



Andamenti e prospettive della Finanza Pubblica italiana

XII Rapporto Nens

Maggio 2015

Sommario

Premessa e conclusioni	3
Il DEF 2015: un quadro d'insieme.....	5
Il quadro di finanza pubblica	9
Quali scenari a breve e a medio termine?	9
Il DEF e la crescita reale.....	13
Il quadro di finanza pubblica di Nens	16
Indebitamento netto strutturale e debito pubblico	20

Premessa e conclusioni

Il DEF 2015 presenta la nuova programmazione di bilancio ed il nuovo percorso di risanamento delle finanze pubbliche italiane per il quinquennio di previsione 2015-2019. Nel complesso, il Documento conferma l'impostazione restrittiva degli ultimi documenti di finanza pubblica (Nota di Aggiornamento al DEF 2014 e nel DPB 2015) ponendosi l'obiettivo di una riduzione del disavanzo pubblico dal 3% del 2014 al 2,6, ma, al tempo stesso, propone una programmazione fiscale di leggero allentamento dei vincoli di bilancio per gli anni 2015 e 2016.

Malgrado la presenza di uno scenario di fondo eccessivamente ottimista circa la futura evoluzione del quadro macroeconomico di riferimento, il percorso tracciato dal DEF appare idoneo a riportare la dinamica del debito italiano su un sentiero di sostenibilità di medio e lungo termine. Tuttavia la politica economica del governo rimane poco convincente in quanto sembra mancare di una strategia di lungo periodo in grado di assicurare una prospettiva di crescita per il futuro. Tale prospettiva, del resto, in un contesto di forte carenza di risorse, potrebbe derivare soltanto da una ricomposizione del bilancio pubblico spostando la spesa a favore delle poste che presentano più elevati moltiplicatori dei redditi (investimenti) e utilizzando i proventi della riduzione dell'evasione fiscale (proventi oramai di sicura realizzazione se perseguiti con determinazione) per una eventuale riduzione delle imposte. Anche in questo caso l'operazione potrebbe avere un impatto complessivo positivo.

Sulla base di questa premessa, il Rapporto proverà ad offrire una rilettura critica del DEF 2015, provando a sintetizzare sia la visione strategica di fondo che ha mosso la sua costruzione, sia alcune problematiche di natura tecnica legate ad alcune assunzioni di base intorno a cui le previsioni sembrerebbero ruotare. La nostra analisi proverà anche a fornire un test di solidità dell'intero programma di finanza pubblica delineato dal Documento attraverso la formulazione di uno scenario alternativo che ingloba sia fattori di correzione a "politiche invariate" del totale delle entrate e delle uscite, sia alcune revisioni del quadro esogeno su cui si basano le stime contenute del DEF.

Il Rapporto mostrerà come:

- a. la buona riuscita della politica economica e fiscale del Governo sia fondata su elementi fortemente aleatori su cui il grado d'incidenza del Governo è debole o totalmente assente (prosecuzione del calo degli *spread*, rafforzamento della crescita trainata dagli investimenti fissi, ecc.);
- b. l'impatto da considerarsi permanente sul tasso di crescita reale annuo delle politiche fiscali di stimolo all'economia non va al di là di 0.2 punti percentuali;
- c. la revisione di alcune poste a "politiche invariate" e la ricalibrazione di alcune voci di entrata ed uscita incluse nel quadro programmatico del DEF inducano deviazioni importanti del percorso di risanamento strutturale dell'Italia;
- d. il 2015 si chiuderà con un disavanzo che Nens stima di 0,3 punti di Pil peggiore di quello stimato dal governo;
- e. la riduzione del debito pubblico che secondo le stime del governo arriverà nel 2019 al 120% del Pil, secondo i conti di Nens si fermerà, in quell'anno, attorno al 124%.

Il DEF 2015: un quadro d'insieme

Visto dalla prospettiva degli obiettivi di politica economica e fiscale delineati nel corso dell'ultimo Documento Programmatico di Bilancio (DPB), la programmazione economica proposta dal DEF 2015 può dirsi coerente con la strategia di bilancio elaborata dal Governo lo scorso autunno. Tuttavia, diversamente da quanto prospettato in sede di redazione del DPB, i tendenziali a legislazione vigente del DEF presentano diverse novità positive riconducibili alla migliore congiuntura macroeconomica internazionale e alle migliorate condizioni del mercato dei capitali, il quale sembra iniziare a beneficiare del programma di espansione monetaria iniziato dalla BCE lo scorso marzo (*Quantitative Easing*). Queste novità si sono tradotte in un avvicinamento nel tempo del pareggio di bilancio nominale e strutturale.

Rispetto al quadro tendenziale di finanza pubblica, il quadro programmatico presenta una linea di politica economica meno aggressiva e propone una sorta di diluzione nel tempo del processo di convergenza verso gli obiettivi di medio termine. Per rendersi conto di ciò è sufficiente mettere a confronto le cifre programmatiche presentate nel DPB 2015 con quelle contenute nei quadri tendenziale e programmatico del DEF 2015 (cfr. tab. 1).

In particolare, se si procede ad un confronto tra il quadro programmatico del DPB 2015 ed il tendenziale a legislazione vigente del DEF 2015 è possibile osservare come il saldo primario tendenziale è previsto ridursi di 0.2 punti di Pil nel 2015 – principalmente a causa della revisione al rialzo di 1/10 di punto del tasso di crescita reale –, per poi aumentare rispettivamente di 0.1, 0.4 e 0.4 punti nel corso del 2016, 2017 e 2018. La spesa per interessi, invece, presenta una sostanziale contrazione in tutti gli anni di programmazione riducendosi rispettivamente di 0.3 punti di Pil nel 2015 e 2016, di 0.2 punti nel 2017, ed ancora di 0.3 punti nel 2019. Ciò determina una maggiore disponibilità di risorse pari allo 0.1 e 0.4% del Pil nel 2015 e 2016, allo 0.5% nel 2017 ed allo 0.8% nel 2018. Si vengono così a creare spazi di manovra per il 2015 e per il 2016 pari all'incirca a 1.5 e 6.7 miliardi di euro – il cd *tesoretto* – che il Governo aveva inizialmente stabilito di indirizzare verso una maggiore spesa sociale (maggiori risorse 2015) e verso una riduzione del taglio della

spesa necessaria alla cancellazione della clausola di salvaguardia – che quindi passerebbe dall'1% del Pil allo 0,6% (maggiori risorse 2016).

Tabella 1: Evoluzione dei saldi di finanza pubblica (valori in % del Pil) – Fonte: elaborazioni Nens su dati MEF.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>QUADRO PROGRAMMATICO DPB 2015</i>						
Saldo primario	1,7	1,9	2,7	3,4	3,9	n.d.
Interessi	4,7	4,5	4,5	4,2	4,1	n.d.
Indebitamento netto	-3,0	-2,6	-1,8	-0,8	-0,2	n.d.
Indebitamento netto strutturale (2)	-0,9	-0,9	-0,4	0,0	0,0	n.d.
<i>QUADRO TENDENZIALE DEF 2015</i>						
Saldo primario	1,6	1,7	2,8	3,8	4,3	4,6
Interessi	4,7	4,2	4,2	4,0	3,8	3,7
Indebitamento netto	-3,0	-2,5	-1,4	-0,2	0,5	0,9
Indebitamento netto strutturale (2)	-0,8	-0,5	0,0	0,5	0,8	0,8
<i>QUADRO PROGRAMMATICO DEF 2015</i>						
Saldo primario	1,6	1,6	2,4	3,2	3,8	4,0
Interessi	4,7	4,2	4,2	4,0	3,8	3,7
Indebitamento netto	-3,0	-2,6	-1,8	-0,8	0,0	0,3
Indebitamento netto strutturale (2)	-0,7	-0,5	-0,4	0,0	0,1	0,2
<i>VARIAZIONE (Tendenziale DEF 2015 Vs. Programmatico DPB 2015)</i>						
Saldo primario	-0,1	-0,2	0,1	0,4	0,4	n.d.
Interessi	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	n.d.
Indebitamento netto	0,0	0,1	0,4	0,6	0,7	n.d.
Indebitamento netto strutturale (2)	0,1	0,4	0,4	0,5	0,8	n.d.
<i>VARIAZIONE (Programmatico DEF 2015 Vs. Programmatico Nota Agg. DEF 2014)</i>						
Saldo primario	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	n.d.
Interessi	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	n.d.
Indebitamento netto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	n.d.
Indebitamento netto strutturale (2)	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1	n.d.

A compensare il rimanente 0.4% del Pil necessario ad azzerare l'aumento automatico dell'IVA e delle accise sui carburanti previsto dalla Legge di Stabilità 2015 per gli anni 2017 e 2018, il Governo prevede di destinare un mix di risorse proveniente sia dal risparmio di interessi dovuto al calo degli *spread* (0.3% del Pil), sia dall'aumento del saldo primario già previsto inserito nel tendenziale (0.1% del Pil).

Con riferimento all'entità della riduzione della *spending review*, il passaggio dall'1 allo 0.6% del Pil poggia sulla concessione da parte di Bruxelles dell'uso della cd clausola delle riforme contenuta sia nell'art. 3 della L. n. 243/2012, sia nell'art 5 del Regolamento Europeo n. 1446/1997; clausola che prevede una maggiore flessibilità nell'interpretazione delle regole di bilancio europee per tutti quei paesi che hanno già avviato (o sono sulla buona strada per avviare) riforme strutturali.

Una volta stabilite le fonti e le entità delle maggiori risorse, vale la pena spendere alcune righe sulle possibili destinazioni d'uso pensate dal Governo per il triennio 2017-2019. Se si mettono a confronto i quadri tendenziale e programmatico del DEF 2015, l'intenzione del Governo di utilizzare le maggiori risorse per minimizzare gli impatti sull'economia reale attraverso un alleggerimento dei saldi primari si palesa in modo chiaro. Se il risparmio di risorse derivanti dal migliorato quadro macroeconomico non venisse usato per rimodulare la *spending review* ed evitare l'aumento di IVA ed accise, il quadro di finanza pubblica a legislazione vigente anticiperebbe il pareggio di bilancio strutturale al 2016 e collocherebbe l'azzeramento dell'indebitamento netto nominale a cavallo tra il 2017 e il 2018 (cfr. il quadro tendenziale della tab. 1). L'alleggerimento della *spending review* e la cancellazione delle clausole di salvaguardia portano invece ad un quadro programmatico meno austero, dove i pareggi di bilancio strutturale e nominale vengono rinviati rispettivamente al 2017 e al 2018, e dove il minor saldo primario rispetto a quanto riportato dall'ultimo DPB risulta coincidere con le maggiori risorse generate dalla contrazione della spesa per interessi. Dal 2018 in poi, invece, il DEF 2015 prevede la stabilizzazione del saldo primario in corrispondenza del 4% del Pil e l'inizio di una fase di progressiva

accumulazione di accreditamenti netti nominali riconducibili al perdurare della discesa dei tassi d'interesse dei titoli di stato.

Data la natura programmatica del DEF, è più che mai lecito chiedersi in che modo le migliorate condizioni congiunturali e finanziarie dell'Italia incideranno sulle future esigenze di bilancio ed in che modo il Governo intende far fronte ad eventuali necessità di copertura dei maggiori disavanzi. Se si legge attentamente il DEF, tuttavia, a fronte di una dettagliata analisi della gestione delle maggiori risorse previste per il 2015 e il 2016, il Documento tace riguardo alle future condizioni del bilancio pubblico per il triennio 2017-2019, limitandosi a fornire solo una stima delle future maggiori entrate ed uscite ottenibili a politiche invariate.

In questo Rapporto si proverà a colmare questo gap, provando a correggere il dato dell'indebitamento netto tendenziale con le nuove stime delle maggiori entrate e delle maggiori spese "a politiche invariate" contenute nella sezione II del DEF e ad effettuare un esercizio di simulazione in cui si testerà la robustezza degli obiettivi di politica economica del Governo in presenza di uno scenario macroeconomico meno favorevole in cui il guadagno proveniente dalla riduzione della spesa per interessi è assunto seguire un andamento meno accomodante di quello indicato dal DEF. Infine, l'ultimo paragrafo del Rapporto analizzerà in maniera critica il percorso di risanamento strutturale delle finanze pubbliche e di riduzione del debito pubblico.

Il quadro di finanza pubblica

Quali scenari a breve e a medio termine?

Il mero confronto tra la stima tendenziale e programmatica dell'indebitamento netto non è da solo in grado di stabilire con precisione quelle che saranno le future esigenze di copertura delle politiche economiche del Governo. Se da un lato questo approccio offre l'opportunità di poter effettuare una prima approssimativa valutazione della strategia di politica economica del Governo, dall'altro porta ad una quantificazione incorretta delle risorse necessarie al raggiungimento degli obiettivi di bilancio inglobati all'interno del quadro programmatico di finanza pubblica a causa della presenza di fonti di entrata ed uscita già politicamente assunti che, nonostante non si siano ancora tradotti in provvedimenti legislativi, sono destinati ad influenzare i livelli futuri dell'indebitamento netto nominale. Il rischio che deriva dall'affidarsi al solo quadro tendenziale a legislazione vigente è quindi quello di non considerare le maggiori spese o minori entrate con elevata probabilità di realizzazione, e quindi di concludere che il programma di finanza pubblica dell'intero quinquennio sia più ottimistico di quello reale.

Per evitare di incappare in un simile inconveniente, la sezione II del DEF 2015 fornisce le stime di alcune voci di entrate e di uscita tendenziali a politiche invariate che tengono conto sia degli impegni già sottoscritti da questo o dai passati Governi, sia le cd "prassi consolidate" della Pubblica Amministrazione. Per procedere con le stime a politiche invariate il metodo usato dal Governo prevede un approccio a due stadi, in cui, inizialmente, si procede ad un confronto tra i tassi di crescita medi annui sul periodo 2016-2019 del totale delle entrate e delle spese risultanti dal quadro tendenziale e i tassi di crescita medi registrati nell'ultimo quinquennio, per poi passare a definire i valori a politiche invariate delle entrate totali e delle principali voci di spesa applicando alle serie il profilo di crescita più elevato. Il confronto tra l'indebitamento netto programmatico e l'indebitamento netto a politiche invariate può fungere da guida per la quantificazione delle eventuali maggiori o minori risorse a disposizione del Governo lungo tutto l'arco di

programmazione del DEF e, pertanto, aiutare a capire quali saranno le future esigenze di bilancio da coprire attraverso l'implementazione di nuove manovre.

La tab. 2 riporta i livelli corretti delle entrate e delle spese totali a politiche invariate.

Tabella 2: Correzione dell'indebitamento netto a legislazione vigente e calcolo dell'indebitamento netto a politiche invariate – Fonte: Elaborazione Nens su dati DEF.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Entrate totali a politiche invariate	777.206	785.957	803.296	817.304	844.568	863.673
- Entrate totali a legislazione Vigente	777.206	785.957	818.686	840.865	863.244	881.218
- variazione a politiche invariate	0	0	724	1.960	3.289	4.420
- cancellazione cl. salvaguardia LS 2014	0	0	-3.300	-6.300	0	0
- cancellazione cl. salvaguardia LS 2015	0	0	-12.814	-19.221	-21.965	-21.965
Uscite totali a politiche invariate al netto interessi	826.262	827.146	843.836	848.797	861.102	872.884
- Uscite al netto degli interessi a legislazione Vigente	751.080	757.760	770.945	775.386	786.207	796.481
- variazione a politiche invariate	0	0	1.664	4.160	6.694	8.765
- Interessi passivi	75.182	69.386	71.227	69.251	68.201	67.638
Saldo primario a politiche invariate	26.126	28.197	30.687	37.758	51.667	58.427
- in % del Pil	1,6	1,7	1,8	2,2	2,9	3,2
Indebitamento netto a politiche invariate	-49.056	-41.189	-40.540	-31.493	-16.534	-9.211
- in % del Pil	-3,0	-2,5	-2,4	-1,8	-0,9	-0,5

Allo scopo di rendere il confronto compatibile con gli impegni presi dal Governo riguardo la cancellazione delle clausole di salvaguardia e l'implementazione delle misure fiscali contenute nell'ultima Legge di Stabilità e nelle altre leggi e decreti legge emanati nel corso del 2014 e nei primi mesi del 2015, la tabella propone uno schema di costruzione dell'indebitamento netto a politiche invariate che parte dalle stime di entrata ed uscita contenute nel quadro tendenziale al netto delle clausole di salvaguardia, per poi aggiungere la variazione stimata delle entrate e uscite totali contenute nella sezione II del DEF 2012 (tabb. II.3-2 e II.3-3).

Dalla tabella è possibile osservare come la correzione proveniente dall'introduzione delle poste a politiche invariate aumentino le spese in misura maggiore rispetto alle entrate. Se si procede al calcolo del saldo, infatti, quello che emerge è una correzione in senso peggiorativo dell'indebitamento netto che tende a rinforzarsi in corrispondenza degli ultimi anni dell'intervallo di programmazione. In cifre, tale variazione ammonterebbe a poco meno di 1 miliardo di euro (per la precisione 940 milioni) per il 2016, 2.2 miliardi per il 2017 e, rispettivamente, 3.4 e 4.4 miliardi per il 2018 e 2019.

Mettendo a confronto l'indebitamento netto a politiche invariate risultante dall'ultima riga della tab. 2 con le previsioni contenute nel quadro programmatico del DEF, lo scenario che emerge è quello descritto dalla tab. 3, dove ad una iniziale maggiore disponibilità di risorse quantificabile in 1/10 di punto di Pil, segue una successione di fabbisogni di risorse da reperire quantificabili in 0.6 punti di Pil per il 2016, 1 punto Pil per il 2017 e, rispettivamente, 0.9 e 0.8 punti per il 2018 e il 2019.

Tabella 3: Confronto tra Indebitamento netto programmatico e indebitamento netto a politiche invariate.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
(a) Indeb. netto a politiche invariate	-3,0	-2,5	-2,4	-1,8	-0,9	-0,5
(b) Indeb. netto programmatico	-3,0	-2,6	-1,8	-0,8	0,0	0,3
Scostamento [(a)-(b)]:	0	0,1	-0,6	-1,0	-0,9	-0,8

Vale la pena osservare come gli scostamenti riferiti al 2015 e al 2016 coincidano con le stime riportate nella del DEF, dove la disponibilità di dati di consuntivo a disposizione del Governo e l'ampiezza dell'arco temporale di previsione sono tali da far sostanzialmente coincidere i dati del tendenziale a legislazione vigente con quelli del tendenziale a politiche invariate. Tuttavia, se per la copertura dei 6/10 di maggiore disavanzo previsto per il 2016 il Governo ha già dichiarato di voler far ricorso alla *spending review* e al risparmio di spesa, per il triennio 2017-2018 il Documento non fornisce nessuna indicazione di *policy*, lasciando al massimo intendere che qualsiasi futura strategia di bilancio non è prevista

comportare un aumento della pressione fiscale. Resta quindi l'interrogativo su quale sarà la futura azione di Governo per gli anni 2017-2019 e su quali schemi di copertura si baseranno le future manovre. Il mero accenno a future entrate da privatizzazione, infatti, non può essere considerato una possibile soluzione al problema della copertura degli anni a seguire il 2016 a causa della natura di *stock* piuttosto che di flusso di queste poste di bilancio.

Esiste dunque un certo grado di incertezza per gli anni 2017-2019 che si alimenta in un vuoto informativo presente nel DEF; incertezza che porta a concludere che la buona riuscita della politica economica e fiscale del Governo si basa su elementi su cui il grado d'incidenza del Governo è assente o fortemente aleatorio. In particolare, i programmi di medio termine del governo appaiono dipendere in maniera importante:

1. dal rafforzamento delle prospettive di crescita dell'economia italiana;
2. dal proseguimento del percorso di riduzione della spesa per interessi sul debito pubblico;
3. dalla riuscita del piano di contenimento della spesa pubblica e di riduzione degli sprechi.

Dall'analisi emerge anche una criticità di fondo dell'azione di Governo collegata agli stimoli alla crescita che questo Esecutivo si è fin dall'inizio impegnato ad introdurre. Se da un lato è vero che il DEF 2015 propone un allentamento dei morsi dell'*austerità* attraverso livelli più bassi dell'avanzo primario, dall'altro il lieve allentamento del vincolo di bilancio proposto dal DEF 2015 non può essere interpretato come una metamorfosi della politica di bilancio da restrittiva ad espansiva. Sebbene in tono minore, l'impostazione di fondo della politica fiscale del Governo continua ad essere restrittiva, lasciando alle tanto invocate riforme strutturali l'onere di riportare l'economia italiana su un sentiero di espansione medio annuo del Pil reale quanto meno superiore alla media degli ultimi anni.

II DEF e la crescita reale

Diversamente dalla Nota di Aggiornamento al DEF 2014, le previsioni macroeconomiche contenute nel DEF 2015 non inglobano le stime di maggiore crescita reale preveniente dalle riforme strutturali effettuate nel corso 2014 e dei primissimi mesi del 2015. Tale correzione ha il vantaggio di depurare la maggiore crescita economica prevista dal quadro programmatico da alcune componenti particolarmente aleatorie e di offrire la possibilità di valutare con maggior precisione gli impatti macroeconomici di breve e medio termine riconducibili al programma di stabilizzazione della finanza pubblica italiana contenuto nel DEF.

Se ci si sofferma su quanto riportato dalle tavole II.1 e II.2A della Sezione I del DEF, la traiettoria del Pil prevista dal Governo si caratterizza per due aspetti in particolare:

1. per un incremento permanente del tasso di crescita reale, il quale è previsto saltare su un sentiero di equilibrio dell'1.4/1.5 per cento nel giro di due anni;
2. per una composizione interna della crescita economica basata più sul contributo delle fonti interne della crescita (in particolare consumi ed investimenti) che su quelle esterne (esportazioni nette).

Per valutare l'impatto sul Pil delle politiche economiche contenute nel DEF, la tab. 4 fornisce una scomposizione della maggiore crescita prevista dal quadro programmatico.

Come mostra la tabella, l'aspettativa del Governo circa le future prospettive di crescita dell'economia italiana è di uno spostamento verso l'alto del sentiero di espansione del Pil. Se si esclude la leggera accelerazione prevista per il 2015, la quale è prevista non superare lo 0.1 per cento, per il 2017 e il 2018 il ritmo di espansione del Pil reale dovrebbe subire un'accelerazione media annua quantificabile in 3/10 di punto, per poi assestarsi verso i 2/10 di punto nel 2019. A favorire l'impennata per il biennio 2017-2018 dovrebbero intervenire diversi elementi di natura fiscale, tra cui, in particolare, la cancellazione delle clausole di salvaguardia e la ripresa degli investimenti.

Tabella 4: Crescita reale programmata e tendenziale a confronto – Fonte: Elaborazioni Nens su dati DEF

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
QUADRO PROGRAMMATICO (a):						
Pil reale	-0,4	0,7	1,4	1,5	1,4	1,3
- Domanda interna	-0,6	0,4	1,1	1,3	1,3	1,2
- Variazione delle scorte	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0
- Esportazioni nette (netto scorte)	0,3	0,4	0,2	-0,0	-0,0	0,1
QUADRO TENDENZIALE (b):						
Pil reale	-0,4	0,7	1,3	1,2	1,1	1,1
- Domanda interna	-0,6	0,4	0,9	0,9	1,0	1,0
- Variazione delle scorte	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1
- Esportazioni nette (netto scorte)	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
VARIAZIONE [(a)-(b)]:						
Pil reale	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2
- Domanda interna	0,0	0,0	0,2	0,4	0,3	0,2
- Variazione delle scorte	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
- Esportazioni nette (netto scorte)	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1

Se ci si addentra all'interno della composizione della crescita (cfr. ultime tre righe della tab.4), appare chiaro come l'accelerazione sia interamente riconducibile a fattori domestici, mentre il ruolo che il Governo sembra attribuire al canale estero è meramente correttivo. Ciò è da ricondurre ad una previsione di ripresa delle importazioni maggiore di quelle delle esportazione e ad un ritmo di espansione di consumi ed investimenti particolarmente pronunciato nel triennio 2016-2018. In corrispondenza di tali anni, infatti, la maggiore crescita in termini reali di consumi privati ed investimenti fissi lordi non dovrebbe mai andare sotto l'1 per cento– nello specifico 1 per cento nel 2015 e 2017, e 1.1 per cento nel 2016 -, mentre il contributo proveniente dai consumi pubblici è previsto essere negativo nel 2015 (-0.9 per cento) e pressoché nullo nei rimanenti anni (rispettivamente, +0.1 per cento nel 2016 e 0 nel 2017). Ne risulta una maggiore crescita proveniente della domanda interna di soli 2/10 di punto per il 2015, che raddoppia nel 2016 per poi lentamente convergere al suo livello iniziale di 0.2 punti percentuali nel 2019.

E' bene ricordare che questi dati sono ottenuti come differenza tra le cifre programmatiche e tendenziali contenute nella sezione I del DEF e che, pertanto, la loro lettura offre la possibilità di poter analizzare la robustezza in chiave pro-crescita della politica fiscale del Governo. In particolare, l'andamento dello scostamento riferito alla domanda interna porta a concludere che:

- a. l'impatto da considerarsi permanente sulla crescita reale - e che qui è riconducibile al solo effetto propulsivo proveniente dalle politiche di stimolo a consumi ed investimenti - è quantificabile in soli 0.2 punti percentuali, mentre l'impatto temporaneo, i cui effetti dovrebbero esaurirsi in soli due anni (dal 2017 al 2018), dovrebbe apportare solo benefici contenuti in termini di maggiore reddito (ca. 0.3 punti percentuali in due anni);
- b. in corrispondenza degli ultimi due anni dell'intervallo di previsione, la crescita addizionale non riconducibile a consumi ed investimenti è quantificabile in solo 1/10 di punto all'anno ed è da attribuire alla componente più aleatoria della domanda nazionale: le scorte;
- c. il contributo alla crescita delle esportazioni nette è pressoché nullo a causa di una ripresa delle importazioni più vivace di quella delle esportazioni.

Con riferimento infine al calo della spesa per interessi, il DEF basa il suo scenario di riferimento su un profilo progressivamente decrescente degli interessi passivi, il quale, oltre a beneficiare di massicci innesti di liquidità da parte della BCE (*Quantitative Easing*), sembrerebbe inglobare un rafforzamento del clima di fiducia dei mercati circa le future prospettive di crescita dell'intera eurozona e l'assestamento dei futuri livelli dei tassi d'interesse di equilibrio intorno a valori più bassi rispetto a quelli del periodo pre-crisi. Tale scenario pare quindi caratterizzarsi per la presenza di alcune assunzioni tecniche sul buon esito della politica monetaria della BCE ed su un prossimo allentamento delle tensioni e delle incertezze che hanno caratterizzato i mercati finanziari europei; assunzioni che in una certa maniera sembrano inglobare all'interno del modello previsionale del Ministero: a) il ritorno dell'inflazione su un sentiero di medio termine prossimo al 2 per cento; b) una normalizzazione degli spread tra titoli sovrani dell'eurozona tale da garantire il ritorno ad un grado di sostituibilità tra titoli di debito sovrani dell'eurozona simile se non addirittura

più elevato di quello esistente prima della crisi; c) una convergenza dei tassi d'interesse medi annui pagati sul debito pubblico italiano verso livelli più bassi rispetto ai periodi pre-crisi.

Volendo per ragioni di spazio tralasciare tutte le questioni legate al possibile buon esito dei programmi anti deflazionisti e di normalizzazione dei mercati finanziari europei della BCE, questioni che – com'è noto – sostanzialmente ruotano intorno alle prospettive di sostenibilità e di solvibilità delle finanze pubbliche greche, qui vale la pena ricordare che il livello (in rapporto al Pil) degli interessi passivi previsto per il 2019 - 3.7 per cento, cfr. tab.1 - sarebbe inferiore (per circa 6/10 di punto) al minimo storico mai pagato dall'Italia da quando esiste l'euro e che, pertanto, la dinamica di tale fonte di spesa appare decisamente ottimistica stante le condizioni economiche in cui si trova il Paese dopo sette anni (quasi) consecutivi di recessione. Per un paese indebitato come l'Italia e per un'economia dal passo tutt'altro che veloce come quella italiana, la quale, è bene ribadirlo, non sembra destinata a discostarsi dal suo naturale sentiero di espansione del reddito dell'1 per cento medio annuo, parlare di un percorso di correzione del carico di interessi che nel giro di 5 anni possa assestarsi intorno ai 3 punti e 1/2 di Pil appare quanto meno speranzoso.

Alla luce di queste considerazioni, nel prossimo paragrafo proveremo a testare la resilienza degli obiettivi sanciti dal DEF provando a perturbare alcune poste di bilancio, inclusa la spesa per interessi passivi, e a rivedere alcune previsioni di minore spesa lungo le linee già tracciate nel corso del nostro precedente Rapporto (cfr. [Andamenti e prospettive della Finanza Pubblica italiana XI Rapporto](#))

Il quadro di finanza pubblica di Nens

Questo paragrafo proverà a formulare uno scenario alternativo di finanza pubblica per il quinquennio di programmazione 2015-2019. La simulazione procederà ad integrare alcune ipotesi di lavoro già evidenziate nel corso dell'ultimo Rapporto Nens con nuove criticità di bilancio riferibili ai nuovi scenari macroeconomico e di finanza pubblica presenti

nel DEF 2015. In particolare, la nuova simulazione di Nens si baserà sulle seguenti assunzioni di base:

1. *spending review* sottoperformante per circa il 30% delle poste iscritte nella tav. V.7 del DEF 2015;
2. gettito delle entrate da giochi e lotterie pari a zero;
3. una perdita di gettito dovuta all'introduzione di regime fiscale agevolato per gli autonomi pari a 1,5 volte l'ammontare previsto dal DEF;
4. andamento dell'entrate da imposizione indiretta diversa da quella presente nel DEF a causa di una rimodulazione della composizione interna della crescita economica;
5. una riduzione delle uscite per interessi passivi meno marcata per gli anni 2018-2019 che a fine serie porterà ad un livello pari a 4 punti di Pil;
6. maggiori uscite per un totale di circa 2,2 miliardi di euro per la mancata indicizzazione di alcune pensioni;
7. una perdita di una parte del maggiore gettito proveniente dal *reverse charge*.

Le prime tre assunzioni erano già presenti nel vecchio rapporto, cui si rimanda per i dettagli; le restanti tre sono invece nuove e trovano la loro motivazione nel differente scenario macroeconomico in cui si innestano. In particolare, la rimodulazione delle entrate indirette trova motivazione nell'eccessivo peso, in termini di contributo alla crescita, della componente domestica della domanda aggregata rispetto a quella estera. Dal punto di vista operativo, il calcolo delle nuove entrate indirette prevedono le seguenti fasi. In primo luogo, si procede con il calcolo delle elasticità nette; vale a dire le elasticità implicite al tendenziale a legislazione vigente al netto delle variazioni nette riconducibili alle leggi e ai decreti legge emanati nel corso del 2014 e del 2015. Successivamente, le elasticità nette vengono applicate alle serie revisionate del Pil nominale e delle importazioni (il totale delle risorse), in modo da ottenere la serie corretta delle entrate da imposizione indiretta.

La revisione del totale delle risorse ha comportato la rimodulazione del quadro macroeconomico di medio termine. Tale rimodulazione ha ipotizzato, diversamente da quanto assunto nel DEF, un minor contributo alla crescita della domanda nazionale compensato da un contributo non nullo proveniente dall'*export* netto. Il minor contributo

della domanda interna è dovuto ad una compressione del contributo alla crescita riconducibile agli investimenti e ad un abbassamento, a parità di deflatore, del ritmo di espansione annuo delle importazioni. La rimodulazione è stata inoltre calibrata in maniera tale da non alterare la traiettoria di medio termine del prodotto reale e, dunque, da non modificare la successione dei tassi di variazione del Pil reale.

Con riferimento invece all'incidenza dei interessi passivi sull'indebitamento netto nominale, la simulazione assume un andamento ad "U" della spesa per interessi che incorpora: a) il pieno raggiungimento, da parte della BCE, dell'obiettivo statutario del "2%" e la completa conclusione del *Quantitative Easing* entro i termini stabiliti; b) il ritorno alla normalità dei mercati dei capitali europei e, a partire dalla fine del 2016, il rientro dei livelli nominali dei tassi d'interesse pagati sul debito sovrano europeo sui livelli medi considerati "normali" prima della crisi. L'introduzione di queste ipotesi ha avuto come conseguenza una correzione verso l'alto del costo del debito italiano in corrispondenza degli ultimi tre anni della programmazione e la convergenza, a partire dal 2018, del rapporto tra interessi passivi e Pil nominale verso un livello medio annuo del 4 per cento.

Le maggiori entrate per 2.2 miliardi di euro si riferiscono al rimborso una tantum della mancata indicizzazione dei vitalizi di alcune fasce di pensionati previsto dal "bonus" Poletti. Tale rimborso, com'è noto, è dovuto alla recente sentenza della Corte Costituzionale (cfr. [sentenza 70/2015](#) pubblicata in G.U. il 6 maggio u.s.) che ha bocciato la norma contenuta nella riforma delle pensioni Monti-Fornero che prevedeva, per il biennio 2012-2013, il blocco dell'adeguamento all'inflazione di alcune pensioni. Trattandosi di un rimborso una tantum, il "bonus" è destinato ad incidere solamente sui saldi nominali di bilancio e quindi a lasciare invariato il percorso di risanamento dell'Italia verso l'obiettivo di medio termine.

Infine, la riduzione delle entrate provenienti dall'introduzione dell'inversione contabile (*reverse charge*) sono legate al mancato rilascio da parte della UE dell'autorizzazione ad estendere tale pratica al settore della grande distribuzione (ipermercati, supermercati e discount alimentari). La stima del minor gettito annuo fatta dal Nostro Istituto è di circa 300 milioni di euro.

La tab. 5 sintetizza i risultati delle simulazioni, mentre la tab 6 mette a confronto il quadro programmatico di finanza pubblica contenuto nel DEF con quello risultante dallo scenario Nens.

Tabella 5: il quadro di finanza pubblica di Nens – Fonte: Elaborazioni Nens su dati DEF, MEF; l’aggiustamento delle entrate indirette è stato calcolato prendendo come riferimento le stime fornite dalla Relazione Tecnica alla LS 2015.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Entrate totali Nens	777,206	784,862	801,464	815,635	843,045	862,234
- Entrate totali a legisl. Vigente	777,206	785,957	818,686	840,865	863,244	881,218
- variazione a politiche invariate	0	0	724	1,960	3,289	4,420
- cancellazione cl. salvaguardia LS 2014	0	0	-3,300	-6,300	0	0
- cancellazione cl. salvaguardia LS 2015	0	0	-12,814	-19,221	-21,965	-21,965
- variazione imposte indirette	0	142	-595	-432	-286	-202
- cancellazione entrate da giochi	0	-937	-937	-937	-937	-937
- reverse charge	0	-300	-300	-300	-300	-300
Uscite totali Nens	826,262	831,762	846,751	852,030	865,601	878,723
- Uscite al netto degli interessi a legisl. Vigente	751,080	757,760	770,945	775,386	786,207	796,481
- variazione a politiche invariate	0	0	1,664	4,160	6,694	8,765
- Interessi passivi	75,182	69,386	71,227	69,251	69,536	71,544
- spending review sottoperformante		2,429	2,915	3,233	3,165	1,932
- rimborso mancata ind. Pensioni	0	2,187				
Saldo primario Nens	26,126	22,485	25,940	32,857	46,979	55,056
- in % del Pil	1.6	1.4	1.5	1.9	2.6	3.0
Indebitamento netto Nens	-49,056	-46,901	-45,287	-36,394	-22,556	-16,489
- in % del Pil	-3.0	-2.9	-2.7	-2.1	-1.3	-0.9

Dalla tab. 5 è possibile osservare come il combinato effetto della correzione delle entrate e delle uscite proposte dal nostro Istituto, la cancellazione delle clausole di salvaguardia e l’inclusione delle maggiori entrate e delle maggiori spese a politiche invariate, peggiorino le condizioni del bilancio pubblico italiano ed appesantiscano i livelli dell’indebitamento netto nominale. Il peggioramento risulta particolarmente importante in corrispondenza degli ultimi tre anni di previsione, soprattutto a causa del venir meno di una parte del calo degli interessi passivi e della revisione di alcune poste di bilancio.

Tabella 6: DEF 2015 Vs. Nens: un confronto tra quadri programmatici (cifre in mln di €)

	2015	2016	2017	2018	2019
QUADRO PROGRAMMATICO DEF 2015 (A)					
Saldo primario DEF 2015 (A)	26,219	40,351	55,576	68,109	73,916
- in % del Pil	1.6	2.4	3.2	3.8	4.0
Indebitamento netto programmatico	-42,605	-30,263	-13,894	0	5,544
- in % del Pil	-2.6	-1.8	-0.8	0.0	0.3
QUADRO PROGRAMMATICO NENS (B)					
Saldo primario Nens (B)	22,485	25,940	32,857	46,979	55,056
- in % del Pil	1.4	1.5	1.9	2.6	3.0
Indebitamento netto Nens	-46,901	-45,287	-36,394	-22,556	-16,489
- in % del Pil	-2.9	-2.7	-2.1	-1.3	-0.9
SCOSTAMENTO (A-B) (*)					
Variazione saldo primario	3,733	14,411	22,719	21,130	18,860
- in % del Pil	0.2	0.9	1.3	1.2	1.0
Variazione dell'indeb. netto	4,295	15,024	22,500	22,556	22,032
- in % del Pil	0.3	0.9	1.3	1.3	1.2
<i>(*) valori positivi indicano un peggioramento dell'indicatore; valori negativi un miglioramento</i>					

Confrontate con le cifre governative, il quadro programmatico di Nens evidenzia diverse criticità a partire dal 2016. Tali criticità danno vita ad una successione di fabbisogni di risorse pari a 15 miliardi di euro per il 2016, 22.5 miliardi per il 2017 e 2018, e 22 miliardi per il 2019 (cfr. ultime quattro righe della tab. 6)

Indebitamento netto strutturale e debito pubblico

Il DPB 2015 prospettava per il triennio 2015-2017 una sequenza decrescente di valori dell'indebitamento netto strutturale - pari rispettivamente a 0.3, 0.2 e 0.5 punti di Pil - ed il conseguimento del pareggio del bilancio per il 2017. Il programmatico del DEF 2015 sostanzialmente conferma tali obiettivi e rivede in senso meno restrittivo il percorso di risanamento della finanza pubblica italiana. Per il 2015, la nuova tabella di marcia proposta dal DEF prevede un aggiustamento strutturale di soli 0.2 punti di Pil, mentre per il 2016 e 2017 il programma prevede una contrazione dell'indebitamento aggiustato per il

ciclo di 0.1 e 0.4 punti (Cfr. tab. 7). Il nuovo schema di finanza pubblica che ne deriva propone quindi un abbassamento di 1/10 di punto di Pil per tutta la successione di aggiustamenti strutturali presenti nel DPB e stabilisce per gli ultimi due anni della programmazione il conseguimento di saldi netti strutturali positivi.

Tabella 7: Obiettivi di finanza strutturale per l'Italia – Fonte: DEF e elaborazioni Nens su dati DEF.

	2015	2016	2017	2018	2019
Aggiustamento DPB 2015	0.3	0.2	0.5	nd	nd
Aggiustamento DEF 2015	0.2	0.1	0.4	0.1	0.1
Aggiustamento richiesto in base all'Output Gap e al Growth Gap	0.25	0.5	sup. 0.5		

Se si prova a confrontare i dati forniti dal DEF con il profilo di risanamento risultante dall'applicazione delle nuove linee guida sull'interpretazione delle regole di bilancio europee pubblicate lo scorso 15 gennaio (cfr. [Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact](#)), è facile accorgersi come il percorso proposto dal DEF presenti delle deviazioni anche importanti rispetto a quanto stabilito dal Fiscal Compact; scostamenti su cui il Governo non è però chiamato ad intervenire grazie all'applicazione della clausola delle riforme che la Commissione ha recentemente concesso. Le nuove linee guida, infatti, oltre a tenere conto dell'entità dell'*output gap*, tendono anche a prendere in considerazione l'eventuale presenza di un *growth gap* tra crescita potenziale ed effettiva e quindi a far rientrare nella determinazione delle condizioni economiche di un paese sia elementi congiunturali riferibili ai diversi livelli del Pil effettivo e potenziale, sia considerazioni di flusso riferibili ai rispettivi tassi di variazione. Da ciò ne deriverebbe un ruolino di marcia più stringente per l'Italia (cfr. l'ultima riga della tabella 5), dove, a fronte di un iniziale scostamento degli obiettivi di medio termine di soli 5/100 di punto, seguono scostamenti ben più ampi e superiori ai 4/10 di punto.

Volendo tralasciare per un attimo lo scostamento atteso per il 2015, per il 2016 lo scostamento di 4/10 è il risultato della volontà governativa di tradurre le maggiori risorse in

un maggiore indebitamento netto e, quindi, in un minore avanzo primario. Tuttavia, come si è avuto modo di argomentare nel corso del precedente paragrafo, la mancata realizzazione di alcune ipotesi di base su cui si basa il DEF – in particolare, calo degli interessi passivi e taglio della spesa - potrebbe generare deviazioni superiori allo 0.4 per cento e costringere Palazzo Chigi a rivedere l’allocazione di tali risorse dall’iniziale riduzione dell’avanzo primario ad una riduzione dell’indebitamento netto nominale e, quindi, verso una rimodulazione dell’entità della *spending review* che, a quel punto, potrebbe tornare ad aggirarsi intorno all’1% del Pil.

Con riferimento al 2015, invece, la deviazione di 5/100 di punto rispetto a quanto previsto dalle nuove griglie di aggiustamento emanate dalla Commissione potrebbero anche non rappresentare un problema se non fossero accompagnati dalla presenza di alcune voci in entrata su cui pende il benessere della Commissione stessa (*reverse charge* sulla grande distribuzione). Se infatti alcune di queste poste dovessero essere riviste al ribasso, allora il gap tra aggiustamento proposto ed aggiustamento richiesto potrebbe anche allargarsi allo 0.1 per cento del Pil e spingere Bruxelles a far pressioni per una riduzione del deficit nominale di pari entità già a partire dal prossimo autunno.

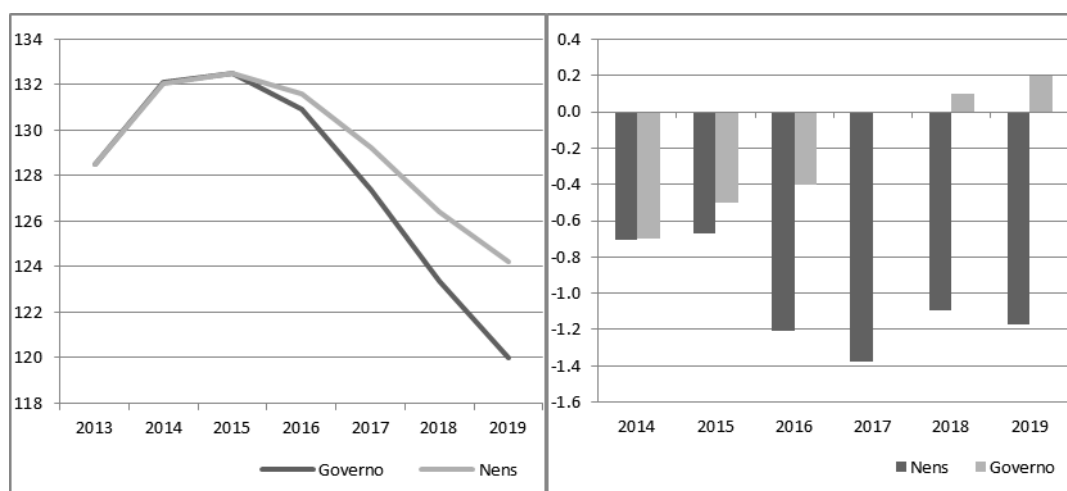
Tutte queste considerazioni non potranno non avere ripercussioni sull’andamento del rapporto debito-Pil. A tal riguardo, va detto che il DEF conferma per i prossimi cinque anni una dinamica non monotona del debito pubblico italiano, prospettando un iniziale aumento del rapporto debito-Pil dal 132.1 al 132.5 per cento e una susseguente contrazione fino al 120 per cento. Alla fine del quinquennio di programmazione le aspettative del Governo sono di veder scendere l’incidenza del debito sul Pil di ben 12 punti grazie all’egire di un mix di elementi tra cui vale la pena sottolineare:

- a. la costruzione di un avanzo primario vicino al 4% del Pil;
- b. il rientro dell’effetto *snow ball* entro limiti di sostenibilità di lungo periodo;
- c. l’aggiustamento della componente *stock-flussi* riconducibile all’entrata a regime del programma di privatizzazioni.

Tecnicamente, la chiave di volta per comprendere la caduta di 12 punti del rapporto debito-Pil va cercata nel combinato effetto di un migliorato quadro macroeconomico e finanziario - il quale, agendo soprattutto sulla dinamica del Pil nominale e sul costo del debito, modificherebbe nella direzione desiderata l'effetto *snow ball* – ed il proseguimento di una politica fiscale restrittiva caratterizzata da un profilo crescente degli avanzi primari; ingredienti questi che nello scenario Nens sono stati rivisti e ricalibrati in maniera sostanziale.

Se infatti si mettono a confronto le stime sull'andamento del rapporto debito-Pil formulate dal DEF e dal Nostro Istituto, lo scenario che si delinea è quello mostrato dalla fig.1.

Figura 1 Debito pubblico italiano (grafico di sinistra) e disavanzo strutturale (grafico di destra): previsioni Nens e previsioni governative a confronto – Fonte: DEF ed elaborazioni Nens su dati DEF



Nello scenario Nens l'andamento del rapporto debito-Pil (cfr. grafico di sinistra) mantiene il suo andamento a "gobba", ma sviluppa un gap tra le due curve che a fine periodo dovrebbe aggirarsi intorno ai 4 punti di Pil. Questo dato è il risultato dello slittamento al di fuori dell'intervallo di previsione del DEF del pareggio di bilancio nominale e strutturale, il quale, a sua volta, è spiegabile a partire dall'inclusione nello scenario Nens di una correzione "a politiche invariate" più marcata rispetto a quanto indicato dal Governo, di un

andamento del calo degli interessi passivi meno ottimistico e della revisione di alcune voci di maggiori entrate e minori spese ritenute poco credibili.

Dal punto di vista del rispetto degli Obiettivi di Medio Termine assegnati all'Italia, le ripercussioni sull'indebitamento netto strutturale delle revisioni Nens generano deviazioni importanti rispetto alle percentuali fornite dal governo, specie in prossimità della fine dell'intervallo di previsione (cfr. grafico di destra della fig. 1). Diversamente da quanto riportato dal DEF, infatti, la sequenza di disavanzi strutturali risultanti dalle nostre simulazioni genera un allargamento invece che una contrazione del indebitamento al netto del ciclo e delle *una tantum* e, dunque, un allontanamento nel tempo dell'obiettivo dell'azzeramento del disavanzo strutturale.