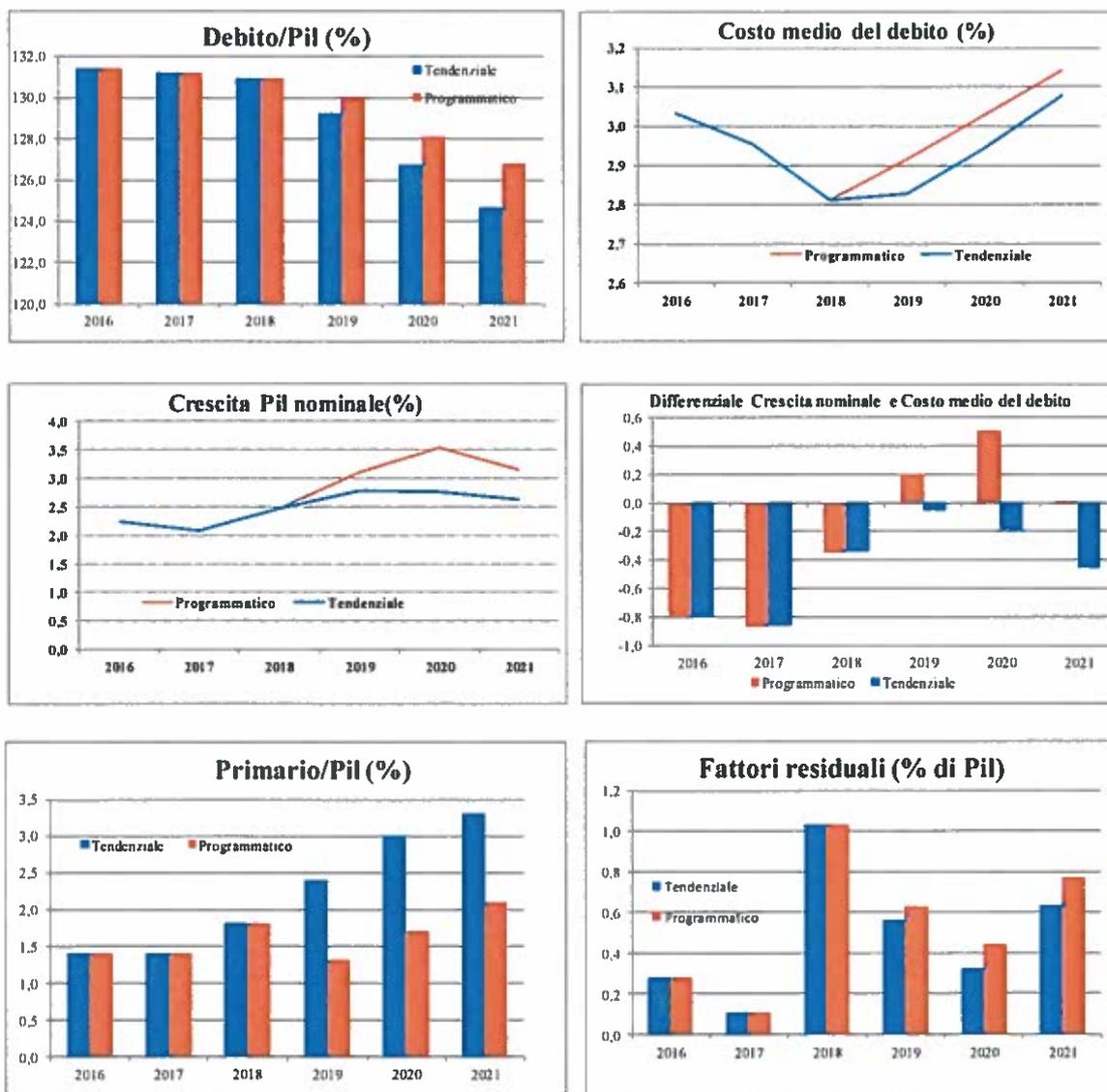


Fonte: elaborazioni Corte dei conti su dati NadeF 2018

**Indicatori di Fiscal Stance
(punti % di Pil)**

Fonte: elaborazioni Corte dei conti su dati NadeF 2018

**Rapporto debito/Pil e determinanti della variazione annua:
quadro tendenziale vs quadro programmatico**



Fonte: elaborazioni Corte dei conti su dati NadeF 2018

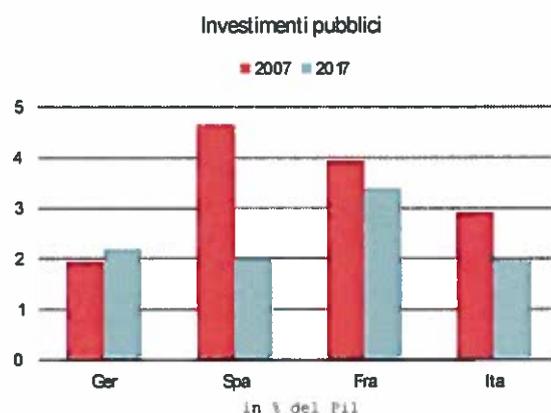
RIQUADRI

Riquadro 1 - Variazioni degli investimenti pubblici e crescita economica

Introduzione

I dati degli ultimi anni hanno evidenziato nella maggior parte delle economie una perdita di peso relativo degli investimenti pubblici.

In generale, pur nella varietà delle esperienze nazionali, tale andamento è parso rispecchiare soprattutto le esigenze della politica fiscale nel periodo successivo alla crisi. Date le conseguenze sulle entrate pubbliche derivanti dal rallentamento dell'attività economica, i Governi hanno dovuto adottare politiche di contenimento della spesa. Gli effetti sugli investimenti sono stati particolarmente marcati proprio perché si tratta di una delle voci di spesa più semplici da ridimensionare, soprattutto rispetto ai trasferimenti e ai salari dei dipendenti.

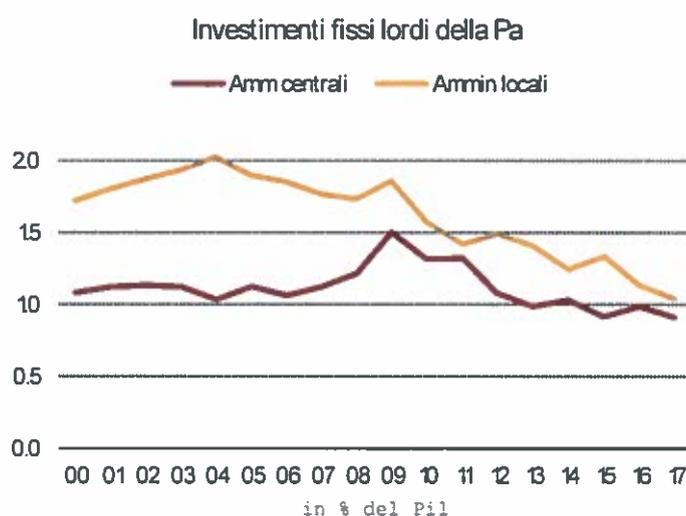
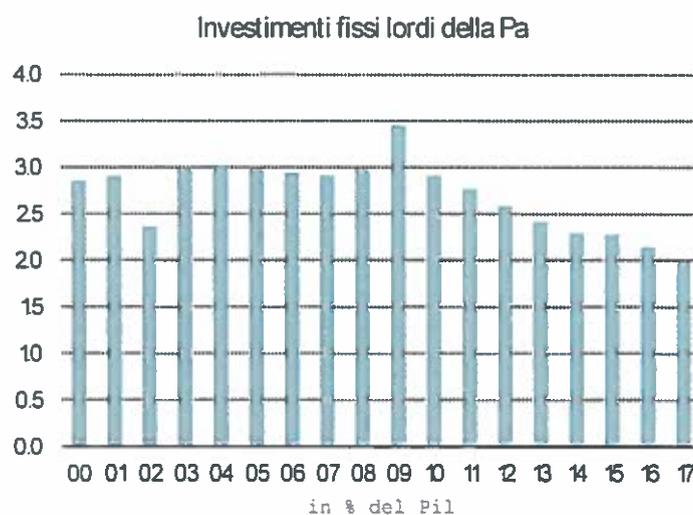


Questo andamento è stato oggetto di ampie critiche. Difatti, si ritiene che misure di politica fiscale che tendono a comprimere la domanda, adottate in una fase ciclica sfavorevole, possano concorrere a peggiorare ulteriormente l'andamento del ciclo.

Inoltre, la maggiore elasticità del Pil rispetto alle variazioni degli investimenti induce a ritenere che l'effetto restrittivo delle politiche adottate nel corso degli ultimi anni possa avere avuto conseguenze avverse sulla crescita più pronunciate rispetto a quelle che sarebbero derivate da una composizione differente degli interventi di contenimento della spesa, meno concentrata sulla riduzione degli investimenti pubblici.

Nel caso italiano la contrazione degli investimenti ha caratterizzato soprattutto la finanza locale. Gli Enti locali si sono ritrovati a dovere soddisfare vincoli sempre più stringenti dal lato degli obiettivi sui saldi, a fronte di misure di contenimento del rispettivo grado di autonomia tributaria, oltre che dei trasferimenti ad essi erogati.

Ne è derivata quindi una pressione al ribasso sugli investimenti. Peraltro, recenti misure finalizzate ad allentare gli obiettivi sui saldi assegnati agli enti locali non sembrano avere sortito esiti positivi.



Nel corso degli ultimi mesi, anche su sollecitazione del Ministro dell'economia e delle finanze che è ritornato sul tema, si è quindi nuovamente aperto il dibattito sulla necessità di un rilancio degli investimenti pubblici in Italia per sostenere la ripresa.

In particolare, si ritiene che l'aumento degli investimenti possa giocare un ruolo importante nel favorire l'uscita dell'economia dalla fase di crescita modesta affermata negli ultimi anni.

Il tema è quello dei cosiddetti "moltiplicatori fiscali", ovvero degli effetti sul Pil che derivano nel breve periodo da variazioni della spesa pubblica o delle imposte, e in particolar modo del valore di tali moltiplicatori nel caso di variazioni della spesa per investimenti pubblici.

Politiche di stabilizzazione in Europa dopo la grande crisi

Il tema delle politiche di stabilizzazione è tornato in auge nel dibattito internazionale nel

corso degli anni della crisi. È noto che dopo il 2008 i paesi occidentali hanno registrato la più ampia contrazione della domanda aggregata dai tempi della crisi del 1929.

Nella maggiore parte delle economie avanzate, la crisi del 2008-2009 è stata affrontata dal punto di vista delle politiche di bilancio lasciando che operassero gli “stabilizzatori automatici”, ovvero accettando che i bilanci peggiorassero in virtù degli effetti della congiuntura economica. Solo in alcuni casi erano state adottate anche politiche discrezionali di segno espansivo.

La recessione si è però rivelata più intensa del previsto, e lo stesso quindi era accaduto anche al deterioramento dei saldi di bilancio.

In teoria, un peggioramento dei saldi legato a fattori di carattere ciclico dovrebbe venire assorbito nel corso della successiva fase di ripresa, man mano che l’economia si riporta in prossimità del potenziale, e l’output gap formatosi nel corso della crisi viene riassorbito.

Gli anni della ripresa successiva al 2009 non hanno però evidenziato un recupero dei livelli di attività di intensità analoga alla caduta degli anni della crisi. Si è quindi affacciata una lettura della fase attraversata dall’economia mondiale che sposava l’ipotesi di un deciso rallentamento, e in alcuni casi una contrazione, del prodotto potenziale.

Valendo questa chiave di lettura, la crisi del 2008-2009 veniva interpretata in parte come una riduzione strutturale del prodotto. Ma se la caduta del prodotto è strutturale, allora anche il deterioramento del saldo di bilancio è strutturale, ovvero non destinato a essere riassorbito con la ripresa. Secondo questa interpretazione, quindi, le politiche devono intervenire con misure di carattere restrittivo per correggere la dimensione del disavanzo formatosi nel corso della crisi.

Nel periodo 2012-13 questa impostazione è stata adottata nei paesi dell’area euro anche sotto le pressioni innescate dal deterioramento delle aspettative dei mercati finanziari, e in diversi paesi vengono adottate misure di politica fiscale di segno restrittivo.

Il dibattito di quegli anni aveva messo in luce diversi aspetti. Uno di questi era relativo all’effetto delle politiche di bilancio sulla domanda aggregata e quindi sui livelli di attività economica. In particolare, il tema era quello degli effetti restrittivi di politiche di bilancio adottate in contemporanea durante la recessione da diversi paesi, contrapposto a quello degli effetti espansivi delle politiche di correzione fiscale legati ai cambiamenti delle aspettative, e quindi della propensione alla spesa delle famiglie e sul premio al rischio richiesto dagli investitori.

Negli anni successivi, come noto, la congiuntura europea si è fortemente deteriorata, e i paesi che hanno realizzato le maggiori correzioni fiscali hanno dovuto subire un secondo passaggio recessivo. Non è immediato stabilire quanto di tale seconda recessione sia dipeso dalle politiche fiscali, anziché dagli effetti indotti dalla crisi finanziaria di quel periodo, con un forte aumento degli *spread* sui tassi d’interesse pagati soprattutto dai paesi della periferia, oltre che all’impatto di breve delle aspettative, dato il clima di generale incertezza prodottosi in quel periodo.

D’altra parte, anche la fase di successiva ripresa, avviatasi dal 2013, è sembrata riflettere miglioramenti su tutti e tre i versanti menzionati. In particolare, al passaggio verso politiche di bilancio neutrali si è anche associata una politica monetaria più favorevole ai paesi in crisi; in questo caso lo spartiacque è definito dal discorso del “*whatever it takes*” del Presidente della BCE nel luglio 2012.

È a partire da questo periodo che si riapre il dibattito sulle politiche di bilancio, e in

particolare sul tema degli effetti della politica fiscale rispetto ai livelli di attività economica. Il tema è quello dei “moltiplicatori fiscali”, ovvero gli impatti che variazioni delle voci del bilancio pubblico esercitano sui livelli della domanda aggregata. Dal punto di vista della politica economica, questo rileva soprattutto ai fini delle politiche di stabilizzazione del ciclo.

Fra i diversi contributi, nel dibattito ha ricevuto particolare attenzione l’analisi del Fondo monetario internazionale⁴ che attribuiva gli errori nelle previsioni relative all’andamento delle economie avanzate nel corso della crisi alla sottostima dei moltiplicatori fiscali.

Le politiche economiche dell’ultimo decennio sono state quindi oggetto di critiche proprio perché, come abbiamo visto, in una fase di rallentamento dell’economia si sono adottate misure di contrazione della spesa pubblica, e in particolare degli investimenti pubblici, le cui conseguenze sono andate nella direzione di aggravare la già difficile congiuntura delle economie dell’area euro, e di quella italiana in particolare.

Il dibattito sul tema del valore dei “moltiplicatori fiscali” ha evidenti implicazioni per le politiche economiche. In particolare, se si ritiene che i moltiplicatori fiscali siano relativamente elevati, paesi come l’Italia, che devono ancora completare la fase di consolidamento verso l’obiettivo del pareggio di bilancio, dovrebbero cercare di diluire temporalmente tale percorso. Inoltre, ne derivano anche argomentazioni a favore dell’utilizzo di politiche di rilancio della domanda attraverso le componenti che presentano valori dei moltiplicatori più elevati, come per gli investimenti pubblici.

Uno dei problemi che caratterizzano la quantificazione dei moltiplicatori fiscali, però, è che non vi è un consenso sul rispettivo valore. Le diverse analisi sul tema propongono quantificazioni anche molto diverse. Questo riflette anche il fatto che, vi sono crescenti evidenze a favore del fatto che i moltiplicatori sono diversi a seconda delle voci di bilancio che vengono fatte variare; inoltre, essi assumono valori diversi nel corso del tempo e a seconda dei paesi che adottano determinate misure e della fase ciclica.

Fattori che modificano il valore dei moltiplicatori fiscali

I livelli dei moltiplicatori fiscali possono risultare ex post differenti a seconda delle condizioni dell’economia.

Un primo aspetto è relativo al posizionamento ciclico dell’economia, ovvero alla **dimensione dell’output gap**. Variazioni della politica di bilancio che comportano una traslazione della curva di domanda aggregata, possono dare luogo o meno a corrispondenti variazioni del livello dei prezzi a seconda della distanza del prodotto dal potenziale. Si può intuitivamente descrivere tale condizione attraverso un tratto in cui la curva di offerta aggregata di breve periodo è molto elastica o, in maniera equivalente, attraverso una curva di Phillips appiattita in prossimità di tassi d’inflazione molto bassi.

Un secondo aspetto riguarda la **coerenza fra fase del ciclo economico e segno della politica di bilancio**. Ad esempio, il moltiplicatore sarebbe massimo per politiche fiscali restrittive in recessione e minimo per politiche espansive adottate in prossimità del picco del ciclo.

Un terzo tema è quello dell’**interazione fra la politica fiscale e la politica monetaria**.

⁴ Blanchard O. Leigh D. (2013) Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, American Economic Review Papers and Proceedings, Vol. 103(3).

In genere, una politica fiscale restrittiva è attenuata dal fatto che ad essa corrisponde una riduzione dei tassi d'interesse (e viceversa nel caso di politiche espansive). In particolare, il moltiplicatore risulta tanto più basso quanto più la stretta fiscale si traduce in una riduzione del livello dei tassi d'interesse. Evidentemente, l'effetto della politica di bilancio sul reddito è massimo quando il sistema si trova in condizioni di "trappola delle liquidità". Questo è il caso ad esempio quando il livello dei tassi d'interesse non può scendere al di sotto della soglia minima (*zero lower bound*).

Su questo punto, un aspetto da considerare è rappresentato dal fatto che il cambiamento delle condizioni monetarie legato a variazioni della politica di bilancio può essere anche legato alle variazioni del livello dei tassi d'interesse spiegate dall'andamento del **premio al rischio**. Questo aspetto si ricollega quindi a sua volta con la dimensione dello *stock* di debito pubblico: politiche di segno espansivo attuate in paesi caratterizzati da un elevato livello del rapporto debito/Pil possono determinare effetti sulla domanda aggregata inferiori se questo influenza il premio al rischio. A scopo esemplificativo la stima dell'impatto restrittivo a regime delle manovre adottate dal Governo Monti per il 2011-2012 cambia molto a seconda che si consideri o meno la riduzione degli *spread* successiva, e i conseguenti effetti reali, come conseguenza di quelle politiche.

Un altro punto è rappresentato dal **regime di cambio**. Le fasi di correzione fiscale più ampie del recente passato sono state realizzate prevalentemente da economie piccole e aperte, che hanno contestualmente accompagnato la stretta fiscale a un deprezzamento del tasso di cambio, eventualmente abbandonando un precedente regime di cambio fisso. In un sistema di cambi flessibili nel breve periodo il reddito è determinato dalla politica monetaria, la cui trasmissione avviene per l'appunto attraverso le variazioni del cambio. Esperienze come quella italiana del 1992 confermano che politiche fiscali restrittive possono associarsi a un deprezzamento del cambio e a effetti reali che vengono attenuati dal contributo positivo delle esportazioni nette alla crescita. L'esperienza di politiche fiscali fortemente asimmetriche all'interno di un regime di moneta unica è invece una caratteristica della fase attuale; se il tasso di cambio non può modificarsi, l'impatto reale della politica di bilancio può risultarne amplificato.

Oltre ai fattori che legano i valori dei moltiplicatori alle fasi del ciclo e alle condizioni finanziarie, vi sono poi aspetti specifici relativi alle **caratteristiche di ciascun sistema**. In generale i moltiplicatori possono divergere in funzione del saggio di risparmio medio delle famiglie, la propensione a importare, la specializzazione produttiva, la dimensione dello Stato e le caratteristiche del sistema tributario.

Sul primo punto, sistemi nei quali vi sono valori più elevati del saggio di risparmio (ad esempio per ragioni di natura demografica, o relativi al grado di sviluppo del sistema finanziario) tenderanno a avere moltiplicatori più bassi.

In secondo luogo, economie che tendono a importare dall'estero una quota relativamente più elevata dei prodotti domandati all'interno avranno anche un moltiplicatore inferiore. In genere la propensione a importare è maggiore per i paesi piccoli.

Terzo, anche la specializzazione conta per stabilire la dimensione del moltiplicatore: se la politica di bilancio attiva filiere sulle quali il paese è specializzato, il contenuto di importazioni attivato dall'impulso fiscale sarà inferiore e il moltiplicatore più elevato. Questo vuol dire che alcune voci della spesa pubblica potranno avere effetti moltiplicativi superiori rispetto ad altre.

Infine, paesi caratterizzati da aliquote d'imposta elevate, perché maggiore è la dimensione del settore pubblico, avranno tendenzialmente un moltiplicatore della spesa più basso.

Date queste caratteristiche, si ritiene che in genere i moltiplicatori degli investimenti abbiano valori elevati, in particolare perché una parte significativa degli investimenti attiva le filiere dell'edilizia, che in genere si caratterizzano per un elevato contenuto di fattori produttivi domestici, e in particolare per un elevato contenuto di occupazione, soprattutto per le professionalità medio-basse.

Stime dei moltiplicatori degli investimenti

Il tema dei moltiplicatori della politica fiscale in generale, e quello relativo ai moltiplicatori degli investimenti pubblici in particolare è stato quindi oggetto di diverse analisi nel corso degli ultimi anni.

D'altra parte, considerando che tali moltiplicatori possono assumere valori differenti sulla base delle caratteristiche della fase storica attraversata dall'economia e delle caratteristiche strutturali di ciascun paese, non sorprende che le stime dei moltiplicatori degli investimenti in costruzioni risultino anche molto diverse a seconda degli studi.

In particolare, il punto più significativo pare essere quello relativo alle condizioni cicliche dell'economia. Non a caso diverse analisi confermano come nel corso della crisi i livelli dei moltiplicatori siano risultati superiori rispetto ai valori ipotizzati in precedenza. In generale, pur nella varietà delle stime, si giunge a ipotizzare che i moltiplicatori degli investimenti pubblici in fasi recessive possano superare largamente l'unità⁵.

In particolare, l'articolo di Gechert (2015) passa in rassegna oltre cento lavori che propongono stime sui valori dei moltiplicatori fiscali. Il moltiplicatore nel caso di variazioni delle entrate è pari a 0,5 mentre, considerando la spesa pubblica in aggregato, il valore medio del moltiplicatore è pari a 1. Rispetto a tale valore medio il moltiplicatore dei consumi pubblici è pari a 0,8, per i trasferimenti scende a 0,34 e per gli investimenti pubblici risulta pari a 1,36.

Il livello medio del moltiplicatore calcolato dai diversi studi posti in rassegna sintetizza però divergenze anche ampie, da un minimo pari a zero a un massimo pari a 3,8.

D'altra parte, l'analisi fa riferimento a un range di studi molto ampio, che in molti casi non tengono conto delle evidenze maturate nel corso della recessione, e che hanno portato a maturare un relativo consenso rispetto all'ipotesi che nelle crisi i moltiplicatori siano più elevati rispetto ad altre fasi cicliche, potendo anche posizionarsi intorno a 2.

Anche i documenti di *policy* per l'economia italiana vengono costruiti sulla base di una modellistica che incorpora valori differenti dei moltiplicatori relativi alle diverse voci del bilancio pubblico. In particolare, anche in questo caso i moltiplicatori di breve periodo⁶ di variazioni delle entrate (0,8 il valore al secondo anno) sono inferiori a quelli della spesa (1,1) al cui interno sempre al secondo anno il moltiplicatore degli investimenti raggiunge un valore pari a 1,2.

⁵ Jordà O., Taylor A. (2013) The time for austerity: Estimating the average treatment effect of fiscal policy NBER Working Paper 19414 Gechert S. (2015) What Fiscal Policy is Most effective? A meta-regression analysis, Oxford Economic Papers.

⁶ Modello ITEM – Stime dei moltiplicatori tratte dalla Nota di Aggiornamento al Documento di economia e finanza 2017.

Implicazioni di policy

In generale, il dibattito degli ultimi anni non è giunto a stime puntuali condivise dei valori dei moltiplicatori fiscali, ma ha certamente evidenziato una relativa convergenza intorno a alcuni punti di rilievo per le decisioni di politica economica.

Innanzitutto, il fatto che i moltiplicatori abbiano valori differenti in corrispondenza delle diverse fasi cicliche ribadisce la necessità di tenere maggiormente conto della misura dell'output gap nel definire i programmi della politica fiscale.

In secondo luogo, il fatto che variazioni delle poste di bilancio presentino elasticità diverse comporta anche che manovre a saldo zero (cioè la sovrapposizione di misure espansive e restrittive con effetti nulli sul saldo ex ante) possono avere complessivamente effetti espansivi o di segno restrittivo a seconda della loro composizione.

Un terzo punto di rilievo è che in presenza di moltiplicatori elevati, manovre di finanza pubblica di segno espansivo possono in una certa misura autofinanziarsi, producendo effetti modesti o addirittura nulli sul bilancio pubblico. Nel caso ad esempio di un'elasticità del bilancio pubblico al Pil pari a 0,5, un moltiplicatore degli investimenti pari a 2 porta l'aumento della spesa a autofinanziarsi completamente. Facendo ipotesi meno estreme resta comunque che l'effetto sul deficit è inferiore all'aumento della spesa per investimenti.

Questo comporta infine che in presenza di moltiplicatori degli investimenti elevati – che limitano come detto l'effetto sul deficit e massimizzano quello sul Pil – le conseguenze di breve sul rapporto debito/Pil nei primi anni sono modeste. In particolare, a seconda del valore del moltiplicatore e dei ritardi con i quali si completa la trasmissione dell'impulso fiscale sul Pil, si ottiene una riduzione del rapporto debito/Pil nel primo anno, e un ritorno del rapporto sui livelli iniziali dopo due-tre anni. Questo comporta che, all'interno dell'orizzonte temporale delle politiche di stabilizzazione, una politica espansiva che dia impulso a componenti della spesa caratterizzate da un moltiplicatore non ha effetti sulla traiettoria del debito.

Se si ritiene poi che nel corso delle fasi di espansione il moltiplicatore risulti più basso che nelle fasi di restrizione, ne consegue anche che una politica simmetrica – di espansione in recessione e restrittiva nella fase di ripresa – può anche portare a una riduzione del rapporto debito/Pil nel medio termine.

Effetti di lungo periodo

Gli investimenti pubblici, soprattutto quelli che modificano la dotazione infrastrutturale dell'economia hanno una ulteriore caratteristica che li differenzia dalla maggior parte delle altre voci della spesa pubblica, dato che oltre agli effetti di breve periodo sui livelli della domanda possono generare anche effetti di medio termine sui livelli dell'offerta⁷.

Una importante caratteristica della dotazione infrastrutturale è che spesso questa componente dello *stock* di capitale presenta caratteristiche di complementarità con altri input della produzione (l'esempio classico è quello della rete stradale, e dello *stock* di capitale in mezzi di trasporto). Questo comporta che un aumento degli investimenti pubblici può attivare anche un maggiore livello degli investimenti privati, con un effetto di segno contrario rispetto al tradizionale meccanismo di *crowding out* degli investimenti privati.

⁷ Un'ampia *survey* sul tema in Imf (2014) Economic outlook, Capitolo 3. October.

Uno degli aspetti più rilevanti in questo caso è che l'impatto sul livello del Pil potenziale è legato non solo alla dimensione quantitativa dell'intervento, ma anche alla qualità degli investimenti⁸. Da questo punto di vista i fattori istituzionali che condizionano il processo di selezione degli investimenti giocano un ruolo importante.

L'efficienza degli investimenti selezionati è cruciale per determinare gli effetti di lungo periodo sulla crescita, e quindi anche per quantificare l'impatto che questi determinano sulle finanze pubbliche.

Gli effetti positivi di medio termine che derivano da una composizione della spesa pubblica più a favore degli investimenti in infrastrutture (ma considerazione analoghe si applicano anche a alcune voci della spesa corrente, come la spesa in istruzione) giustificano quindi una revisione della struttura della spesa pubblica in paesi che, come l'Italia, si sono caratterizzati durante gli anni scorsi per una significativa riduzione del tasso di crescita dell'economia.

Tale conclusione risulta particolarmente appropriata se si considera poi che buona parte dei risparmi di spesa conseguiti durante gli anni scorsi attraverso i minori investimenti hanno riguardato l'attività di manutenzione dello *stock* di capitale esistente, il che equivale de facto a posticipare spese necessarie, più che a evitarle. Le esigenze di ammodernamento, della dotazione infrastrutturale del Paese per contrastare l'obsolescenza dello *stock* di capitale esistente, sono tali da rendere le esternalità negative dei mancati interventi decisamente superiori ai presunti risparmi.

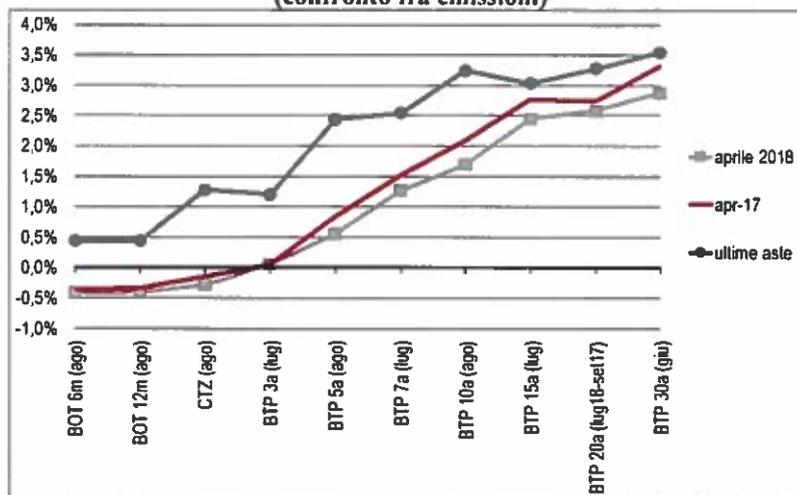
⁸ Mourougane A., Botev J., Fournier J. M., Pain N., Rusticelli E. (2016) Can an increase in public investment sustainably lift economic growth? Oecd, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS No. 1351.

Riquadro 2 - Il recente aumento dei tassi e l'impatto sulla spesa per interessi

Gli andamenti recenti dei tassi

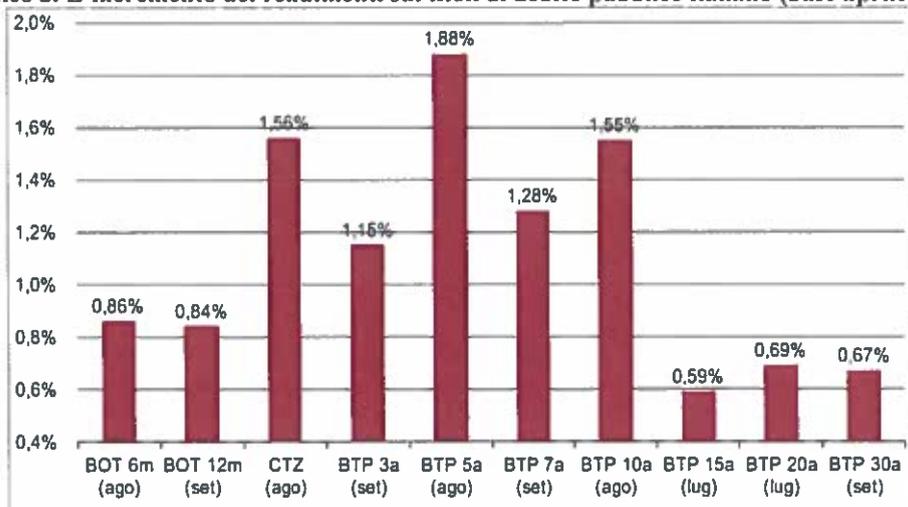
A partire dal mese di maggio, i tassi sui titoli di debito pubblico italiano hanno registrato un repentino quanto consistente aumento, segnando un'inversione di tendenza rispetto agli andamenti della prima parte dell'anno. Come si osserva nel grafico 1, a tutto aprile il livello dei tassi si collocava, per le varie scadenze, al di sotto dei livelli di aprile 2017, segnando punti di minimo storico. Nel dettaglio, i rendimenti nominali erano negativi fino alla scadenza triennale, per poi salire linearmente fino al 2,5 per cento dei titoli a 15 anni e, con una minore inclinazione della curva, al 2,88 per cento della scadenza più lunga (30 anni). Nelle successive aste, tutte le scadenze hanno registrato rendimenti positivi, con valori che ad agosto/settembre erano saliti all'1,2 per cento, al 3,25 per cento e al 3,55 per cento per i titoli, rispettivamente, triennali, decennali e trentennali. La consistenza degli scarti per scadenze fra le ultime emissioni e quelle dello scorso aprile è riportata nel grafico 2. Si osservano dei picchi di variazione per il CTZ (+1,56 punti), per il quinquennale (+1,88) e per il decennale (+1,55).

Grafico 1. Rendimenti per scadenza dei titoli di debito pubblico italiano (confronto fra emissioni)



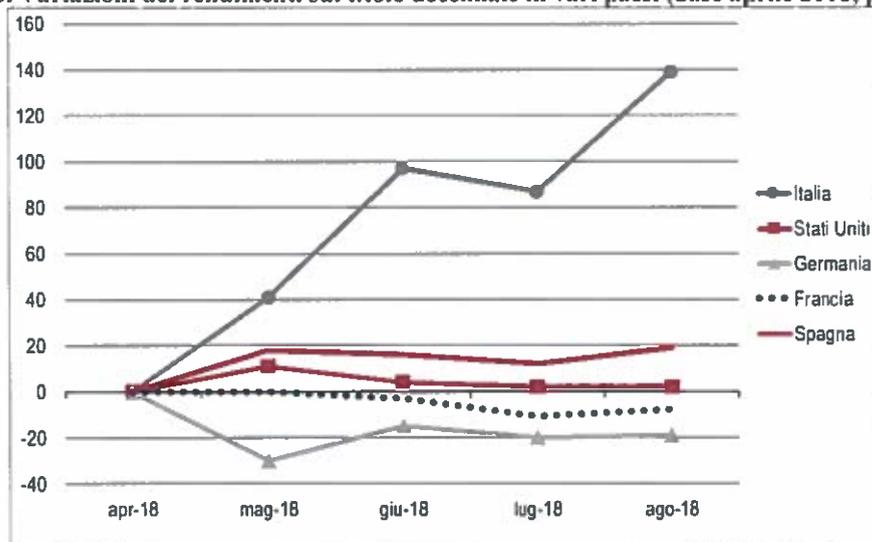
Fonte: elaborazioni su dati MEF

Grafico 2. L'incremento dei rendimenti sui titoli di debito pubblico italiano (base aprile 2018)



Fonte: elaborazioni su dati MEF

Grafico 3. Variazioni dei rendimenti sul titolo decennale in vari paesi (base aprile 2018, punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat

Simili rialzi sono stati specifici del mercato italiano. A titolo esemplificativo, il grafico 3 evidenzia come l'incremento del rendimento sul titolo decennale italiano tra aprile e agosto (139 punti base) si sia verificato a fronte di una sostanziale costanza dei tassi degli altri maggiori paesi, dove gli andamenti sono rimasti compresi fra un aumento di 20 p.b. in Spagna e una riduzione della stessa entità in Germania. Evoluzioni simili si sono osservate per le altre scadenze.

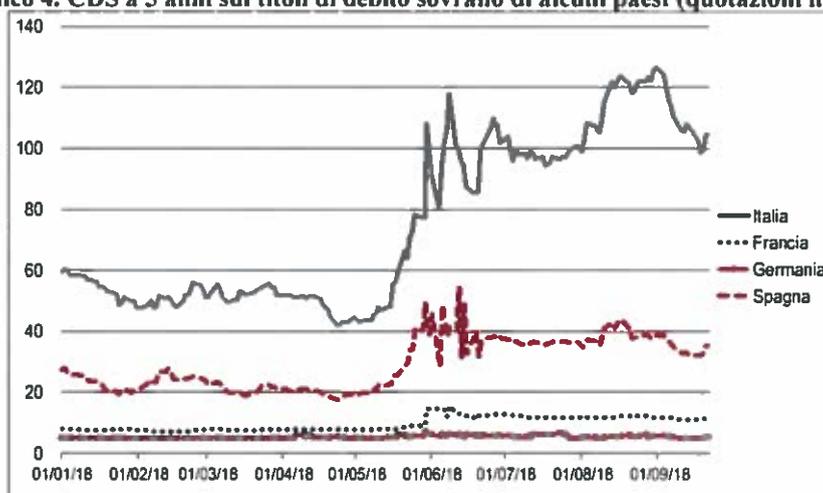
La specificità del caso italiano trova conferma nel contestuale aumento dei *Credit Default Swap* a 5 anni (CDS), saliti dai circa 40 punti base di maggio ai 125 della seconda metà di settembre (grafico 4). Nello stesso periodo i CDS relativi a Germania e Francia sono rimasti sostanzialmente invariati e anche quelli spagnoli, dopo un iniziale tensione a

maggio, sono tornati a stabilizzarsi.

Ugualmente significativo è il fatto che sia andato riducendosi il differenziale fra CDS sul debito pubblico e su alcune delle principali imprese private, con un rapporto che per alcune di esse è tornato sotto l'unità (grafico 5). I mercati percepiscono dunque un aumento di rischio concentrato sui titoli di debito sovrano, fatto evidentemente collegato al ritorno di timori sulla sostenibilità dei conti pubblici.

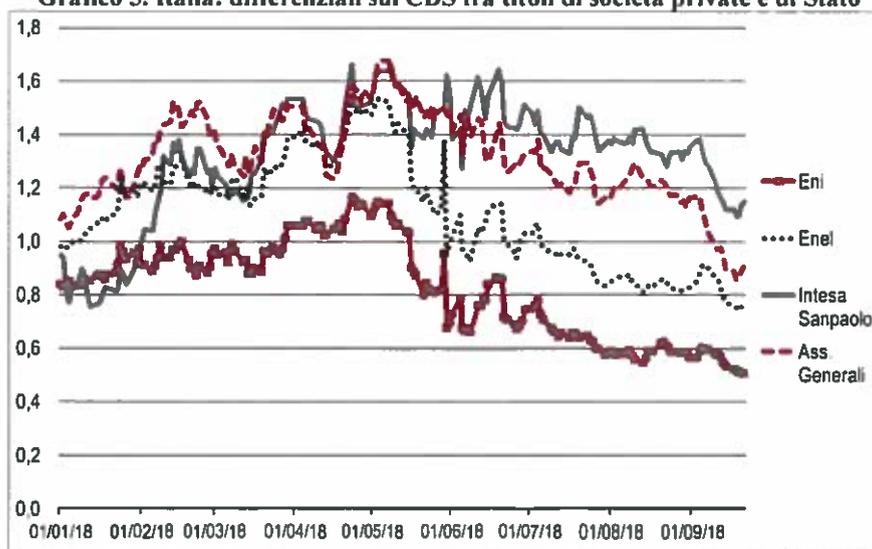
Una turbolenza peraltro estesi all'intero comparto finanziario, tanto che la borsa italiana va segnando risultati marcatamente peggiori di quelli osservati sulle altre maggiori piazze (grafico 6).

Grafico 4. CDS a 5 anni sui titoli di debito sovrano di alcuni paesi (quotazioni in euro)



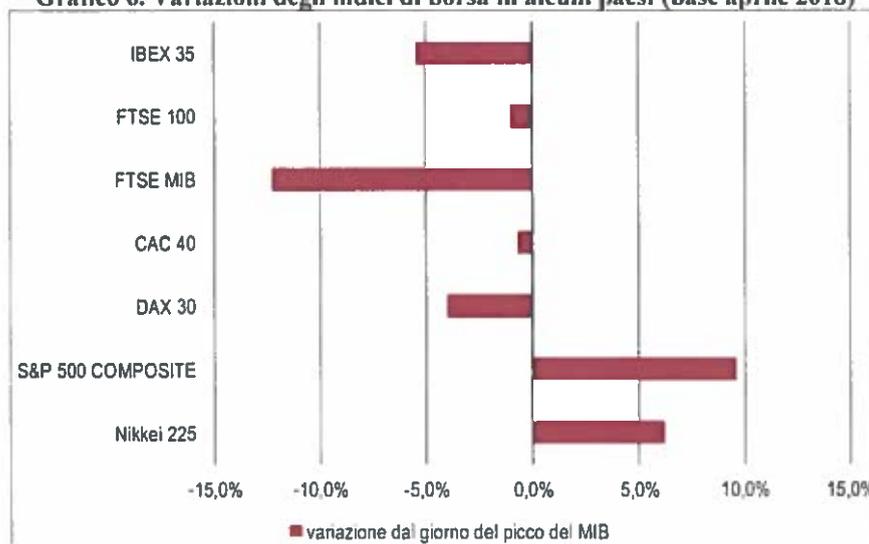
Fonte: elaborazioni su dati Thomson- Reuters Datastream

Grafico 5. Italia: differenziali sui CDS fra titoli di società private e di Stato



Nota: CDS a 5 anni, quotazione in euro, senior unsecured
Fonte: elaborazioni su dati Thomson- Reuters Datastream

Grafico 6. Variazioni degli indici di borsa in alcuni paesi (base aprile 2018)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson- Reuters Datastream

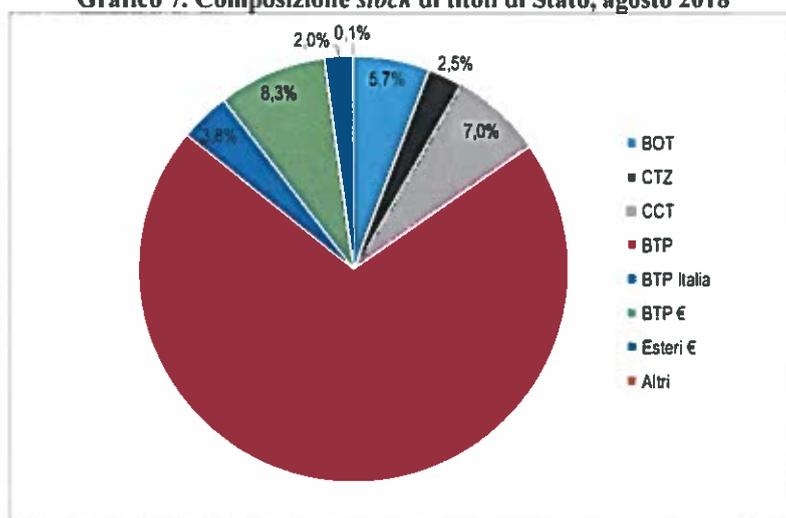
L'impatto sulla spesa per interessi

Le evoluzioni descritte, tanto più se dovessero rivelarsi persistenti, sospingono un aumento della spesa per interessi delle Pubbliche amministrazioni. A fine 2017 tale componente si era attestata su un valore poco superiore a 65 miliardi, consolidando un percorso di continua discesa dal picco toccato nel 2012 (83,6 miliardi, il 5,2 per cento del Pil) e collocandosi circa 11 miliardi e un punto di prodotto al di sotto dei valori precedenti la crisi finanziaria internazionale. In una prospettiva storica più ampia, la dimensione della spesa per interessi del 2017 risultava essere, rapportata al Pil, la più bassa dal 1977. Nella previsione del DEF dello scorso aprile, precedente dunque l'innesco della fase di rialzo dei rendimenti, la flessione della spesa per interessi era attesa proseguire per tutto il 2018 (-3 miliardi rispetto al 2017), per poi salire moderatamente fino ai 68,3 miliardi del 2021, in coincidenza con il graduale processo di normalizzazione delle politiche monetarie (ossia, per l'agire di fattori esterni, comuni all'insieme dei paesi industrializzati). In quota di Pil, l'esborso per interessi era stimato stabilizzarsi a un livello del 3,5 per cento.

L'impatto dei recenti rialzi su queste previsioni può essere valutato in funzione della composizione per scadenza dello *stock* di titoli di debito pubblico, la cui vita media è oggi pari a poco meno di 86 mesi (6,81 anni). Netta è la prevalenza di BTP, con tasso fisso e scadenze a medio-lungo termine (grafico 7) e quindi tali da contenere nell'immediato le ripercussioni sulla spesa del rialzo dei rendimenti. La parte più esposta agli aumenti dei tassi resta circoscritta al 5,7 per cento dei BOT, che si rinnova integralmente in 12 mesi, e dal 2,5 per cento dei CTZ, con scadenza a 24 mesi. Meno esposti alle oscillazioni dei tassi italiani sono anche i CCT, poiché essi sono ormai esclusivamente legati al tasso Euribor a 6 mesi (invariato nel corso dei passati 6 mesi), essendo scaduti tutti i CCT con tasso collegato al BOT a 6 mesi

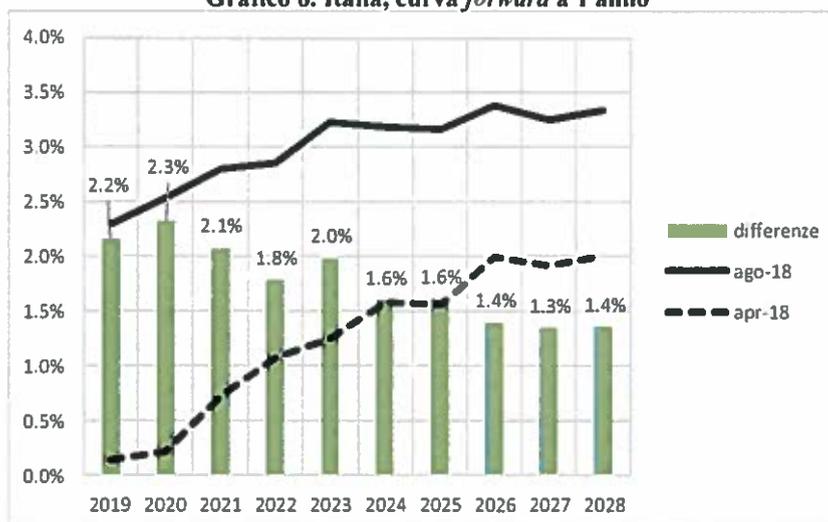
Data questa composizione del debito, la dimensione della futura spesa per interessi è stato simulato utilizzando le curve *forward* estratte dai livelli dei rendimenti di agosto 2018. Per avere misura dell'incremento di spesa determinato dall'aumento dei tassi, è stato costruito uno scenario baseline con le curve *forward* del precedente mese di aprile. I grafici 8 e 9 riportano la traslazione verso l'alto delle curve *forward* per le scadenze a 1 e 10 anni intervenuta fra aprile e maggio, dando misura dei differenti livelli di tassi incorporati nella proiezione. Questa traslazione è stata quindi applicata al profilo del debito contenuto nel DEF.

Grafico 7. Composizione stock di titoli di Stato, agosto 2018



Fonte: elaborazioni su dati MEF

Grafico 8. Italia, curva *forward* a 1 anno



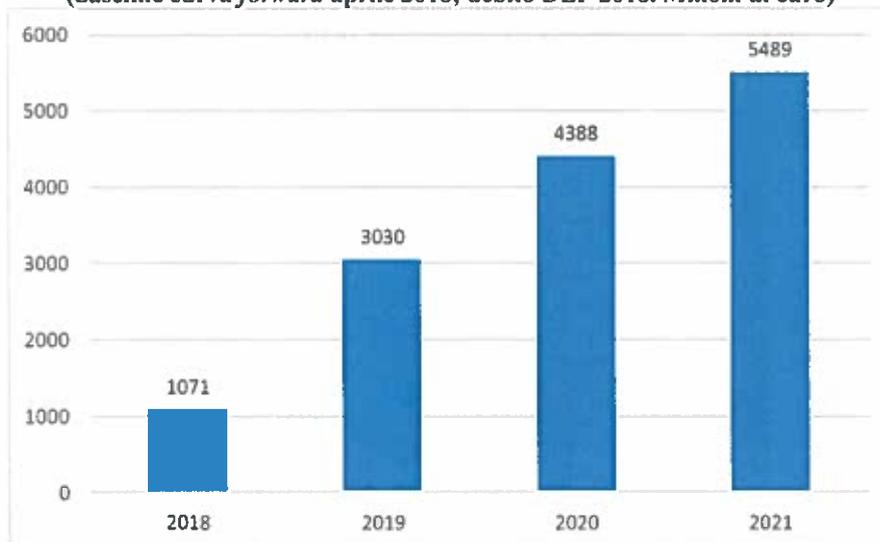
Fonte: elaborazioni su dati Investing.com

Grafico 9. Italia, curva *forward* a 10 anni



Fonte: elaborazioni su dati Investing.com

Grafico 10. Maggiore spesa per interessi dovuto all'aumento dei rendimenti (baseline curva *forward* aprile 2018; debito DEF 2018. Milioni di euro)



Fonte: modello econometrico CER

I risultati della simulazione sono illustrati nel grafico 10. A parità di debito e di altre condizioni, la spesa per interessi aumenterebbe, con gli attuali livelli dei rendimenti, di oltre 1 miliardo già nell'anno in corso, per poi crescere di oltre 3 miliardi nel 2019 e raggiungere un incremento di quasi 5,5 miliardi nel 2021. In quota di Pil, il maggiore esborso sale da 0,06 punti nel 2019 a 0,28 decimi nel 2021⁹.

⁹ In termini di elasticità, il modello utilizzato per la simulazione stima 3 miliardi di maggiore esborso ogni 100 punti base di aumento temporaneo dei tassi di interesse di riferimento (Bot medio e BTP decennale) nel corso dell'anno successivo all'aumento dei tassi. In caso di aumento permanente di 100 p.b. l'effetto diviene più consistente negli anni ed è pari a circa 11,5 miliardi di maggiore spesa per interessi dopo quattro anni.