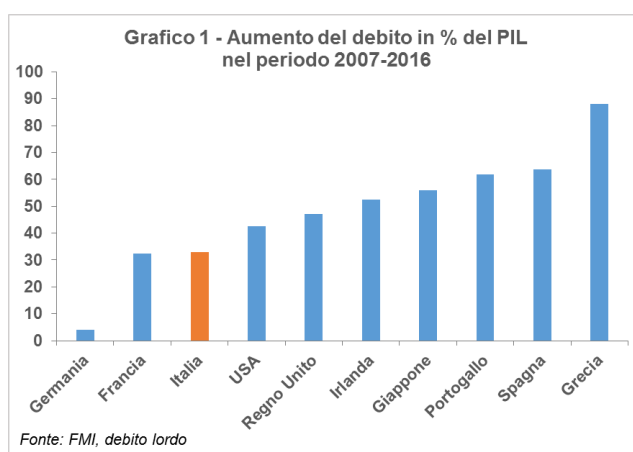


FOCUS SUL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

La sostenibile pesantezza del debito italiano

A cura di: **Flavio Rovida e Ilaria Spinelli**

L'Italia ha il più alto debito pubblico nominale di tutti i paesi dell'UE (2.250 miliardi di euro) ed in rapporto al PIL è seconda solo alla Grecia. Un debito pubblico così elevato, oltre ad avere avuto ricadute negative nel tempo per l'economia, limita i margini di manovra della politica fiscale e solleva ripetutamente preoccupazioni in merito alla sua sostenibilità: l'ultimo episodio è avvenuto proprio recentemente, durante la crisi del debito sovrano (2011-2013). Negli ultimi 15 anni il debito pubblico italiano è del resto salito significativamente, passando dal 102.6% del PIL nel 2002 al 132.8% nel 2016. Di questo aumento, il 3.6% è imputabile al sostegno agli altri paesi membri nell'ambito dei vari programmi di aiuto avviati durante la crisi dalle istituzioni europee (Grecia, ESM, EFSF). La restante parte è frutto della necessità di dovere servire un debito pregresso così alto, in concomitanza ad una dinamica recessiva del PIL, causata dalla crisi. Va peraltro sottolineato che la grande crisi finanziaria seguita al fallimento di Lehman nel 2008 ha determinato un aumento del debito pubblico in rapporto al PIL un po' in tutte le principali economie avanzate: come mostra il grafico 1, l'aumento nel caso dell'Italia non è stato in realtà particolarmente elevato. Il rapporto debito/PIL si è sostanzialmente stabilizzato al 132-133% tra il 2015 e il 2016, grazie alla fortissima restrizione fiscale degli anni 2011-2012 e all'azione di supporto della BCE (con la significativa riduzione dei tassi di interesse determinata dall'annuncio del programma OMT e dall'implementazione del QE).



Nel nostro scenario il programma di QE sarà gradualmente ridotto a partire dall'inizio del prossimo anno e portato a conclusione entro la fine del 2018. D'altro lato, le recenti riforme strutturali non hanno ancora, almeno finora, avuto effetti significativi sull'aumento della crescita potenziale italiana. Inoltre, lo scenario politico può far insorgere dubbi sulla capacità di mantenere un avanzo primario elevato.

E' naturale pertanto chiedersi se e in che misura il debito italiano sia sostenibile. L'analisi che segue mostra che l'Italia ha sostanzialmente stabilizzato il rapporto debito/PIL (in presenza dell'attuale valore di avanzo primario) e necessiterebbe di sforzi aggiuntivi rilevanti solo nel caso in cui la normalizzazione dei tassi di interesse, che dovrebbe derivare dall'uscita dal QE della BCE, non venisse accompagnata anche da un aumento della crescita del PIL. Comunque, l'efficiente gestione "tecnica" del debito pubblico da parte del Tesoro, che negli ultimi anni ha preferito aumentare la vita media residua del debito piuttosto che emettere di più a breve termine per approfittare dei tassi bassi, **riduce la vulnerabilità dell'Italia rispetto a futuri shock al rialzo sui tassi di interesse**. Infine, non va dimenticato che **l'Italia ha indicatori di sostenibilità del debito a lungo termine che sono tra i migliori rispetto agli altri principali partners europei**, grazie alle riforme introdotte negli ultimi vent'anni per fronteggiare l'aumento della spesa sanitaria e pensionistica causata dall'invecchiamento atteso della popolazione.

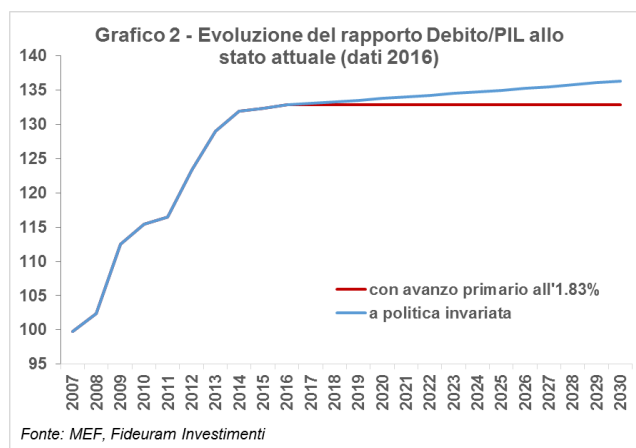
La situazione attuale

L'andamento del rapporto debito/PIL dipende essenzialmente da due fattori:

- 1) la differenza tra il tasso di interesse pagato sul debito e la crescita nominale del PIL: tanto più la crescita nominale è superiore al tasso di interesse pagato sul debito, quanto più il debito scende.
- 2) la capacità di risparmio delle amministrazioni pubbliche (l'avanzo primario, ovvero la differenza tra entrate e spese, esclusi gli oneri per interessi). Tanto più l'avanzo primario è elevato, quanto più il debito pubblico scende.

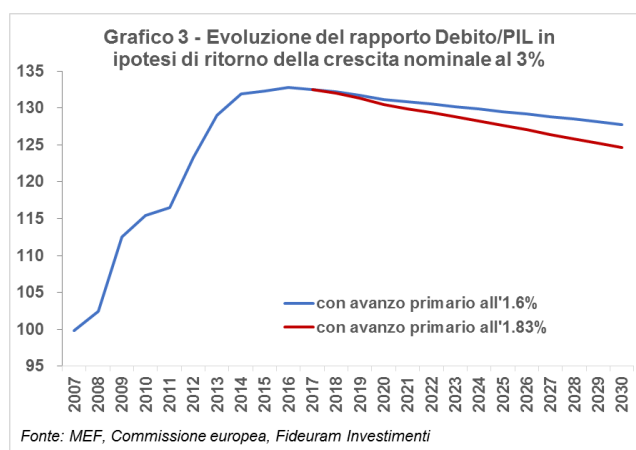
Le variabili rilevanti che determinano la dinamica del debito (su un orizzonte temporale definito) sono pertanto: la crescita nominale del PIL, il tasso d'interesse e l'avanzo primario.

Consideriamo in primo luogo come evolverebbe il rapporto debito/PIL nel prossimo decennio nell'ipotesi che crescita nominale, tasso d'interesse e avanzo primario restino costanti al livello registrato nel 2016. Nel 2016 l'avanzo primario è stato pari all'1.6% del PIL, livello su cui si è assestato dal 2014, dopo essere stato poco sopra il 2% nel 2012-13. La crescita nominale del PIL ha subito un forte deterioramento nel 2008-2009 (scendendo al -3.6% nel 2009, per effetto di una caduta straordinaria del -5.5% del PIL in termini reali) e negli ultimi tre anni è stata in media all'1.4%, salendo di poco all'1.7% nel 2016. Il tasso d'interesse implicito pagato sul debito è sceso anch'esso, dal 4.4% del 2012 all'attuale 3.1%, grazie alla riduzione dei tassi avviata dalla politica monetaria della BCE. Tenendo fisse queste tre variabili ai valori del 2016 fino al 2030, **il rapporto debito/PIL salirebbe lievemente (del 3.5%) in poco più di un decennio**, arrivando al 136.3% nel 2030 dall'attuale 132.8% (si veda il grafico 2). Questo risultato dipende dal fatto che l'avanzo primario di cui l'Italia ha bisogno per stabilizzare il rapporto deficit PIL al livello corrente (133%) è pari all'1.83%, solo marginalmente più elevato dell'1.6% realizzato nel 2016 (un aumento di +0.23%, poco meno di 4 miliardi di euro). Si tratta peraltro di uno sforzo strutturale che il governo sta già considerando (in risposta ad una richiesta della Commissione Europea). Possiamo pertanto affermare che, anche a politiche invariate, **il rapporto debito/PIL è senz'altro già su una traiettoria di stabilità**.



Alcune simulazioni al variare della crescita del PIL e dei tassi di interesse

Se si fanno ipotesi ragionevoli sull'evoluzione di crescita nominale, tassi d'interesse e avanzo primario nei prossimi anni, il rapporto debito/PIL potrebbe tornare anche a scendere e non solo a stabilizzarsi. Ad esempio, se ipotizziamo un aumento graduale del tasso d'interesse implicito sul debito che arrivi al 4% nel 2021 e poi si attesti a questo valore fino al 2030, una crescita nominale del PIL che altrettanto gradualmente salga al 3% entro il 2020 e poi si stabilizzi, nonché il mantenimento dell'avanzo primario al livello attuale (1.6% del PIL) su tutto l'orizzonte, **il rapporto debito PIL scenderebbe al 127.8% nel 2030. Questo scenario è del resto in linea con quanto la stessa Commissione Europea stima per l'Italia nell'ambito della valutazione di medio termine del rispetto del Patto di Stabilità e Crescita (grafico 3).** Se l'Italia effettuasse la correzione richiesta dalla Commissione e portasse l'avanzo primario all'1.83%, il rapporto debito/PIL scenderebbe ancora più rapidamente fino ad arrivare al 124.3% nel 2030.



Pertanto, una crescita nominale del PIL del 2% è per ora adeguata a stabilizzare il rapporto debito/PIL, in presenza di tassi strutturalmente bassi. Se si vuole anche ridurre il rapporto stabilmente nel tempo, è necessario che l'Italia torni a crescere in termini nominali almeno al 3%. **L'Italia ha però difficoltà a crescere, come noto, per una lunga serie di motivazioni strutturali** che nel tempo hanno portato ad una

produttività dei fattori molto bassa. La crescita del PIL reale negli ultimi tre anni in media è stata pari allo 0.6%, mentre il deflatore è cresciuto solo dello 0.8%. Potrebbe pertanto essere il caso che nel prossimo decennio la crescita nominale del PIL si stabilizzi tra l'1% e il 2%, invece del 3% che abbiamo considerato nell'ipotesi precedente. Possiamo pertanto chiederci, in corrispondenza a diversi livelli dei tassi di interesse, quale avanzo primario l'Italia dovrebbe conseguire per stabilizzare il rapporto debito/PIL sui livelli attuali del 133%. Nella tabella sottostante riportiamo il risultato della simulazione, ottenuta incrociando diverse ipotesi di tasso implicito pagato sul debito e crescita nominale.

Tabella 1- Avanzo primario che stabilizza il rapporto debito/PIL al valore attuale di 133%

		crescita nominale a:			
		0.0	1.0	2.0	3.0
tassi di interesse a:	2.0	2.7	1.3	0.0	-1.3
	3.0	4.0	2.6	1.3	0.0
	4.0	5.3	4.0	2.6	1.3
	5.0	6.6	5.3	3.9	2.6

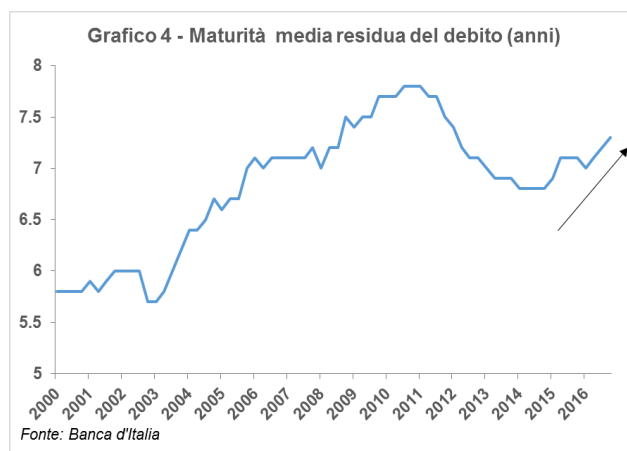
Fonte: Fideuram Investimenti

L'avanzo primario in presenza di crescita strutturalmente bassa (1%) dovrebbe essere innalzato ancora di un punto percentuale (al 2.6%). Va però considerato che l'avanzo primario dell'Italia "aggiustato per il ciclo" (calcolato dalla Commissione Europea) è già oggi pari al 2.6%. L'avanzo primario "aggiustato per il ciclo" si calcola per tenere conto del fatto che lo sforzo fiscale di un'economia è diverso se si sta crescendo sopra o sotto il potenziale. **Quando si cresce sotto il potenziale (come nel caso dell'Italia da diversi anni) lo sforzo restrittivo in termini di PIL nel conseguire un avanzo primario è ancora più alto:** ad esempio, nel 2013 l'avanzo primario del 2.1% conseguito dall'Italia ha corrisposto ad uno sforzo del 4.4% se aggiustato per il ciclo. L'avanzo primario del 2016 all'1.6% corrisponde ad un avanzo primario "aggiustato per il ciclo" del 2.6%. Tutto questo per sottolineare che, in termini di aggiustamento ciclico, l'Italia sta già sostenendo il peso di un avanzo primario elevato. La tabella mostra poi che nel caso in cui l'Italia riuscisse ad accompagnare una risalita dei tassi nominali (che avverrà nei prossimi anni in seguito alla normalizzazione della politica monetaria della BCE) con un aumento anche della propria crescita nominale, la stabilizzazione del rapporto debito/PIL (e, in realtà, la sua graduale riduzione) appare un obiettivo non difficile da raggiungere. Ad esempio, con un tasso d'interesse sul debito al 5% ed una crescita nominale del PIL almeno pari al 3%, lo sforzo richiesto in termini di avanzo primario rimane compatibile sempre con il conseguimento di un avanzo primario del 2.6%.

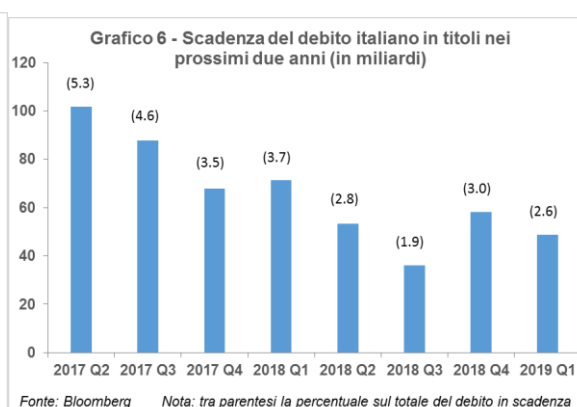
Le implicazioni della fine del QE

Il nostro scenario contempla che la BCE annunci il *tapering* del proprio programma di QE nella parte finale di quest'anno e riduca poi gradualmente i propri acquisti, fino ad azzerarli, nel corso del 2018. E' probabile che il processo di uscita dal QE e di normalizzazione della politica monetaria della BCE si associ ad un rialzo dei rendimenti obbligazionari. Per analizzare l'impatto del rialzo dei rendimenti sulla sostenibilità del debito è fondamentale ricordare che il tasso d'interesse nominale che determina la dinamica del debito è quello relativo al costo medio effettivo del debito (in altri termini, il rapporto tra la spesa per interessi e il debito totale per dato periodo) e non il tasso corrente di mercato. E' quindi evidente che la struttura per scadenza del debito gioca un ruolo importante in questa analisi. **L'Italia è ben protetta nel breve periodo da uno shock al rialzo dei tassi di interesse, poiché un aumento dell'intera curva dei rendimenti impiegherebbe molto tempo per trasmettersi sul tasso implicito pagato sul debito.** Questo avviene in ragione della struttura per scadenza del debito (dove, peraltro, l'80% del debito è rappresentato da titoli a

tasso fisso, solo il 20% variabile), che si riflette nell'elevata vita media residua del debito italiano, che negli ultimi due anni è salita ulteriormente grazie alla politica di gestione del debito pubblico decisa dal Tesoro (a dicembre 2016 i dati Banca d'Italia la calcolano a 7.3 anni, si veda il grafico 4).



Il tasso implicito sul debito presenta, infatti, ancora una tendenza al ribasso, poiché il tasso sul debito a medio-lungo termine in emissione è ancora sensibilmente inferiore al tasso implicito sul debito. Se si utilizzasse, ad esempio, la media dei rendimenti a breve e a lungo del 2016 e la percentuale del debito in titoli in scadenza nel 2017, si otterrebbe che quest'anno il tasso implicito sul debito dovrebbe scendere ulteriormente (e, significativamente, del -0.4% circa).



Come noto, **i rendimenti sul debito italiano sono tornati ad aumentare negli ultimi mesi, ma, data la struttura per scadenza del debito**, mostrata nel grafico 5 (mentre il grafico 6 si concentra sul calendario delle scadenze nei prossimi due anni), **il rialzo dei tassi richiesto per determinare un aumento del costo medio del debito è piuttosto elevato**. Ad esempio, nel caso di uno spostamento parallelo della curva, l'aumento dei rendimenti dal livello medio del 2016 dovrebbe essere di quasi 220 pb. Nel caso di aumento del solo tasso a lunga (dato che i tassi a breve sono ancorati per il momento dalle condizioni di ampia liquidità in eccesso), l'incremento richiesto sarebbe ovviamente ancora più elevato (di circa l'1%). Inoltre, sulla base della relazione che governa l'andamento del tasso implicito sul debito e della struttura del debito italiano, si può calcolare che anche uno shock al rialzo sulla curva italiana di 350 pb dal livello medio del 2016 richiederebbe circa 6 anni per riportare il costo medio del debito al 4% dall'attuale 3.1%.

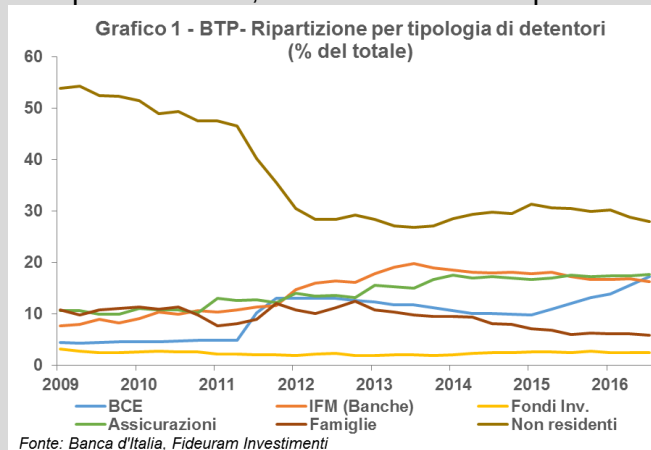
In altri termini, **anche in presenza di uno shock significativo sui tassi, l'impatto sulla dinamica del debito sarebbe decisamente moderato dalla struttura per scadenza e dal punto di partenza del costo sul debito esistente.**

Conclusioni

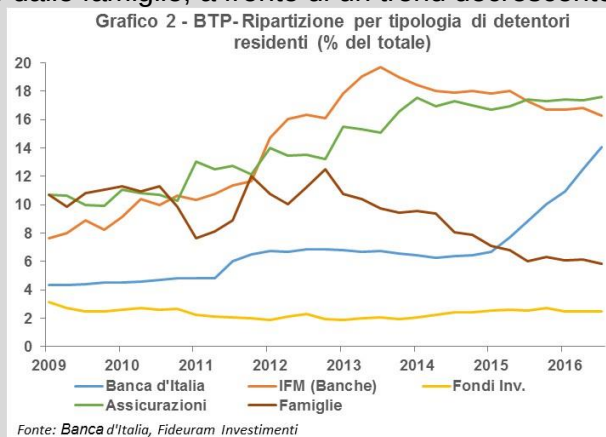
I punti di forza dell'Italia sono rappresentati dall'elevato avanzo primario, che è stato mantenuto nel corso del tempo, **e dall'efficiente gestione "tecnica" del debito pubblico da parte del Tesoro**, che negli ultimi anni ha aumentato la vita media residua del debito per ridurre la vulnerabilità dell'Italia a shock futuri al rialzo sui tassi di interesse. Gli sforzi fatti negli ultimi anni, dopo la crisi del debito sovrano sono stati cruciali per stabilizzare le condizioni delle finanze pubbliche. Il rapporto debito/PIL potrebbe anche scendere nel tempo, con uno sforzo ulteriore in termini di avanzo primario (che, alla luce di quanto fatto in passato, appare conseguibile), ma soprattutto con il ritorno della crescita nominale del PIL almeno al 3%, dai livelli attuali (1.5%) che sono molto bassi in prospettiva storica. **L'Italia può quindi sopportare un innalzamento dei tassi di interesse su livelli più "normali"** (che riportino il costo del debito al 4% dall'attuale 3%), **sempre nell'ipotesi che la crescita nominale si normalizzi, tornando verso il 3%**. Ovviamente, l'elevato debito accumulato in passato non consente flessibilità alla politica fiscale: il mantenimento di un avanzo primario positivo è fondamentale per la stabilità del debito nel medio/lungo termine.

I detentori dei BTP dalla crisi del debito al QE

Nel corso degli ultimi anni si sono verificati cambiamenti significativi nella distribuzione dei detentori del debito pubblico italiano. Per quanto riguarda in particolare il mercato dei BTP, queste dinamiche sono evidenziate nel grafico 1, basato sui dati pubblicati da Banca d'Italia nei Conti Finanziari. Si noti che nel grafico la quota detenuta dalla BCE include tutti gli acquisti di titoli effettuati prima nell'ambito del Securities Market Programme (SMP) nel 2011-12 e poi, dal marzo 2015, all'interno del programma di QE, indipendentemente dal fatto che gli acquisti siano stati eseguiti da Banca d'Italia o da altre banche centrali dell'Eurosistema. D'altro lato, dalla quota dei non residenti sono invece escluse le gestioni patrimoniali e i fondi comuni amministrati da operatori esteri, ma riconducibili a risparmiatori italiani

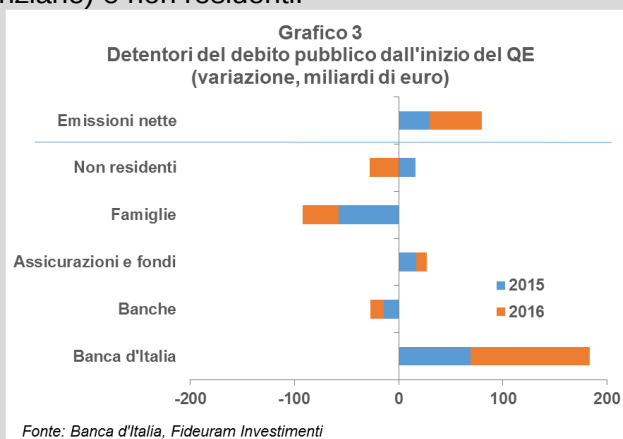


Il grafico evidenzia, non sorprendentemente, che un primo impatto rilevante si è verificato con la crisi del debito sovrano, che ha determinato, in particolare **fra la metà del 2011 e la metà del 2012, una riduzione notevole della quota detenuta dai non residenti. Questo calo è stato ovviamente “assorbito” da un aumento della quota detenuta dagli operatori domestici** (si veda il grafico 2 che considera solo gli operatori residenti), **in particolare banche e assicurazioni**, che hanno visto la propria quota aumentare dal 10.7% al 18%, nel caso delle banche, e dal 12.5% al 15.5%, per le assicurazioni, tra metà 2011 e inizio 2013. In questa fase è invece poco variata, nel complesso, la quota detenuta direttamente dalle famiglie, a fronte di un trend decrescente in corso da diversi anni.



Un secondo impatto significativo sulla distribuzione delle quote si è poi registrato con l'avvio del QE della BCE. A partire da marzo 2015, nell'ambito del Public Sector Purchase Programme (PSPP) l'Eurosistema ha acquistato 235 miliardi di euro di titoli italiani (il dato si riferisce al mese di marzo, il più recente disponibile). E' importante ricordare che sulla base delle regole del PSPP, e a differenza del SMP, **la parte preponderante degli acquisti dei titoli italiani è stata operata direttamente dalla Banca d'Italia**, determinando di conseguenza, il notevole aumento della quota detenuta da quest'ultima nel corso degli ultimi trimestri. All'aumento della quota della banca centrale è corrisposta una riduzione delle quote delle famiglie e delle banche (si veda il grafico 2), nonché dei detentori esteri.

Per avere un'idea più precisa dei flussi che hanno caratterizzato il mercato dei titoli di stato dall'inizio del QE è preferibile utilizzare i dati, sempre di fonte Banca d'Italia, pubblicati nel Supplemento di Finanza Pubblica, disponibili con frequenza mensile e riferiti al valore nominale dei titoli, anche se caratterizzati da un minore dettaglio settoriale. In questo caso, infatti, i detentori sono raggruppati nei seguenti cinque macro-settori: Banca d'Italia, altre istituzioni finanziarie e monetarie (banche e fondi monetari), altre istituzioni finanziarie residenti (include assicurazioni e fondi d'investimento), altri residenti (include famiglie e imprese non-finanziarie) e non residenti.



Il grafico 3 mostra le emissioni nette dello stato e l'andamento delle variazioni degli stocks di titoli detenuti per i macro-settori sopra citati nel periodo 2015-2016, ovvero dall'avvio del QE. Il grafico evidenzia che in questo periodo, a fronte di emissioni nette dello stato di circa 80 miliardi, **l'ammontare di titoli detenuto da Banca d'Italia è aumentato**, in conseguenza del programma di QE, di oltre 170 miliardi. **A "fare spazio" agli acquisti della BCE sono state in misura prevalente le famiglie, le cui consistenze sul biennio sono diminuite di oltre 90 miliardi.** E' diminuito anche l'ammontare di titoli detenuto dalle banche, per oltre 25 miliardi, mentre un flusso della stessa entità, ma di segno opposto, si è registrato per le assicurazioni e i fondi d'investimento. Sostanzialmente neutrale invece il contributo dell'estero (con un aumento nel 2015 e un calo nel 2016).

Elaborazione Fideuram Investimenti.

Per ogni richiesta di informazioni si prega di contattare il team **Comunicazione e Supporto Commerciale**

e-mail: FIComunicazione@fideuramsgr.it