



CORTE DEI CONTI

Sezioni riunite in sede di controllo

Audizione della Corte dei conti sulla Nota di aggiornamento del Documento di Economia e Finanza

2017

Commissioni congiunte bilancio
del Senato della Repubblica e della Camera dei deputati

Ottobre 2017





CORTE DEI CONTI

AUDIZIONE DELLA CORTE DEI CONTI SULLA NOTA DI AGGIORNAMENTO DEL
DOCUMENTO DI ECONOMIA E FINANZA 2017

Indice

	Pag.
Introduzione	3
Il contesto economico	5
Il quadro tendenziale di finanza pubblica	7
Il percorso programmatico 2018-2020	11
I saldi strutturali	13
Il debito	15
Conclusioni	16
Grafici e tavole	21
Riquadri	31
Riquadro 1 - L'economia italiana in uno scenario di accelerazione della crescita nell'Area dell'euro	33
Riquadro 2 - La spesa per interessi e i rischi di mercato	44
Riquadro 3 - Entrate di bilancio e crescita economica	53
Riquadro 4 - La spesa per il personale	57

Introduzione

1.

Il semestre che ci separa dall'approvazione del DEF è stato caratterizzato da informazioni sugli andamenti economico-finanziari che, mai come questa volta, giustificano la definizione di Nota di “aggiornamento” assegnata al documento oggi all'esame.

Si tratta, in primo luogo, di una recente revisione dei dati di contabilità nazionale che dà conto di un biennio 2015-2016 su molti fronti migliore di quanto in precedenza rendicontato. Inoltre, un cospicuo flusso di dati congiunturali – concernenti produzione, mercato del lavoro, domanda, indici di fiducia, aspettative di investimenti e grandezze finanziarie e creditizie - documenta che si è di fronte ad una ripresa superiore alle previsioni.

I fattori determinanti e le caratteristiche di tale evoluzione favorevole vanno, dunque, esaminati con attenzione, perché da essi discende il giudizio sulle prospettive dell'economia e dei conti pubblici.

Quanto ai riflessi sullo scenario economico, il Governo ritiene che si sia di fronte ad un miglioramento dello stato dell'economia che non è da ascrivere solo al rafforzamento del ciclo, ma che presenta componenti strutturali di fondo e riflette il complesso delle misure varate negli ultimi anni, i cui effetti cominciano a manifestarsi appieno.

Sulla scorta di tale valutazione si prefigura la possibilità che l'economia italiana registri, sia nel 2017 che nella media del successivo biennio, l'1,5 per cento di crescita reale e fletta poi leggermente solo nell'ultimo anno di previsione: un tasso di crescita medio ben più elevato di quello previsto nel DEF (che si fermava a circa l'1 per cento).

Come evidenziato nella stessa Nota, le previsioni di crescita risultano più basse nelle analisi dei principali istituti nazionali e internazionali, privati e pubblici.

2.

In coerenza con lo scenario economico prospettato, il Governo ha deciso di modificare anche il disegno della politica di bilancio di medio periodo.

Il DEF dello scorso aprile non prevedeva interventi per il 2018 finalizzati a correggere al rialzo il deficit tendenziale: dopo una fase di politiche di bilancio dal marcato segno

espansivo, il Documento prefigurava una significativa riduzione dell'indebitamento netto.

Con la Nota di aggiornamento il Governo propone, invece, una strategia di interventi volti a mitigare in maniera significativa il carattere restrittivo della politica di bilancio incorporata nei quadri tendenziali.

Il quadro programmatico della Nota coglie solo in parte gli spazi che si aprono nel breve periodo ai fini di un'accelerazione nel percorso di rientro dal debito. Per il disavanzo viene confermato un profilo di riduzione, ma, pur in presenza di una limitata dinamica dell'inflazione, si è optato per la completa disattivazione della clausola IVA per il 2018.

Le prospettive di finanza pubblica contenute nella Nota di aggiornamento confermano, in altri termini, l'indirizzo teso al risanamento finanziario che da anni caratterizza la gestione di bilancio, ma anche l'intenzione di utilizzare i margini di discrezionalità ritenuti in linea con le più recenti indicazioni europee.

La maggiore gradualità rispetto allo scenario tendenziale che la Nota propone con riguardo al profilo di rientro verso il pareggio strutturale e l'abbassamento del rapporto debito/Pil riflette l'intenzione di puntare ad una strategia bilanciata, che renda compatibili il rispetto delle regole di bilancio europee e la necessità di rafforzare ulteriormente i segnali di ripresa economica del periodo più recente. Si tratta di una scelta che, alla luce delle quantificazioni che la Nota di aggiornamento espone, appare coerente con gli impegni e con gli obiettivi cui il nostro Paese non deve sottrarsi, ma che deve essere accompagnata da alcune riflessioni su aspetti problematici che la stessa Corte ha già avuto modo di evidenziare, anche di recente, sia nelle occasioni delle audizioni sui documenti programmatici che nei propri referti al Parlamento. E che sono richiamati in chiusura di questa audizione.

Il contesto economico

3.

Dopo il rallentamento registrato sul finire del 2016, la crescita economica globale ha evidenziato una significativa accelerazione.

La ripresa si presenta solida. Nel secondo semestre, negli Stati Uniti il prodotto ha registrato un rimbalzo, trainato soprattutto dai consumi; in Giappone è cresciuto significativamente, sotto la spinta di stimoli fiscali; nei Paesi emergenti si è confermato in rilevante aumento in Cina ed India e ha messo a segno un recupero in Russia e Brasile, dopo le recessioni degli ultimi anni. Nell'Area dell'euro, dove nella prima parte del 2017 la crescita delle attività è stata vivace, gli indicatori più recenti segnalano la prosecuzione ed il rafforzamento della fase positiva.

A partire dai primi mesi dell'anno, anche il nostro Paese ha registrato tassi di espansione al di sopra delle attese. Dopo il buon esito certificato dai dati trimestrali dell'Istat (fino al secondo trimestre), la prosecuzione del positivo andamento delle attività sembra confermata dai dati a più alta frequenza (indici di produzione, di fiducia, relativi ai programmi di investimento delle imprese). Paiono, inoltre, favorevolmente orientati gli indicatori anticipatori del ciclo. Di questo clima continuano a trarre giovamento i mercati finanziari.

La Nota di aggiornamento dà appropriatamente conto del cambiamento di scenario ed opera una radicale rivisitazione dell'ambiente economico alla base del quadro di finanza pubblica. Partendo da una revisione al rialzo delle stime sul commercio mondiale (1,3 punti nel 2017) e scontando gli andamenti del primo semestre rivede la stima del Pil per l'anno in corso dall'1,1 all'1,5 per cento. L'aggiustamento, pur trovando il suo principale fattore di innesco nella maggiore vivacità del commercio mondiale, si sostanzia soprattutto in una maggiore crescita dei consumi delle famiglie (0,5 punti) sospinta dalla buona intonazione del reddito disponibile in un migliorato quadro occupazionale. Sin dai primi mesi di quest'anno, al cambiamento del quadro reale (Pil, produzione industriale, ecc.) si sono associate novità sul fronte del tasso di cambio dell'euro e dei prezzi del petrolio: il primo si è significativamente apprezzato, soprattutto contro il dollaro, ma anche in termini di cambio effettivo (considerando cioè il complesso delle valute dei paesi con cui l'Italia ha scambi commerciali); i secondi sono lievemente scesi. Il combinato disposto di questi due fattori ha portato ad un miglioramento delle ragioni di scambio che ha finora depresso i prezzi impliciti (deflatore) del prodotto interno lordo, con la

conseguenza che nei primi sei mesi dell'anno mentre la crescita del Pil reale si è cifrata nell'1,4 per cento rispetto allo stesso periodo del 2016, la crescita del Pil nominale è stata inferiore (1,2 per cento). La Nota prende in conto questi sviluppi e rivede al ribasso, dimezzandola, la variazione del deflatore del prodotto interno lordo, con la conseguenza di prefigurare ora, per l'intero anno 2017, uno sviluppo del Pil nominale inferiore a quello stimato ad aprile (2,1 contro 2,2).

4.

Se la messa a punto del quadro macro per il 2017 appare condivisibile e senza aspetti di particolare criticità, a maggiori elementi di incertezza è esposto lo scenario presentato per il triennio 2018-20. Per tale arco temporale la Nota prevede nel quadro tendenziale una decelerazione di 3 decimi di punto nel 2018 e 2019 (dall'1,5 all'1,2 per cento) e nel quadro programmatico, grazie agli stimoli di una politica di bilancio meno restrittiva rispetto a quella a legislazione vigente, una crescita stabile e duratura dell'1,5 per cento. La stima non prefigura per l'anno in corso una riduzione del divario di crescita rispetto alla media europea; il *gap* si ridurrebbe invece nel 2018-2019, biennio per il quale per l'insieme dell'Area dell'euro le valutazioni di consenso scontano un ritorno a tassi sotto il 2 per cento.

Nel complesso, lo scenario per il biennio 2018-2019 sconta alcune incertezze: nei paesi in cui il ciclo è in fase espansiva da molto tempo potrebbe infatti registrarsi una decelerazione.

Infine, non è da escludere che l'effetto di miglioramento delle ragioni di scambio (e quindi di tendenziale pressione al ribasso sul Pil nominale), che nella Nota si esaurisce nel 2017 per via delle ipotesi tecniche sul tasso di cambio, si trascini agli anni successivi.

Ciò anche in considerazione di quanto evidenziato dalla stessa Nota che segnala come il tasso di cambio dell'euro sul dollaro prefigurato dai mercati *futures* registri livelli di fine periodo vicini a 1,3 contro l'1,19 posto a base delle proiezioni.

Il quadro tendenziale di finanza pubblica

5.

La Nota di aggiornamento presenta un quadro di finanza pubblica mutato rispetto al DEF in ragione delle modifiche registrate nel quadro economico e della revisione operata sui dati di consuntivo dell'ultimo biennio e resa nota dall'ISTAT il 22 settembre scorso (ISTAT *Conti economici nazionali*. Anni 2015-2016). A dette variazioni si aggiungono quelle dovute all'aggiornamento delle stime sulla base del monitoraggio dei dati di finanza pubblica e gli effetti dei provvedimenti adottati dal Governo successivamente alla pubblicazione del DEF 2017.

Per il 2017, il nuovo quadro tendenziale corregge in aumento gli andamenti delle entrate di circa 7,5 miliardi e di circa 4,4 miliardi la dinamica della spesa totale rispetto a quanto previsto nel DEF. La modifica sale, per le entrate, a circa 5,3 miliardi nel 2018 e a poco meno di 10 miliardi nel biennio 2019-2020, a fronte di una riduzione della spesa di 141 milioni nel 2018 e di poco meno di 1,8 miliardi annui nel biennio successivo, in gran parte attribuibile a minori interessi, i quali più che compenserebbero le maggiori spese correnti primarie e nel 2020 maggiori spese in conto capitale rispetto alla previsione del Def per oltre 1,6 miliardi.

Nel complesso, la revisione determina un miglioramento del saldo di bilancio per il 2017 di 3,1 miliardi (lo 0,2 per cento del Pil richiesto dalla Commissione e attuato con il DL 50/2017), che cresce a 5,4 miliardi nel 2018 e a più di 7,2 miliardi nel 2020.

A seguito di queste modifiche, l'indebitamento è previsto collocarsi al 2,1 per cento del Pil nel 2017 e all'1 per cento nel 2018. Nel 2020 i conti pubblici raggiungerebbero un sostanziale pareggio (-0,1 per cento sul Pil) con un peso sia delle spese che delle entrate che si collocherebbe al 46,5 per cento del prodotto.

6.

Nel nuovo quadro tendenziale, la spesa complessiva nel 2017 è pari al 49,2 per cento del prodotto, in flessione rispetto al 2016 di 3 decimi di punto. Alla riduzione contribuiscono soprattutto la spesa per interessi e la spesa corrente primaria, pari al 41,7 per cento del Pil contro il 41,9 del 2016.

Rispetto al quadro del DEF, è rivista in crescita la spesa in conto capitale di 4,2 miliardi,

come risultato di una correzione degli investimenti e dei trasferimenti (ridotti di circa 1 miliardo rispetto ad aprile) e di un aumento di poco meno di 5,3 miliardi delle altre uscite in c/capitale. Nel valutare tali risultati, va considerato che essi sono da attribuire alle maggiori somme relative alle Imposte Differite Attive (DTA, per circa 3 miliardi) e alle modifiche nella metodologia di contabilizzazione dei proventi attesi dalla conferma delle licenze per telecomunicazioni (Umts). Si tratta in particolare delle entrate per 2 miliardi previste dalla legge di bilancio per il 2017, dapprima registrate nel conto delle Pubbliche Amministrazioni come “spesa negativa” (in riduzione delle spese in conto capitale per l’intero ammontare) ed ora contabilizzate pro quota per il periodo della concessione come rendite nell’anno in cui le licenze si rendono disponibili per l’uso.

Viene rivista in riduzione rispetto al DEF la spesa per investimenti. Un andamento di cui beneficiano i risultati attesi in termini di indebitamento, ma che segnala anche il permanere di difficoltà nella traduzione in realizzazioni effettive degli interventi di sostegno degli investimenti pubblici. Un aspetto che trova conferma nei dati disponibili sui pagamenti per investimenti di Stato ed Amministrazioni locali nei primi otto mesi dell’anno: essi registrano, infatti, una flessione di poco superiore al 4 per cento rispetto al 2016, che porta a considerare il dato di preconsuntivo dell’anno di incerta realizzazione.

7.

Nel triennio 2018–2020 sul fronte della spesa, si accentua nella Nota il profilo riduttivo già evidenziato nel DEF. La spesa primaria corrente scenderebbe nell’anno terminale al di sotto del 40 per cento del Pil, oltre due punti inferiore al livello del 2016. Quella complessiva registrerebbe una caduta di circa 3 punti, sia per il calo della spesa in conto capitale sia per la modifica apportata alla spesa per interessi; voce, quest’ultima, che era stata rivista al rialzo nel Documento dello scorso aprile per effetto dell’ipotesi di aumento dei tassi di interesse, della concentrazione nel periodo di scadenze di diversi titoli di Stato e dell’incremento del fabbisogno di cassa imputabile, principalmente, agli interventi di sostegno al settore bancario.

Il quadro tendenziale incorpora quindi ipotesi di un contenimento della spesa particolarmente pronunciato che sembra incidere, almeno nel breve periodo, sulla praticabilità di ulteriori riduzioni.

Nell’ambito della spesa primaria, i redditi da lavoro dipendente mantengono nell’intero arco di

previsione un andamento molto contenuto. Si tratta di una categoria di spesa particolarmente compressa nelle previsioni a legislazione vigente che, per definizione, non tengono conto degli oneri per rinnovi contrattuali futuri, non ancora normativamente perfezionati.

Pur registrando una crescita di circa 1,6 miliardi rispetto alle previsioni del DEF, si conferma il profilo decrescente della spesa per consumi intermedi. Le ripetute misure di contenimento adottate negli ultimi anni fanno sì che la spesa scenda nel triennio di oltre mezzo punto in termini di prodotto. Il moderato rimbalzo del 2020 non intacca tale percorso.

La Nota non fornisce elementi che consentano di aggiornare gli andamenti attesi per i conti delle Amministrazioni locali. I limitati cambiamenti delineati dal lato della spesa, in larga misura rispondenti a caratteristiche specifiche in precedenza ricordate, sembrano non incidere su quanto rilevato in occasione del DEF:

- un profilo decrescente della spesa primaria nel prossimo triennio che presenta valori che non trovano riscontro nel recente passato (bisogna tornare alla seconda parte degli anni novanta per riscontrare livelli di spesa simili);
- un significativo contributo ai saldi. L'avanzo del comparto passa da 1,6 a oltre 2,8 miliardi nel 2017, importo che, pur riducendosi nel triennio successivo, si mantiene sempre superiore ai 2 miliardi;
- la revisione al ribasso della spesa per investimenti, che seppur funzionale agli obiettivi di saldo, sembra proiettare sul prossimo triennio le difficoltà incontrate dalle amministrazioni locali nel 2016. Difficoltà che sembrano trovare riscontro nei risultati dei pagamenti per investimenti desumibili dall'esame dei primi otto mesi del 2017. Probabilmente devono ancora imprimere una ulteriore spinta alla spesa le misure avviate sul finire del 2016 e nel primo semestre del 2017 (Patti per il Sud, Programma straordinario per la riqualificazione delle periferie), nonché gli incentivi disciplinati dal DL n. 50 del 2017 che dovrebbero generare entro l'anno investimenti nuovi o aggiuntivi per le Regioni a statuto ordinario pari almeno a 207,4 milioni.

Come di consueto la Nota non fornisce un aggiornamento della spesa sanitaria che rimane sui livelli previsti nel DEF. Anche la revisione operata dall'Istat non sembra aver toccato il settore. Si confermano quindi le previsioni per il prossimo triennio che scontano gli effetti attesi dalle misure correttive da ultimo disposte dalla legge di bilancio 2017. A fine periodo la spesa sanitaria è prevista al 6,3 per cento del Pil, un livello registrato ad inizio anni 2000. Dopo una ulteriore flessione, l'incidenza sulla spesa primaria corrente si stabilizza al 15,8 per cento. Se da un lato tali andamenti testimoniano i progressi registrati dal sistema sanitario in termini di controllo della spesa, dall'altro mettono in evidenza le difficoltà che si dovranno affrontare per superare le criticità che permangono sia dal lato della qualità dei servizi resi sia nel garantire la soluzione su particolari aree in termini di controllo della spesa. La forte pressione sul contenimento delle risorse si è riflessa nelle crescenti difficoltà di alcune regioni di garantire con carattere di efficienza e appropriatezza i livelli essenziali di assistenza. Ciò riguarda in particolare la cura delle disabilità e delle cronicità sempre più frequenti in una popolazione longeva. Procede con difficoltà l'integrazione dell'assistenza primaria e delle cure specialistiche, mentre ampi margini di miglioramento devono ancora compiersi nella continuità assistenziale modulata sulla base delle condizioni e dell'evoluzione delle malattie. È sempre più necessario un potenziamento delle cure domiciliari e la definizione di modelli assistenziali centrati sui bisogni complessivi dei pazienti.

Anche la difficoltà di garantire un adeguato flusso di investimenti (nell'ultimo triennio essi si sono ridotti di oltre il 38 per cento e nei primi 8 mesi del 2017 sono calati di poco meno del 9 per cento rispetto allo stesso periodo del 2016) rischia di riverberarsi sulla stessa possibilità di garantire i livelli di assistenza e sulla qualità dei servizi offerti, siano essi basati su strutture, apparecchiature, dispositivi o farmaci ad elevato contenuto tecnologico.

Intervenire sulle situazioni di inefficienza, quindi, costituisce, nell'attuale contesto di finanza pubblica, una condizione necessaria per poter affrontare tali situazioni di difficoltà.

Infine, gli investimenti fissi lordi, per i quali la Nota conferma la crescita nel biennio 2018-19, ma secondo un profilo più lento rispetto al DEF.

8.

Significative correzioni in aumento si registrano anche sul versante delle entrate dell'anno in corso. Aggiornamenti che scaturiscono dalla presa d'atto del nuovo contesto macroeconomico e di stime delle basi imponibili più favorevoli rispetto a cinque mesi fa. A tali variazioni si aggiungono quelle derivanti dalle misure introdotte con il DL 50/2017 e dalle modifiche frutto dell'attività di monitoraggio o del mutare di criteri classificatori.

L'andamento delle entrate tributarie si conferma in riduzione in termini di prodotto ma per importi limitati. In crescita il prelievo indiretto per l'operare delle misure assunte con il DL 50 per oltre 3 miliardi, a cui si aggiunge quello riconducibile alla revisione delle basi imponibili.

Aumentano anche le imposte dirette e i contributi sociali. Un andamento, quest'ultimo, che riflette sia la crescita dei redditi da lavoro dell'anno, sia l'esaurirsi degli effetti della decontribuzione per le nuove assunzioni.

Si ridimensiona il contributo delle imposte in conto capitale: nelle previsioni l'esito della riproposizione della *voluntary disclosure* viene rivisto in flessione da 2 miliardi a circa 850 milioni. Solo parziale è anche l'importo imputato nell'anno quale quota dei proventi attesi dal rinnovo delle concessioni per l'UMTS, inseriti da questo esercizio tra le entrate. Non può non rilevarsi come secondo questi primi dati di preconsuntivo, degli oltre 4 miliardi attesi da queste due misure in base alla legge di bilancio si possano considerare realizzati nel 2017 poco più di 1,5 miliardi. Va ricordato che la norma sulle frequenze, al fine di garantire la realizzazione integrale degli introiti, era assistita da una clausola che prevedeva l'accantonamento di somme da rendere indisponibili nel caso di un mancato raggiungimento dei risultati.

9.

Anche il quadro tendenziale del 2018, così come quello del biennio successivo, risente dei fattori appena richiamati e porta a delineare un profilo costante della pressione fiscale con una flessione di 4 decimi di punto nel solo anno finale del triennio.

Le nuove stime sulle entrate evidenziano un progressivo incremento dei livelli di gettito disegnati

dalla Nota. Le entrate tributarie, in particolare, nel 2018 subiscono un aumento di oltre il 3,4 per cento. È sempre l'imposizione indiretta a guidare la crescita soprattutto per l'operare dal prossimo anno della clausola di salvaguardia per la parte non sterilizzata con il DL n. 50 del 2017. Anche il gettito delle imposte dirette risulta rivisto al rialzo ma conserva un profilo più moderato. Peraltro, al miglioramento delle entrate tributarie si somma l'incremento (superiore a 1,5 miliardi) del gettito contributivo per effetto di una accelerazione, rispetto a quanto ipotizzato dal DEF, del processo di assorbimento dei livelli di disoccupazione.

Come sottolineato dalla Corte a più riprese, le previsioni per il prossimo triennio continuano a richiedere una particolare attenzione. Le anticipazioni di gettito implicite nelle diverse misure assunte in questi anni (maggiorazioni su ammortamenti, proroga della rideterminazione del valore di acquisto dei terreni e delle partecipazioni, rivalutazione dei beni d'impresa, riapertura dei termini per assegnazione di beni ai soci) potrebbero riflettersi negativamente su entrate di pertinenza di esercizi futuri. E un effetto analogo potrebbe derivare dall'estensione dei meccanismi di contrasto all'evasione, basati sul versamento dell'Iva all'Erario da parte del cliente-Pubblica amministrazione, in luogo del fornitore (*split payment, reverse charge*); essi, se consentono di ridurre i rischi di evasione, potrebbero però alterare il meccanismo che governa la liquidazione dell'Iva, accelerando nell'immediato i flussi di gettito che affluiscono all'Erario, ma esponendo il sistema a future richieste di compensazioni e rimborsi da parte di contribuenti in credito.

Il percorso programmatico 2018-2020

10.

Le incertezze che caratterizzano il quadro internazionale e gli ancora non consolidati segnali di crescita giustificano, nelle valutazioni del Governo, l'attenuazione della manovra di consolidamento fiscale scontata nel quadro tendenziale per il 2018 e per gli anni seguenti, pur senza abbandonare il percorso di convergenza verso l'obiettivo di riassorbimento del disavanzo.

Viene definito un andamento programmatico dei saldi peggiorativo rispetto ai valori-obiettivo indicati nel DEF. L'indebitamento netto, confermato al 2,1 per cento nel 2017, passa dall'1,2 all'1,6 per cento nel 2018. Nel biennio successivo il percorso di riduzione continua, anche se nel 2020 si passa da un pareggio a un disavanzo dello 0,2 per cento.

Maggiore è la correzione nel caso del saldo primario, la grandezza che meglio misura le scelte discrezionali delle politiche di bilancio: il DEF 2017 ne prefigurava un rapido consolidamento, dall'1,7 al 2,5 per cento del Pil tra il 2017 e il 2018 ed un ulteriore rafforzamento nel biennio successivo fino al 3,8 per cento del prodotto. La Nota corregge in riduzione tale andamento di 5 decimi di punto nel 2018 che salgono a 9 decimi nel 2019. Nel corso degli ultimi anni i valori programmati si sono tendenzialmente ridotti: per il 2018 in particolare nel DEF 2015 si pensava di poter conseguire un avanzo pari al 3,8 per cento del Pil, un importo circa doppio rispetto a quello della Nota 2017.

11.

Il profilo programmatico si differenzia dal tendenziale anche per la composizione della manovra che troverà attuazione nella prossima legge di bilancio. Il Governo conferma, infatti, la volontà di disattivare nel 2018 le clausole di salvaguardia previste a legislazione vigente ed il conseguente aumento di imposte indirette. Si prevedono, inoltre, interventi di stimolo degli investimenti delle imprese, per la riduzione degli oneri contributivi dei giovani e misure di sostegno dei redditi delle famiglie più povere.

Nel complesso la manovra è quantificata in circa 1,2 punti di prodotto: 0,6 punti proverranno dal peggioramento del disavanzo e 0,6 per un terzo da tagli strutturali della spesa e per i restanti due terzi da misure per accrescere la fedeltà fiscale e ridurre i margini di evasione ed elusione.

Si tratta di margini di manovra molto stretti considerando che la sola disattivazione della clausola richiede 0,9 punti di prodotto e che i restanti 0,3 punti devono riguardare aree di intervento particolarmente ampie a cui si aggiungono le risorse necessarie a garantire la copertura finanziaria del rinnovo del contratto del pubblico impiego.

Si presenta particolarmente impegnativa, poi, la valutazione della congruenza e della realizzabilità delle coperture. Ciò anche alla luce dei limitati margini rispetto ai parametri europei e di un quadro tendenziale che sconta già un profilo di riduzione significativo della spesa e consistenti misure per ridurre l'evasione e l'elusione fiscale.

I saldi strutturali

12.

Sul calcolo dei saldi strutturali e sulla portata della deviazione che si può porre rispetto ai parametri europei incidono, oltre alla già richiamata revisione dei risultati relativi al 2016 operata dall'Istat (e alle relative proiezioni sull'anno in corso), valori della crescita effettiva e potenziale dell'economia che sono stati rivisti nella Nota in aumento rispetto al DEF.

Nel nuovo quadro di finanza pubblica, a fronte delle stime di indebitamento netto (-2,5 per cento nel 2016 e -2,1 nel 2017), il saldo strutturale si pone, rispettivamente, a -0,9 e -1,3 per cento del PIL. Per il 2018 la revisione dell'obiettivo di bilancio da -1,2 a -1,6 per cento in termini nominali comporta un saldo strutturale pari a -1 per cento. Il pareggio, sia in termini nominali che strutturali, è rinviato all'ultimo anno dell'orizzonte di previsione.

Per quanto riguarda il 2016, data la flessibilità a vario titolo accordata¹, il peggioramento del saldo, rispetto al livello raggiunto nel 2015, non configura una deviazione significativa: si tratta infatti di 0,8 punti rispetto ai 0,58 consentiti. Tale valutazione non cambia guardando agli ultimi dati dei Servizi della Commissione, le *Spring Forecast* del maggio scorso, anche se un diverso calcolo della crescita potenziale dell'economia e quindi della componente ciclica di bilancio, portano ad una deviazione dall'aggiustamento richiesto più elevata (-0,37 per la Commissione a fronte del -0,22 per cento della Nota).

Per il 2017, considerati gli effetti della manovra correttiva sull'indebitamento netto che si conferma al 2,1 per cento, il saldo strutturale è previsto pari a -1,3 per cento, con un peggioramento di 0,4 punti rispetto al precedente esercizio. A fronte del miglioramento richiesto di 0,16 (comprensivo della flessibilità per i rifugiati e gli eventi inusuali²), se i dati di preconsuntivo fossero confermati, si determinerebbe quindi una deviazione di -0,56 punti, di poco superiore alla soglia annua fissata al -0,5 per cento. La deviazione si osserva anche nella media del biennio 2016-2017, -0,39 annuo rispetto ad un massimo di -0,25 per cento. Tali considerazioni sono confermate guardando agli esiti dell'altro

¹ La flessibilità accordata, in termini di peggioramento del saldo, è stata pari nel 2016 a -0,83 per cento del Pil, di cui 0,5 per la clausola riforme strutturali, 0,21 per la clausola investimenti, 0,06 per i rifugiati e 0,06 per i costi sicurezza.

² Nel 2017 è stato accordato un margine di flessibilità di -0,34 per cento del Pil, di cui 0,16 per cento per i rifugiati e 0,18 per cento per costi connessi a eventi sismici e messa in sicurezza territorio.

“pilastro” del braccio preventivo, cioè la regola della spesa, riguardo alla quale la Nota evidenzia una deviazione di -0,7 per cento nell’anno e di -0,3 per cento nella media del biennio. Naturalmente dovranno essere verificati *ex post* i costi sostenuti dall’Italia a fronte delle clausole di flessibilità a vario titolo accordata, la cui stima è al momento confermata dal Governo.

Per il 2018, la revisione dell’obiettivo di indebitamento comporta una riduzione di 0,3 punti del saldo strutturale, che si colloca a -1 per cento del Pil. Su tale esito incide anche un valore dell’*output gap* che si mantiene in territorio negativo (-1,3 per cento) e determina una componente ciclica di bilancio anch’essa negativa e pari a 0,7 punti di Pil. Rispetto all’aggiustamento fiscale previsto dalla c.d. matrice di flessibilità³, 0,6 per cento in condizioni cicliche “normali”, si rileva quindi uno scostamento di 0,3 punti, inferiore alla soglia massima annuale. Si determina, invece, una deviazione rispetto alla soglia se si prende in considerazione la media sui due anni. Anche per quanto riguarda il rispetto della regola della spesa nell’anno non si evidenzia alcuna deviazione, mentre viene superato il limite consentito guardando alla media 2017 e 2018.

La Commissione esprimerà le proprie valutazioni circa il rispetto dell’avvicinamento dell’Italia all’Obiettivo di medio termine, cioè il pareggio di bilancio, sulla base delle prossime previsioni di novembre (*Autumn Forecast*), e del Documento programmatico di Bilancio (DPB) 2018, che dovrà recare un’indicazione dettagliata delle misure oggetto della manovra di finanza pubblica, nonché di quelle adottate in ottemperanza alle specifiche raccomandazioni e i relativi risultati attesi.

Nello scambio di lettere del maggio scorso con il Ministro dell’Economia italiano, i Commissari europei prendevano atto della revisione degli obiettivi per il 2018, ricordando come nelle specifiche raccomandazioni del Consiglio⁴ sul Programma di stabilità si richiedeva all’Italia di conseguire nel 2018 “uno sforzo fiscale sostanziale”. Oggetto di particolare attenzione in occasione della valutazione del DPB sarà l’andamento della spesa. In base ai nuovi orientamenti comunitari⁵, nel valutare l’eventuale scostamento rispetto all’aggiustamento richiesto, la Commissione farà uso di margini di discrezionalità, alla luce del duplice obiettivo di sostenere la ripresa e assicurare la

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

⁴ Raccomandazione del Consiglio (2017/C 261/11), 11 luglio 2017.

⁵ Commissione, Nota del 28 giugno 2017.

sostenibilità della finanza pubblica. Si ribadisce, infine, l'importanza di una rapida e completa attuazione del programma di riforme strutturali al fine di rafforzare l'economia italiana superando gli attuali squilibri, garantendo, anche per questa via, la riduzione dell'elevato rapporto debito/PIL.

Il debito

13.

La revisione dei dati di contabilità nazionale pubblicati dall'Istat lo scorso 22 settembre, con il rialzo del valore del prodotto interno lordo del 2015 e 2016 (quasi sette miliardi nel primo anno ed oltre otto nel secondo, a prezzi correnti), ha consegnato una fotografia della dinamica del rapporto debito/Pil più promettente di quella scattata in sede di elaborazione del DEF 2017. Come rimarca la Nota, il più elevato livello del denominatore, in presenza di uno *stock* di debito sostanzialmente riconfermato nelle dimensioni già note, ha disegnato un nuovo profilo temporale dell'indicatore: esso, dopo aver raggiunto il 131,8 per cento nel 2014 è sceso, per la prima volta dopo la crisi, al 131,5 per cento nel 2015, per risalire poi al 132 per cento nel 2016. Per il periodo 2017-2020, la Nota conferma il percorso discendente già delineato in aprile; secondo i nuovi valori, che scontano come si è detto, una migliore base di partenza (132 per cento nel 2016 contro il precedente 132,6 per cento), il rapporto fletterebbe di 4 decimi di prodotto quest'anno (3 decimi nel DEF), e poi, gradualmente in misura più apprezzabile fino al 123,9 per cento a fine 2020 (contro 125,7). Tra il 2016 e il 2020 la discesa del rapporto assommerebbe quindi ad 8,1 punti (6,9 nel DEF).

Nel quadro programmatico proposto, di particolare rilievo appare il contributo positivo connesso alla congiunta evoluzione del costo medio del debito (in ulteriore discesa: dal 3,1 al 2,8 per cento tra il 2016 e il 2020) e del tasso di crescita dell'economia (dall'1,7 al 3,4 per cento, in termini nominali); il differenziale tra queste due grandezze, componente importante delle determinanti della variazione del rapporto, assumerebbe per la prima volta - secondo la serie storica dei dati in base SEC 2010 (1995-2016) – il segno negativo, a conferma che quella che si sta aprendo sarà una fase straordinariamente favorevole per la correzione del debito nonostante la risalita dei tassi incorporata nelle previsioni. È una occasione che non può essere persa.

Si può stimare, scomponendo nel dettaglio l’apporto delle varie singole determinanti (crescita reale, inflazione, primario, onere da interessi, ecc.) che ai sopramenzionati circa 8 punti di riduzione, contribuirebbe in senso favorevole la crescita reale del Pil (-7,3 punti), l’inflazione espressa dal deflatore del Pil (-7,8 punti) e l’avanzo primario (-9,6 punti); eserciterebbe, di contro, una spinta comunque al rialzo, ancorché ridotta rispetto al passato, il costo medio del debito (+14,4 punti) e i fattori “sotto la linea” (somma algebrica di scarti di emissione, proventi di privatizzazioni, effetto del tasso di cambio sul debito in valuta, attività liquide del Tesoro presso la Banca d’Italia ed altre poste) con una spinta al rialzo pari a 2,3 punti.

La Nota ha prudenzialmente ridotto l’apporto previsto dalle dismissioni mobiliari nel 2017 (da 0,3 a 0,2 punti di Pil, confermando poi gli 0,3 punti in ciascuno degli anni 2018-2020). Si deve osservare, al riguardo, che una compensazione dell’effetto negativo prodotto dalla scelta di puntare ad un minor avanzo primario, rispetto a quanto programmato nel DEF, andrebbe trovata proprio nel potenziamento del piano di privatizzazioni.

Pur se di dimensione ridotta rispetto al DEF, la Nota conferma uno scostamento dei risultati previsti per la riduzione del rapporto debito/Pil dagli obiettivi posti dalla “regola del debito”, e ciò anche avendo a riferimento non il cosiddetto approccio *backward looking* (che considera il rapporto debito/Pil del passato, più alto) ma quello, più favorevole, del debito proiettato nel medio futuro (due anni dopo, approccio *forward looking*). Giova sottolineare che nel recente passato il mancato rispetto della “regola” ha trovato poi adeguate giustificazioni in una serie di circostanze specifiche (fattori rilevanti): va da sé che via via che il ciclo economico andrà normalizzandosi verranno meno alcune ragioni di deroga; anche per questo è opportuno che la riduzione del rapporto debito/Pil avvenga il prima possibile ad un “ritmo adeguato”.

Conclusioni

14.

Il miglioramento dei conti pubblici conseguito dall’Italia negli ultimi anni, consente, già dal 2018, una forte riduzione dell’indebitamento netto tendenziale e un rafforzamento dell’avanzo primario. Nel 2020, azzerato il disavanzo, l’avanzo primario raggiunge il 3,5 per cento del prodotto.

È, peraltro, opportuno sottolineare alcuni aspetti problematici che emergono da una lettura più analitica della situazione. Aspetti e tendenze i cui “effetti collaterali” potrebbero manifestarsi con segno negativo negli anni a venire.

Al di là di specifici interrogativi che la stessa Nota induce a formulare (e ai quali si è già fatto cenno nel corso di questa audizione), le principali questioni, che la Corte ritiene utile richiamare, attengono alle modalità di intervento adottate negli ultimi anni in tema sia di politica delle entrate che di contenimento della spesa pubblica.

In termini generali, si può affermare che le pressioni e l’urgenza generate dalla crisi economica hanno inevitabilmente spinto verso una modifica delle priorità: prima il raggiungimento dei target quantitativi relativi ai saldi di finanza pubblica e poi gli altri obiettivi.

Così, la “revisione della spesa” è stata finalizzata a ridurre comunque i livelli di spesa, piuttosto che a ricercare maggiore efficienza nella gestione delle risorse pubbliche, anche attraverso un attento *screening* della qualità dei servizi resi e una più penetrante capacità di misurazione dei risultati raggiunti dai diversi programmi.

L’urgenza impressa dalla crisi (e, dunque, dalle esigenze di breve periodo) ha, quindi, ridotto i margini nella scelta degli interventi di razionalizzazione della spesa. E ciò ha comportato il sacrificio di interi comparti (basti pensare al pesante declino dell’attività di investimento nelle infrastrutture pubbliche) e le difficoltà crescenti nell’offerta dei servizi alla collettività che, in alcuni settori, mostrano una riduzione significativa della qualità delle prestazioni.

Oltre alla caduta degli investimenti pubblici – una componente peraltro fondamentale ai fini del rilancio dell’economia – l’intero recente periodo del riequilibrio dei conti è stato contrassegnato, in generale, da una compressione delle risorse assegnate ai settori orientati a favorire l’ampliamento della capacità produttiva (ricerca, istruzione, trasporti ecc.), salvaguardando maggiormente quelli più legati all’invecchiamento della popolazione. È anche per questo che occorrerebbe una riflessione, aperta e approfondita sulla capacità del sistema pubblico/privato di ridisegnare il modello di offerta dei servizi in un contesto fortemente mutato a seguito della lunga crisi economica.

Ugualmente, sul fronte delle entrate, negli anni più recenti il sistema tributario italiano ha generalmente assicurato un gettito in linea con gli obiettivi di riequilibrio graduale dei conti pubblici, pur in un quadro nel quale l’elasticità delle entrate pubbliche totali rispetto

al Pil è risultata inferiore a quella registrata negli altri maggiori paesi. Anche nello scenario della Nota di aggiornamento tale elasticità resta al di sotto dell'unità.

Il punto di maggiore rilievo – che la Corte ha analizzato ampiamente anche in recenti documenti (si veda, da ultimo, il Rapporto sul coordinamento della finanza pubblica, aprile 2017) - riguarda, peraltro, le modalità di prelievo che hanno caratterizzato negli ultimi anni la politica tributaria, con un ampio ricorso a due fonti di acquisizione di nuove entrate: il recupero di base imponibile sottratta a tassazione e l'anticipazione di quote di gettito futuro. Si tratta, con tutta evidenza, di scelte dettate dall'intento di riequilibrare l'onere fiscale e di far fronte ai vincoli di bilancio senza ricorrere ad effettivi inasprimenti fiscali. Ma, da un lato la lotta all'evasione presenta per sua natura esiti incerti già nel breve periodo, dall'altro, gli anticipi di imposta possono incidere sulla tenuta del gettito in un orizzonte temporale che si estenda oltre quello dell'urgenza del risanamento. Ed inoltre, non va sottovalutata (o, almeno, va attentamente monitorata) una tendenza che, concentrata sulla ricerca di risultati immediati e, quindi, su interventi non strutturali, potrebbe generare effetti distorsivi sull'assetto del nostro sistema fiscale, che, al contrario, sollecita riforme in grado di recuperare i principi di fondo cui dovrebbe ispirarsi.

15.

Un altro indicatore di allerta – che si riporta a quanto finora richiamato solo perché anch'esso proietta incertezza sugli anni che vanno oltre il triennio prossimo - proviene dalla documentazione, offerta dalla stessa Nota di aggiornamento e riguarda le nuove previsioni di lungo termine della spesa pensionistica le quali, sulla scorta delle riviste stime Istat in campo demografico, riproiettano la curva fino al 2070.

Nello scenario europeo, che farà da sfondo nel prossimo studio della Commissione europea sull'invecchiamento della popolazione (*Ageing Report*), l'effetto del peggioramento delle stime sulla spesa per pensioni sul rapporto debito pubblico/Pil risulterebbe per l'Italia pari ad un rialzo di ben 30 punti nel 2040.

Il comparto della spesa per previdenza e assistenza è stato oggetto di attenzione e analisi da parte della Corte in più occasioni (da ultimo, nel Rapporto 2017 sul coordinamento della finanza pubblica). In quella sede, con riguardo specifico alla spesa pensionistica, si è sottolineata la necessità di guardare al tema con “tranquilla attenzione” ponendo sotto i

riflettori anche i profili di sostenibilità sociale dell'attuale sistema. Al di là delle forti incertezze connaturate a previsioni di lunghissimo periodo, le quali hanno spesso lo scopo di enfatizzare nessi di causalità piuttosto che segnalare livelli assoluti delle grandezze, è evidente che le nuove stime sollecitano riflessioni in almeno due direzioni strategiche.

In primo luogo, non si tratta, evidentemente, di rispondere alle nuove evidenze con ulteriori restrizioni dei parametri sottostanti al disegno di riforma completato con la legge Fornero; si tratta invece di cogliere ancor meglio il senso della delicatezza del comparto e confermare i caratteri strutturali della riforma, a partire dai meccanismi di adeguamento automatico di alcuni parametri (come i requisiti anagrafici di accesso alla evoluzione della speranza di vita e la revisione dei coefficienti di trasformazione). Ogni arretramento su questo fronte, esporrebbe il comparto e quindi la finanza pubblica in generale a rischi di sostenibilità.

Altrettanto netto pare l'indirizzo da seguire sul fronte delle politiche economiche. Solo un'azione incessante e prolungata di riforme strutturali in grado di ingenerare fiducia, accrescere i tassi di natalità, promuovere gli investimenti in infrastrutture materiali e immateriali e chiudere quindi il divario di produttività può creare le condizioni perché gli scenari demografici ed economici alla base delle nuove proiezioni siano capovolti.

16.

In sintesi, il tratto distintivo della Nota 2017 è ancora una volta l'esigenza di individuare soluzioni che consentano di conciliare un recupero di tassi di crescita economica più elevati con il mantenimento di condizioni di sicurezza nella gestione della finanza pubblica. Un problema che è stato affrontato con regolarità nei documenti programmatici degli ultimi anni e che trova riscontro, seppur entro stringenti condizioni di controllo della spesa e di compimento dei processi di riforma, anche nelle valutazioni emerse nei recenti confronti con la Commissione europea.

La scelta del Governo di rivedere il quadro programmatico del DEF, rallentando il percorso di riequilibrio dei conti pubblici, è all'esame del Parlamento. La Corte non può non sottolineare, tuttavia, l'importanza di utilizzare i margini di manovra disponibili, realizzando interventi selettivi e non frammentati, in grado di riparare anche alle distorsioni accumulate durante il periodo della crisi e poc'anzi ricordate. E dunque - già

a partire dalla prossima manovra che sarà contenuta nel disegno di legge di bilancio – occorrerà dare il segnale che si intende procedere con decisione verso più solide condizioni di crescita concentrando gli sforzi per migliorare la qualità della spesa, portando a compimento le riforme avviate e affrontando le ragioni della bassa crescita del PIL potenziale in Italia. Tutti elementi alla base dei complessi calcoli previsti per la costruzione dei parametri europei.

Di qui, anche, la necessità di razionalizzare la spesa pubblica per liberare risorse in grado di riqualificarla: sostenendo progetti di investimento, puntando ad un efficientamento della pubblica amministrazione, realizzando sistemi e livelli di istruzione e formazione all'altezza dei nostri partner, nonché sostenendo con politiche attive del lavoro la ricerca di occupazione dei giovani. Un percorso che non può escludere misure di contenimento del perimetro dell'intervento pubblico, con un più esteso ricorso a una diversificazione negli accessi alle prestazioni.

In conclusione, il quadro, migliore ma complesso, che emerge da queste considerazioni conferma che il processo di risanamento della nostra finanza pubblica richiede un costante impegno e una ferma determinazione nella scelta degli strumenti da impiegare. Il difficile percorso che ci attende non consente cedimenti o rallentamenti: da essi, infatti, deriverebbe una perdita di credibilità del Paese, con inevitabili riflessi, non solo di natura finanziaria, ma anche e soprattutto sulle prospettive di una maggiore e più stabile crescita e di un futuro migliore per le nuove generazioni.

GRAFICI E TAVOLE

PRINCIPALI VARIABILI MACROECONOMICHE: QUADRO PROGRAMMATICO

(variazioni percentuali)

	Istat	Nota di aggiornamento DEF 2017 (settembre 2017)			
	2016	2017	2018	2019	2020
Esogene internazionali					
Commercio mondiale	3,1	4,7	3,9	4	3,7
Prezzo del petrolio (\$)	43,6	51,4	52,2	53,2	53,2
Cambio dollaro/euro (unità)	1,107	1,132	1,186	1,186	1,186
Macro Italia (volumi)					
Pil reale	0,9	1,5	1,5	1,5	1,3
Importazioni	3,1	5,5	4,1	3,9	3,3
Consumi famiglie	1,5	1,4	1,4	1,3	1
Investimenti	2,8	3,1	3,3	3	2,3
Esportazioni	2,4	4,8	3,6	3,7	3,7
Deflatore Pil	0,8	0,6	1,6	1,9	2,1
Pil nominale	1,7	2,1	3,1	3,4	3,4
Occupazione (ula)	1,4	1	0,9	1,1	0,9

	Istat	DEF 2017 (aprile 2017)			
	2016	2017	2018	2019	2020
Esogene internazionali					
Commercio mondiale	2,8	3,4	3,5	3,9	3,7
Prezzo del petrolio (\$)	49	54,4	53,8	53,4	53,6
Cambio dollaro/euro (unità)	1,107	1,06	1,06	1,06	1,06
Macro Italia (volumi)					
Pil reale	0,9	1,1	1	1	1,1
Importazioni	2,9	4,4	2,9	3,4	4,1
Consumi famiglie	1,4	0,9	0,6	0,7	0,7
Investimenti	2,9	3,6	3,0	2,7	3,2
Esportazioni	2,4	3,7	3,2	3,5	3,5
Deflatore Pil	0,8	1,2	1,7	1,9	1,7
Pil nominale	1,5	2,3	2,7	3,0	2,8
Occupazione (ula)	1,4	0,8	0,9	0,9	0,7

	Istat	Differenze Nota di aggiornamento DEF 2017 - DEF 2017			
	2016	2017	2018	2019	2020
Esogene internazionali					
Commercio mondiale	0,3	1,3	0,4	0,1	0
Prezzo del petrolio (\$)	-5,4	-3	-1,6	-0,2	-0,4
Cambio dollaro/euro (unità)	0	0,072	0,126	0,126	0,126
Macro Italia (volumi)					
Pil reale	0	0,4	0,5	0,5	0,2
Importazioni	0,2	1,1	1,2	0,5	-0,8
Consumi famiglie	0,1	0,5	0,8	0,6	0,3
Investimenti	-0,1	-0,5	0,3	0,3	-0,9
Esportazioni	0	1,1	0,4	0,2	0,2
Deflatore Pil	0	-0,6	-0,1	0	0,4
Pil nominale	0,2	-0,2	0,4	0,4	0,6
Occupazione (ula)	0	0,2	0	0,2	0,2

Fonte: elaborazione Corte dei conti su dati MEF

Fonte: elaborazione Corte dei conti su Nota agg. 2017

CONTO ECONOMICO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE - Def 2017

	in milioni di euro						in % Pil				variazioni %							
	Cons		Previsione				Cons		Previsione		Cons		Previsione					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	
USCITE																		
	Redditi da lavoro dipendente	161.998	164.084	166.733	165.921	166.468	166.749	9,85	9,81	9,75	9,44	9,20	8,96	1,3	1,6	-0,5	0,3	0,2
	Consumi intermedi	133.862	135.577	136.530	136.079	136.987	139.502	8,14	8,11	7,99	7,74	7,57	7,49	1,3	0,7	-0,3	0,7	1,8
	Prestazioni sociali	332.792	337.514	344.850	353.740	362.940	372.380	20,23	20,18	20,17	20,12	20,05	20,00	1,4	2,2	2,6	2,6	2,6
	Pensioni	258.924	261.190	264.610	271.160	279.240	287.600	15,74	15,62	15,48	15,42	15,42	15,45		1,3	2,5	3,0	3,0
	Altre prestazioni sociali	73.868	76.324	80.240	82.580	83.700	84.780	4,49	4,56	4,69	4,70	4,62	4,55		5,1	2,9	1,4	1,3
	Altre uscite correnti	65.169	68.526	67.377	66.827	67.141	67.782	3,96	4,10	3,94	3,80	3,71	3,64	5,2	-1,7	-0,8	0,5	1,0
	Totale uscite correnti netto interessi	693.821	705.701	715.490	722.567	733.536	746.413	42,17	42,20	41,85	41,09	40,52	40,09	1,7	1,4	1,0	1,5	1,8
	Interessi passivi	68.066	66.272	65.979	65.531	67.422	71.089	4,14	3,96	3,86	3,73	3,72	3,82	-2,6	-0,4	-0,7	2,9	5,4
	Totale uscite correnti	761.887	771.973	781.469	788.098	800.958	817.502	46,30	46,16	45,71	44,81	44,24	43,91	1,3	1,2	0,8	1,6	2,1
di cui : Spesa sanitaria																		
Totale uscite in conto capitale	68.248	57.338	57.676	61.213	60.347	56.715	4,15	3,43	3,37	3,48	3,33	3,05	-16,0	0,6	6,1	-1,4	-6,0	
Investimenti fissi lordi	36.686	35.048	36.038	38.389	38.903	36.502	2,23	2,10	2,11	2,18	2,15	1,96	-4,5	2,8	6,5	1,3	-6,2	
Contributi agli investimenti	15.766	15.874	16.195	16.372	16.193	16.088	0,96	0,95	0,95	0,93	0,89	0,86	0,7	2,0	1,1	-1,1	-0,6	
Altre uscite in c/capitale	15.796	6.416	5.443	6.452	5.251	4.125	0,96	0,38	0,32	0,37	0,29	0,22	-59,4	-15,2	18,5	-18,6	-21,4	
Totale uscite netto interessi	762.069	763.039	773.166	783.780	793.883	803.128	46,31	45,62	45,23	44,57	43,85	43,13	0,1	1,3	1,4	1,3	1,2	
Totale uscite	830.135	829.311	839.145	849.311	861.305	874.217	50,45	49,59	49,09	48,30	47,58	46,95	-0,1	1,2	1,2	1,4	1,5	
ENTRATE																		
Tributarie	494.055	495.848	499.102	519.550	533.305	541.921	30,03	29,65	29,19	29,54	29,46	29,11	0,4	0,7	4,1	2,6	1,6	
Imposte dirette	242.974	248.450	249.050	245.691	251.238	255.026	14,77	14,86	14,57	13,97	13,88	13,70	2,3	0,2	-1,3	2,3	1,5	
Imposte indirette	249.864	242.199	247.146	272.945	281.145	285.964	15,19	14,48	14,46	15,52	15,53	15,36	-3,1	2,0	10,4	3,0	1,7	
Imposte in c/capitale	1.217	5.199	2.906	914	922	931	0,07	0,31	0,17	0,05	0,05	0,05	327,2	-44,1	-68,5	0,9	1,0	
Contributi sociali	219.060	221.440	224.565	232.861	241.740	247.417	13,31	13,24	13,14	13,24	13,35	13,29	1,1	1,4	3,7	3,8	2,3	
Contributi sociali effettivi	215.134	217.577	220.672	228.891	237.695	243.299	13,07	13,01	12,91	13,02	13,13	13,07	1,1	1,4	3,7	3,8	2,4	
Contributi sociali figurativi	3.926	3.863	3.893	3.970	4.045	4.118	0,24	0,23	0,23	0,23	0,22	0,22	-1,6	0,8	2,0	1,9	1,8	
Altre entrate correnti	68.592	69.773	70.559	70.706	71.912	72.892	4,17	4,17	4,13	4,02	3,97	3,91	1,7	1,1	0,2	1,7	1,4	
Totale entrate correnti	780.490	781.862	791.320	822.203	846.035	861.299	47,43	46,75	46,29	46,75	46,73	46,26	0,2	1,2	3,9	2,9	1,8	
Entrate in c/capitale non tributarie	4.231	1.441	5.365	3.393	3.666	3.598	0,26	0,09	0,31	0,19	0,20	0,19	-65,9	272,3	-36,8	8,0	-1,9	
Totale entrate	785.938	788.502	799.591	826.510	850.623	865.828	47,76	47,15	46,77	47,00	46,99	46,50	0,3	1,4	3,4	2,9	1,8	
Pressione fiscale	43,3	42,9	42,3	42,8	42,8	42,4												
Saldo primario	23.869	25.463	26.425	42.730	56.740	62.700	1,45	1,52	1,55	2,43	3,13	3,37						
Saldo di parte corrente	18.603	9.889	9.851	34.105	45.077	43.797	1,13	0,59	0,58	1,94	2,49	2,35						
Indebitamento netto	-44.197	-40.809	-39.554	-22.801	-10.682	-8.389	-2,69	-2,44	-2,31	-1,30	-0,59	-0,45						
PIL nominale	1.645.439	1.672.438	1.709.547	1.758.562	1.810.380	1.861.903							1,6	2,2	2,9	2,9	2,8	

Fonte: elaborazione Corte dei conti su dati DEF 2017

CONTO ECONOMICO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE Nota aggiornamento DEF-DEF2017
(variazioni assolute)

	in milioni di euro					
	Cons	Cons	Previsione			
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
USCITE						
Redditi da lavoro dipendente	89	-124	-7	482	303	315
Consumi intermedi	-523	-390	889	1.665	1.553	1.558
Prestazioni sociali	0	-1	-1.000	-1.000	-1.650	-1.650
<i>Pensioni</i>	0	0	0	-250	-900	-900
<i>Altre prestazioni sociali</i>	0	-1	-1.000	-750	-750	-750
Altre uscite correnti	-315	-314	450	847	1.297	415
Totale uscite correnti netto interessi	-749	-829	333	1.994	1.503	638
Interessi passivi	-26	203	-113	-1.952	-2.911	-4.240
Totale uscite correnti	-775	-626	220	42	-1.408	-3.602
<i>di cui : Spesa sanitaria</i>	0	0	0	0	0	0
Totale uscite in conto capitale	766	1.426	4.208	-213	-368	1.823
Investimenti fissi lordi	174	346	-497	-1.033	-278	1.611
Contributi agli investimenti	287	574	-554	-480	-290	212
Altre uscite in c/capitale	305	506	5.259	1.300	200	0
Totale uscite netto interessi	17	597	4.541	1.781	1.135	2.461
Totale uscite	-9	800	4.428	-171	-1.776	-1.779
ENTRATE						
Tributarie	112	-99	5.410	2.233	1.400	2.434
Imposte dirette	-93	-662	1.409	1.683	2.134	2.710
Imposte indirette	205	469	5.097	589	-695	-237
Imposte in c/capitale	0	94	-1.096	-39	-39	-39
Contributi sociali	15	84	1.608	869	1.188	1.584
Contributi sociali effettivi	0	0	1.608	869	1.188	1.584
Contributi sociali figurativi	15	84	0	0	0	0
Altre entrate correnti	-37	-325	1.902	2.164	1.448	1.452
Totale entrate correnti	90	-434	10.016	5.305	4.075	5.509
Entrate in c/capitale non tributarie	1.396	12	-1.376	0	0	0
Totale entrate	1.486	-328	7.544	5.266	4.036	5.470
Saldo primario	1.469	-925	3.003	3.485	2.901	3.009
Saldo di parte corrente	865	192	9.796	5.263	5.483	9.111
Indebitamento netto	1.495	-1.128	3.116	5.437	5.812	7.249
PIL nominale	6.714	8.085	6.932	10.117	11.309	14.681

Fonte: elaborazione Corte dei conti su dati Nota Def 2017

Tavola 5

I PAGAMENTI PER SPESA IN CONTO CAPITALE NEI PRIMI OTTO MESI DEL 2016 E DEL 2017 (milioni di euro)

	Enti territoriali			Altri enti locali			Stato			TOTALE		
	ago-17	ago-16	var %	ago-17	ago-16	var %	ago-17	ago-16	var %	ago-17	ago-16	var %
Spese in conto capitale	12.978	16.647	-22,0	1.975	1.954	1,0	27.185	25.489	6,7	42.138	44.090	-4,4
Investimenti fissi lordi e acquisto di terreni	6.420	7.048	-8,9	1.703	1.701	0,1	1.853	1.660	11,7	9.976	10.409	-4,2
Contributi agli investimenti e altri trasferimenti	6.558	9.599	-31,7	272	254	7,2	25.332	23.829	6,3	32.162	33.682	-4,5
<i>di cui ad AA.PP.</i>	4.363	7.164	-39,1	167	155	8,1	20.089	17.676	13,6	24.619	24.995	-1,5
<i>di cui a soggetti diversi da AA.PP.</i>	2.195	2.435	-9,8	104	93	12,7	5.243	6.153	-14,8	7.543	8.681	-13,1
Spesa capitale (al netto trasferimenti e contributi a AA.PP).	8.615	9.483	-9,2	1.807	1.800	0,4	7.097	7.813	-9,2	17.519	19.095	-8,3

La spesa in conto capitale è al netto dei tributi a carico dell'ente, dei rimborsi per somme non dovute o incassate in eccesso, altre spese n.a.c.

Fonte: Stope

Tavola 6

I SALDI STRUTTURALI (% di Pil)

	2015			2016			2017			2018			2019			2020		
	COM	DEF	Nota	COM	DEF	Nota	COM	DEF	Nota	COM	DEF	Nota	COM	DEF	Nota	COM	DEF	Nota
Indebitamento netto	-2,7	-2,7	-2,6	-2,4	-2,4	-2,5	-2,2	-2,1	-2,1	-2,3	-1,2	-1,6	-0,2	-0,9	0	-0,2	0	-0,2
Componente ciclica (% Pil potenziale)	-1,5	-2,1	-2,3	-0,9	-1,5	-1,8	-0,4	-1	-1,2	0	-0,6	-0,7	-0,3	-0,2	0	0,1	0	0,1
Indebitamento aggiustato per c.c.	-1,2	-0,6	-0,3	-1,5	-1,0	-0,7	-1,8	-1,1	-0,9	-2,3	-0,6	-0,9	0,1	-0,7	0,1	-0,3	0,1	-0,3
Misure <i>una tantum</i>	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	-0,1	0,1	0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Saldo strutturale (% Pil potenziale)	-1,0	-0,5	-0,1	-1,7	-1,2	-0,9	-2,0	-1,5	-1,3	-2,2	-0,7	-1,0	0,1	-0,6	0,0	-0,2	0,0	-0,2
Variazione saldo strutturale*	0,1	0,1	0,1	-0,7	-0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	0,8	0,3	0,8	0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,4
Avanzo primario	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	2,5	2,0	3,5	2,6	3,8	3,3	3,8	3,3
Avanzo primario strutturale (% Pil pot.)	3,2	3,7	4,0	2,2	2,8	3,0	1,9	2,4	2,6	1,5	3,0	2,6	3,8	2,9	3,8	3,3	3,8	3,3
p.m. <i>Output gap</i> (% Pil potenziale)	-2,8	-3,8	-4,3	-1,7	-2,7	-3,3	-0,8	-1,8	-2,2	0,0	-1,1	-1,3	-0,5	-0,4	0	0,1	0	0,1

Fonte: MEF; DEF 2017 (aprile 2017) e Nota aggiornamento (settembre 2017); Commissione Ue: Spring Forecast 2017

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

Mancate quadrature nella Tavola sono dovute ad arrotondamenti

LA FLESSIBILITÀ E LE VARIAZIONI DEI SALDI STRUTTURALI

A- Valutazioni del Governo

Condizioni cicliche	2015 <i>except. bad times</i> OG < -4	2016 <i>very bad times</i> -4 ≤ OG < -3	2017 <i>bad times</i> -3 ≤ OG < -1,5	2018 <i>normal times</i> -1,5 ≤ OG < +1,5
aggiustamento fiscale richiesto considerando le condizioni cicliche ("+" indica miglioramento saldo)	0,25	0,25	0,5	0,6
Flessibilità accordata *	-0,03	-0,83	-0,34	0
aggiustamento fiscale richiesto tenuto conto della flessibilità ex-ante	0,22	-0,58	0,16	0,6
variazione saldo strutturale di bilancio (Nota DEF 2017)	0,1	-0,8	-0,4	0,3
deviazione rispetto alla correzione richiesta	-0,12	-0,22	-0,56	-0,3

*La flessibilità accordata, in termini di peggioramento del saldo, è stata pari nel 2015 a -0,03% del PIL relativamente alla clausola rifugiati; nel 2016 a -0,83%, di cui 0,5 per la clausola riforme strutturali, 0,21 per la clausola investimenti, 0,06 per rifugiati e 0,06 per costi sicurezza; nel 2017 a -0,34%, di cui 0,16 per i rifugiati e 0,18 per eventi sismici.

Fonte: Nota aggiornamento DEF 2017

Tavola 7

B- Valutazioni della Commissione europea

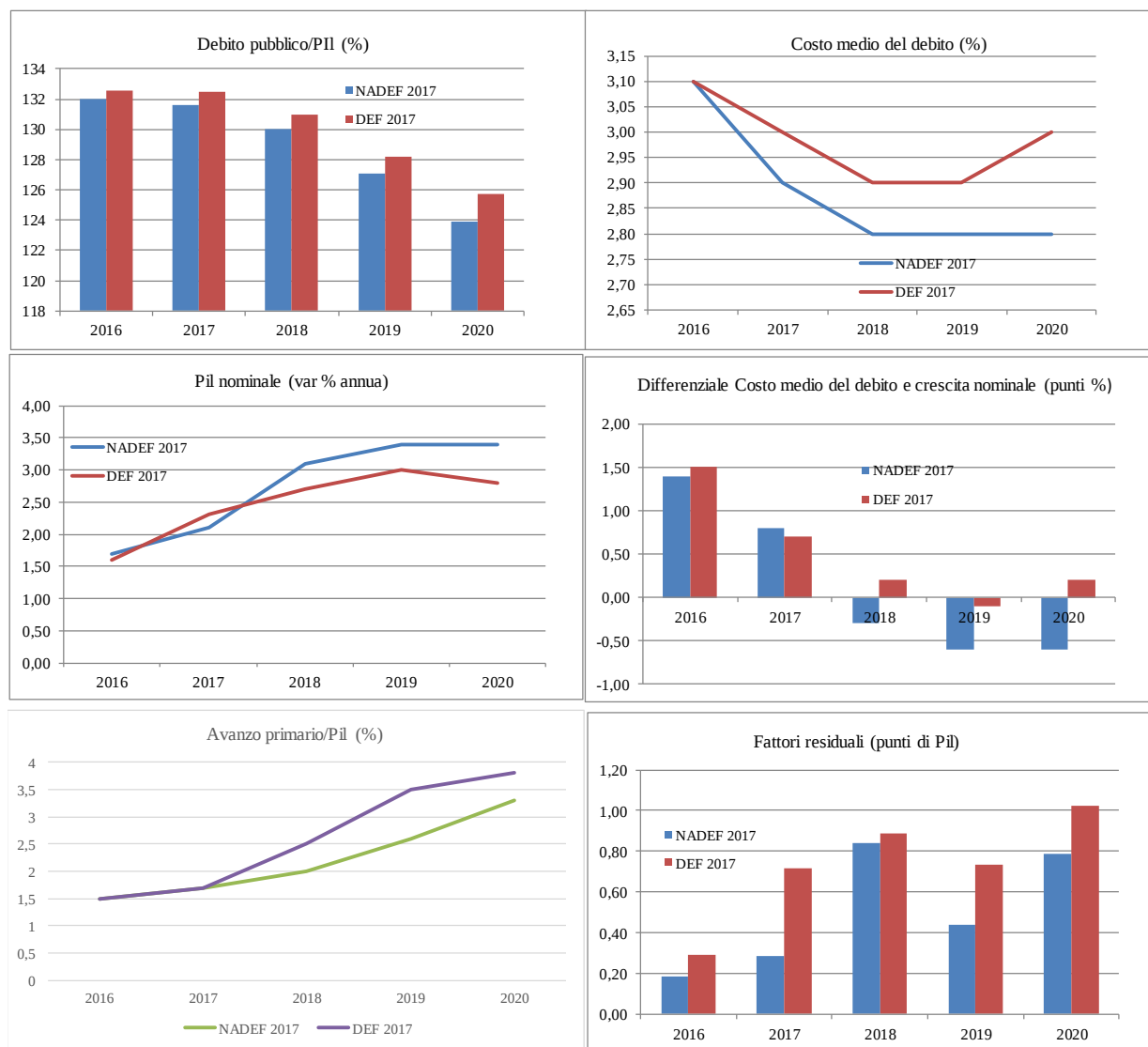
Condizioni cicliche	2015 <i>bad times</i> -3 ≤ OG < -1,5	2016 <i>bad times</i> -3 ≤ OG < -1,5	2017 <i>normal times</i> -1,5 ≤ OG < -1,5	2018 <i>normal times</i> -1,5 ≤ OG < -1,5
aggiustamento fiscale richiesto considerando le condizioni cicliche ("+" indica miglioramento saldo)	0,25	0,5	0,6	0,6
Flessibilità accordata *	-0,03	-0,83	-0,34	0
aggiustamento fiscale richiesto tenuto conto della flessibilità ex-ante	0,22	-0,33	0,26	0,6
variazione saldo strutturale di bilancio (COM, SF 2017)	0,1	-0,7	-0,3	-0,2
deviazione rispetto alla correzione richiesta	-0,12	-0,37	-0,56	-0,8

*La flessibilità accordata, in termini di peggioramento del saldo, è stata pari nel 2015 a -0,03% del PIL relativamente alla clausola rifugiati; nel 2016 a -0,83%, di cui 0,5 per la clausola riforme strutturali, 0,21 per la clausola investimenti, 0,06 per rifugiati e 0,06 per costi sicurezza; nel 2017 a -0,34%, di cui 0,16 per i rifugiati e 0,18 per eventi sismici.

Fonte: COM, SF 2017.

N.B. Le *Spring Forecast* della Commissione scontano gli effetti del DL n. 50/2017 e quindi il miglioramento dello 0,2% del saldo strutturale 2017; per il 2018, le previsioni a politiche invariate non incorporano l'aumento dell'IVA (0,9% del PIL) o le relative misure sostitutive.

QUADRO PROGRAMMATICO DELLE PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI
RAPPORTO DEBITO/PIL E DETERMINANTI DELLA SUA VARIAZIONE (2016-2020)



Fonte: elaborazione Corte dei conti su dati Nota di aggiornamento del DEF (NADEF) 2017

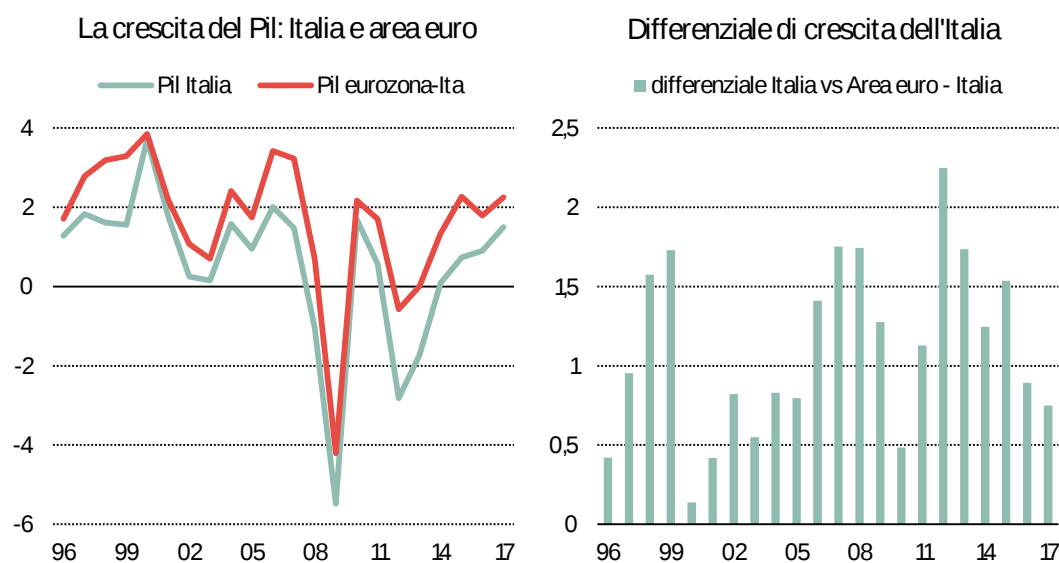
RIQUADRI

Riquadro 1 - L'economia italiana in uno scenario di accelerazione della crescita nell'Area dell'euro

Il posizionamento relativo dell'economia italiana rispetto al resto dell'Area dell'euro

Nel corso degli ultimi anni le oscillazioni cicliche dell'economia italiana hanno evidenziato una elevata sincronia con quelle del resto dei paesi dell'Area dell'euro e il differenziale di crescita rispetto alla media dell'eurozona si è mantenuto relativamente stabile. In particolare, gli ultimi anni hanno visto un allargamento di tale differenziale nel 2012-2013, periodo che ha risentito della crisi dei debiti sovrani e della politica di bilancio di segno restrittivo. Nel periodo successivo ha oscillato poco sopra l'1 per cento, scendendo leggermente al di sotto di tale soglia nel corso degli ultimi due anni.

La persistenza di un differenziale di crescita non è un dato uniforme in tutti i paesi dell'eurozona. Le tendenze dei diversi paesi sono state difatti caratterizzate proprio dall'alternarsi di fasi più o meno positive, con oscillazioni anche ampie nei divari di crescita. Nella fase più recente è ad esempio ragione di attenzione il caso della Spagna che, dopo aver condiviso con l'Italia il percorso del periodo di crisi 2007-2013, ha poi evidenziato a partire dal 2014 ritmi di crescita decisamente più vivaci, che hanno permesso di riportare rapidamente il livello del Pil spagnolo in prossimità dei livelli pre-crisi.



Il fatto che in Italia la crescita si sia mantenuta costantemente al di sotto della media europea ha spinto a sposare frequentemente una lettura basata sulla crescita potenziale: vale a dire che, poiché la nostra economia tende a condividere con il resto dell'eurozona le fluttuazioni cicliche, le divergenze nei tassi di crescita andrebbero fondamentalmente ricondotte al *trend*, inferiore a quello degli altri paesi. Questo dovrebbe spingere a concludere, secondo questa linea di analisi, che il *gap* di crescita dell'economia italiana ha probabilità di persistere a meno di non superare difficoltà di fondo come, *in primis*, la stagnazione della Produttività totale dei fattori.

L'Italia come caso deviante all'interno dell'Area dell'euro

A partire da questo schema interpretativo, sono state in genere tratte conclusioni non rassicuranti

sulle prospettive della nostra economia. La persistenza di un *gap* di crescita rispetto alle altre economie appartenenti alla moneta unica renderebbe di fatto quello italiano come un “caso” peculiare con tratti del tutto specifici. Tale valutazione è più significativa soprattutto da quando gli altri paesi della periferia europea hanno avviato una fase di recupero, lasciando quindi l'Italia nelle retrovie, seguita soltanto dalla Grecia. In ultima analisi, la peculiare debolezza della nostra ripresa potrebbe produrre un effetto “stigma” che ci esporrebbe evidentemente al rischio di un peggioramento delle aspettative dei mercati, nella misura in cui la minore crescita reale influenza negativamente le prospettive di stabilizzazione del rapporto debito/Pil. La bassa crescita dell'economia, aumentando le difficoltà del processo di rientro del debito, può a sua volta condizionare le aspettative e modificare il livello dei tassi d'interesse. In particolare, l'Italia sta mantenendo un differenziale di segno positivo nel livello dei tassi d'interesse anche rispetto alla Spagna. Ancorché di entità modesta, tale differenziale ha un importante valore segnaletico tenendo conto che siamo in una fase in cui il livello dei tassi d'interesse è condizionato dagli acquisti di titoli di Stato da parte della BCE, una condizione quindi di estremo favore, che non è scontato possa riproporsi ancora a lungo. Il dibattito sulla normalizzazione della politica monetaria europea è difatti già iniziato e, benché le indicazioni della BCE puntino a un approccio molto graduale, lo scenario di medio termine non potrà contare necessariamente su interventi della Banca centrale sul mercato dei titoli di Stato europei altrettanto significativi quanto quelli osservati nel corso degli ultimi anni.

La via delle riforme strutturali

In presenza di una fase di continua divergenza del tasso di crescita della nostra economia rispetto al resto dell'Area dell'euro, non è motivo di sorpresa che per molto tempo i programmi di politica economica abbiano posto l'enfasi sui fattori di carattere strutturale che agiscono da freno alla crescita potenziale. In particolare, nel corso degli ultimi anni si sono sovrapposti diversi interventi fra i quali i più significativi hanno riguardato gli ambiti del sistema pensionistico, di cui la riforma Fornero è solo l'ultimo di una serie di interventi succedutisi a partire dai primi anni novanta, e il mercato del lavoro, con la riforma del *Jobs Act*. Se l'attenzione alle riforme strutturali è auspicabile e ribadita anche a livello europeo – *in primis*, da Commissione europea e BCE – gli effetti di breve periodo di un tale approccio sulla crescita non sono di facile misurazione. Nel caso italiano, sebbene le riforme potrebbero avere migliorato la struttura produttiva, determinando un incremento del livello di lungo periodo del prodotto, nel breve esse non hanno di certo potuto allentare i vincoli posti alla domanda dalla lunga fase di crisi. Peraltro, in condizioni di bassa domanda è probabile che le imprese tendano a ritardare i propri investimenti, frenando quei processi di trasformazione della struttura produttiva necessari perché le riforme strutturali possano sortire i propri effetti sulla produttività.

Su questi temi il dibattito è evidentemente più che mai aperto. In generale, gli spazi per un impulso alla domanda attraverso le politiche nazionali sono limitate. L'Italia è sinora riuscita a contrattare continui rinvii nel percorso di riduzione del deficit pubblico. Si è cioè posticipata la stretta fiscale richiesta per soddisfare i vincoli dei trattati europei, si è nella condizione di potere stimolare la crescita attraverso un impulso fiscale significativo.

Se la ripresa dell'Area dell'euro fosse il rimedio?

In mancanza di una concreta possibilità di riattivare il ciclo attraverso le politiche economiche interne, l'eventualità di una inversione di tendenza potrebbe essere legata all'ipotesi di un impulso dal lato della domanda estera.

Un'ipotesi “favorevole” può cioè essere costruita a partire da uno scenario in cui si assume che sia la crescita internazionale a risultare più vivace. Se, ad esempio, ci si portasse in una situazione in cui l'Area dell'euro registra tassi di crescita vicini al 3 per cento per qualche anno, allora questo avrebbe effetti positivi anche sull'economia italiana. Gli effetti positivi sulla crescita della nostra economia si produrrebbero innanzitutto attraverso l'aumento della domanda estera. Inoltre, una

crescita più elevata avrebbe effetti positivi sulla nostra stabilità finanziaria, migliorerebbe le aspettative dei mercati e questo farebbe ridurre lo *spread*. L'Italia potrebbe quindi beneficiare di una fase di aumento della crescita senza subire le conseguenze di un aumento dei tassi d'interesse in quanto l'aumento dei tassi europei legato all'accelerazione della crescita sarebbe con tutta probabilità compensato almeno parzialmente da una riduzione dello *spread*.

È, dunque, opportuno valutare la probabilità che si materializzi l'ipotesi di una soluzione della nostra crisi guidata da un fattore esterno favorevole, come una accelerazione della crescita europea, uno *shock* positivo in grado di trascinarci fuori dalle secche della crisi in via definitiva.

Cosa può determinare una accelerazione della crescita europea: scenario 2017-2018

Le tendenze dell'Area dell'euro nel corso degli ultimi trimestri si sono rivelate positive. L'economia è stata attraversata da una fase di ripresa, e gli indicatori del clima di fiducia delle imprese hanno evidenziato un significativo miglioramento, che ha portato a una revisione al rialzo delle previsioni. Al momento le previsioni si assestano su ritmi intorno al 2 per cento, una crescita che per il complesso dei paesi aderenti all'euro risulterebbe superiore a quella osservata nel corso degli ultimi anni. I fattori che hanno guidato tale recupero sono soprattutto legati al contesto internazionale: la crescita della domanda mondiale che, contestualmente al rafforzamento del dollaro, ha favorito la crescita delle esportazioni; i bassi livelli dei corsi delle materie prime; le condizioni finanziarie distese a livello internazionale, con i tassi d'interesse ancora ai minimi storici; e i mercati azionari attraversati da una fase di relativa esuberanza.

Se si considera l'insieme di circostanze favorevoli descritte, non si può escludere che nei prossimi mesi il ciclo europeo tenda ancora a irrobustirsi, soprattutto se gli incrementi dei livelli produttivi innescheranno un ciclo degli investimenti più vivace di quello osservato negli ultimi anni. Ecco quindi che l'ipotesi di un ciclo europeo più forte tende a affacciarsi fra le opzioni che potrebbero rendere più favorevole anche il quadro per l'economia italiana per quest'anno e il prossimo.

È però anche vero che nulla garantisce che una configurazione del quadro economico internazionale così favorevole possa protrarsi ancora a lungo. In particolare, rispetto al quadro sopra sintetizzato, gli ultimi mesi hanno già visto un cambiamento in direzione meno favorevole determinato dal rafforzamento del tasso di cambio dell'euro verso il dollaro. D'altra parte, l'euro forte riduce anche la probabilità che la BCE possa raggiungere i propri obiettivi d'inflazione, e quindi giustifica l'ipotesi che la politica di rientro dal QE possa essere molto graduale, e che i tassi d'interesse possano restare a lungo vicino a zero. Tuttavia, nel complesso le tendenze degli ultimi mesi sembrerebbero interpretabili alla luce della particolare fase ciclica in corso, più che a cambiamenti di carattere strutturale che possano avere modificato la velocità della crescita europea nel medio termine.

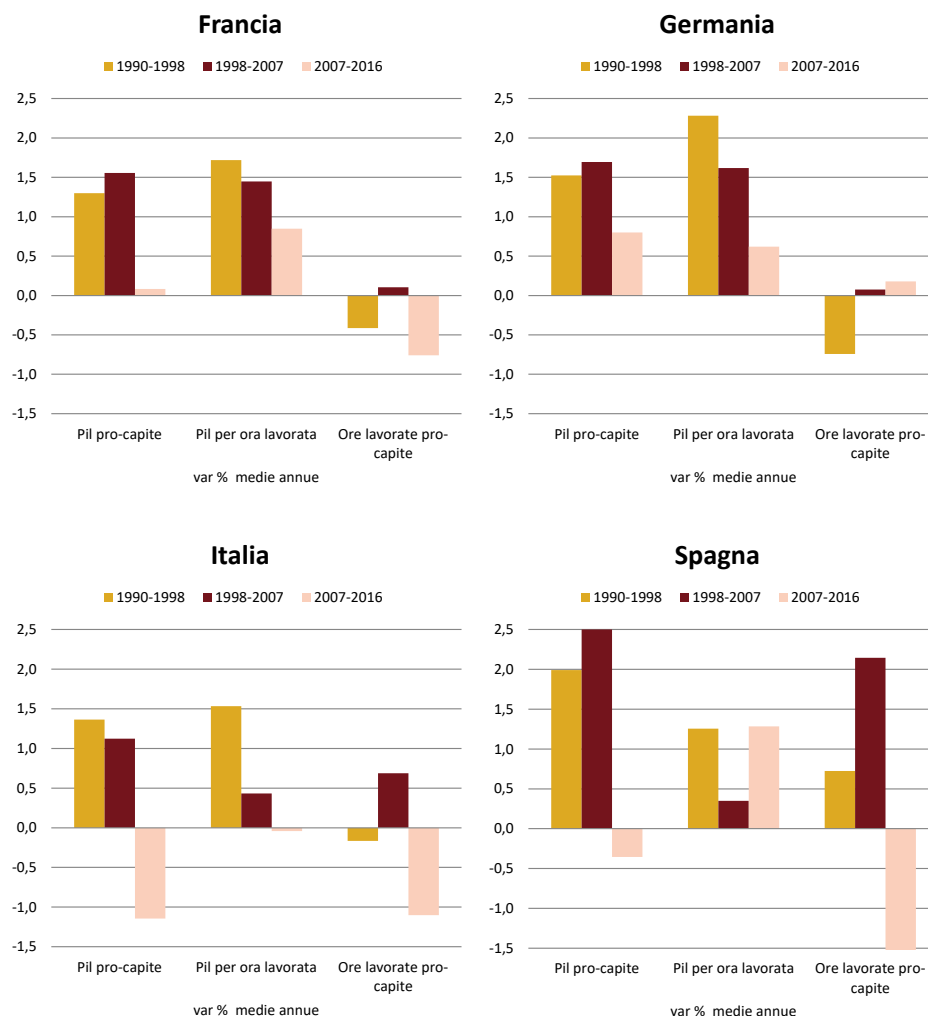
Un'accelerazione della crescita europea: tendenze di medio termine

Un'accelerazione della crescita europea per un periodo non breve può materializzarsi a condizione che si verifichi un cambiamento di tipo strutturale, ovvero non riconducibile a elementi di carattere ciclico che per loro natura tendono a influenzare la crescita solo per un lasso temporale non esteso.

L'analisi può partire da un semplice esercizio di contabilità della crescita, ovvero dalla quantificazione del contributo dei fattori produttivi alla crescita dell'Area dell'euro.

La periodizzazione scelta nel seguito considera il periodo dall'avvio dell'euro sino all'inizio della crisi, cioè il 1999-2007 e la fase successiva dal 2008 al 2016; per confronto si illustrano anche le tendenze degli anni novanta precedenti la partenza dell'euro.

LA SCOMPOSIZIONE DELLA CRESCITA DEL PIL PRO-CAPITE NELLE MAGGIORI ECONOMIE DELL'AREA EURO



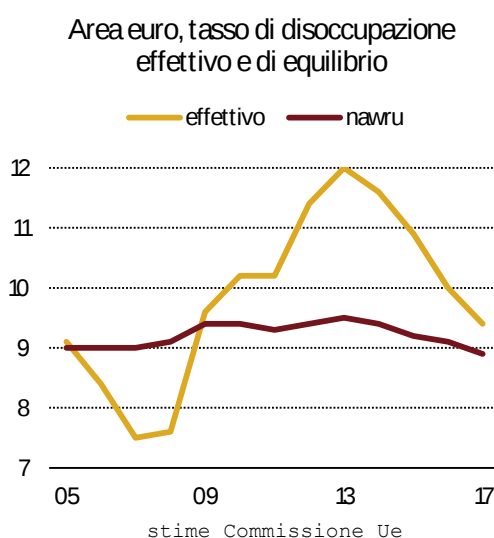
Un primo elemento di riflessione può essere proposto attraverso la scomposizione della crescita del Pil pro-capite. La variazione del Pil pro-capite può essere scomposta nella crescita della produttività del lavoro e in quella del rapporto fra ore lavorate e la popolazione.

Sulla base di tale scomposizione si osserva come il periodo recente si sia caratterizzato per una frenata della produttività oraria che ha accomunato le maggiori economie dell'eurozona con l'eccezione della Spagna, dove la produttività ha registrato un recupero. Si è ridotto anche il grado di utilizzo del fattore lavoro (descritto dal rapporto fra ore lavorate e popolazione totale) ad eccezione del caso della Germania.

Un'accelerazione della crescita europea può derivare tanto da una svolta nel *trend* della produttività quanto da un aumento della capacità di utilizzo nel processo produttivo della forza lavoro potenziale presente nel sistema. Sebbene i due aspetti siano tra di loro legati, conviene discuterli separatamente.

Spazi di aumento dell'occupazione

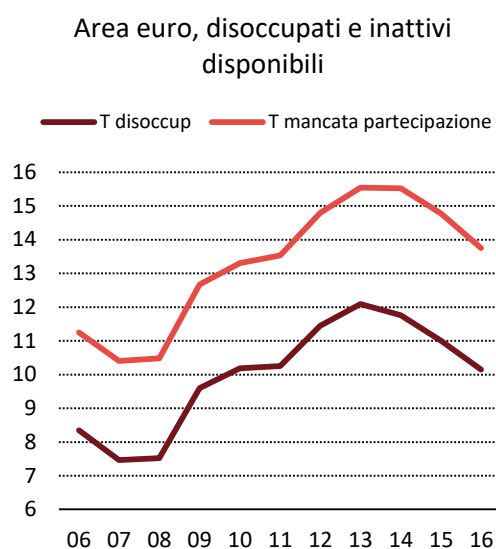
Il tema della crescita dell'occupazione europea nei prossimi anni è entrato al centro del dibattito soprattutto in relazione all'eventualità che l'eurozona si sia portata oramai ai margini della piena occupazione. L'ipotesi è che l'economia si stia riportando in condizioni vicine alla piena occupazione. Le stime della Commissione Ue suggeriscono ad esempio che il tasso di disoccupazione è prossimo al suo valore di equilibrio, definito dal Nairu, o dal Nawru (*non accelerating wages, rate of unemployment*) nel modello della Commissione, ovvero il livello della disoccupazione coerente con la non accelerazione dei salari. Se così fosse, avremmo completato il percorso di chiusura dell'*output gap*, e saremmo entrati nella fase matura del ciclo economico, quella in cui emergono rischi di accelerazione di prezzi e salari e le politiche devono intervenire per moderare la crescita. Valendo questa ipotesi la saturazione del mercato del lavoro rappresenterebbe un vincolo alla crescita e le probabilità di una accelerazione della crescita nei prossimi anni sarebbero modeste.



In realtà l'ipotesi della *full employment* europea è abbastanza controversa e la stessa BCE è intervenuta sul punto per spiegare le ragioni per le quali intende invece uscire in maniera molto graduale dalla politica di acquisto di titoli di Stato e mantenere i tassi d'interesse su valori nulli. Un aspetto importante è che le misure tradizionali di *shortage* nel mercato del lavoro, come quella offerta dal tasso di disoccupazione, forniscono una rappresentazione solo parziale della distanza del mercato dalla piena occupazione.

A proposito un primo elemento di interesse è rappresentato dal fatto che nel corso degli ultimi anni è aumentata molto l'incidenza del part-time, non sempre in "volontario". Questo comporta che vi è una parte di offerta di lavoro attivabile attraverso l'allungamento degli orari di lavoro degli occupati attuali.

Inoltre, in molti paesi la misura della disoccupazione risente del fatto che vi sono diffusi fenomeni di scoraggiamento. Le misure allargate della disoccupazione, che tengono conto della presenza di lavoratori che non sono classificati fra i disoccupati, non avendo effettuato attività di ricerca nel periodo precedente la rilevazione, ma che si dichiarano disponibili a lavorare, evidenziano un numero significativo di persone potenzialmente attivabili qualora se ne dovesse presentare l'opportunità. Ad esempio, una misura "allargata" della disoccupazione, costruita tenendo conto del numero dei lavoratori inattivi disponibili, si posiziona di oltre cinque punti al di sopra del livello del tasso di disoccupazione ufficiale.



D'altra parte, ad avvalorare l'ipotesi che il mercato del lavoro europeo presenti ampi spazi per fare crescere l'utilizzo del fattore lavoro, vi sono anche le evidenze più recenti che mostrano dinamiche dell'inflazione ancora modeste, e ben inferiori agli obiettivi della BCE. Inoltre, il consenso dei previsori internazionali indica un'inflazione dell'Area dell'euro ampliamento al di sotto del 2 per cento anche il prossimo anno.

La conclusione è che di fatto la crescita europea può godere di ampi spazi di aumento della base occupazionale ancora per diversi anni.

Spazi di crescita della produttività

Il tema della crescita può essere affrontato anche valutando le *chances* di crescita della produttività del lavoro. La scomposizione della crescita della produttività del lavoro nelle componenti della Produttività totale dei fattori (PTF) e nell'effetto di *capital deepening* è rappresentata nei grafici seguenti.

La decelerazione della produttività osservata negli ultimi anni è dipesa essenzialmente dalla prima delle due componenti. L'effetto legato all'andamento del rapporto capitale-lavoro non evidenzia rilevanti discontinuità rispetto al passato, anche perché la crisi ha inciso tanto sull'andamento dello *stock* di capitale quanto sull'andamento delle ore lavorate.

La crescita dello *stock* di capitale è stata comunque modesta, non solo nei paesi periferici, dove la crisi è stata più profonda e le condizioni di accesso al credito hanno limitato l'accumulazione. Anche nella stessa Germania non si è investito molto. Gli elementi della spiegazione sono diversi e fra essi pesano anche le politiche di bilancio, che hanno spinto a ridimensionare gli investimenti pubblici, con effetti negativi sulla dotazione infrastrutturale delle economie europee. Conta poi la stessa bassa crescita, che ha portato diversi settori a sperimentare condizioni di eccesso di capacità produttiva spingendo le imprese a rinviare non solo i programmi di ampliamento, ma anche il rinnovo del capitale esistente. L'incertezza sulle prospettive ha condotto quindi le imprese a rinviare processi innovativi che in realtà potrebbero essere già implementati sulla base delle nuove tecnologie.

Solo negli ultimi anni gli investimenti hanno iniziato a recuperare, riportandosi su livelli prossimi a quelli prevalenti prima della crisi. Ciò è accaduto in concomitanza con il recupero dei livelli produttivi. Solo l'Italia, fra le maggiori economie dell'eurozona, mantiene un gap rilevante nel flusso degli investimenti rispetto ai livelli precedenti la crisi.

Sul tema degli investimenti e della prossima ondata tecnologica il dibattito è tuttora molto aperto. Senza ripercorrerlo in questa sede, si passa da ipotesi estreme, che vedono la prospettiva di un'accelerazione della produttività legata all'ondata di innovazioni in corso (è la tesi di Industria 4.0), alle tesi opposte che parlano di una fase di declino della crescita della produttività, e avanzano l'ipotesi che le economie avanzate siano entrate in una fase di cosiddetta “*stagnazione secolare*”.

I sostenitori delle potenzialità di “Industria 4.0” enfatizzano le nuove opportunità offerte dalle attività di ricerca in corso in ambiti specialistici (genetica, robotica, nanotecnologie, stampanti 3D, energie rinnovabili). Il tema centrale è quello dell'automazione dei processi produttivi e della capacità di creare processi di produzione flessibili in grado di fornire prodotti differenziati e personalizzati.

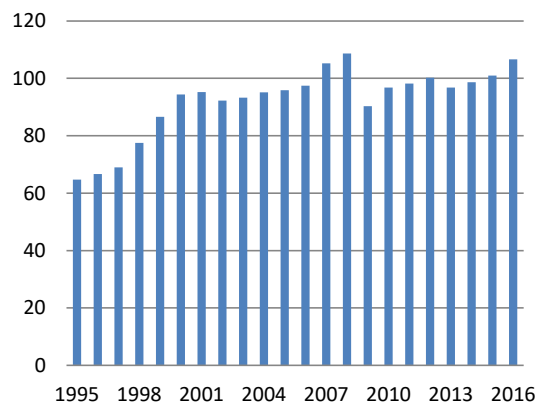
Secondo la tesi della “*stagnazione secolare*” in realtà la portata della nuova ondata di innovazione sarebbe molto meno pervasiva rispetto ad altre fasi storiche. Gli effetti di Industria 4.0 sarebbero circoscritti a un numero molto limitato di settori.

Sinora non vi è un consenso sulle potenzialità della nuova ondata tecnologica. Non si può cioè stabilire quali saranno gli esiti in termini di aumento della produttività. I deludenti risultati degli ultimi anni inducono a valutarne con prudenza la portata. È comunque chiaro che questo è il punto dirimente: la crescita dell'Area dell'euro si porterà su ritmi più elevati solo se una nuova ondata di investimenti nelle nuove tecnologie innescherà un recupero della PTF tale da consentire alla produttività di riportarsi nei prossimi anni sui *trend* conosciuti nel corso degli anni prima della crisi.

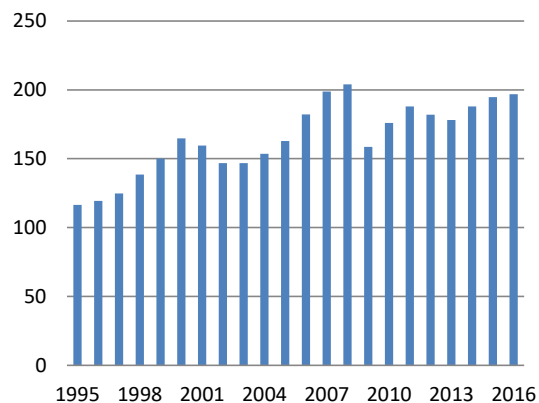
INVESTIMENTI IN MACCHINARI

miliardi di euro a prezzi 2010

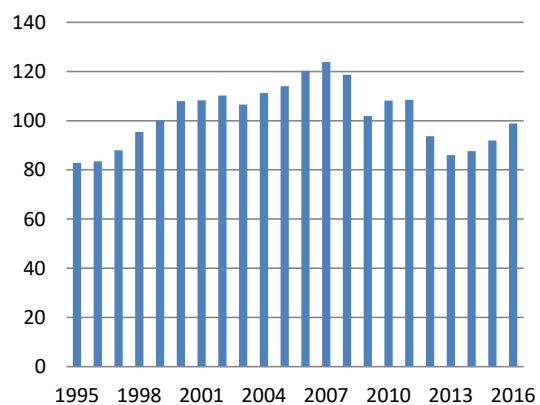
Francia



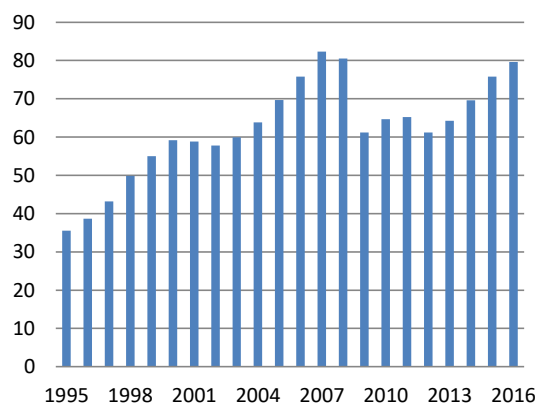
Germania



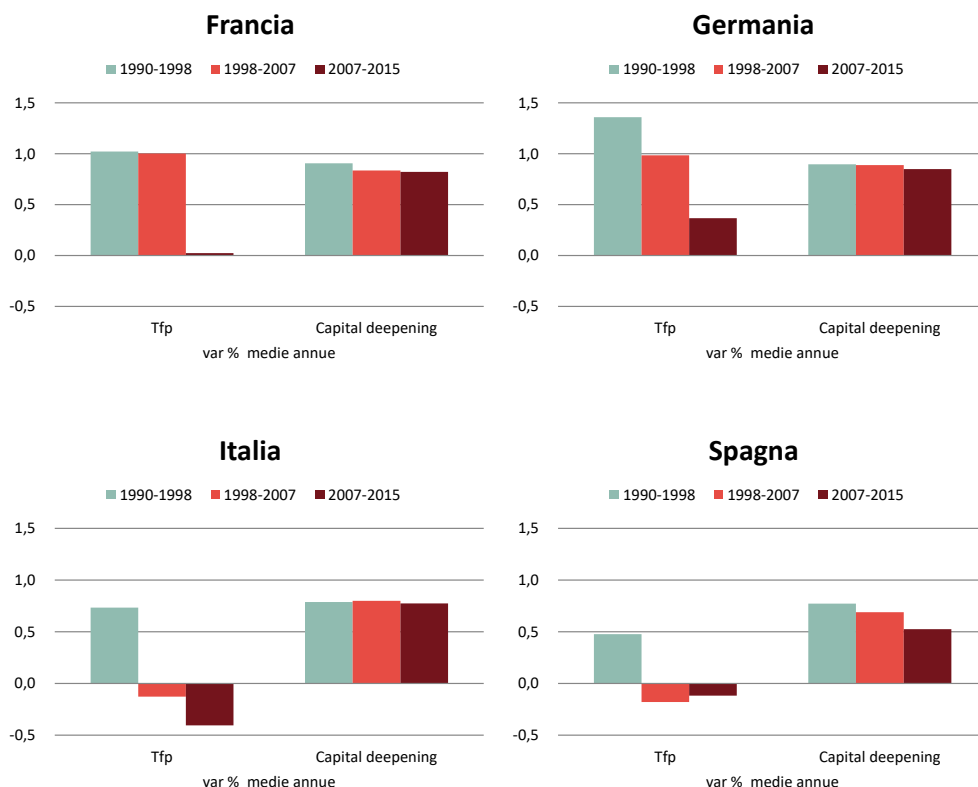
Italia



Spagna



SCOMPOSIZIONE DELLA CRESCITA DELLA PRODUTTIVITA' DEL LAVORO



In conclusione, cosa può innescare una nuova fase per la crescita europea

La rassegna proposta ha messo in luce come per l'Area dell'euro una accelerazione della crescita nei prossimi anni non possa essere esclusa. Questo perché vi sono ancora ampi spazi di manodopera non utilizzati. Inoltre, uno degli strascichi della crisi è che la mancata accumulazione di capitale degli anni passati ha portato l'area ad un ritardo rispetto alle potenzialità permesse dalle nuove tecnologie. Questo è dipeso dalla gravità della crisi, che ha indotto le imprese ad adottare politiche prudenti rinviando gli investimenti necessari per rilanciare la produttività. Con la ripresa degli ultimi anni anche i livelli degli investimenti hanno iniziato a recuperare il terreno perso, riportandosi sui livelli pre-crisi. La nuova ondata di investimenti potrà protrarsi se le imprese valuteranno positivamente le prospettive di crescita della domanda finale e se le condizioni di finanziamento degli investimenti resteranno favorevoli. Da questo punto di vista, sarebbero auspicabili anche politiche mirate a sostenere investimenti finalizzati a migliorare le caratteristiche dei processi produttivi e ad aumentare quindi la produttività, così come due fronti restano cruciali: il sostegno dell'accumulazione di capitale umano nei campi delle nuove tecnologie e la ripresa degli investimenti pubblici volti a riammodernare la dotazione infrastrutturale europea.

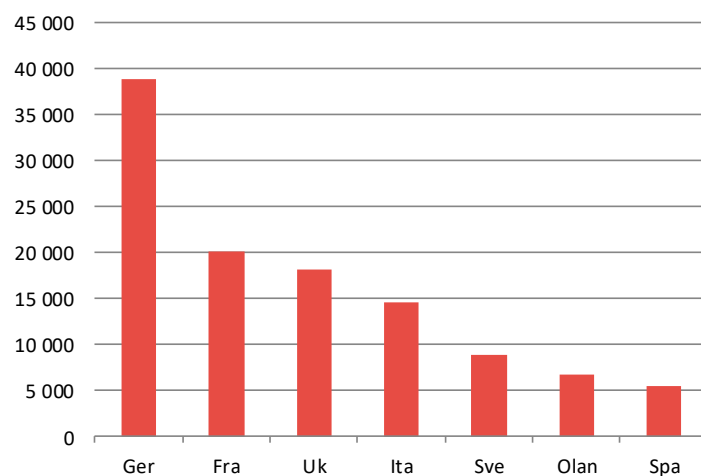
I rischi di un nuovo disallineamento

Per concludere, la riflessione proposta mette in luce come una situazione di crescita duratura dell'Area dell'euro a ritmi più elevati di quelli sperimentati nella fase più recente sia possibile. Qualora si materializzasse il caso di un aumento della crescita potenziale dell'Area dell'euro, si configurerebbe un miglioramento dell'ambiente macroeconomico all'interno del quale opera anche la nostra economia. Rispetto a tale valutazione va però anche sottolineato come

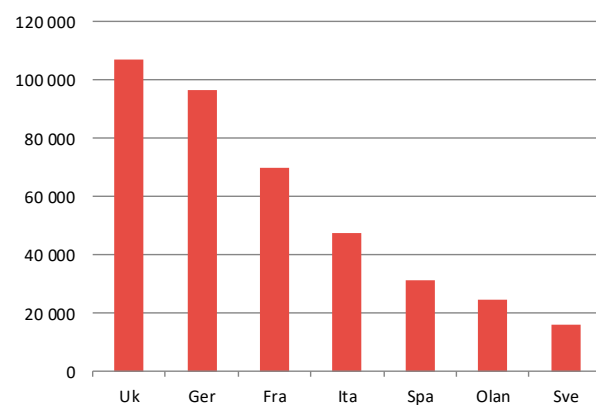
accelerazioni della produttività sperimentate in altre economie dell'area non siano necessariamente destinate a produrre in maniera univoca effetti positivi sul nostro Paese. Vale a dire che un miglioramento dell'ambiente esterno non necessariamente deve essere inteso come un rimedio di tipo quasi taumaturgico, ovvero risolutivo di tutte le difficoltà del nostro sistema economico. Anzi, un'accelerazione della produttività negli altri paesi, non accompagnata da cambiamenti nella stessa direzione anche in Italia, potrebbero anche avere effetti avversi sulla posizione competitiva della nostra economia, traducendosi in un semplice allargamento del nostro differenziale di crescita e riproponendo un percorso analogo a quello osservato nella prima parte degli anni duemila. Su questo punto va ricordato che le specializzazioni dei paesi europei sono divergenti, per cui alcuni, soprattutto la Germania, sono meglio posizionati sull'*high tech*. Si potrebbe quindi generare una nuova fase di divaricazione nelle *performance* dei diversi paesi, con un vantaggio per quelli meglio attrezzati, per settore di specializzazione o dimensione d'impresa, rispetto alle opportunità della nuova ondata tecnologica. È noto difatti che tanto la presenza di imprese specializzate nei settori delle nuove tecnologie, quanto la dimensione d'impresa, sono fattori cruciali per innescare processi di investimento in attività innovative. In entrambi i casi l'Italia presenta un evidente svantaggio rispetto ai principali partner europei. Fondamentale quindi riuscire a condividere almeno in parte la nuova fase di investimenti e di innovazione per restare agganciati a una locomotiva europea che per ora procede a ritmi moderati, ma in futuro potrebbe anche accelerare.

Settori manifatturieri high tech - valore aggiunto

mln di euro



Settori dei servizi high tech knowledge intensive - valore aggiunto
mln di euro



Riquadro 2 – La spesa per interessi e i rischi di mercato

Introduzione

Dopo la “grande paura” dell’autunno 2011, il debito pubblico italiano non ha più conosciuto momenti di tensioni acute e la sua gestione è stata in questi anni certamente facilitata dalle politiche di espansione monetaria messe in atto dalla BCE, con i tassi di politica monetaria negativi, con le operazioni di rifinanziamento alle banche (*Long Term Refinancing Operations* e *Targeted Long Term Refinancing Operations*), che hanno potuto aumentare la quota di debito pubblico italiano nei loro portafogli, con gli acquisti diretti di titoli pubblici sul mercato secondario (*Quantitative Easing*). A partire dal prossimo anno, con il consolidarsi della fase ciclica espansiva nell’area dell’euro, tali politiche muteranno di segno. Le operazioni di rifinanziamento stanno scadendo, si ridurranno gli acquisti sul mercato secondario di titoli di Stato e si prevede che dal 2019 anche i tassi di politica monetaria possano riprendere a salire.

È un percorso graduale e largamente anticipato, e come tale, a priori, non destabilizzante. Tuttavia, stanno emergendo alcuni timori, legati alla possibilità che questo processo si rifletta in misura più accentuata del previsto sul nostro paese.

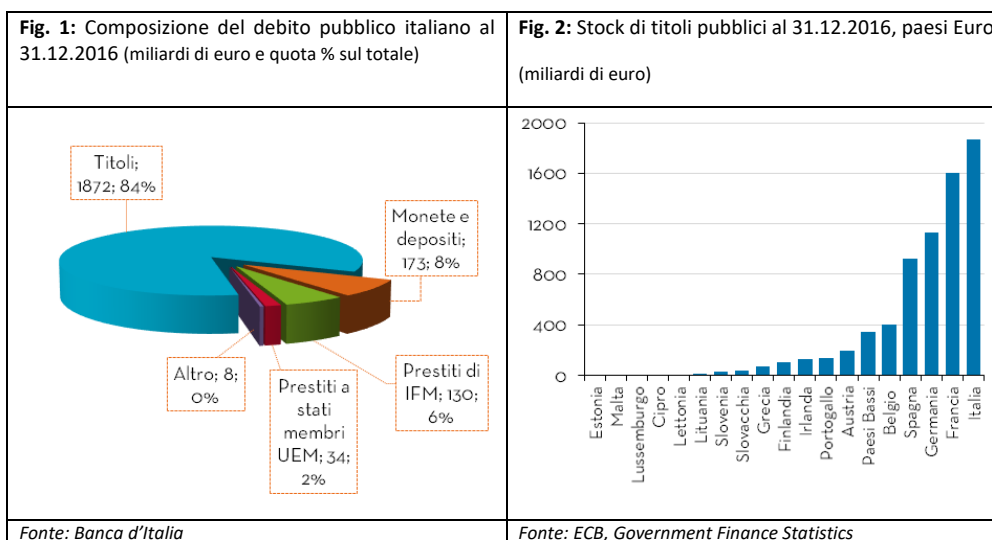
Un altro elemento di mutamento dello scenario prospettico è rappresentato dal percorso di aumento dei tassi di interesse statunitensi, avviato dalla Fed alla fine del 2015 e atteso proseguire nei prossimi anni. Anche questo è un processo ampiamente annunciato e anticipato, che tuttavia potrebbe presentare sorprese con riferimento al ritmo di aumento dei tassi di *policy* e, soprattutto, con riferimento alle implicazioni della politica economica dell’attuale amministrazione degli Stati Uniti sulle attese degli operatori. Un cambio del dollaro più debole si assocerebbe a una curva per scadenze dei tassi di interesse più ripida di quanto non si potesse prevedere fino a qualche tempo fa.

Più in generale, se la ripresa economica che si va diffondendo a livello mondiale dovesse risultare più vivace delle attese, il percorso di uscita dalle politiche monetarie molto espansive sia in USA che nell’UEM ed, eventualmente, in Giappone, potrebbe avvenire più velocemente e, comunque venire anticipato da un innalzamento dei tassi a lungo termine.

In ogni caso, dunque, percorsi per molti versi noti potrebbero creare difficoltà al nostro Paese. Infatti, ciò che rende l’Italia particolarmente vulnerabile all’evoluzione prospettica delle politiche monetarie è il suo debito pubblico. Ciò è indubbio se guardiamo ai numeri assoluti, molto importanti: il 132,6 per cento del Pil, quasi 2.300 miliardi di euro, finanziati per l’84 per cento gestendo un portafoglio di titoli pubblici che è il più grande tra tutti i paesi dell’UEM e che corrisponde a quasi un terzo del totale dei titoli pubblici in circolazione nell’area (Figg. 1 e 2). Dal 2011 le emissioni lorde del Tesoro sono state mediamente pari a 400 miliardi ogni anno, a fronte di un incremento dello *stock* esistente di circa 270 miliardi, rappresentando in media il 20 per cento del totale dei titoli pubblici emessi nell’Area dell’euro. L’onere del debito sul bilancio pubblico è di circa 70 miliardi di euro annui, quasi il 4 per cento del Pil, 1,8 p.p. più di quello medio pagato nell’area. In proporzione ai rispettivi Pil, solo Grecia e Croazia spendono come l’Italia, e solo il Portogallo spende un po’ di più.

Con numeri così grandi risulta chiaro perché il nostro debito sia percepito come più esposto alle oscillazioni dei mercati e perché in condizioni incerte aumentino i timori che gli effetti di tali oscillazioni possano comportare costi elevati, che potenzialmente potrebbero mettere sotto pressione la sostenibilità stessa dei conti pubblici. Ma sono fondati questi timori?

In questo Riquadro si cercherà di fornire elementi utili a rispondere a tale quesito e a verificare se davvero il debito pubblico italiano sia così esposto ai rischi di mercato. Dopo una descrizione delle sue caratteristiche, con particolare riferimento a quelle che ne possono determinare l’esposizione ai rischi di mercato, si cercherà di dare una valutazione in termini quantitativi di cosa potrebbe significare una ripresa più rapida dei tassi di interesse rispetto a quella incorporata nelle previsioni governative.



Alcuni riferimenti metodologici

Per misurare la vulnerabilità del debito pubblico il riferimento non è tanto, o non solo, il livello delle passività. Più importanti sono le caratteristiche di struttura del debito, e in particolare del portafoglio titoli, in termini di scadenze, di composizione tra breve e lungo termine e tra tasso variabile e tasso fisso, di quota di titoli denominati in valuta estera.

In termini generali, l'esposizione ai *rischi di mercato*, che rappresentano la possibilità che il costo del debito aumenti al variare delle condizioni di mercato, sarà infatti tanto maggiore quanto più il portafoglio è sbilanciato verso il breve termine, il tasso variabile, il debito in valuta.

Più nel dettaglio, tra i principali rischi di mercato⁶ rientrano:

1. il *rischio di tasso di interesse*, ovvero la possibilità che il costo del debito aumenti a seguito di rialzi inattesi dei tassi di mercato; tali rialzi hanno effetti sia sullo stock in essere (sulla parte indicizzata) sia sul nuovo debito che deve essere emesso per rifinanziare i titoli in scadenza e per coprire il fabbisogno di cassa. Gli indicatori che tradizionalmente vengono utilizzati per valutare l'esposizione al rischio di tasso sono la vita media residua, la quota di debito a breve termine, la durata finanziaria (*duration*), l'*Average Refixing Period*⁷, la quota di debito a tasso fisso;
2. il *rischio di rifinanziamento*, che rappresenta la possibilità che il debito debba essere rifinanziato a costi molto alti o, nel caso estremo, che non riesca a essere rifinanziato. Misure di questo rischio sono la vita media residua, la quota di debito in scadenza a 12, 24 e 36 mesi, il profilo delle scadenze;
3. il *rischio di tasso di cambio*, che indica la possibilità che variazioni nei tassi di cambio abbiano riflessi sul costo del debito, attraverso l'aumento delle passività denominate in valuta e dipende, quindi, dalla quota di queste passività sul totale.

In generale, aumentare la vita media del debito, stabilizzare lo stock di titoli a breve, contenere la quota di debito indicizzata, ridurre l'ammontare delle scadenze del debito a 1,2 e 3 anni, sono

⁶ Per un elenco completo si veda, per esempio, *Revised Guidelines For Public Debt Management*, IMF Policy Paper, April 2014.

⁷ ARP, misura il tempo medio in cui vengono rifissate le cedole del debito e, quindi, il tempo medio con cui le cedole recepiscono i tassi di mercato. Per i titoli zero coupon o i titoli con cedola fissa corrisponde alla vita residua dei titoli. Per i titoli con cedola variabile corrisponde al tempo rimanente alla fissazione della cedola successiva.

strategie che hanno effetti positivi sulla rischiosità del debito. Tuttavia, assicurarsi contro i rischi ha un costo.

La gestione del *trade-off* rischio/costo è nel caso italiano particolarmente rilevante; aumentare molto e rapidamente la vita media dei titoli significa spostarsi velocemente lungo la curva per scadenze; su un ammontare di titoli che è pari a circa 1.900 miliardi di euro, ogni punto base di costo medio in più costa 190 milioni di euro l'anno, implicando altro debito da finanziare.

D'altra parte, anche stabilizzare quanto più possibile il flusso di interessi da pagare è di grande importanza in un paese molto indebitato che, come tale, paga un premio per il rischio maggiore e subisce più frequentemente gli effetti delle oscillazioni nella fiducia e nel merito di credito.

Minimizzare il costo a fronte di un livello di rischio ritenuto accettabile è l'obiettivo che viene perseguito⁸.

Gli obiettivi operativi nella gestione del debito italiano

Si è consolidata una prassi internazionale, su cui si è verificata una crescente convergenza da parte degli organismi e comitati di coordinamento e indirizzo internazionali, che sulla base di questi indicatori indirizza la gestione del debito pubblico allo scopo di ridurre l'esposizione agli shock⁹. Nella definizione degli obiettivi da perseguire anno per anno e, conseguentemente, nella scelta delle strategie di emissione da adottare, il Ministero dell'economia e delle finanze (MEF) vi fa esplicito riferimento.

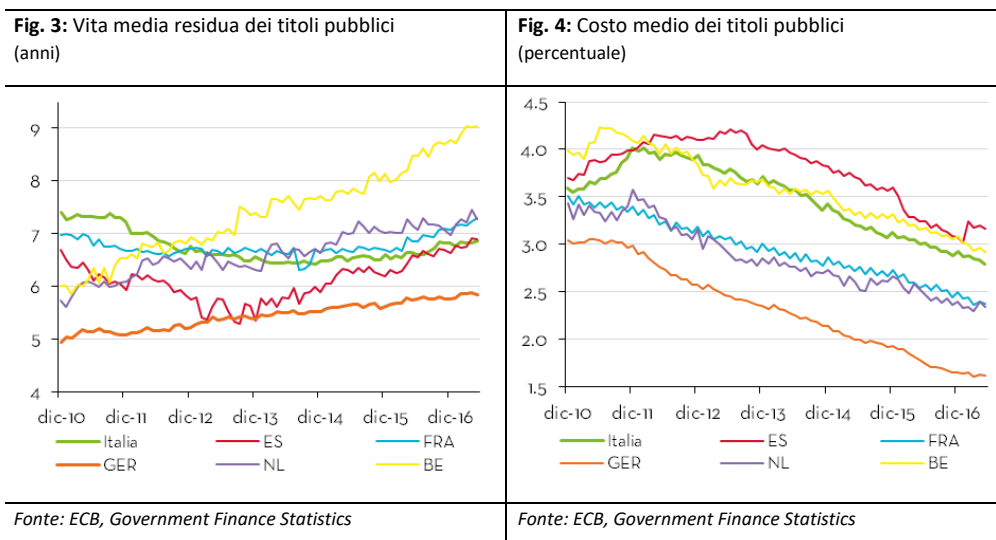
Il decreto ministeriale che annualmente autorizza le operazioni finanziarie di emissione e ristrutturazione del debito (il cosiddetto "Decreto Cornice") definisce i limiti da rispettare nelle emissioni, tradotti in obiettivi operativi nelle Linee Guida della gestione del debito pubblico del Dipartimento del Tesoro¹⁰. Tali linee guida contemplano, per il 2017, emissioni tali che a fine anno "la quota dei titoli a breve termine si attesti tra il 3 per cento e l'8 per cento dell'ammontare nominale complessivo dei titoli di Stato in circolazione a quella data, la quota dei titoli «nominali» a tasso fisso a medio-lungo termine tra il 60 per cento e il 75 per cento, la quota dei titoli «nominali» a tasso variabile tra il 5 per cento e il 10 per cento; inoltre, le quote dei titoli «reali» indicizzati all'inflazione e dei certificati del Tesoro zero-coupon non dovranno superare rispettivamente il 15 per cento e il 4 per cento e la quota dei prestiti emessi sui mercati esteri non dovrà eccedere il 5 per cento"¹¹. Si tratta di una conferma dei limiti già fissati per l'anno precedente, a eccezione della quota dei CTZ, che scende al 4 per cento dal 5 per cento massimo del 2016.

⁸ L'utilizzo degli strumenti derivati può contribuire a gestire i disallineamenti tra la struttura di portafoglio resa possibile dal mercato dei capitali e gli obiettivi gestionali, "per separare le decisioni di finanziamento da quelle di composizione ottimale del portafoglio, ridurre il costo di indebitamento e gestire i rischi di portafoglio (in particolare il rischio di *refixing* del tasso di interesse e il rischio di rifinanziamento)" (*Use of Derivatives for Debt Management and Domestic Debt Market Development: Key Conclusions*, OECD, 2008.) L'assicurazione che fornisce l'uso dei derivati ha costi che possono risultare anche rilevanti, ma in questa nota non saranno affrontati.

⁹ Linee guida elaborate dal Fondo Monetario Internazionale in collaborazione con la *World Bank: Revised Guidelines for Public Debt Management*, IMF, 2014. Comitati di indirizzo e monitoraggio: *Working Party on Public Debt Management* (OECD), e *European Sovereign Debt Markets Sub-Committee of the EFC* (ESDM, *European Commission*).

¹⁰ I documenti (normativi e non) dedicati annualmente alla gestione del debito pubblico dal MEF sono numerosi: l'atto di indirizzo del Ministro, la Direttiva generale per l'azione amministrativa e la gestione, il Decreto Cornice e le Linee Guida definiscono gli obiettivi per l'anno successivo; il Rapporto sul Debito Pubblico confronta obiettivi e risultati, oltre a fornire dettagliate informazioni sul debito.

¹¹ Decreto Ministeriale 108152 del 22 dicembre 2016, «Direttive per l'attuazione di operazioni finanziarie, ai sensi dell'art. 3 del decreto del Presidente della Repubblica 30 dicembre 2003, n. 398» (decreto cornice per l'anno finanziario 2017), GU n.304 del 30 dicembre 2016, Art. 2, comma 3.



Le caratteristiche del debito italiano con riferimento all'esposizione ai rischi di mercato

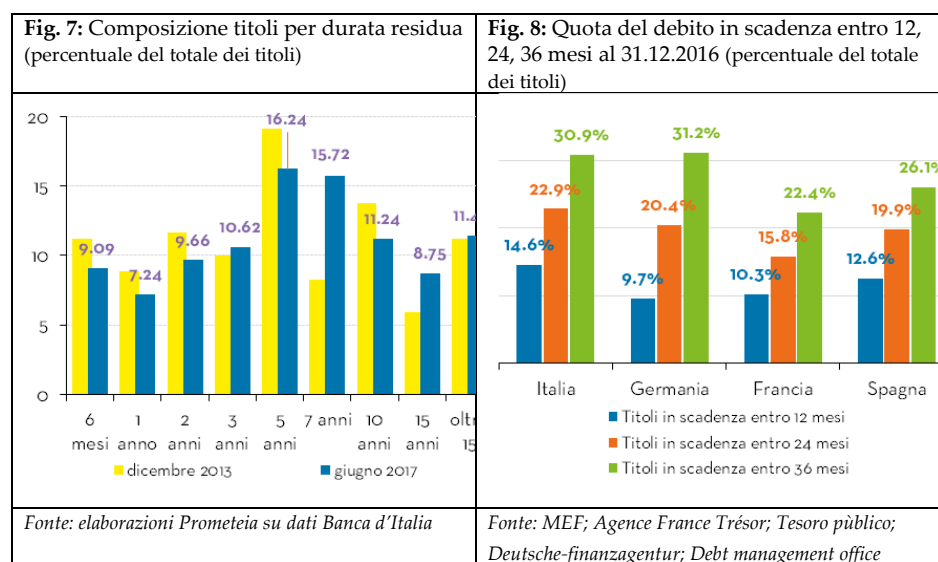
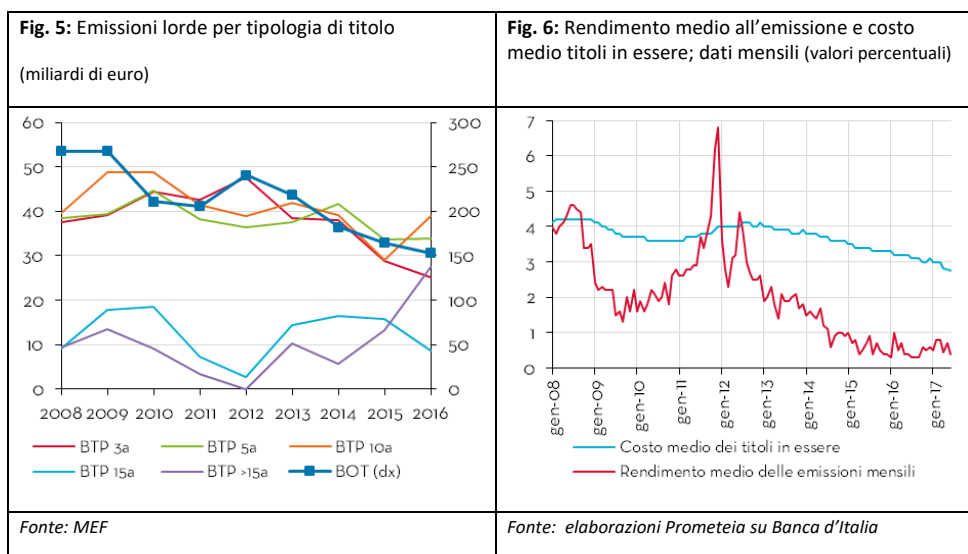
Le caratteristiche dello *stock* di debito rispetto agli indicatori richiamati in precedenza, la loro evoluzione nel tempo e la posizione relativa nel confronto con gli altri paesi, cui è dedicato questo paragrafo, consentono dunque di dare un giudizio sull'esposizione ai rischi.

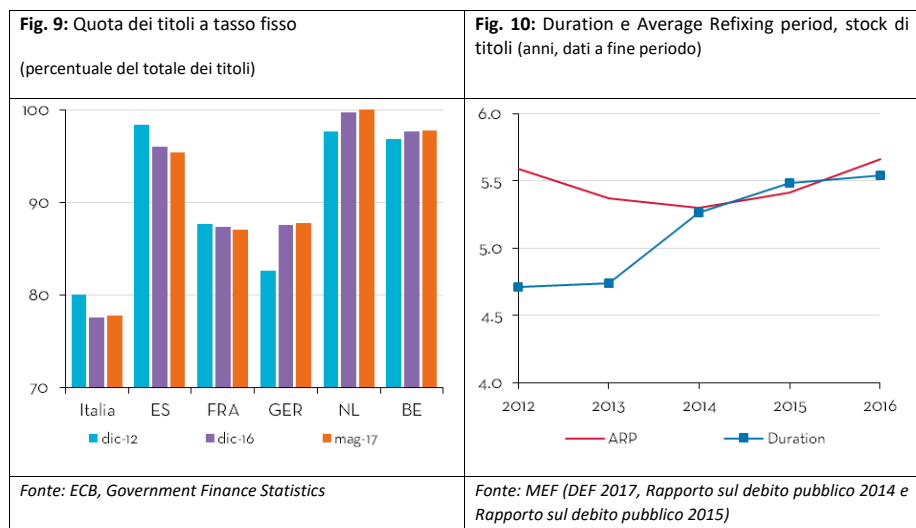
Pur considerando lo squilibrio nel livello del debito rispetto agli altri paesi, gli indicatori di vulnerabilità ai rischi di mercato e, in particolare al rischio di tasso di interesse, non sembrano mostrare particolari criticità nel caso italiano; i risultati della gestione operata dal Tesoro negli anni più recenti ha in parte recuperato gli effetti negativi della crisi sui debiti sovrani del 2011 e 2012, pur capitalizzando sul costo medio le favorevoli condizioni indotte dalla politica monetaria (che emerge evidentemente come l'obiettivo prioritario).

La vita media residua dei titoli si è attestata a 6,83 anni a fine 2016, 6.85 a maggio 2017, registrando una ripresa rispetto ai minimi toccati nell'estate 2014, seppure inferiore a quella di altri paesi dell'Area dell'euro dove il *trade-off* rischio/costo ha, per note ragioni, connotazioni diverse (Fig. 3). L'aumento della vita media residua si è comunque coniugato a una dinamica positiva del costo medio, che si è mantenuto non molto più alto di quello degli altri grandi paesi che hanno meno debito e merito di credito migliore, e ha registrato una tendenza decrescente in linea con quella registrata nell'area e anche più netta che in altri paesi (Fig. 4).

A fronte di questi andamenti, il recupero delle emissioni a più lungo termine è evidente rispetto ai periodi di crisi (Fig. 5), quando la durata media ponderata dei titoli all'emissione aveva subito una brusca riduzione. Le emissioni si sono ulteriormente spostate sul segmento a medio e lungo termine anche nell'anno in corso, nonostante l'aumento dei volumi emessi e la ripresa dello *spread* (1,84 contro 1,49 degli ultimi sei mesi del 2016, 1,39 nella media del 2016). Tra gennaio e giugno le emissioni lorde sono state pari a 216 miliardi, a fronte di 194 nello stesso periodo del 2016, e di queste 137 miliardi a medio e lungo termine, il 63,5 per cento, con durata media ponderata di 7,91 anni (56,3 per cento, con durata di 7,81 anni, nel 2016). Il costo medio all'emissione continua a essere molto basso, ai valori minimi storici: 0,55 nel 2016, 0,60 nei primi sei mesi del 2017 (Fig. 6).

Del resto, le oscillazioni dello *spread* non sembrano avere influenzato negativamente i risultati delle aste neppure in termini di domanda: il rapporto di copertura (*cover ratio*, ammontare richiesto/offerto) è stato mediamente di 2,49, superiore a quello del 2016 (1,63). Ciò conferma che il rischio maggiore per il nostro paese resta quello sul tasso di interesse mentre sembra meno rilevante quello sul rifinanziamento.





Il profilo delle scadenze, inoltre, dopo le emissioni già effettuate nel 2017, è favorevole. Rispetto al 2013 sono in riduzione i rinnovi da effettuare entro tre anni, pur rimanendo più alti rispetto agli altri grandi paesi euro (Figg. 7 e 8).

La quota di titoli a reddito fisso ha di nuovo superato il 77 per cento, risalendo leggermente dai risultati di fine 2016; in questo caso l'Italia si attesta però al livello più basso rispetto agli altri grandi paesi dell'area (Fig. 9).

Infine, in termini temporali, la trasmissione di un aumento dei tassi al costo medio del debito è sintetizzata dall'*Average Refixing Period* (ARP), che dipende dalla durata finanziaria e dal profilo delle scadenze; in Italia è salito a 5,66 anni nel 2016 dai 5,42 del 2015, ed era a 4,51 anni nel 2008¹² (Fig. 10).

Una simulazione dell'impatto sulla spesa per interessi passivi di un aumento dei tassi

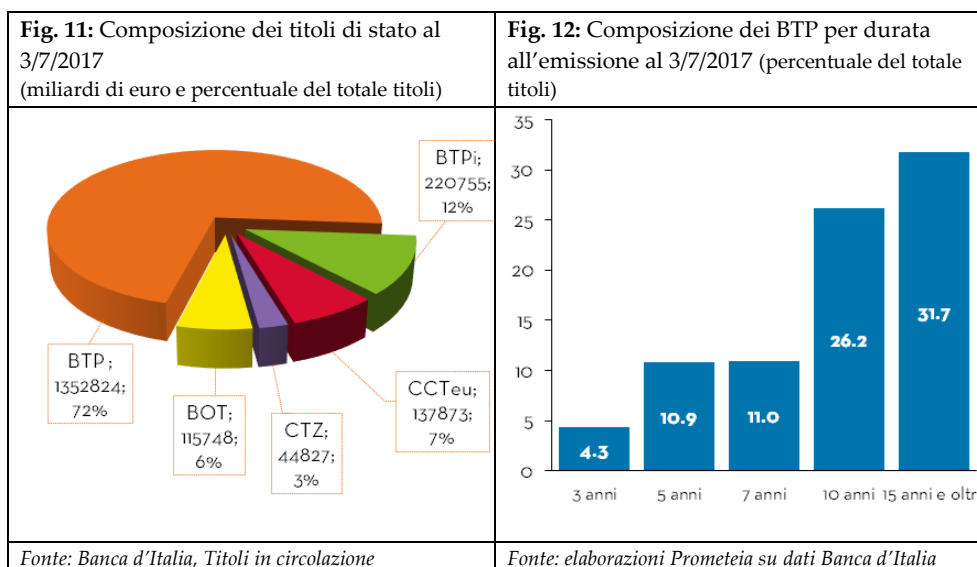
Le caratteristiche del portafoglio dei titoli in essere determinano dunque la sensitività della spesa per interessi alle variazioni della curva dei tassi.

Dai dati esposti in precedenza emerge intuitivamente come un eventuale aumento dei tassi di interesse si rifletterebbe in maggiore spesa per interessi passivi solo lentamente.

Una quantificazione di tale incremento di spesa può essere ottenuta a partire dall'analisi della composizione dello *stock* in essere¹³ e facendo una serie di ipotesi sull'ammontare e sulla tipologia delle nuove emissioni. Ipotesi che, a loro volta, devono prendere in considerazione lo scenario che si prospetta in termini di fabbisogno aggiuntivo che andrà finanziato ogni anno, di profilo delle scadenze dei titoli e di come queste scadenze verranno rifinanziate.

¹² La stima dell'ARP è effettuata dal MEF e pubblicata regolarmente nel Documento di Economia e Finanza oltre che nel Rapporto sul debito pubblico.

¹³ I dati utilizzati sono quelli dei titoli in circolazione al 3 luglio, pubblicati da Banca d'Italia.



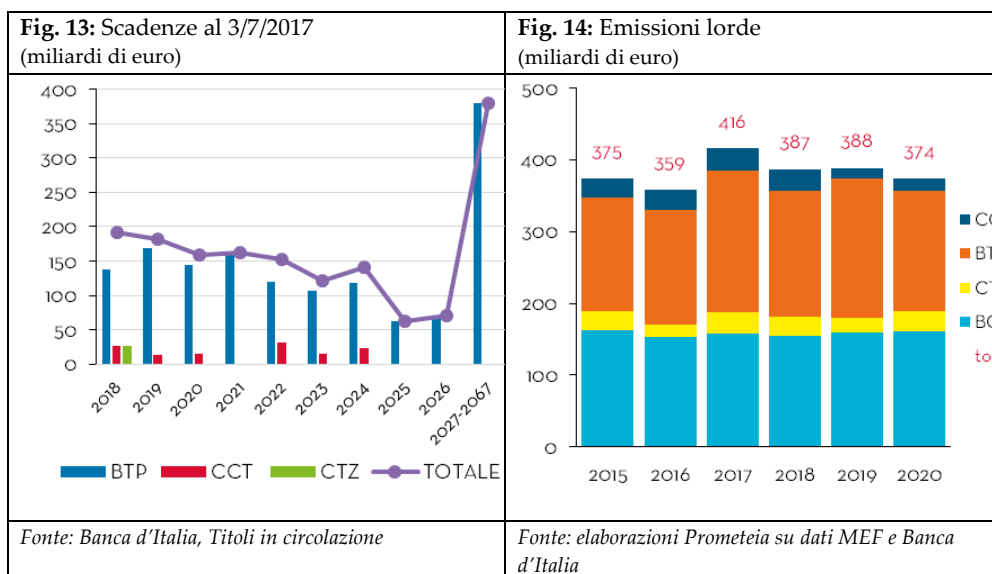
L'esercizio di simulazione si compone quindi di due passi: il primo porta alla definizione della struttura delle emissioni lorde nell'orizzonte considerato, il secondo alla quantificazione dell'onere per interessi dato dall'aumento nella struttura dei tassi.

Con riferimento al primo passo, lo scenario alla base della stima effettuata è dunque il seguente: abbiamo considerato il fabbisogno annuo previsto dai documenti ufficiali, circa 33 miliardi annui, e una composizione di rinnovi che mantenga la struttura attuale (Figg. 11 e 12)¹⁴; nella simulazione ogni titolo in scadenza viene rinnovato con un titolo che ha le stesse caratteristiche e il maggiore fabbisogno finanziato con emissioni nette di titoli che rispecchiano la composizione esistente. In questo modo si può stimare che le emissioni lorde totali da effettuare nei prossimi 3 anni siano nell'ordine di 385 miliardi medi annui, con una composizione tra le diverse tipologie di titoli come illustrata dalla Fig. 14. Circa 160 miliardi di euro sono il *rollover* dei BOT annuali e semestrali e 180 miliardi le emissioni lorde medie annue di BTP, con un picco nel 2019 (194 miliardi) determinato dall'ammontare particolarmente alto dei titoli in scadenza. I BTP rappresentano dunque oltre il 40 per cento dei titoli collocati ogni anno, in linea con quanto registrato nella storia (solo negli anni di crisi dei debiti sovrani la quota dei collocamenti di BTP è scesa sotto il 40 per cento del totale, con un minimo di 35,7 per cento nel 2012).

Con riferimento alla scadenza all'emissione, nelle nostre ipotesi mediamente il 60 per cento dei BTP collocati avrebbe scadenza pari a 10 o più anni.

In questo modo, dopo un anno i "nuovi" titoli sarebbero circa il 20 per cento dello *stock* totale, di cui circa il 13 per cento di titoli a medio e lungo termine; dopo 3 anni circa il 40 per cento dello *stock* totale.

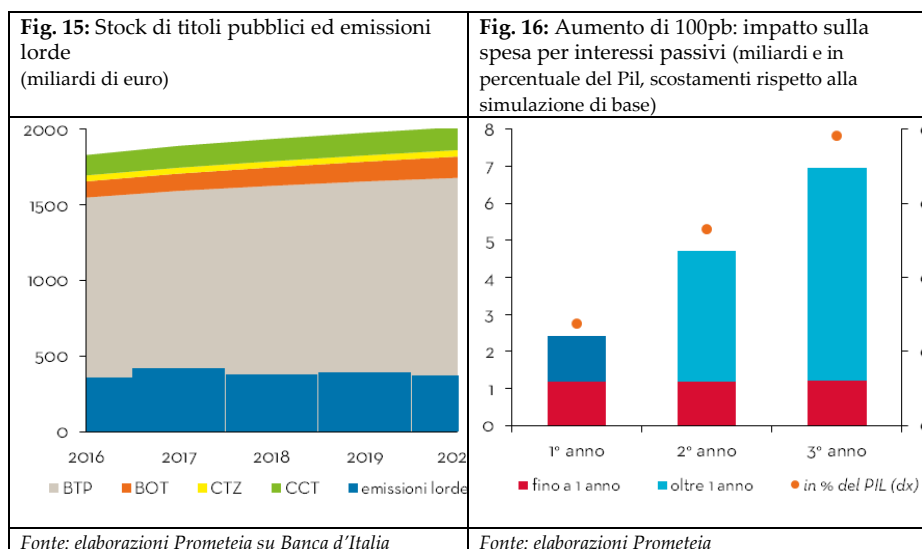
¹⁴ Ogni rinnovo viene effettuato emettendo un titolo con uguali caratteristiche in termini di scadenza, il nuovo fabbisogno viene finanziato con emissioni che mantengano le quote relative in essere tra i diversi titoli.



Con riferimento al secondo passo dell'esercizio di simulazione, una volta ricostruita la struttura delle emissioni lorde negli anni, è possibile simulare l'impatto di un aumento dei tassi sulla cumulata del debito che viene via via emesso. Abbiamo considerato un aumento di 100pb su tutta la curva. Con un profilo di collocamenti che si distribuisce in modo uniforme nei mesi, il finanziamento del nuovo debito avrebbe un maggiore costo pari a circa 2,4 miliardi di euro di maggiori interessi il primo anno, 4,7 il secondo anno e 6,9 il terzo anno (in termini di Pil, rispettivamente, 0,14pp, 0,26pp, 0,39pp).

Nel primo anno il costo maggiore deriva in misura pressoché omogenea dal rinnovo dei BOT e dal rinnovo dei titoli a medio e lungo termine. Negli anni successivi diventa invece progressivamente più rilevante la quota di maggiori interessi pagati sul comparto a medio-lungo termine (Fig. 16). Lo stock medio dei BOT, infatti, verrebbe velocemente sostituito da titoli a tassi più alti ma successivamente non si modificherebbe di molto, dal momento che essi rappresentano una quota molto bassa delle emissioni nette, limitando così l'impatto differenziale aggiuntivo. Nel comparto a medio e lungo termine, invece si avranno costi crescenti, poiché lo stock di titoli su cui si paga un tasso più alto aumenterebbe progressivamente: il maggiore costo delle nuove emissioni che verranno effettuate per coprire il nuovo debito e per sostituire in titoli che andranno via via a scadere si somma al maggiore costo che deriva dai rinnovi degli anni precedenti che si cumulano sullo stock complessivo.

Se si ipotizza che l'aumento dei tassi riguardi solo il comparto a medio e lungo termine e che dunque la curva per scadenza diventi più inclinata, la maggiore spesa per interessi risulta dimezzata nel primo anno e di circa 5,5 miliardi il terzo anno (invece dei 6,9).



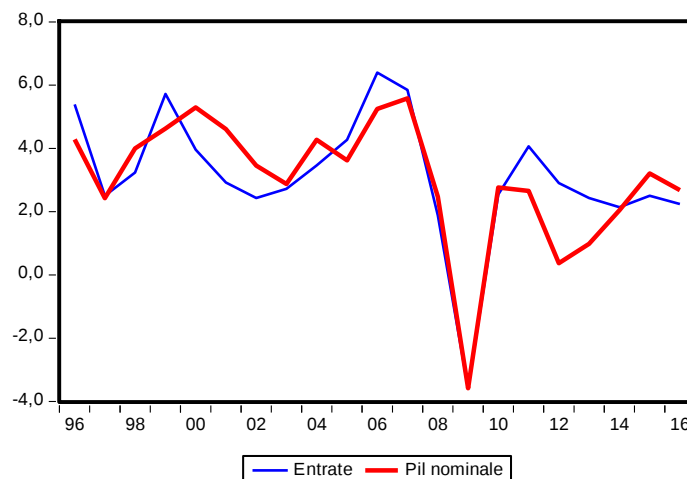
Riquadro 3 - Entrate di bilancio e crescita economica

Il miglioramento del quadro economico e le migliori prospettive di crescita prefigurate dalla Nota di aggiornamento del DEF 2017 pongono sotto i riflettori il tema della sensitività del gettito fiscale e contributivo alle dinamiche dell'attività economica e spingono ad interrogarsi su quali siano state, negli ultimi anni, le relazioni tra andamento delle entrate di bilancio e basi imponibili, cioè in che misura al variare delle seconde, approssimate dal Pil nominale, siano variate le prime. I grafici R3.1 e R3.2 mettono in evidenza la correlazione in discorso rispettivamente per il complesso dell'Area dell'euro e per quattro specifici Paesi (Italia, Germania, Francia e Spagna) nel periodo 1996-2016, che è l'arco temporale più esteso per il quale si dispone di dati omogenei (SEC 2010).

Dalle figure essa appare molto forte e si evidenzia in particolare come al ciclo di crisi del prodotto iniziato nel 2008 sia corrisposto un significativo calo nelle entrate totali.

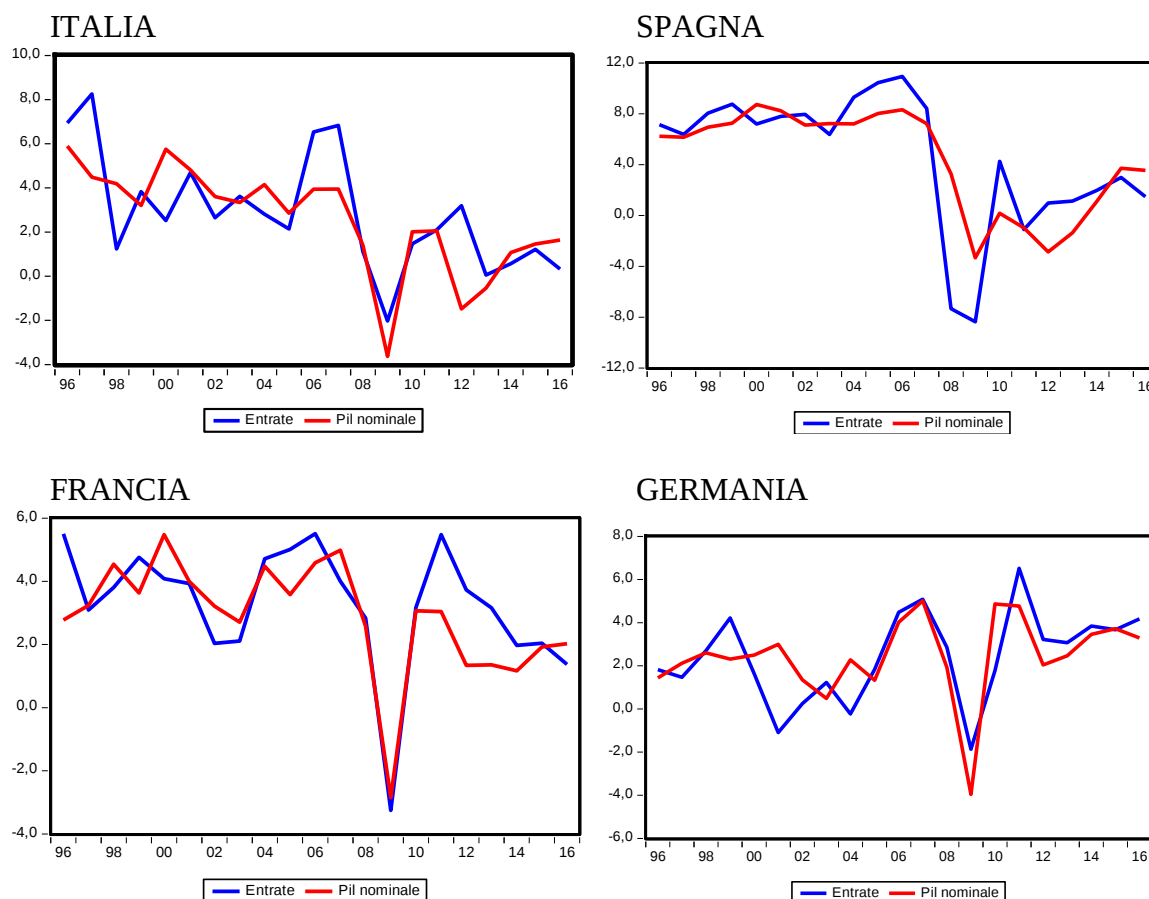
Grafico R3.1

Variazione percentuale annua delle entrate totali e del Pil nominale
(AREA DELL'EURO 1996-2016)



Lo stretto legame che si percepisce dalla semplice esplorazione dei grafici risulta confermato dall'analisi statistica la quale mostra come il coefficiente di correlazione sia stato pari a 0,8 in Spagna, 0,79 in Francia, e 0,68 in Italia e Germania. Nell'insieme dei 19 paesi accomunati dalla moneta unica tale coefficiente è risultato pari a 0,86. Giova osservare che la corrispondente correlazione tra l'andamento delle entrate e quello del Pil misurato in termini reali piuttosto che nominali, risulta, come è nelle attese, più ridotta di quella prima menzionata in tutti e quattro i paesi esaminati e nell'Area nel suo assieme: ciò conferma il fatto che le variazioni delle entrate del bilancio pubblico sono influenzate soprattutto da movimenti delle grandezze nominali e che quindi l'andamento dei saldi di finanza pubblica tende ad essere positivamente correlato alla dinamica inflazionistica di fondo (variazione del deflatore del Pil). Naturalmente, le elasticità delle entrate, se considerate sul singolo anno, possono risultare molto volatili e poco significative essendo influenzate da discontinuità che si producono a causa di fattori occasionali o, per esempio, di nuovi provvedimenti normativi (manovre di correzione) che generano un salto nella serie storica del relativo gettito. A riguardo, se si osserva il solo 2016 si registra che la reattività delle entrate totali al Pil nominale è stata molto bassa in Italia (0,2), 0,41 in Spagna, 0,68 in Francia ed invece ha superato l'unità in Germania (1,42). Per avere un'idea di larga massima della reattività alla crescita, pare dunque opportuno considerare valori di più lungo periodo.

Variazione percentuale annua delle entrate totali e del Pil nominale
(1996-2016)



Fonte: elaborazione Corte dei conti su dati Commissione europea (AMECO)

Nella tavola R3.1 essi vengono presentati anche per sotto-periodi specificamente individuati nell'oltre ventennale arco di tempo considerato e non soltanto per le entrate totali ma anche per il comparto delle entrate correnti complessive, per quello delle imposte dirette e indirette che delle correnti rappresentano assieme circa i due terzi, e infine, per i contributi sociali.

Per quanto riguarda le entrate totali, la tavola mostra che nei quattro paesi considerati l'elasticità di lungo periodo varia considerevolmente: è inferiore all'unità in Italia (0,7), è unitaria in Germania, è un po' sopra 1 in Francia e molto più alta, pari a 2, in Spagna. Le distanze relative tra Paesi vengono confermate se si guarda alle sole entrate correnti, con valori non sorprendentemente assai simili ai primi dal momento che le entrate correnti rappresentano, nella media dell'Area dell'euro, il 95 per cento delle entrate complessive. Il quadro cambia nettamente quando si va a considerare, nell'ambito delle entrate correnti, la disaggregazione tra imposte dirette e indirette. Le differenze si riscontrano sul fronte delle imposte dirette, dove la peculiarità della Spagna scompare, registrando ora, quel Paese, una elasticità simile a quella dell'Italia (0,5 e 0,7 rispettivamente).

TAVOLA R3.1

ENTRATE E CRESCITA ECONOMICA
(elasticità “apparente” rispetto al Pil nominale)

ENTRATE TOTALI

	ITALIA	SPAGNA	FRANCIA	GERMANIA	AREA EURO
1996-00	1	1,1	1,2	1,1	1,0
2001-05	0,8	1,1	1,0	0,7	0,9
2006-07	1,7	1,2	1,0	1,1	1,1
2008-16	0,3	3,1	1,5	1,1	1,9
1996-16	0,7	2	1,3	1	1,3

ENTRATE CORRENTI

	ITALIA	SPAGNA	FRANCIA	GERMANIA	AREA EURO
1996-00	1	1,1	1,2	1,1	1
2001-05	0,8	1,1	0,9	0,7	0,8
2006-07	1,7	1,3	1,1	1,1	1,7
2008-16	0,4	3	1,5	1,1	0,4
1996-16	0,8	1,9	1,2	1	0,8

IMPOSTE DIRETTE

	ITALIA	SPAGNA	FRANCIA	GERMANIA	AREA EURO
1996-00	1	1,1	3,3	1,4	1
2001-05	0,5	1,2	0,6	-0,3	0,5
2006-07	2,7	2,2	1,4	2,3	2,7
2008-16	0,2	-0,7	2,5	2	0,2
1996-16	0,7	0,5	2,1	1,3	0,7

IMPOSTE INDIRETTE

	ITALIA	SPAGNA	FRANCIA	GERMANIA	AREA EURO
1996-00	2,1	1,4	1	1,2	2,1
2001-05	0,9	1,2	1,0	1,1	0,9
2006-07	1,4	0,6	0,8	1,4	1,4
2008-16	0,6	13,1	1,4	0,7	0,6
1996-16	1,1	6,3	1,1	1	1,1

CONTRIBUTI SOCIALI

	ITALIA	SPAGNA	FRANCIA	GERMANIA	AREA EURO
1996-00	0,6	1,1	0,3	1,2	0,6
2001-05	1,3	1	1,1	0,9	1,3
2006-07	1,5	1	1,0	0,1	1,4
2008-16	0,8	0,4	1,2	0,9	0,8
1996-16	0,9	0,8	1	0,9	0,9

Fonte: elaborazione Corte dei conti su dati Commissione europea (AMECO)

Infine, accomuna i quattro paesi considerati, l'elasticità sostanzialmente unitaria dei contributi sociali al prodotto nominale: se i valori riscontrati nel lungo periodo venissero riportati all'oggi, in Italia, attualmente, ad un aumento di un punto di Pil (circa 17 miliardi) corrisponderebbe un aumento di un punto percentuale di contributi sociali complessivi (2,2 miliardi circa).

Per quanto riguarda la periodizzazione proposta basti qui evidenziare - oltre che gli effetti della grande recessione, particolarmente pronunciati in Italia, dove nel periodo 2008-16 si è registrata una elasticità media pari a 0,3 - la fase eccezionalmente positiva del biennio pre-crisi (2006-07), un periodo che vide un forte afflusso di risorse che, nelle valutazioni della Commissione europea, non fu adeguatamente utilizzato sul fronte del riequilibrio delle finanze pubbliche. Come si è osservato, le elasticità di lungo periodo non sembrano collocare il nostro Paese in una situazione ad elevata reattività delle entrate alla crescita economica; nell'auspicabile circostanza che questa fase di ripresa dovesse invece generare flussi cospicui di entrate di bilancio, sarebbe auspicabile che esse fossero destinate in parte a sostenere e rafforzare la ripresa in corso e, in parte non trascurabile, a consolidare i conti pubblici.

Riquadro 4 - La spesa per il personale

La Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza per il 2017 prende atto del dato di consuntivo 2016 relativo alla spesa per redditi da lavoro dipendente, rivisto in lieve diminuzione nel Comunicato Istat del 22 settembre 2017 (poco meno di 164 miliardi) e rivede le stime a legislazione vigente alla luce dell'evoluzione del quadro normativo e, in particolare, del nuovo piano di stabilizzazione di personale precario della scuola previsto nel decreto-legge n. 50 del 2017 (convertito con la legge n. 96 del 21 giugno 2017).

Per il 2017 l'incremento previsto (1,7 per cento) tiene conto delle risorse stanziata nella legge di bilancio per il predetto anno, pari complessivamente a 1,6 miliardi, da destinare a diverse finalità, fra cui le assunzioni in deroga, il riordino delle carriere delle forze armate e della polizia, l'incremento dell'organico dell'autonomia scolastica e il rinnovo dei contratti collettivi.

La lieve diminuzione ipotizzata per il 2018 (0,2 per cento) va ricondotta al venir meno a legislazione vigente del rifinanziamento delle missioni internazionali di pace¹⁵.

A partire dal 2019 la ripresa della spesa (0,2 per cento) è correlata all'ipotesi tecnica della corresponsione dell'indennità di vacanza contrattuale, a valere quale anticipazione del contenuto degli accordi collettivi, relativi al triennio 2019-2021, calcolata prudenzialmente secondo le regole contenute nell'intesa del 30 aprile 2009 sulla riforma degli assetti contrattuali nel settore pubblico.

Le migliorate previsioni sull'andamento del prodotto interno lordo determinano un ulteriore abbassamento del rapporto tra la spesa di personale e il Pil che scende al di sotto del 9 per cento nel 2020, raggiungendo il valore più basso dalla privatizzazione del pubblico impiego.

Le previsioni confermano l'efficacia delle misure di contenimento attivate a partire dal 2010 e più volte prorogate.

Lo scenario di medio lungo periodo, peraltro, è strettamente legato alle decisioni da assumere in materia di politica contrattuale e al perdurare di alcune criticità strutturali.

Le risorse a legislazione vigente per il riavvio dei contratti collettivi - 600 milioni per il 2017 e 900 milioni a decorrere dal 2018 (in aggiunta ai 300 milioni già stanziati nella Legge di Stabilità per il 2016), garantiscono al momento incrementi retributivi di gran lunga inferiori a quanto concordato nell'accordo del 30 novembre tra il Governo e le parti sociali che ipotizzava a regime un incremento non inferiore ad 85 euro lordi mensili *pro capite*, in linea con la dinamica retributiva del settore privato nel medesimo periodo.

Il Documento di economia e finanza di aprile 2017 sottolineava al riguardo, rinviando sul punto alle decisioni da assumere nella manovra per il 2018, che "l'individuazione degli interventi che il Governo riterrà opportuno attuare, sia nella dimensione che nei settori economico-sociali dovrà essere oggetto di una specifica valutazione, anche ai fini della verifica rispetto agli obiettivi programmatici della finanza pubblica".

Nella audizione sul citato documento la Corte rilevava come per garantire gli incrementi indicati nel citato accordo sarebbe stato necessario un ulteriore stanziamento di 1,6 miliardi con riferimento al personale pubblico a carico diretto del bilancio dello Stato.

Osservava, inoltre, l'esistenza di problemi legati alla sostenibilità degli oneri per il rinnovo dei contratti anche per i comparti non statali, considerando che non tutti gli enti avevano provveduto all'adeguamento dei fondi di riserva previsti per tale finalità e che, comunque, gli aumenti ipotizzati risultavano superiori all'andamento dell'inflazione nel periodo di riferimento, parametro alla base dei previsti accantonamenti.

Al di là degli aspetti economici, la Corte sottolinea come la ripresa dell'attività negoziale dovrebbe rappresentare l'occasione per completare il percorso verso un complessivo riequilibrio della struttura retributiva allo scopo di implementare le componenti accessorie volte a premiare la produttività ed il merito e ad introdurre un sistema di valutazione condiviso con le parti sociali

¹⁵ Tale diminuzione, peraltro, è in parte compensata dal previsto incremento dell'organico del personale docente della scuola, per una spesa aggiuntiva di 132 milioni stanziati dal citato decreto legge n. 50 del 2017.

e coerente con le indicazioni poste da ultimo con il decreto legislativo n. 74 del 25 maggio 2017. Il citato accordo del 30 novembre 2016, impegna le parti ad individuare sistemi di valutazione che garantiscano una adeguata valorizzazione delle professionalità e delle competenze tenendo conto dei diversi apporti individuali al raggiungimento degli obiettivi e della complessiva *performance* assegnata a ciascuna struttura organizzativa.

Il riavvio della contrattazione collettiva, peraltro, avrebbe dovuto procedere di pari passo con la redazione di un nuovo testo unico del pubblico impiego e la revisione della normativa sulla dirigenza in attuazione delle deleghe contenute nella legge n. 124 del 2015 (art. 11 e 17).

Si trattava di interventi non immediatamente produttivi di risparmi di spesa, ma necessari per migliorare l'efficienza, l'efficacia e la produttività delle amministrazioni pubbliche, più volte auspicati anche dalla Corte e volti a superare le criticità, da ultimo evidenziate nel *Country Report 2016* della Commissione europea. Il predetto obiettivo è stato solo in parte realizzato.

La revisione della normativa sul rapporto di lavoro dei pubblici dipendenti, contenuta nel d.lgs. n. 75 del 2017- abbandonata l'ambiziosa ipotesi di una complessiva riscrittura del d.lgs. n. 165 del 2001 -si è sostanziata in alcuni aggiustamenti a margine, riguardanti principalmente, il procedimento per l'irrogazione delle sanzioni disciplinari, il controllo sulle assenze, le modalità di assunzione (volte a privilegiare le conoscenze informatiche e la lingua inglese) e la disciplina del rapporto di lavoro a termine il superamento del precariato.

La riforma della dirigenza pubblica, oggetto di osservazioni da parte delle Commissioni parlamentari del Consiglio di Stato, della Conferenza Stato-Regioni, anche in relazione all'intervenuta scadenza dei termini per l'esercizio della delega, appare al momento di difficile attuazione nell'impostazione originaria prevista dall'art. 11 della citata legge n. 124 del 2015.

La Corte auspica una ripresa su nuove basi del percorso riformatore richiamando le considerazioni nella Relazione 2016 sul Costo del lavoro pubblico in merito alla necessità di coniugare la flessibilità e la rotazione negli incarichi con le necessarie garanzie di indipendenza per i dirigenti. Appare inoltre auspicabile una revisione degli assetti organizzativi al fine di limitare i posti di funzione dirigenziale alla titolarità degli uffici di maggiori dimensioni e complessità di funzionamento e rendere maggiormente omogenee e parametrize all'effettivo fabbisogno di attività le dimensioni e l'organizzazione degli uffici operanti sul territorio.