



# **Andamenti e prospettive della Finanza Pubblica italiana**

## **XIV Rapporto Nens**

***maggio 2016***

## Sommario

Premessa e conclusioni .....	pag. 3
Quadro macroeconomico .....	pag. 4
Il quadro di finanza pubblica	
- Le previsioni per il 2016 .....	pag. 8
- <i>Le previsioni per il triennio 2017-2019</i> .....	pag. 12
La finanza strutturale e la correzione del debito	
- <i>Il pareggio strutturale e il percorso programmatico</i> .....	pag. 15
- <i>La dinamica del debito</i> .....	pag. 17

## Premessa e conclusioni

Il Documento di Economia e Finanza (DEF) 2016 esce in un momento in cui le previsioni sull'andamento della congiuntura internazionale sono oscillanti, incerte e tali da gettare più di un'ombra circa le prospettive di rafforzamento della ripresa. Con la nuova programmazione 2016-2019, il Governo preannuncia nuovi pacchetti di stimolo all'economia, tra cui l'ulteriore riduzione della pressione fiscale da perseguire attraverso l'abbattimento delle aliquote Ires e la riorganizzazione degli scaglioni Irpef; l'aumento progressivo degli investimenti pubblici in infrastrutture e dei trasferimenti alle imprese che investono in innovazione; il potenziamento degli incentivi alla creazione d'impresa e il rafforzamento della competitività del sistema Italia. Nonostante il Governo insista nel sostenere che la ripresa è forte e che i conti dell'Italia sono in ordine, dal DEF emergono diversi segnali sullo stato di salute della nostra economia che suscitano non poche preoccupazioni. In particolare, nel corso di questo Rapporto si cercherà di evidenziare i seguenti elementi di criticità della strategia di bilancio del Governo.

1. **Crescita nominale eccessiva.** Pur limitando al ribasso le previsioni di crescita del Pil reale per tutti gli anni che vanno dal 2017 al 2019, le previsioni macroeconomiche contenute nel DEF – sia tendenziali che programmatiche – si caratterizzano per un eccessivo ottimismo riguardo il futuro ritmo di espansione del prodotto reale e la possibilità che la BCE possa da sola, e senza l'aiuto di politiche fiscali nazionali volte ad espandere la domanda aggregata, riportare il tasso di crescita dei prezzi lungo un sentiero compatibile con livello d'inflazione superiore all'1%. Ad apparire ottimistiche sono le previsioni riguardo la dinamica di medio termine del deflatore (e più in generale dell'inflazione), che nel DEF pare seguire scenari difficilmente compatibili con l'attuale stato della congiuntura europea.
2. **La debolezza degli obiettivi strutturali.** Se da un lato il Governo ribadisce e difende la propria scelta di perseguire una politica di contrazione espansiva dei saldi di finanza pubblica, dall'altro le traiettorie di rientro dell'indebitamento netto strutturale e del rapporto debito-Pil all'interno delle soglie previste dal *Fiscal Compact* appaiono eccessivamente legate a fattori totalmente esogeni all'Italia. Il rispetto dell'Obiettivo di Medio termine (OMT), in particolare, appare totalmente dipendente dall'eventuale accoglimento delle richieste di maggiori spazi di flessibilità da parte di Bruxelles. In particolare, il Rapporto evidenzierà come l'obiettivo di fondo perseguito dal Governo sia quello di dirottare al 2020 – 2 anni in avanti rispetto al DEF 2015 – il raggiungimento dell'OMT, ma anche il perché l'eventuale non concessione della maggiore flessibilità chiesta dall'Italia possa essere motivo di deviazione significativa dal percorso di avvicinamento verso il pareggio strutturale di bilancio.
3. **Il non rispetto della regola del debito.** Il Governo prevede di registrare il primo calo del rapporto debito-Pil italiano dopo 7 anni consecutivi di crescita proprio in corrispondenza del 2016. Il Rapporto mostrerà come la possibilità che il rapporto debito-Pil possa iniziare a scendere già alla fine del 2016 dipenda in modo cruciale da due fattori: il raggiungimento di un indebitamento netto non superiore ai 2.3 punti di Pil e lo stabilizzarsi del tasso di crescita del prodotto nominale su livelli non inferiori al 2%.

### Quadro macroeconomico

Per l'Italia, il 2015 si è chiuso, dopo tre anni consecutivi di contrazione del reddito, con il ritorno alla crescita. Rispetto al 2014, a fine anno la crescita reale si è assestata allo 0.8%, conseguenza di una robusta ripresa dell'attività di ricomposizione delle scorte (+0.5%) e di un rafforzamento della domanda interna (+0.5), su cui ha pesato, soprattutto, il consolidarsi della ripresa dei consumi privati, cresciuti su base annua dello 0.9%, e la ripresa dell'accumulazione di capitale, cresciuta a consuntivo dello 0.8%. Il contributo alla crescita dell'export netto è stato invece sfavorevole a causa dell'apporto negativo proveniente dalle importazioni, crescite di ben 6 punti percentuali rispetto al 2014.

La ripresa dei consumi è in gran parte imputabile alla crescita del reddito disponibile e al migliorato clima di fiducia della popolazione, su cui hanno giovato sia le migliori condizioni del mercato del lavoro sia l'aumento del potere d'acquisto delle famiglie dovuto alla fase di non-inflazione/deflazione che caratterizza l'attuale congiuntura.

La tab.1 riporta una sintesi dello scenario tendenziale riportato dal DEF 2016. Per il quadriennio 2016-2019, le previsioni governative contenute nel DEF indicano un lieve rafforzamento della ripresa ed una ricomposizione della crescita a favore – ancora una volta – delle componenti domestiche della domanda aggregata. Le stime incorporano l'aumento del gettito determinato dall'entrata in vigore della rimodulazione delle clausole di salvaguardia introdotta dalla Legge di Stabilità 2016, e scontano l'abolizione delle imposte sull'abitazione principale dal 2016, la proroga delle decontribuzioni per le nuove assunzioni a tempo indeterminato, nonché la riduzione dell'aliquota IRES a partire dal 2017. Leggendo i numeri in tabella, a colpire sono in particolare tre elementi del quadro tendenziale:

1. La convergenza dell'economia italiana lungo un sentiero di crescita a tasso costante (+1.2%) del Pil reale;
2. La progressiva scomparsa del canale estero tra le fonti di creazione del reddito;
3. Una traiettoria del deflatore dei Pil particolarmente sostenuta già a partire dal 2016.

**Tabella 1: quadro macroeconomico tendenziale (tassi di crescita annui) – Fonte: DEF 2016**

	2015	2016	2017	2018	2019
Pil (volumi)	0.8	1.2	1.2	1.2	1.3
- Deflatore del Pil	0.8	1.0	1.4	1.7	1.7
Contributi alla crescita:					
- Domanda nazionale al netto delle scorte	0.5	1.3	1.0	1.2	1.4
- Scorte	0.5	0.0	-0.1	0.0	0.0
- Esportazioni nette	-0.3	-0.2	0.3	-0.1	0.0

A fungere da propellente per la crescita dovrebbero essere, nelle aspettative del Governo, una prosecuzione della ripresa dei consumi, un progressivo rafforzamento del reddito disponibile delle famiglie, ma soprattutto una ripresa più vivace degli investimenti fissi, previsti in crescita ad un ritmo medio superiore al 2% lungo tutto il quadriennio 2016-2019. Il contributo della componente estera, invece, è previsto in progressivo avvicinamento allo zero a causa della maggiore dinamicità delle importazioni rispetto alle esportazioni. Con riferimento alla prospettiva di breve e medio periodo di questa componente della domanda, va detto che la per la costruzione dello scenario tendenziale il DEF si affida ad un'ipotesi tecnica molto discutibile - ma ciò nonostante comunemente adottata a livello europeo - in base alla quale per tracciare le traiettorie di medio termine di importazioni ed esportazioni il cambio euro-dollaro di riferimento consiste dell'ultima media quotazione reperibile sul mercato. Ne segue che la successione di tassi di cambio adottata per la costruzione del quadro macroeconomico tendenziale presenta un profilo molto più piatto rispetto a quello deducibile dall'andamento dei *futures* sui contratti a termine. In quest'ultimo caso, infatti, la traiettoria di medio termine del cambio euro-dollaro offerto dai contratti *futures* porterebbe ad incorporare aspettative diverse all'interno del quadro tendenziale; aspettative in cui la dinamica del cambio euro-dollaro seguirebbe scenari di progressivo apprezzamento della divisa europea rispetto a quella statunitense. Se presa in considerazione, tale revisione (cfr. l'esercizio di simulazione condotto dall'upB ) porterebbe a rivedere in senso negativo il contributo alla crescita dell'export netto e pertanto a rivedere verso il basso l'intero sentiero di crescita del Pil reale.

Infine, con riferimento alla dinamica attesa del deflatore, la sequenza di tassi di variazioni prevista del Governo sembrerebbe sovrastimare, nel breve periodo, gli effetti inflattivi provenienti dal recente rafforzamento del QE della BCE. Se si prova a riflettere sull'attuale struttura macroeconomica dell'eurozona, non è affatto difficile rendersi conto di come la sola BCE non sia in grado di ravvivare - in tempi brevi - i ritmi di espansione del deflatore se non accompagnata da una seria politica europea di stimolo della domanda aggregata. I segnali che al momento sembrerebbero provenire dagli indicatori anticipatori - primo tra tutti l'andamento ancora sfavorevole dell'inflazione a consumo che a marzo ha fatto segnare una contrazione dello 0.2% su base annua anche per i prezzi dei prodotti alimentari - non sembrano infatti allinearsi con un'aspettativa di crescita dei prezzi dell'1% per quest'anno e dell'1.4% per il prossimo, mentre sembrerebbero invece presagire andamenti dei deflatori più o meno in linea con quelli registrati nel corso del 2015 (+0.8% per il Pil, +0.1% per i consumi).

La deludente reazione dell'inflazione agli stimoli monetari degli ultimi mesi può quindi essere vista anche alla luce del basso livello della domanda aggregata europea, la quale, continuando a stagnare a causa della debolezza degli investimenti e dell'eccessivo ricorso a politiche di deflazione dei bilanci pubblici, tende a diluire gli effetti del QE sull'andamento dei prezzi. A ciò va aggiunto che finora il contributo proveniente dal cd "Piano Juncker" per la ripartenza degli investimenti è stato decisamente deludente, specie se si pensa che dei 315 miliardi di euro stanziati per il triennio 2015-2017 finora ne sono stati utilizzati poco più del 10% (all'incirca 50 miliardi di euro). Quindi, se da un lato è condivisibile la presa di posizione del Governo circa "l'insufficiente coordinamento delle politiche di bilancio dell'Area dell'Euro", francamente si fa fatica a capire come possa Palazzo Chigi possa affidare la sua programmazione di breve e medio periodo su un andamento del deflatore che, *ceteris paribus*, è come se scontasse un progressivo aumento della domanda aggregata europea.

A questi argomenti andrebbe anche aggiunta un'ulteriore considerazione riguardo l'ipotesi, non proprio remota, di un prolungamento dell'eccesso di offerta di greggio sui mercati internazionale e di una sostanziale prosecuzione della fase di basse quotazioni per Brent e WTI che caratterizza il mercato mondiale del greggio; quotazioni su cui pesano anche le ultime notizie relative al fallimento delle negoziazioni di Doha tra Iran e Arabia Saudita. Il rischio è che le previsioni di inflazione contenute nel Def possano risultare eccessivamente ottimistiche già a partire dalla fine del 2016, contribuendo a ridurre, in sede di compilazione della LS 2017, i già ristretti spazi di manovra a disposizione dell'Esecutivo.

Passando ad analizzare il nuovo quadro programmatico del DEF, la tab.2 sintetizza gli effetti attesi della futura manovra di bilancio sul tasso di espansione del Pil lungo tutto il quadriennio della programmazione.

**Tabella 2: quadro macroeconomico programmatico (tassi di crescita annui)–  
Fonte: DEF 2016 e elaborazioni Nens su dati DEF 2016.**

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Previsioni programmatiche</b>					
Pil (volumi)	0.8	1.2	1.4	1.5	1.4
- Deflatore del Pil	0.8	1.0	1.1	1.7	1.8
Contributi alla crescita:					
- Domanda nazionale al netto delle scorte	0.5	1.3	1.3	1.5	1.5
- Scorte	0.5	0.0	0.0	0.1	0.0
- Esportazioni nette	-0.3	-0.2	0.1	-0.2	-0.2
<b>Scostamenti del programmatico rispetto al tendenziale</b>					
Pil (volumi)	0.0	0.0	0.2	0.3	0.1
- Deflatore del Pil	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.1
Contributi alla crescita:					
- Domanda nazionale al netto delle scorte	0.0	0.0	0.3	0.3	0.1
- Scorte	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
- Esportazioni nette	0.0	0.0	-0.2	-0.1	-0.2

La prima parte della tabella mostra sia la traiettoria attesa del Pil reale programmatico, sia la sua scomposizione in termini di contributi alla crescita; la parte inferiore riporta invece le differenze percentuali rispetto al quadro tendenziale riconducibile alla nuova programmazione economica.

Il nuovo schema programmatico sconta sia alcuni aggiornamenti tecnici del modello econometrico ITEM con cui il Governo procede al calcolo delle stime di medio periodo dell'economia italiana, sia l'inserimento di alcune misure di politica economica e fiscale, tra cui vale la pena citare: 1) l'abrogazione, solo per il 2017, delle clausole di salvaguardia per un ammontare pari a 15.1 miliardi

di euro; 2) una prosecuzione della *spending review* da attuare attraverso una maggiore razionalizzazione della spesa ed un efficientamento della PA; 3) un inasprimento della lotta all'evasione fiscale.

Con riferimento al primo punto, scorrendo le cifre in tabella (cfr. parte finale della tab. 2) è facile accorgersi di come il sentiero di espansione del Pil italiano risenta solo marginalmente – e limitatamente al 2017 – del nuovo regime di salvaguardia introdotto dall'ultimo programma di stabilità. L'impatto sulla domanda aggregata dovuto alla cancellazione dell'aumento automatico dell'IVA e delle accise – il cui drenaggio di risorse complessivo riconducibile al 2017 dovrebbe ammontare a circa lo 0.9% del Pil - si limita:

- a) ad una correzione verso l'alto di 3/10 di punto della domanda nazionale netta imputabile ad aumento dei consumi privati;
- b) ad una compressione di circa 2/10 di punto del contributo alla crescita proveniente della domanda estera dovuto ad una contestuale correzione – in senso contenitivo – delle importazioni.

Nel complesso, dunque, l'effetto moltiplicativo netto riconducibile all'eliminazione dei 15.1 miliardi di euro di maggiori entrate indirette risulta essere molto contenuto e comunque non superiore allo 0.1% del PIL. Se si tiene conto del fatto che il quadro programmatico per il 2017 non si limita ad includere l'abrogazione delle clausole di salvaguardia, il basso livello del moltiplicatore mostra una certa robustezza della traiettoria di crescita tendenziale a variazioni delle aliquote Iva e consente di quantificare come prossimo allo zero l'effetto moltiplicativo della disattivazione delle clausole di salvaguardia.

Nelle intenzioni del Governo, tanto l'abrogazione dell'aumento automatico delle imposte indirette per il 2017 quanto l'abbassamento del carico fiscale sul reddito d'impresa, dovrebbero essere finanziati attraverso misure di contenimento della spesa e di inasprimento alla lotta all'evasione fiscale. Inoltre, compatibilmente con le future necessità di bilancio, il Governo avrebbe anche in cantiere una revisione delle aliquote Irpef e una rimodulazione delle spese fiscali in modo da riportare la pressione fiscale su livelli prossimi a quelli pre-crisi. Stando così le cose, la volontà che sembrerebbe palesarsi attraverso la lettura del DEF sarebbe quella di proseguire lungo la strada della ricomposizione della struttura del bilancio pubblico tracciata dagli ultimi due programmi di stabilità, in modo da compensare il mancato gettito riconducibile alla riduzione della pressione fiscale attraverso una combinazione di tagli alle spese a basso moltiplicatore – vale a dire a quelle poste della spesa pubblica il cui impatto in termini di riduzione di Pil è il più basso possibile – ed un miglioramento della *compliance* fiscale.

A fronte di un 2016 che a consuntivo non dovrebbe presentare un tasso di espansione del prodotto identico al tendenziale, a partire dal 2017 tali misure sono previste generare un lieve innalzamento del sentiero di crescita del Pil quantificabile, in media, in circa 2 punti percentuali (cfr. la sezione inferiore della tab.2) . I tassi di crescita relativi agli ultimi tre anni dell'orizzonte di programmazione dovrebbero dunque assestarsi intorno all'1.4, 1.5 e 1.4% del Pil, portando il contributo atteso della futura LS 2017 alla crescita rispettivamente a +0.2, +0.3, e +0.1%.

In termini nominali, la dinamica programmatica del reddito si presenta diversa da quella del Pil reale. Mentre per il 2016 il DEF conferma la stessa crescita nominale del 2.2% riportata dal tendenziale, a partire dal 2017 il sentiero programmatico inizia a divergere da quello tendenziale,

generando uno scostamento inizialmente negativo - -0.1% a causa della caduta del deflatore superiore, in valore assoluto, alla maggiore crescita reale - , per poi tornare su tassi di variazione positivi dell'ordine dello 0.3 e 0.2% per gli anni 2018 e 2019. La dinamica del prodotto nominale sembrerebbe quindi risentire in maniera più marcata dell'abrogazione delle clausole di salvaguardia; abrogazione che paradossalmente sembra non apportare nessun contributo positivo alla finanza pubblica italiana. Infatti, se da un lato la cancellazione dell'aumento delle aliquote ridotta e ordinaria dell'IVA per il 2017 è una delle fonti dei 2/10 di punto di maggiore crescita reale, dall'altro il mancato aumento dei prezzi dovuto al non aumento dell'IVA implica una riduzione del deflatore di entità, in valore assoluto, maggiore. Pertanto, il moltiplicatore netto che si ottiene – vale a dire al netto degli effetti negativi provenienti dai vari tagli alla spesa pubblica e alle spese fiscali prospettati da Palazzo Chigi – è seppur di poco positivo e spiegabile a partire da una reazione meno marcata dell'export netto. Quest'ultima posta, infatti, che nel quadro tendenziale –il quale (è bene ricordarlo) includeva l'aumento dell'Iva – risultava contribuire in maniera positiva alla crescita reale per ben 3/10 di punto, nel quadro programmatico riduce il suo contributo a solo 1/10, evidenziando sensibilità diverse della componente estera della domanda aggregata a variazioni delle aliquote Iva.

In conclusione, le proiezioni programmatiche di medio termine del DEF sembrerebbero poggiare su ipotesi eccessivamente ottimistiche circa la futura dinamica dei prezzi, del cambio euro-dollaro e delle prospettive di crescita reale dell'economia, e appaiono pertanto soggette ad elevati rischi di deviazione del percorso programmatico già a partire dal 2017.

## **Il quadro di finanza pubblica**

### **Le previsioni per il 2016**

#### ***Il quadro tendenziale***

Il 2015 si è chiuso con un indebitamento netto nominale di 2.6 punti di Pil, in calo di 4/10 di punto rispetto al 2014, e con un andamento dell'avanzo primario pressoché stabile e pari all'1.6% del Pil. Il miglioramento dell'indebitamento netto nominale è interamente attribuibile ad una variazione in senso contenitivo – la terza in tre anni - della spesa per interessi; miglioramento che tuttavia può di buon conto essere considerato solo apparente a causa degli effetti negativi legati alla gestione dei prodotti derivati, in particolare IRS – acronimo inglese per *Interest Rate Swap* – e *Swaption*. Nel corso del 2015, i derivati hanno contribuito ad appesantire il costo di servizio del debito per complessivi 6.8 miliardi di euro (poco più dello 0.4% del Pil), risultando in aumento rispetto al 2014 per complessivi 1.2 miliardi di euro.

Non essendo inserito tra le variabili che determinano l'indebitamento, il risultato netto della gestione dei derivati incide direttamente nel calcolo del debito. Tuttavia, se si prova a mettere assieme questo dato con quello relativo al calo della spesa degli interessi, è facile rendersi conto di come il contributo alla formazione del debito legato al mantenimento dell'attuale stock di debito sia stato pressoché annullato dalla componente legata ai derivati. Contrariamente da quanto riportato dal Def, dunque, la variazione reale dell'indebitamento netto rispetto al 2014 è da considerarsi nulla, mentre quella relativa all'avanzo primario risulta essere negativa per 4 decimali di Pil.



Per il 2016 il quadro a legislazione vigente del Def prevede (cfr. tab. 3) un'ulteriore contrazione di 0.3 punti di Pil dell'indebitamento netto, frutto di un ulteriore calo della spesa per interessi (-0.2%) e di un lieve miglioramento dell'avanzo primario (+0.1%).

**Tabella 3: Consuntivo 2015 e previsione 2016 – Fonte: DEF 2016 (valori in % del Pil)**

	2015	2016	Variaz.
Indebitamento netto	-2.6	-2.3	0.3
Spesa per interessi	-4.2	-4.0	0.2
Avanzo primario	1.6	1.7	0.1
Totale entrate	47.9	47.2	-0.7
di cui:			
- Entrate tributarie	30.1	29.6	-0.5
- Contributi sociali	13.4	13.1	-0.3
- Altre entrate correnti	4.1	4.2	0.1
- Entrate in c/ capitale	0.3	0.3	0.0
Totale spese al netto degli interessi	46.3	45.6	-0.7
di cui:			
- Spesa corrente al netto interessi	42.2	42.0	-0.2
- Investimenti fissi lordi	2.3	2.3	0.0
- Altre spese in c/capitale	1.8	1.3	-0.5

Il miglioramento del surplus al netto degli interessi è a sua volta riconducibile ad una flessione delle entrate totali (-0.6 punti di Pil) inferiore, in valore assoluto, alla flessione della spesa totale al netto degli interessi (-0.7% del Pil). A consuntivo, il rapporto indebitamento-Pil dovrebbe far registrare un calo di 1/10 di punto rispetto al *target* del 2.4% fissato dal Governo in sede di LS 2016, mentre l'avanzo primario dovrebbe chiudere l'anno a +1.7%, al di sotto dell'1.8% preventivato lo scorso autunno.

La flessione delle entrate tendenziali dovrebbe essere il risultato di una frenata delle entrate tributarie (-0.5 punti di Pil) e contributive (-0.3 punti di Pil), e di un aumento marginale delle altre entrate correnti (+0.1% del Pil). Sono invece previste stazionarie le entrate in conto capitale. A formare il dato negativo delle entrate tributarie dovrebbero contribuire a) una riduzione dello 0.5% del Pil delle entrate da imposizione indiretta; b) una riduzione dello 0.1% delle entrate dirette; c) una contrazione dello 0.3% del Pil delle entrate contributive.

Sul versante della spesa, la contrazione di 7/10 di punto della spesa primaria è il risultato di una riduzione di 2 decimali della spesa primaria corrente, di una correzione di 1/2 punto dei trasferimenti in conto capitale e di una sostanziale invarianza degli investimenti fissi. Tra le uscite correnti, il calo dovrebbe interessare solo i redditi da lavoro (-0.1%) e la spesa per consumi

intermedi (-0.1%), mentre per le prestazioni sociali l'aspettativa del Governo indica una generale invarianza del dato del 2014, frutto dell'esatta compensazione tra i risparmi di spesa riconducibili alle pensioni (-0.2%) e l'aumento delle uscite riconducibili alle "altre prestazioni sociali" (+0.2%).

Se si prova a mettere a confronto le cifre del DEF con quelle contenute nella Nota tecnica illustrativa alla Legge di Stabilità 2016, è possibile osservare diversi punti di deviazione tra i due documenti (cfr. tab. 4).

**Tabella 4 Previsioni tendenziali e Previsioni Nota tecnica a confronto – Fonte: Elaborazioni Nens su dati DEF 2016 e Nota tecnica (valori in % del Pil)**

	DEF 2016			R.T. alla LS 2016			Scostamenti (DEF-RT)	
	2015	2016	Δ	2015	2016	Δ	2015	2016
<i>in % del Pil:</i>								
Indebitamento netto	-2.6	-2.3	0.3	-2.6	-2.4	-0.2	-5.2	-4.7
Spesa per interessi	4.2	4.0	-0.2	4.3	4.3	0.3	-0.1	-0.3
Avanzo primario	1.6	1.7	0.1	1.7	1.8	0.1	-0.1	-0.1
Totale entrate	47.9	47.2	-0.7	48.2	47.6	0.4	-0.3	-0.4
di cui:								
- Entrate tributarie	30.1	29.6	-0.5	30.4	30.0	0.4	-0.3	-0.4
- Contributi sociali	13.4	13.1	-0.2	13.3	13.1	-0.0	0.1	0.0
- Altre entrate correnti	4.2	4.2	-0.0	4.2	4.1	-0.1	-0.0	0.1
- Entrate in c/ capitale	0.3	0.3	0.0	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
Totale spese al netto degli interessi	46.3	45.6	-0.7	46.6	45.8	0.2	-0.3	-0.2
di cui:								
- Spesa corrente al netto interessi	42.2	42.0	-0.3	42.6	42.1	0.1	-0.4	-0.1
- Investimenti fissi lordi	2.3	2.3	-0.0	2.3	2.3	0.0	-0.0	-0.0
- Altre spese in c/capitale	1.8	1.3	-0.5	1.7	1.4	0.1	0.1	-0.1

Rispetto alle stime fornite dalla Nota, per il 2016 il DEF rivede al ribasso sia le entrate totali (-0.4%), sia la spesa corrente primaria (-0.2%). Il peggioramento dell'indebitamento che ne consegue è quantificabile in 2/10 di punto; peggioramento che tuttavia viene più che compensato da un calo della spesa per interessi pari allo 0.3% del Pil.

Il calo delle entrate sconta, come detto, sia la cancellazione di IMU e Tasi sulla prima casa, sia il venir meno di altre fonti di entrata riconducibili, ad es., all'introduzione di sgravi fiscali sugli ammortamenti in macchinari, sui neo assunti a tempo indeterminato, sull'Irap, ecc.. Complessivamente, l'incidenza della totalità di questi provvedimenti sull'indebitamento dovrebbe aggirarsi, in base a quanto riportato dalla Nota tecnica, intorno all'1.2% del Pil. Pertanto, se si prova ad interpretare il calo di soli 4/10 di punto delle previsioni di entrata riportate dal tendenziale alla luce degli impegni presi dal Governo in sede di approvazione della LS 2016, non rimane che supporre, nonostante la presenza di una pressione fiscale in calo, un marcato rafforzamento del

gettito delle altre voci di entrata riconducibili all'inasprimento della lotta all'evasione fiscale e al rafforzamento della ripresa.

Ragionamenti simili possono essere fatti anche con riferimento alle spese. Un'analisi degli scostamenti tra DEF e Nota tecnica rivela infatti una correzione verso il basso della spesa totale al netto degli interessi dello 0.2% dovuta alla revisione verso il basso per 1 decimale di punto sia della spesa corrente primaria sia delle altre spese in c/capitale. Nessuno scostamento, invece, emerge per quanto riguarda gli investimenti fissi.

Lo scostamento della spesa primaria corrente va attribuita all'inattesa riduzione della spesa per redditi da lavoro dipendente, i quali hanno beneficiato del proseguimento del trend discendente iniziato con l'insorgere della crisi dei debiti sovrani (DL n. 78/2010). Messa a confronto con i livelli del 2014, i valori di consuntivo del 2015 della spesa per redditi da lavoro mostrano una contrazione complessiva pari a 0.3 punti di Pil, quando invece le previsioni contenute nella Nota tecnica dello scorso ottobre ipotizzavano una crescita di 0.1 punti. E' dunque possibile che a determinare la contrazione della spesa primaria corrente del 2015 possa contribuire l'inatteso effetto di trascinamento proveniente dalla spesa per redditi da lavoro, cui però andrebbe sottratta la lieve contrazione di alcune voci di spesa in conto capitale (-0.2 punti di Pil) non rientranti all'interno della categoria dei contributi in conto capitale.

### **La programmazione per il 2016**

La programmazione economico-finanziaria per il 2016 contenuta nel DEF conferma, nella sostanza, le cifre del quadro tendenziale, correggendo di poco – di appena lo 0.1% del Pil – l'obiettivo di indebitamento al 2.4% fissato lo scorso autunno dopo l'approvazione del cd "Emendamento alla LS 2016" o "Pacchetto sicurezza" (cfr. tab.5).

**Tabella 5. La programmazione per il 2016: confronto tra dati tendenziali del Pil e stime della Nota tecnica – Fonte: DEF 2016 e Nota tecnica illustrativa (valori in % del Pil)**

	Rel. Tecnica alla LS 2016	DEF 2016	
		Tendenziale	Programmatico
<i>in % del Pil:</i>			
Indebitamento netto	-2.4	-2.3	-2.3
Spesa per interessi	-4.3	-4.0	-4.0
Avanzo primario	2.0	1.7	1.7

Com'è noto, con il Pacchetto sicurezza il Governo ritenne opportuno innalzare di 0.2 punti l'obiettivo di indebitamento per finanziare sia la maggiore spesa per la sicurezza sia le maggiori risorse da destinare a maggiori risorse alla cultura. Il risultato fu un ulteriore innalzamento del livello nominale del deficit che si andò a sommare agli 8/10 di punto di maggior indebitamento chiesti dall'Italia sulla base delle cd clausole degli investimenti. Con la nuova programmazione, il Governo porta al 2.3% tale obiettivo, incamerando in toto i benefici in termini di minori tassi d'interesse,

provenienti dall'intensificarsi delle politiche monetarie espansive della BCE. Riguardo alle possibilità di conseguimento di tale traguardo, la mancanza di dettagli circa le future misure di sostegno all'economia non consente un'analisi accurata del profilo di finanza pubblica tracciato dal governo. Tuttavia, i rischi impliciti contenuti nello scenario macroeconomico del DEF inducono ad un certo scetticismo riguardo al raggiungimento a consuntivo dell'obiettivo del 2.3% del rapporto debito-Pil. Se infatti ci si affida ad un tasso di crescita reale meno ottimistico di quello proposto dal Governo, ad es. 1%, e ad una dinamica del deflatore meno pronunciata, ad es. 0.7/0.8%, le ripercussioni sul livello del deficit in rapporto al Pil potrebbero portare ad una correzione verso l'alto del dato governativo, allineandolo su valori vicini al 2.6% registrato a fine 2015. Inoltre, a questa eventualità andrebbe anche aggiunta quella di un diverso andamento delle entrate tributarie non interessate dalle misure di contenimento fiscale annunciate dal Governo, le quali, come si è già avuto modo di dire nel corso del paragrafo precedente, sono attese mostrare, nonostante un profilo decrescente della pressione fiscale, incrementi delle rispettive elasticità decisamente superiori a quelli registrati nel corso degli altri anni.

### **Le previsioni per il triennio 2017-2019**

#### **Il quadro tendenziale**

Nel triennio di programmazione 2017-2019, l'indebitamento netto tendenziale è previsto ridursi in modo sostanziale nel tempo. Se il 2017 e il 2018 il DEF riporta i valori del rapporto deficit-Pil sono attesi attestarsi intorno a, rispettivamente, l'1.4 e lo 0.3%, per il 2019 il rapporto è previsto cambiare di segno e diventare positivo per 4/10 di punto. Questo andamento è in gran parte riconducibile al progressivo miglioramento nel tempo dell'avanzo primario, il quale, dopo l'1.7% del 2016, è previsto raddoppiare nel corso del 2018 per poi assestarsi al 3.9% del Pil nel 2019 (cfr. tab. 6).

**Tabella 6: Quadro tendenziale di finanza pubblica: triennio di programmazione 2017-2019. – Fonte: DEF 2016 (valori in % del Pil)**

	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
	<i>in % del Pil</i>		
Indebitamento netto	<b>-1.4</b>	<b>-0.3</b>	0.4
Spesa per interessi	<b>-3.8</b>	<b>-3.6</b>	<b>3.5</b>
Avanzo primario	2.4	3.3	3.9
Totale entrate	46.9	47.1	47.1
di cui:			
- Entrate tributarie	29.7	29.8	29.6
- Contributi sociali	13.0	13.1	13.3
- Altre entrate correnti	4.0	4.0	4.0
- Entrate in c/ capitale	0.2	0.3	0.3
Totale spese	48.4	47.5	46.7
di cui:			
- Spesa corrente al netto interessi	41.1	40.4	39.9
- Investimenti fissi lordi	2.3	2.3	2.2
- Altre spese in c/capitale	5.0	4.8	4.6

L'impennata dell'avanzo primario è riconducibile al combinato effetto di una decisa contrazione della spesa corrente primaria, che nel tendenziale passa dal 41.1% del 2017 al 39.9% del Pil nel 2019, e del proseguimento della caduta delle uscite per il servizio del debito, queste ultime previste in caduta ad una media di 2/10 di punto di PIL all'anno.

Relativamente al biennio 2017-2018, un confronto tra le stime dello scorso autunno e le previsioni tendenziali contenute nel DEF rivelano una revisione in senso peggiorativo sia degli obiettivi di indebitamento del Governo sia degli obiettivi di gestione dell'avanzo primario. In particolare, con riferimento al 2017 il tendenziale di finanza pubblica del DEF aggiorna in senso espansivo il rapporto deficit-Pil per complessivi 0,3 punti nel 2017, mentre per il 2018 la revisione risulta essere di minore entità e comunque non superiore al decimale di punto; l'avanzo primario, invece, viene rivisto al ribasso di ben 6/10 di punto nel 2017 e di 5/10 nel 2018.

**Tabella 7: La programmazione per il biennio 2017-2018: confronto tra il quadro a legislazione vigente del DEF e stime della Nota tecnica – Fonte: DEF 2016 e Nota tecnica (valori in % del Pil)**

	2017	2018	Δ	2017	2018	Δ	2017	2018
	<i>R.T. alla LS 2016</i>			<i>DEF 2016</i>			<i>Scostamenti (DEF-RT)</i>	
Indebitamento netto	-1.1	-0.2	0.9	-1.4	-0.3	1.1	-0.3	-0.1
Spesa per interessi	-4.1	-4.0	0.1	3.8	3.6	-0.2	7.9	7.6
Avanzo primario	3.0	3.8	0.8	2.4	3.3	0.9	-0.6	-0.5
Totale entrate	47.3	47.1	-0.2	46.9	47.1	0.2	-0.4	0.0
di cui:								
- Entrate tributarie	30.1	29.9	-0.2	29.7	29.8	0.0	-0.4	-0.1
- Contributi sociali	12.9	13.0	0.1	13.0	13.1	0.2	0.1	0.1
- Altre entrate correnti	4.0	4.0	0.0	4.0	4.0	-0.0	0.0	-0.0
- Entrate in c/ capitale	0.3	0.3	0.0	0.2	0.3	0.1	-0.1	0.0
Totale spese	44.3	43.3	-1.0	44.6	43.8	-0.7	0.3	0.5
di cui:								
- Spesa corrente al netto interessi	41.0	40.1	-0.9	41.1	40.4	-0.7	0.1	0.3
- Investimenti fissi lordi	2.2	2.1	-0.1	2.3	2.3	0.0	0.1	0.2
- Altre spese in c/capitale	1.1	1.1	0.0	1.3	1.2	-0.0	0.2	0.1

Rispetto ai numeri forniti della Nota tecnica, quindi, la *stance* fiscale del DEF continua ad essere espansiva e basata sulla volontà del Governo di perseguire una politica di allentamento dei livelli dell'avanzo primario superiore alla riduzione attesa della spesa per interessi, quest'ultima quantificabile - in media - in 3 decimali di Pil all'anno.

La dinamica dell'avanzo primario tendenziale incorpora sia la progressiva riduzione dell'incidenza sul Pil delle spese primarie totali (le quali passano dal 45.6% del 2016 al 43.8% del 2018), sia la sostanziale stabilità del livello delle entrate totali in rapporto al PIL (dal 47.2% del 2016 al 47.1 del

2018), sul quale, a sua volta, sembrerebbe agire il combinato effetto di un diverso quadro macroeconomico di riferimento e dell'attivazione del nuovo regime di salvaguardia introdotto dalla LS 2016.

Con riferimento alle altre voci in uscita del bilancio, va evidenziato come le spese in conto capitale continuino al loro fase di correzione nonostante la spesa per investimenti venga invece agganciata al tasso di espansione tendenziale del prodotto. Lungo tutto l'arco della programmazione, infatti, è possibile apprezzare una netta tenuta dell'incidenza della quota degli investimenti fissi sul Pil (in media poco al di sotto del 2.3%) a causa della volontà del Governo di far ricorso alla clausola *degli investimenti* per ottenere maggiori spazi di manovra. A questo proposito, non appare affatto chiaro se la programmazione degli investimenti pubblici saranno calibrati in base ad una ben definita strategia di sviluppo per il Paese o se invece saranno solo uno strumento per ottenere maggiori risorse da destinare al finanziamento di misure poco incisive in termini di maggiore crescita – ma più propagandistiche in termini di immagine – come quelle fin qui intraprese dall'attuale Esecutivo (bonus di 80€, abolizione dell'IMU e della Tasi, gli sgravi sugli ammortamenti, ecc.).

### **Il quadro programmatico per il 2017-2019**

Spinto dalle peggiorate prospettive macroeconomiche di medio periodo dovute al deteriorarsi di alcune variabili esogene collegate all'andamento dell'economia globale e trovandosi costretto a mantenere una linea di politica fiscale espansiva, nel quadro programmatico del DEF il Governo decide di proseguire con la propria politica di diluizione nel tempo (la terza in tre anni) del programma di risanamento delle finanze pubbliche italiane, stabilendo un nuovo sentiero di aggiustamento dell'indebitamento e del debito più graduale rispetto a quanto indicato nell'ultimo Documento Programmatico di Bilancio (DPB) rilasciato dal Governo.

In particolare, per il triennio 2017-2019 il DEF fornisce una dinamica dell'indebitamento netto programmatico più piatta di quella divulgata dall'ultimo DPB e – di conseguenza – un profilo di rientro del rapporto debito-Pil meno inclinato in corrispondenza degli anni 2016 e 2017. Per il 2017 l'incidenza sul Pil del saldo di bilancio viene corretta al -1.8% rispetto al precedente -2.6% del 2016, mentre per i rimanenti due anni della programmazione lo scostamento tra entrate e uscite passa dal -0,9% del Pil nel 2018 al +0.1% del 2019. Messa a confronto con le previsioni divulgate lo scorso autunno, i numeri programmatici forniti dal DEF mostrano valori dell'indebitamento netto per il 2017 e 2018 più elevati rispettivamente dello 0,7 per cento del PIL, mentre per il 2019 è atteso un avanzo inferiore al precedente per 0,2 punti percentuali (cfr. tab. 8).

**Tabella 8: Quadro programmatico di finanza pubblica: triennio di programmazione 2017-2019. – Fonte: DEF 2016 (valori in % del Pil)**

	2017		2018		2019	
	DPB	DEF 2016	DPB	DEF 2016	DPB	DEF 2016
Indebitamento netto	1.1	1.8	0.2	0.9	-0.3	-0.1
Spesa per interessi	4.1	3.8	4.1	3.6	4.0	3.5
Avanzo primario	3.0	2.0	3.9	2.7	4.3	3.6

Come detto, il DEF formalizza la volontà dell'Esecutivo di abrogare gli aumenti delle aliquote Iva (dal 2017) e delle accise sugli olii minerali (dal 2018) previsti dal nuovo regime di salvaguardia, ma stigmatizza anche l'intenzione di Palazzo Chigi di procedere con una sterilizzazione solo parziale delle ricadute negative sui conti dovute al mancato gettito (principalmente revisione delle spese fiscali, rimodulazione della *spending review* e lotta all'elusione e all'evasione fiscale). Nel fare ciò, però, il Documento si limita a preannunciare il ricorso ad una rosa di interventi correttivi molto incerti dal punto di vista della riuscita e dell'introito, glissando sugli aspetti tecnici e di fattibilità che potrebbero essere discussione di dibattito in sede di elaborazione della strategia di bilancio dello Stato. L'unica informazione utile per poter ragionare intorno alla futura composizione della manovra di autunno e quella che quantifica - a fronte di un incremento del disavanzo derivante dal minor gettito dovuto all'abrogazione delle clausole di salvaguardia di 0,9 punti di PIL nel 2017 e di 1,1 punti in ciascuno degli anni successivi - l'aumento delle entrate dovute alla messa in atto delle principali misure correttive in appena 0,5 punti del PIL per gli anni 2017 e 2018, e in 0,8 punti per il 2019. Al di là di ciò, il materiale inserito nel DEF non dà modo di intravedere nessuno schema di manovra, né tanto meno si presta a fornire spunti per una deduzione logica circa la composizione programmatica delle varie poste di entrata e di uscita del bilancio pubblico. Ciò, come è stato a più riprese evidenziato da vari commentatori, rappresenta un limite per questo Documento; un limite che sicuramente non aiuta a far chiarezza circa le prospettive future dell'economia italiana e che anzi contribuisce ad infittire la coltre d'incertezza che ogni anno avvolge la programmazione di medio termine dell'economia italiana.

## La finanza strutturale e la correzione del debito

### Il pareggio strutturale e il percorso programmatico di avvicinamento all'OMT

A fronte di un indebitamento netto del 2.6% del Pil, il DEF indica un indebitamento netto corretto per il ciclo pari allo 0.6% nel 2015, che tuttavia è programmato aumentare all'1.2% nel corso del 2016 per effetto della nuova politica di bilancio dell'Esecutivo. Per i restanti tre anni della programmazione, le previsioni governative indicano una graduale riduzione dell'indebitamento netto strutturale, senza tuttavia raggiungere l'OMT assegnato all'Italia (il pareggio di bilancio) entro l'ultimo anno della serie – 1,1% nel 2017, 0,8% nel 2018 e 0.2% nel 2019.

Se si prova a mettere assieme le traiettorie dell'indebitamento strutturale disegnate dagli ultimi tre documenti di programmazione finanziaria emanati dal Governo – il DEF 2015, il DPB e il DEF 2016 –, quello che emerge è un progressivo rinvio al futuro del raggiungimento del pareggio di bilancio (tab. 9).

**Tabella 9: Evoluzione della dinamica dell'indebitamento strutturale programmatico del tempo – Fonte: DEF 2015, DPB e DEF 2016.**

	2016	2017	2018	2019
DEF 2015	-0.4	0.0	0.1	0.2
DPB	...	-0.3	0.0	0.0
DEF 2016	-1.2	-1.1	-0.8	-0.2

Nel giro di un anno – ossia dall’aprile 2015 all’aprile 2016 - il pareggio di bilancio viene prima rinviato al 2018 (DPB) e poi al 2020 (DEF 2016), posto che, sia nei prospetti programmatici del DEF 2016 che nella lettura di varie parti del documento, il pareggio strutturale di bilancio viene considerato come sostanzialmente conseguito già nel 2019 a dispetto del valore negativo riportato in corrispondenza dell’ultimo anno della serie. Ma al di là delle questioni interpretative che potrebbero riguardare anche altri dati programmatici del DEF, va detto che l’incertezza e la discutibilità che avvolgono molte ipotesi di fondo del DEF non aiutano a considerare il segno meno dell’ultima colonna della tab. 8 alla stessa stregua di uno scarto facilmente eliminabile con l’incedere dell’esercizio successivo. L’eccessivo ottimismo con cui il Governo stima il futuro andamento della crescita nominale, la prosecuzione della discesa della spesa per interessi e, soprattutto, il progressivo irrobustimento dell’avanzo primario, porta a guardare con forte scetticismo l’intero sentiero di aggiustamento proposto dal DEF e dunque a vedere come poco probabile anche la possibilità che il pareggio strutturale di bilancio possa avvenire nel corso del 2020.

Glissando sul 2015 – che tra l’altro non presenta problematiche di deviazione né ex post né “in-year” – e concentrando l’attenzione sull’analisi della coerenza del percorso di risanamento programmatico dell’Italia con le regole europee, per il 2016 è possibile osservare un peggioramento del saldo strutturale di 0.7 decimi di punto rispetto all’anno precedente; peggioramento che, a fronte dell’aggiustamento di 0.5 richiesto dalle regole del PSC, individherebbe una deviazione significativa del percorso di aggiustamento verso l’OMT di ben 1.1 decimali di prodotto. Se si tiene conto dei 4/10 di punto di maggiore flessibilità ottenuti lo scorso anno in virtù del Programma Nazionale di Riforma già avviato dal Governo, la deviazione netta per il 2016 si riduce a 0.7 decimi di punto, continuando a risultare significativamente superiore alla soglia di tolleranza dello 0.5% fissata nel *Fiscal Compact* (cfr. tab 10).

**Tabella 10: Calcolo delle deviazioni dal percorso di risanamento strutturale –  
Fonte: Elaborazioni Nens su dati DEF 2016**

	2015	2016	2017	2018	2019
Indebitamento netto strutturale (DEF 2016)	-0.60	-1.20	-1.10	-0.80	-0.20
- Variazione risp. anno precedente	0.20	-0.70	0.10	0.30	0.60
- Aggiustamento richiesto	0.25	0.50	> 0.50	> 0.50	> 0.50
Flessibilità già concessa (riforme)	...	0.40	...	...	...
Maggiore flessibilità richiesta (riforme + investimenti)	...	0.35	...	...	...
Deviazione dal percorso di aggiustamento	-0.05	-1.10	> -0.40	> -0.20	0.10
- al netto della flessibilità già concessa	...	-0.70	...	...	...
- al netto del massimo della flessibilità	...	-0.35	...	...	...
Margine di tolleranza della deviazione	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50



Poco prima della pubblicazione del DPB, tuttavia, il Ministro Padoan aveva fatto richiesta di un allargamento del margine di flessibilità riconducibile alle riforme di un ulteriore decimale di punto e, contestualmente, chiesto l'applicazione della cd "clausola degli investimenti" per ulteriori 3/10 di punto. La risposta della Commissione Europea è stata di rinviare a fine primavera la concessione o meno del maggiore spazio di manovra, lasciando però intendere che il margine massimo che sarà eventualmente concesso non andrà al di là dello 0.75%. Nel caso in cui venissero accolte tutte le richieste dell'Italia, dunque, l'ulteriore 0.35% del Pil di maggiore flessibilità risulterebbe cruciale per riportare la deviazione all'interno delle soglie fissate dalle regole europee ed evitare che Bruxelles possa avanzare richieste di correzione del percorso di risanamento della finanza pubblica italiana già a partire da questa primavera.

L'espansione dell'indebitamento strutturale del 2016 non è scevro di conseguenze per il resto della programmazione. Per il 2017, il DEF delinea una correzione del disavanzo strutturale di soli 0.1 punti di Pil a fronte di un aggiustamento superiore allo 0.5% richiesto dalle regole europee; aggiustamento la cui effettiva entità sarà – come nel caso dell'ulteriore margine di manovra richiesto dall'Italia in autunno – resa nota solo in occasione della pubblicazione delle nuove previsioni di primavera. Ma a prescindere dalle future prescrizioni in materia di risanamento strutturale che la Commissione trasmetterà al Governo in questo mese di maggio, va detto che la modesta entità dell'aggiustamento atteso per il 2017 è già di per sé fonte di infrazione delle regole di convergenza verso l'OMT. Il valore medio dello scostamento atteso per il 2016 e 2017, che nella migliore delle ipotesi (concessione della flessibilità massima) dovrebbe aggirarsi intorno allo 0.4% del Pil, è previsto superare il valore teorico di riferimento dello 0.25% fissato dal *Fiscal Compact* e quindi dar vita ad una deviazione significativa *ex post* delle regole europee. Lo stesso ragionamento dovrebbe valere anche per il 2018, dove i 0.2 decimali di Pil di deviazione attesi a consuntivo dovrebbero sommarsi ai 0.4 decimi di sfioramento del 2017, determinando, anche per il 2018, il superamento della soglia dello 0,25% della media annua su due esercizi consecutivi. Nell'ultimo anno di programmazione, invece, l'aggiustamento atteso dello 0,6, dovrebbe risultare in linea con le regole europee e quindi con la variazione richiesta dal *Fiscal compact*.

### **La dinamica del debito**

Nel corso degli ultimi mesi il Governo ha posto molta enfasi sulla possibilità che nel 2016 l'incidenza del debito sul Pil possa scendere dopo diversi anni di crescita. Nonostante la revisione al ribasso delle stime di crescita per tutto l'arco temporale della programmazione rappresenti un rischio per il programma di riduzione del debito, il DEF 2016 conferma, anche se con numeri meno importanti, la tendenza alla contrazione del rapporto debito-Pil dell'Italia e contestualmente ammette l'esistenza di una dinamica dell'indicatore del debito non in linea con la cd regola del debito contenuta nel *Fiscal Compact*. Infatti, se solo un anno fa il DEF 2015 riportava una previsione di abbattimento del debito vicino ai 13 punti di Pil, nel DEF 2016 la stessa stima si riduce a poco meno di 9 punti, soprattutto grazie ad un'accelerazione del ritmo di abbattimento del debito in corrispondenza degli ultimi anni della serie (cfr. tab. 11).

**Tabella 11: L'andamento programmatico del rapporto debito-Pil – Fonte: DEF 2015, DPB e DEF 2016**

	2015	2016	2017	2018	2019
DEF 2015	...	130.9	127.4	123.4	120.0
DPB	...	131.4	127.9	123.7	119.8
DEF 2016	132.7	132.4	130.9	128.0	123.8

Volendo passare ad una scomposizione anno per anno della dinamica del debito (cfr. tab.12), nel 2016 la variazione attesa di appena 3/10 di punto del rapporto debito-Pil si spiega grazie alla presenza di un avanzo primario all'1.7%, che più che compensa l'impatto negativo proveniente 1) dall'effetto *snow ball* – ovvero del differenziale tra i tassi di interesse sul debito e la crescita nominale (che nel 2016 pari al 1.2%); 2) da un aggiustamento della componente *stock e flussi*, complessivamente sfavorevole per 0,2 punti di Pil.

**Tabella 12: Composizione della variazione del rapporto debito-Pil. Fonte: Elaborazioni Nens su dati DEF.**

	2015	2016	2017	2018	2019
DEF 2016	132.7	132.4	130.9	128.0	123.8
Variazione risp. Anno precedente		-0.3	-1.5	-2.9	-4.2
Avanzo primario	..	-1.7	-2.0	-2.7	-3.6
Effetto "snow ball"		1.2	0.6	-0.2	-0.5
Stock & flussi		0.2	-0.1	0.0	-0.1
<i>di cui:</i>					
- Privatizzazioni		-0.5	-0.5	-0.5	-0.3

Con l'arrivo del 2017, il DEF prefigura un accelerazione al processo di declino del rapporto debito-Pil guidato in maniera cruciale da un progressivo irrobustirsi dell'avanzo primario. Nell'ordine, le variazioni anno su anno del livello del debito in rapporto al Pil dovrebbero aggirarsi intorno all'1.5% nel 2017, al 2.9% nel 2018 e al 4.6% nel 2019. L'avanzo primario dovrebbe invece passare dal 2% del 2016 al 3.6% del 2019, mentre per l'effetto *snow-ball* le previsioni indicano un iniziale riduzione del proprio contributo negativo alla formazione del debito a solo 0.6 decimi di punto, per poi passare su valori negativi dell'ordine di -0.2% nel 2018 e -0.5% nel 2019. La dinamica favorevole dell'effetto *snow ball* è prevista incorporare sia le aspettative di crescita del deflatore del Pil, sia il progressivo ridursi del costo medio del servizio del debito accumulato.

Con riferimento, invece, all'andamento della componente *stock e flussi*, il contributo di queste poste alla formazione del debito non presenta mai valori importanti nonostante le entrate da privatizzazioni siano previste aggirarsi su livelli importanti in rapporto al Pil (0.5% per il triennio 2016-2018 e 0.3% per il 2019). Anche qui, tuttavia, va enfatizzata l'eventuale influenza negativa

sugli *stock e flussi* proveniente dalla gestione dei derivati, i quali, come già successo nel corso degli ultimi anni, potrebbero letteralmente frantumare gli obiettivi di rientro del debito del Governo già a partire dal prossimo anno.