

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

La regola del debito, introdotta nell'ordinamento europeo dal *Six Pack* e recepita a livello nazionale con la legge di attuazione del principio dell'equilibrio di bilancio in Costituzione (L. n. 243/2012), entrerà a regime per l'Italia a partire dal 2015, cioè al termine di un periodo triennale di transizione avviato con l'uscita dalla procedura per disavanzi eccessivi.

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

- i. nei tre anni precedenti il 2015, la distanza del rapporto debito/PIL rispetto alla soglia deve ridursi, in media, di 1/20 (*benchmark backward-looking*);
- ii. al netto del ciclo economico dei precedenti tre anni, il debito/PIL del 2015 deve essere inferiore al *benchmark backward-looking*;
- iii. nei tre anni precedenti il 2017, la distanza del rapporto debito/PIL rispetto alla soglia deve ridursi, in media, di 1/20 (*benchmark forward-looking*).

Per garantire che il rapporto debito/PIL converga nel 2015 sul *benchmark* più favorevole tra i tre sopra individuati, nel corso degli anni 2013-2015 (periodo di transizione), il Codice di Condotta del Patto di Stabilità e Crescita richiede un aggiustamento fiscale lineare strutturale minimo (MLSA - *Minimum Linear Structural Adjustment*). Tale aggiustamento, necessario a garantire il rispetto della regola del debito nel 2015 (il cosiddetto MLSA), si ottiene colmando il *gap* positivo tra il livello del debito e il *benchmark* più favorevole tra i tre descritti sopra, che per l'Italia è quello nella configurazione *forward looking*. Ciò implica che nel triennio 2013-2015 l'Italia deve assicurare condizioni necessarie a garantire che il rapporto debito/PIL si assesti su un sentiero stabile di riduzione tale che, nel 2017, il rapporto debito/PIL si collochi al di sotto del *benchmark* e sia rispettata la regola stabilita dall'ordinamento europeo.

In linea con quanto precedentemente stimato dalla Commissione Europea, l'aggiustamento minimo annuo necessario a garantire il rispetto della regola del debito per il triennio 2013-2015 nello scenario a legislazione vigente sottostante il DEF 2014 è pari a 0,6 punti percentuali di PIL (si veda il dato del 2013 nella prima riga della tavola III.12). Dal confronto con la variazione del saldo strutturale prevista per il periodo 2013-2015 risulta che per l'anno in corso, è necessario effettuare un aggiustamento strutturale ulteriore di mezzo punto di PIL rispetto a quanto previsto nel quadro a legislazione vigente; per il 2015 sono necessari ulteriori 0,6 punti percentuali di PIL. Se tale aggiustamento fiscale minimo non fosse realizzato nel corso del 2014 e del 2015, la regola del debito sarebbe violata e potrebbe essere prevista l'apertura della procedura per disavanzi eccessivi, in base al quadro di previsione della Commissione europea.

Tuttavia, l'implementazione del piano di rientro per 2015, il raggiungimento dell'MTO nel 2016 e il suo mantenimento negli anni successivi, congiuntamente con l'attivazione di un piano di privatizzazioni per circa lo 0,7 per cento del PIL l'anno nel periodo 2014-2017 permettono di correggere le dinamiche dello scenario a legislazione vigente e di rispettare pienamente la regola del debito nel 2014 e nel 2015. Tale piano di rientro sarebbe pertanto sufficiente a compensare l'aumento dello *stock* di debito pubblico dovuto al pagamento dei debiti commerciali della P.A. per circa 13 miliardi e a garantire il rispetto della regola

del debito nel 2015, in coerenza con quanto richiesto dall'art. 6 della L. n. 243/2012 e con il Patto di Stabilità e Crescita.

Le figure III.11 e III.12, mettendo a confronto la dinamica delle componenti del debito pubblico in rapporto al PIL, permettono di illustrare graficamente le modalità della correzione che attraverso le politiche del governo consente di rispettare la regola.

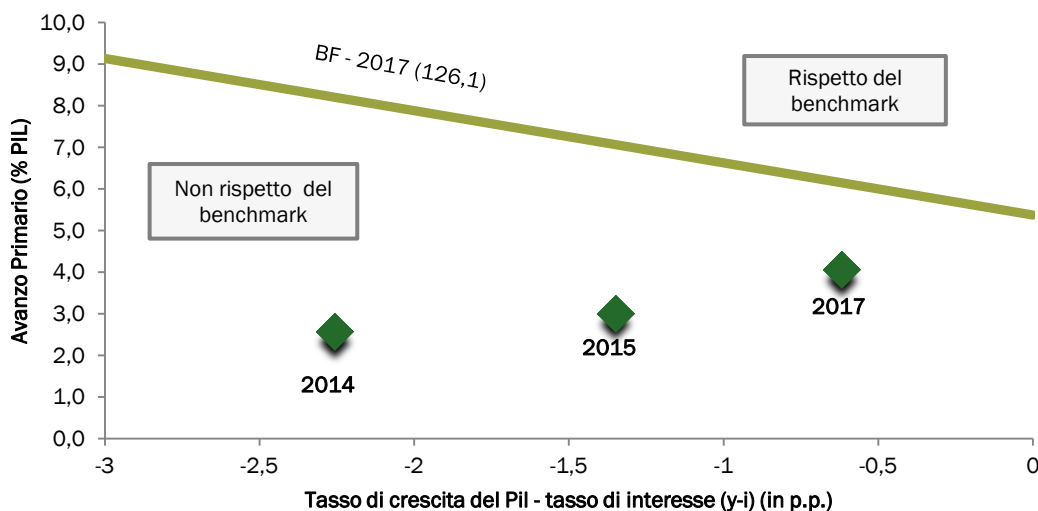
L'asse delle ordinate riporta i diversi livelli di avanzo primario in rapporto al PIL, mentre l'asse delle ascisse indica i diversi valori del differenziale tra tasso di crescita nominale dell'economia e costo medio del debito. Questo fattore, noto come effetto *snow-ball* (palla di neve) misura l'effetto negativo del pagamento degli interessi sul debito pregresso contro l'effetto positivo che la crescita dell'economia esercita sulla riduzione del rapporto debito/PIL. La linea continua, che divide il quadrante in due aree, individua tutte le combinazioni tra saldo primario e l'effetto *snow-ball* che consentono al debito di ridursi di 1/20 l'anno secondo quanto stabilito dalla regola europea sulla base del *benchmark forward looking*.

Dall'analisi delle due figure si deduce che la piena realizzazione del piano di convergenza verso l'Obiettivo di Medio Periodo e l'attuazione di privatizzazioni per almeno 0,7 per cento del PIL negli anni 2014-2017 rappresentano le condizioni necessarie a garantire che il rapporto debito/PIL nel 2015 si assesti su un sentiero stabile di riduzione tale che, due anni dopo (nel 2017), questo si trovi al di sotto del *benchmark* di riferimento e quindi permetta di rispettare la regola stabilita dai regolamenti europei.

TAVOLA III.12: MINIMUM LINEAR STRUCTURAL ADJUSTMENT (MLSA)

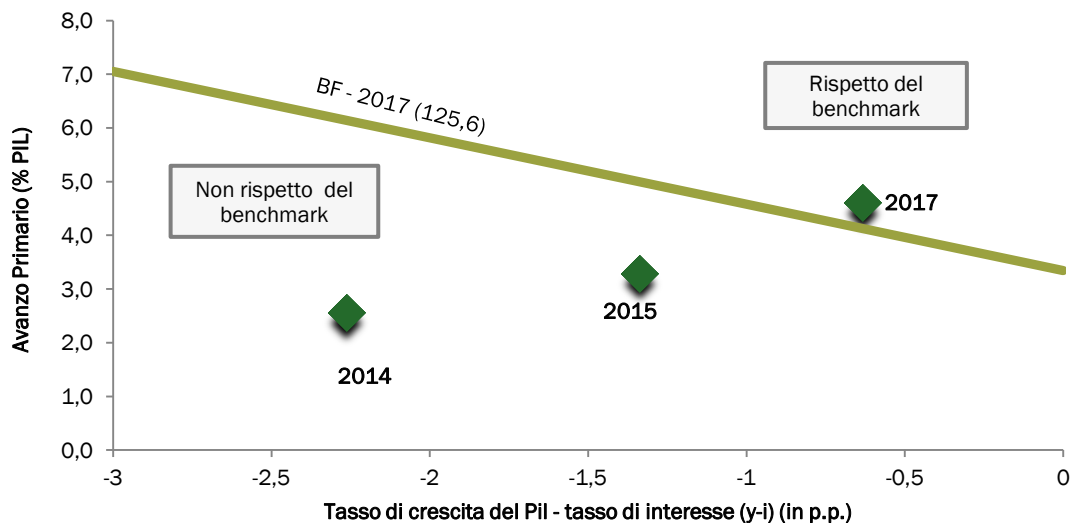
	2013	2014	2015
Scenario a legislazione vigente:			
<i>Minimum linear structural adjustment</i> (a)	0,6	0,6	1,1
Variazione prevista del saldo strutturale (b)	0,6	0,2	0,2
Variazione ulteriore necessaria (a-b)	0,0	0,5	0,9
Scenario programmatico:			
<i>Minimum linear structural adjustment</i> (a)	0,4	0,2	0,4
Variazione prevista del saldo strutturale (b)	0,6	0,2	0,5
Variazione ulteriore necessaria (a-b)	-0,2	0,0	-0,1

FIGURA III.11: COMBINAZIONI TRA AVANZO PRIMARIO ED EFFETTO SNOWBALL CHE CONSENTONO DI RISPETTARE LA REGOLA DEL DEBITO NEL 2015 IN BASE ALLA LEGISLAZIONE VIGENTE



Nota: BF sta per *Benchmark Forward*
 Fonte: Elaborazioni MEF su dati PS 2014.

FIGURA III.12: COMBINAZIONI TRA AVANZO PRIMARIO ED EFFETTO SNOWBALL CHE CONSENTONO DI RISPETTARE LA REGOLA DEL DEBITO NEL 2015 IN BASE AL QUADRO PROGRAMMATICO



Nota: BF sta per *Benchmark Forward*
 Fonte: Elaborazioni MEF su dati PS 2014.

I fattori rilevanti

Nel caso in cui, sulla base dell'analisi descritta sopra, il rapporto debito/PIL si discosti dal proprio *benchmark*, la Commissione Europea, in base all'art. 126(3) del Trattato, è chiamata, in una fase preliminare all'eventuale apertura di una procedura per debito eccessivo, a redigere un rapporto nel quale vengono effettuate valutazioni qualitative circa un certo insieme di 'altri fattori rilevanti'. L'analisi di tali fattori rappresenta quindi un passo obbligato nelle valutazioni che

inducono ad avviare una procedura per disavanzi eccessivi a causa della mancata riduzione del debito ad un 'ritmo adeguato'.

Nell'eventualità in cui la violazione del criterio del debito possa essere imputata a tali fattori rilevanti (anche nel corso del cosiddetto periodo di transizione) è escluso che lo Stato interessato entri in procedura per deficit eccessivi per mancato rispetto del criterio del debito.

Secondo il regolamento UE n. 1467/97, tali fattori includono, in generale, gli andamenti di medio periodo delle principali variabili macroeconomiche di finanza pubblica e del rapporto debito/PIL.

Un'attenzione particolare deve essere rivolta alla valutazione delle componenti del debito e soprattutto agli *Stock Flow Adjustment*. In quest'ottica, devono essere tenuti in debita considerazione: i) gli andamenti della posizione debitoria a medio termine, oltre ai fattori di rischio quali la struttura per scadenze e la denominazione in valuta del debito; ii) le operazioni di aggiustamento stock-flow del debito; iii) le riserve accantonate e le altre voci dell'attivo del bilancio pubblico; iv) le garanzie, specie quelle legate al settore finanziario; v) le passività, sia esplicite sia implicite, connesse con l'invecchiamento demografico; vi) il livello del debito privato, nella misura in cui rappresenti una passività implicita potenziale per il settore pubblico; vii) il peso dei contributi finanziari di solidarietà internazionale e di sostegno dell'Unione Europea (contributi EFSF, ESM, GLF).

Nel caso italiano vi sono vari fattori rilevanti legati agli sviluppi economici nel breve e medio termine che hanno prodotto un impatto sul livello del rapporto debito/PIL tra il 2013 e il 2014.

Tra questi è possibile annoverare la particolare severità del ciclo economico che, a seguito della crisi finanziaria globale, ha portato ad una perdita di PIL complessivo pari a circa 9,0 punti percentuali dalla fine del 2007 ad oggi. Difatti, da un punto di vista sia statistico sia economico, il persistente deterioramento dell'attività economica può essere considerato tra i principali fattori sottostanti il peggioramento del rapporto debito/PIL dal 2011 in poi (cfr. figura III.9).

A sua volta, il deterioramento del quadro economico riflette in primis l'effetto pro-ciclico dell'aggiustamento fiscale durante gli anni 2011-2013. Si stima³⁵ che un miglioramento nel saldo strutturale pari all'1,0 per cento del PIL possa generare - per un paese avanzato già in fase recessiva e/o con un *output gap* ampio e negativo come nel caso italiano tra il 2011 e il 2013 - una contrazione economica che va da un minimo di $\frac{1}{2}$ ad un massimo di $1\frac{3}{4}$ punti percentuali del PIL a seconda che la manovra di aggiustamento si incentri prevalentemente su aumenti di tasse o tagli di spesa. Questo effetto può essere amplificato qualora la crescita dei partner commerciali del paese in questione sia bassa o negativa e pertanto la domanda esterna del paese risulti, in ultimo, modesta o in un regime

³⁵ Il dibattito è ampio e si può fare riferimento a: Baum, A., M. Poplawski-Ribeiro e A. Weber, 2012, 'Fiscal Multipliers and the State of the Economy', *IMF Working Paper 12286*; Auerbach, A., e Y. Gorodnichenko, 2012, 'Measuring the Output Responses to Fiscal Policy', *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2); Auerbach, A., e Y. Gorodnichenko, 2011, 'Fiscal Multipliers in Expansion and Recession', *NBER Working Paper No. 17447*; *International Monetary Fund*, 2012, *Fiscal Monitor*, April (Washington: International Monetary Fund); O. Blanchard, D. Leigh, 2013, 'Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers', *IMF working Paper 13/1*. Per le stime su dati italiani: Batini, Callegari e Melina, 2012, 'Successful Austerity in the United States, Europe and Japan', *IMF Working Paper 12190*.

di cambi fissi, qualora il tasso ufficiale nominale abbia raggiunto il minimo effettivo. Entrambi questi casi si sono verificati durante il triennio in questione.

Un altro fattore rilevante riguarda le variazioni negli aggiustamenti *stock-flow* (SFA) legati sia ad operazioni di assistenza agli altri paesi europei (i contributi in conto capitale per l'ESM, le erogazioni all'EFSF e i prestiti bilaterali alla Grecia) sia agli effetti della liquidazione dei debiti commerciali della Pubblica Amministrazione (ex D.L. n.35 dell'8 aprile 2013). L'impatto complessivo di queste componenti all'interno degli aggiustamenti *stock-flow* del debito italiano è particolarmente significativo e ammonta al 4,6 per cento del PIL nel 2013, al 6,8 per cento del PIL nel 2014 e infine al 6,6 per cento del PIL nel 2015.

La dimensione degli SFA negli anni recenti è da ascrivere all'avversità del ciclo economico europeo ed italiano, ed allo spirito della normativa europea circa la risposta della politica fiscale che ne consegue. Nel caso dei contributi di solidarietà a sostegno degli altri paesi europei in difficoltà, questi rispondono infatti all'impegno preso dall'Italia a concorrere al mantenimento della stabilità finanziaria dell'Unione Europea in momenti di forte e sistemica instabilità economica.

Gli interventi relativi ai pagamenti dei debiti commerciali della Pubblica Amministrazione, diventati progressivamente morosi durante la crisi a causa dell'effetto del ciclo economico sui bilanci degli enti della Pubblica Amministrazione soggetti al Patto di Stabilità Interno, rispondono al dettato di due direttive europee - l'applicazione delle quali è stata peraltro sollecitata dalla Commissione Europea in varie istanze nel 2012 e 2013 - di ottemperare agli obblighi contrattuali del settore pubblico nei confronti delle imprese private in tempi ragionevoli³⁶.

Oltre a quanto descritto sopra, è opportuno sottolineare come il debito pubblico italiano mostri una struttura ed una dinamica relativamente più favorevole rispetto a quello di altri paesi sviluppati.

In particolare, il debito italiano presenta una struttura per scadenze tra le più lunghe in Europa (la terza più lunga nel 2011, dopo la Gran Bretagna e l'Austria, e molto più lunga rispetto ad altri paesi quali ad esempio in Germania e della Finlandia la cui scadenza media del debito è di un anno più corta rispetto all'Italia). Più precisamente, la vita media del debito italiano è di 7,2 anni nel 2010, 6,99 anni nel 2011, 6,62 anni nel 2012 e 6,43 anni a partire dal settembre 2013. Inoltre, il 100 per cento del debito pubblico in Italia è denominato in euro, cosa che determina la completa assenza di rischi valutari.

Il debito italiano si caratterizza per un profilo favorevole sia dal lato dei rimborsi sia dal lato della composizione dei detentori. Difatti, a seguito della riduzione della quota di detentori non residenti di circa il 10 per cento dall'inizio della crisi finanziaria globale, l'Italia presenta ora una delle frazioni più piccole di detentori 'stranieri' di titoli di Stato in tutta l'UE.

Il debito pubblico italiano gode di basse passività implicite. Tutti gli indicatori chiave di sostenibilità, inclusi quelli utilizzati dalla Commissione Europea nell'ambito del processo di sorveglianza multilaterale, mostrano che nel lungo

³⁶ Direttiva 2000/35/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 29 giugno 2000 e la Direttiva 2011/7/UE del 16 febbraio 2011.

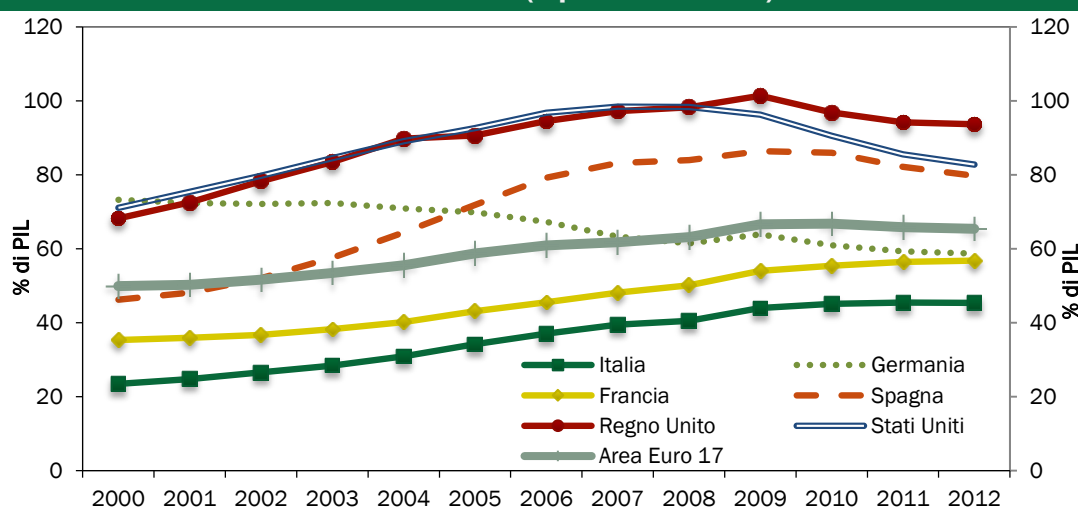
periodo lo *stock* di debito italiano risulta essere relativamente più sostenibile di quello della maggior parte dei paesi avanzati dell'Unione Europea.

Inoltre, un confronto con i *partner* avanzati europei rivela come il debito totale in Italia (pubblico più privato) sia nettamente inferiore a quella di molti grandi economie dell'Unione Europea. Infatti, il debito complessivo delle famiglie italiane e delle società non finanziarie è pari nel 2012 al 126,0 per cento del PIL, cioè, al di sotto della soglia di rischio fissata dalla Commissione Europea per questo indicatore (133,0 per cento). Guardando ai principali paesi europei, per Italia l'indicatore è di circa 15, 50 e 70 punti percentuali inferiore rispetto a Francia, Regno Unito e Spagna. Solo la Germania presenta un rapporto più basso dell'Italia (di circa 19 punti percentuali).

Più in particolare, con riferimento al debito privato (famiglie e società non finanziarie) occorre ricordare che sebbene il debito delle famiglie italiane in rapporto al PIL sia aumentato negli ultimi dieci anni, questo è ancora molto basso rispetto ad altri paesi dell'Area dell'Euro (confronta la figura III.13, Debiti finanziari delle famiglie). Alla fine del 2012 il debito delle famiglie ammontava a circa il 45 per cento del PIL, circa 20 punti percentuali in meno rispetto al livello dell'Area dell'Euro e al debito delle famiglie francesi e tedesche e circa 40 punti percentuali di PIL in meno che in Spagna. Inoltre, è utile rimarcare come le famiglie italiane si caratterizzino per un alto livello di ricchezza netta che nel 2012 è pari a circa 8 volte il reddito disponibile, un rapporto simile a quello della Francia e molto superiore a quello di Germania (6 volte) e Stati Uniti (5 volte).

Infine, in Italia il rapporto tra debiti finanziari delle imprese e PIL è inferiore rispetto alla maggior parte delle economie avanzate. Secondo i dati del 2012, il rapporto è di poco superiore all'80 per cento, in linea con gli Stati Uniti e sotto alle altre principali economie europee ad eccezione della Germania.

FIGURA III.13: DEBITI FINANZIARI DELLE FAMIGLIE (in percentuale del PIL)



Fonte: Statistical Data Warehouse (BCE)