



ASTRID

Le proposte per la riduzione dello stock del debito pubblico: pregi e difetti.

(versione provvisoria – 1° agosto 2012)

Indice

Executive Summary	2
1. Perché bisogna ridurre il debito pubblico?	7
Evoluzione del debito pubblico nel periodo 1992-2011	8
Le operazioni straordinarie dal 1994 al 2007	10
2. Le ultime previsioni del FMI e i dubbi sulla sostenibilità del debito	11
3. Panorama delle possibili soluzioni a confronto (vantaggi/svantaggi)	13
Proposte di abbattimento del Debito.....	13
4. La nostra proposta: un pacchetto di misure straordinarie incisive ma realistiche per la riduzione dello stock del debito delle pubbliche amministrazioni	18
Un <i>mix</i> di interventi per ridurre il debito pubblico nel periodo 2012-2017.....	21
Allungamento e riduzione del costo del debito	28
Gli effetti attesi in termini di riduzione del rapporto debito/PIL	34
5. Conclusioni e prossimi passi	36

Hanno partecipato alla elaborazione collegiale di questo paper:

Giuliano Amato, Franco Bassanini, Giuseppe Bivona, Davide Ciferri, Paolo Guerrieri, Giorgio Macciotta, Rainer Masera, Marcello Messori, Stefano Micossi, Giuseppe Pennisi, Edoardo Reviglio, Maria Teresa Salvemini.

Executive Summary

- ❖ Obiettivo di questo studio è di presentare un *mix* d'interventi in grado di portare il rapporto debito pubblico/Pil verso una "soglia di sicurezza" del 107 per cento entro il 2017 e di farlo ulteriormente scendere verso 100 per cento negli anni successivi.
- ❖ Nelle recenti stime del Fondo monetario internazionale (luglio 2012), emerge un quadro di previsione, per il periodo 2012-2017, che impone di migliorare ulteriormente i saldi di finanza pubblica di 1-2 per cento di Pil all'anno rispetto alle ultime previsioni del Governo. Se così non si facesse, il Fondo osserva, il rapporto debito pubblico/Pil salirebbe in zona "pericolosa". Per rimanere in zona "di sicurezza", il Fondo propone di intervenire attraverso riforme strutturali e un avanzo primario molto sostenuto per i prossimi anni. Viste le difficoltà politiche di realizzare le proposte del Fondo (e fermo restando la necessità di proseguire senza rallentamenti con le riforme strutturali e con un percorso di ambiziosi avanzi primari) il Piano che proponiamo in questo documento, fatto di un *mix* di operazioni straordinarie per 1-3 punti percentuali all'anno, rende il raggiungimento degli obiettivi del Fondo un po' meno arduo e comunque ci permette di mettere in sicurezza il nostro debito.
- ❖ La prima parte contiene un'analisi dell'evoluzione del debito pubblico dal 1992 ad oggi. Nel biennio 1992-94 il rapporto debito pubblico/Pil è cresciuto di 18 punti percentuali in seguito alla crisi dello SME; dal 1995 al 2007 tale rapporto è sceso - in media - di 1,4 punti percentuali all'anno, raggiungendo un minimo (relativo) del 103,1% nel 2007. Durante la crisi finanziaria e 'reale' e la successiva crisi europea dei debiti sovrani si è avuta, però, un'inversione di tendenza. Nel periodo 2007-2010, il rapporto debito pubblico/Pil è cresciuto di 17 punti percentuali a causa - soprattutto - della recessione e dell'aumento nei tassi di interessi.
- ❖ La riduzione del rapporto debito pubblico/Pil nel periodo 1995-2007 è stata favorita da consistenti avanzi primari (in media 3,3% all'anno) e dalla caduta negli oneri medi sul debito pubblico (circa il 6,7% del Pil all'anno) imputabile ai bassi tassi di interesse, e al contenimento dell'indebitamento. In ogni caso, essa non sarebbe stata possibile se non fossero state attuate operazioni straordinarie

nell'ordine dell'1,6 per cento del Pil all'anno; la spesa primaria è, infatti, passata dal 41% del PIL nel 1995 al 43% nel 2007. Per giunta, la tendenza alla riduzione è stata condizionata dalla modesta dinamica di crescita del Pil.

- ❖ Una parte consistente delle operazioni realizzate nel periodo 1992-2007 ha riguardato attivi patrimoniali, fra i quali: privatizzazioni di partecipazioni e di imprese (140 miliardi di euro), cartolarizzazioni di crediti (26 miliardi di euro), alienazioni di immobili (20 miliardi), la vendita di licenze UMTS (13,8 miliardi). Le operazioni non patrimoniali hanno, invece, riguardato fra l'altro: condoni fiscali (32,3 miliardi di euro), imposizione di fondi di quiescenza (3 miliardi), l'eurotassa (10 miliardi), lo scudo fiscale (1,5 miliardi), il condono edilizio (1,6 miliardi), e il concordato fiscale (7,6 miliardi).
- ❖ Senza tali operazioni non saremmo riusciti a rispettare i vincoli imposti ai Paesi che hanno partecipato al varo dell'euro; e il nostro debito pubblico sarebbe oggi più alto di circa il 15 per cento. È probabile che, nei prossimi anni, si dovrà fare ricorso a nuove operazioni straordinarie. In particolare, si tratterà di accoppiare un elevato avanzo primario, ma ottenuto – questa volta – grazie a una severa *spending review* capace di tagliare le spese correnti non necessarie, con operazioni straordinarie di riduzione del debito dell'ordine di 1-2 punti di Pil all'anno.
- ❖ Nel calcolo del nostro debito pubblico e della sua dinamica, sarà necessario comprendere anche il debito commerciale delle pubbliche amministrazioni verso il settore privato, sia per ottemperare a elementari esigenze di trasparenza che per garantirsi una corretta gestione dei futuri equilibri di bilancio

* * *

- ❖ La portata del problema del nostro debito pubblico ha spinto vari economisti e altri esperti a formulare un ampio spettro di proposte, che si sono incentrate su una o su poche operazioni straordinarie.
- ❖ Le proposte avanzate (o avanzabili) in materia vanno valutate in base ad almeno tre parametri: il loro possibile impatto in termini di crescita del PIL, il rischio di essere oggetto di una riclassificazione contabile da parte di Eurostat, le loro effettive difficoltà di attuazione. Misure con effetto recessivo sarebbero controproducenti perché inciderebbero negativamente sul rapporto debito/PIL dal lato del denominatore. Misure ad alto rischio di riclassificazione sarebbero prive

di effetto sotto il profilo contabile e negative sotto il profilo della reputazione internazionale del Paese. Misure di difficile implementazione genererebbero illusioni pericolose e distoglierebbero dalla ricerca di altri strumenti di riduzione del debito.

- ❖ Un'imposta patrimoniale straordinaria, sia nella versione tradizionale sia in quella edulcorata (ossia incentrata su cessioni forzose di *asset* o su prestiti forzosi) produrrebbe un ulteriore aumento della pressione fiscale con prevedibile effetti recessivi. Essa sottrarrebbe, infatti, risorse ai consumi e agli investimenti, rendendo più difficile riprendere la strada della crescita. Il ricorso a un'imposta patrimoniale appare comunque sconsigliabile prima che sia stato ceduto tutto il cedibile del patrimonio pubblico; in ogni caso, l'introduzione di una simile forma di prelievo dovrebbe consentire (a pressione fiscale costante) una corrispondente riduzione del prelievo sui redditi dei cittadini e delle imprese, contribuendo a un recupero di competitività; dunque non andrebbe considerata tra le misure di riduzione dello stock del debito pubblico.
- ❖ La strada delle cessioni/privatizzazioni di *asset* del patrimonio pubblico eviterebbe ovviamente gli effetti negativi sulla crescita, sebbene le modalità di realizzazione (con relativi rischi e benefici) possano essere molto diverse tra loro.
- ❖ Su questo fronte va chiarito - fin dall'inizio - che i beni del patrimonio pubblico, vendibili o utilizzabili come collaterale in tempi rapidi, non superano i 50 miliardi di euro. Se invece di avviare un processo pluriennale ad "alta intensità politica" – affidandone la gestione ad una vera e propria "missione di struttura" alla francese, diventa possibile ottenere fino a 250 miliardi di euro così da portare il rapporto debito/PIL sotto la soglia del 100 per cento entro il 2020.
- ❖ Nella seconda parte presentiamo una serie di proposte per realizzare tale obiettivo. E' importante sottolineare che, a nostro avviso, il risultato non potrà essere ottenuto mediante uno o pochi interventi. Si tratta, invece, di porre in campo un insieme coordinato e graduale di interventi.
- ❖ A quest'ultimo proposito, il riferimento è ad almeno quattro tipi d'interventi: (1) la valorizzazione e privatizzazioni di *asset* del patrimonio (in linea con le indicazioni recentemente annunciate dal Ministro dell'Economia e delle Finanze); (2) i proventi fiscali (*una tantum* e a regime) ottenibili con la tassazione dei

capitali detenuti in Svizzera, a seguito di un Accordo tra le autorità italiane ed elvetiche; (3) l'introduzione - per via normativa - di obiettivi di copertura degli impegni a lungo termine delle Casse di previdenza, beneficiarie di garanzie pubbliche, che si traducano nel vincolo ad acquistare e tenere in portafoglio titoli di stato a lunga scadenza indicizzati all'inflazione; (4) un programma di incentivi, e disincentivi fiscali che abbia il duplice effetto di allungare le scadenze del debito e di schiacciare la curva temporale dei relativi rendimenti, così da avere un debito più stabile e un minore costo del suo servizio.

- ❖ È importante che gli interventi (1) – (4) siano realizzati “in aggiunta e non in sostituzione” delle misure di consolidamento del bilancio pubblico, imperniate sulla realizzazione di un avanzo primario. Solo la combinazione fra avanzi primari e un insieme di operazioni straordinarie renderà possibile porre sotto controllo la spesa pubblica e – al contempo - ricollocare l'economia italiana su un sentiero di crescita.
- ❖ In questo modo sarebbe anche possibile rendere compatibile la riduzione del debito a livelli di sicurezza con uno Stato sociale più “leggero” ma – al contempo – più forte perché più efficiente e performante; il che confermerebbe l'adagio secondo cui “un riformista è uno che tosa la pecora, un riformista forte è uno che tosando la pecora la ingrassa”. A tale fine, è però indispensabile che gli interventi qui proposti siano accompagnati da misure strutturali di sostegno alla crescita, da operazioni di riqualificazione della spesa pubblica intese a rilanciare gli investimenti pubblici in ricerca e infrastrutture, da incentivi agli investimenti privati in innovazione e infrastrutture, in modo da agire anche dal lato del denominatore (crescita del PIL).
- ❖ E' inoltre importante che la riforma del patrimonio pubblico sia realizzata non solo con il fine di “fare cassa” per ridurre il debito pubblico. Si tratta infatti di un'occasione storica per riordinare i beni pubblici, diminuirne i costi ed aumentarne i rendimenti e per avviare iniziative a favore di una migliore gestione del territorio e delle nostre città. Fra l'altro, ciò produrrebbe un effetto di volano a favore della crescita economica con la messa in atto di iniziative per la valorizzazione dei beni.

- ❖ È necessario che il progetto perseguito sia ben definito e “blindato” e che sia il risultato di una scelta politica non solo di questo governo ma del Paese intero, in modo che la sua realizzazione possa proseguire secondo i piani, anche aldilà dei cambi di governo. Ciò essenzialmente per due ragioni. La prima è che i vari enti proprietari dei beni hanno, in generale, scarso interesse a dismetterli. Talvolta i beni stessi sono la ragione della esistenza di tali enti di gestione che, in molti casi, sono vere e proprie “riserve indiane”. Le forze, che non vogliono che un processo del tipo di quello sopra descritto venga avviato, sono già al lavoro con la tecnica tipica di una certa burocrazia: quella del rinvio o delle soluzioni complesse. Il ricorso a soluzioni complesse (e all’allungamento dei tempi) diventa la trappola grazie alla quale le cose non si fanno. La seconda ragione è che, senza il lavoro preliminare di pianificazione e di attuazione da parte di una “*task force*” dotata di “poteri straordinari”, il processo non sarebbe in grado di raggiungere gli obiettivi posti. I “mercati” coglierebbero subito questo elemento di debolezza e, ritenendolo dirimente per la credibilità del progetto, creerebbero ulteriori ostacoli alla sua realizzazione. Come spesso è accaduto nei passati vent’anni, si darebbe vita all’ennesimo annuncio privo di capacità di realizzare gli obiettivi dichiarati.
- ❖ Quanto appena detto rende essenziale una procedura preliminare di confronto istituzionale e sociale sugli obiettivi del progetto.
- ❖ Nell’epoca della crisi dei debiti fiscali, il debito pubblico italiano rappresenta un problema non solo per l’economia italiana ma per la stabilità e la stessa esistenza dell’Unione economica e monetaria europea e per l’economia mondiale. Un ben definito e credibile programma di medio periodo per la riduzione del debito pubblico è fondamentale per riportare la nostra economia in un sentiero di crescita e sviluppo.

1. Perché bisogna ridurre il debito pubblico?

Il sistema-paese Italia è assimilabile ad un'azienda in crisi gravata da un debito insostenibile che per essere risanata necessita di tre interventi urgenti: 1) riposizionamento strategico per riguadagnare competitività sui mercati (=riforme strutturali); 2) riduzione dei costi di gestione e maggiore efficienza della spesa (= *spending review*); 3) abbattimento dello stock di debito (=cessioni e privatizzazioni).

Sebbene l'agenda del Governo Monti si sia concentrata (almeno fino ad oggi) quasi esclusivamente sui primi due punti, la necessità di intervenire in modo incisivo sul fronte del debito è una consapevolezza ormai largamente condivisa in modo bipartisan. Le ragioni sono evidenti:

- 1) il costo del debito non è compatibile con la capacità del Paese di generare crescita e benessere, tenuto conto che ormai gli oneri finanziari hanno superato il 5% del PIL;
- 2) non è pensabile affidare la riduzione del debito al solo avanzo primario – che, almeno fino a oggi, è stato insufficiente persino a pagare gli interessi - per tre ragioni: a) così facendo si sottraggono in modo programmatico per i prossimi venti anni risorse al welfare ed agli investimenti; b) c'è il rischio concreto che gli obiettivi, connessi al perseguimento di un consistente avanzo primario, non possano essere realizzati per effetto di una recessione più severa e prolungata di quanto oggi preveda il Governo; c) l'urgenza della situazione non ci offre un orizzonte temporale di venti anni su cui intervenire;
- 3) è impossibile stabilizzare i conti pubblici in presenza di un costo di finanziamento che (specie al ribasso) è ormai diventato, in larga parte, una variabile esogena rispetto alle policy nazionali, ossia che è funzione di aspettative su fattori esterni alla nostra capacità di controllo (es. le decisioni del Consiglio Europeo, il parere della Corte Costituzionale tedesca su ESF/ESM, le valutazioni delle agenzie di rating);
- 4) occorre abbattere il debito pubblico non solo per ridurre il costo, a cui lo Stato si finanzia, ma anche perché il costo del debito pubblico rappresenta il *floor* del costo della raccolta per le banche italiane; e, a sua volta, quest'ultimo costo è il *floor* del costo del finanziamento bancario alle nostre imprese. Se lo Stato si finanzia al 6.0%, le banche al 7.0% e le imprese al 9.0%, l'intero sistema-paese ha uno svantaggio competitivo insostenibile rispetto ai concorrenti europei.
- 5) è bene “battere un colpo” nella strategia di riduzione del debito non solo e non tanto per gli effetti immediati conseguibili, ma anche e soprattutto per dare maggiore forza e

concretezza a quegli interventi già avviati per il tramite delle riforme strutturali e della *spending review* che richiederanno tempo prima di entrare a regime e di dimostrare la loro efficacia. Il *momentum* delle riforme aumenterebbe dando speranza di risultati più rapidi attraverso la riduzione del peso del debito pubblico.

In questo studio ci proponiamo di fare una breve rassegna critica di alcune delle principali proposte di operazioni straordinarie di abbattimento del debito pubblico, che sono state avanzate nel periodo più recente. Sulla base dei riscontri così ottenuti, proporremo un progetto di interventi integrati per ridurre il debito pubblico di circa 150-200 miliardi di euro in poco più di un quinquennio.

Evoluzione del debito pubblico nel periodo 1992-2011

Negli ultimi venti anni, il rapporto debito pubblico/Pil ha seguito una dinamica che può essere suddivisa in tre fasi. Le Figure 1 e 2 mostrano tale dinamica e, in particolare, la scomposizione delle principali determinanti della crescita del debito: avanzo primario, effetto *snow-ball* (effetto congiunto dei tassi di interesse e crescita nominale del PIL)¹ e componente residuale (*stock-flow adjustment*)².

La prima fase 1992-94 è caratterizzata dagli effetti negativi della crisi dello SME che, in un biennio, hanno fatto aumentare il rapporto debito PIL di circa 17 punti percentuali (dal 104,7% del 1992 al 121,2% del 1994)³. Questa dinamica è da attribuire in gran parte all'aumento della spesa per interessi (in media il 12% del PIL all'anno nel biennio 92-94)⁴ e al rallentamento dell'attività economica.

¹ Tale componente è un indicatore del divario tra onere medio del debito e tasso di crescita nominale dell'economia e misura, con riferimento alla variazione del rapporto debito/PIL, gli effetti negativi del pagamento degli interessi sul debito pregresso e gli effetti positivi della crescita dell'economia. Cfr. E. Reviglio (2007), "L'evoluzione del debito pubblico nel periodo 2001-2006 ed il ruolo della componente residuale", in *Economia Pubblica*, 26, 3-4.

² In tale componente (*SFA, stock-flow adjustment*) rientrano tutte le operazioni che lasciano invariato l'indebitamento, ma che aumentano o diminuiscono lo *stock* di debito pubblico ed è determinata dalla variazione (*residuo*) del rapporto debito/PIL non spiegata dalle altre due componenti esplicite (avanzo primario ed effetto *snow-ball*). Nella componente residuale sono incluse: differenza nelle poste contabilizzate tra cassa e competenza, l'accumulazione/de-cumulazione netta di *asset* finanziari (nella quale rientrano anche i proventi da privatizzazioni, cartolarizzazione, acquisto partecipazioni, aumento di capitali di società partecipate), la variazione del valore del debito denominato in valuta estera e aggiustamenti statistici.

³ In realtà, la crisi dello SME ha prodotto i suoi effetti negativi già nel 1992, con la svalutazione della lira a settembre e il forte rallentamento dell'attività economica. Tra il 1991 e il 1992, il rapporto debito/PIL è infatti aumentato di circa 7 punti percentuali. Complessivamente, quindi, tra il 1991 e il 1994 tale rapporto è aumentato di circa 24 punti percentuali.

⁴ Per un riferimento quantitativo, in termini nominali la spesa per interessi nel biennio 1992-94 è stata pari a circa 330 miliardi di euro (il 24% della spesa corrente del periodo). Come dato di confronto, c'è da notare che nel periodo che va dal 1997-2005 il totale delle operazioni di riduzione del debito (operazioni straordinarie non ripetibili, privatizzazioni, cartolarizzazioni, effetti di valutazione, ecc) ammontano a circa 170 miliardi. È evidente, quindi, come la dinamica

Figura 1 – Il rapporto debito/PIL e avanzo primario (1992-2012, %pil)

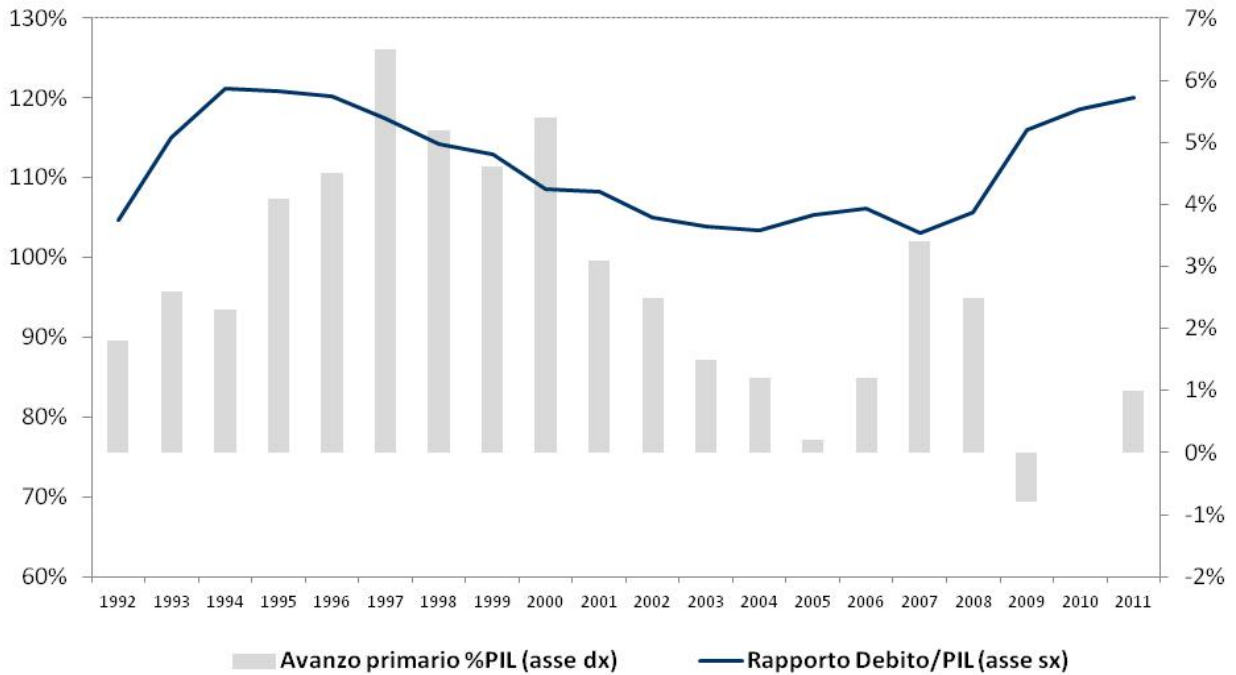
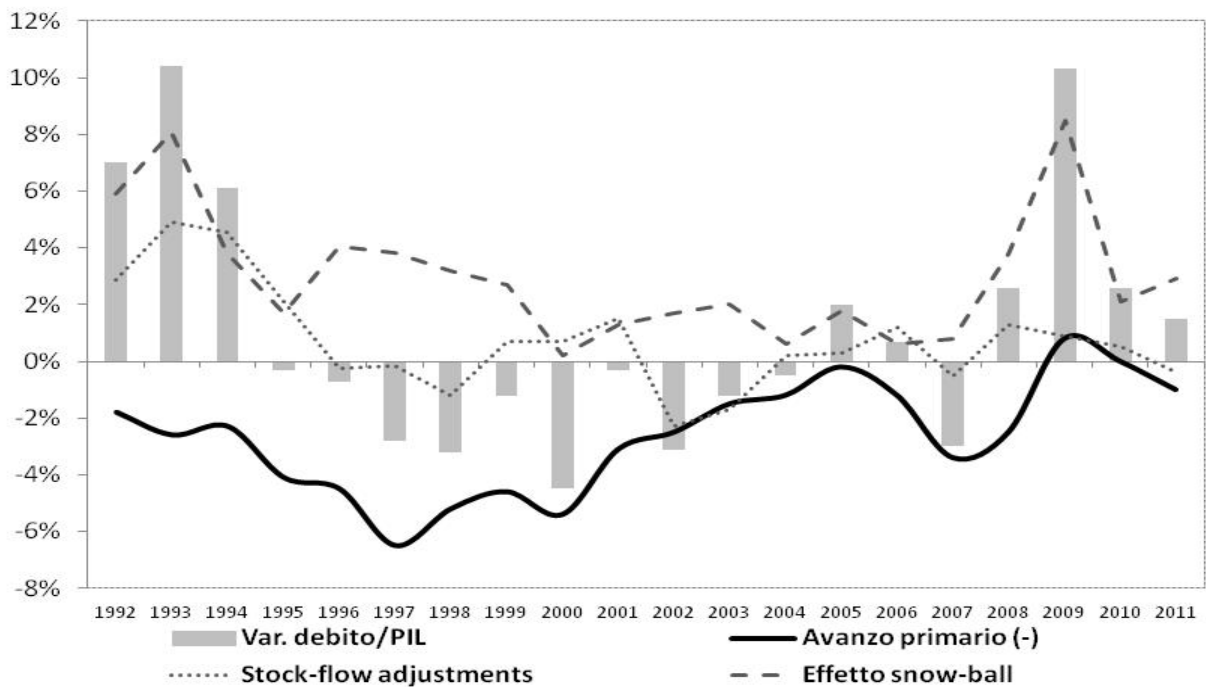


Figura 2 – Le determinanti dell'evoluzione del rapporto debito/PIL (1992-2012, %pil)



dell'effetto *snow-ball* (soprattutto nella componente legata ai tassi di interesse) può incidere in maniera sostanziale sui cambiamenti anche repentini del rapporto debito/PIL, rispetto alle operazioni straordinarie che, data la consistenza dello stock di debito, hanno effetti più marginali e diluiti.

Fonte: Commissione Europea, *General Government Data* (anni 2012 e precedenti)

Con la manovra di rientro del Governo Amato ha avuto inizio il processo di consolidamento dei conti pubblici italiani ed il rapporto debito pubblico/PIL ha iniziato una lunga fase di discesa. Nella seconda fase, durata dodici anni (dal 1995 al 2007), questo rapporto è costantemente sceso (in media di 1,4 p.p. all'anno) raggiungendo un minimo (relativo) del 103,1% nel 2007. Tale dinamica è stata favorita da consistenti avanzi primari (in media 3,3% all'anno nel periodo 1995-2007) e dalla riduzione dell'onere medio del debito grazie alla diminuzione dei tassi di interesse, e al contenimento dell'indebitamento (che in media hanno pesato per circa il 6,7% del PIL all'anno, con un effetto positivo che è stato tuttavia in parte riassorbito da una modesta dinamica di crescita del PIL).

La discesa, tuttavia, non sarebbe stata possibile se non si fossero fatte operazioni straordinarie nell'ordine dell'1,6 per cento del PIL all'anno. La spesa primaria, infatti, non è diminuita passando dal 41% del PIL nel 1995 al 43% nel 2007. In questo periodo, il peso della componente residuale è stato abbastanza contenuto contribuendo, mediamente, in maniera positiva alla riduzione del rapporto debito/PIL⁵.

Nella terza fase (2008-2011), quella della crisi economico-finanziaria, il rapporto debito/PIL ha ricominciato a crescere stabilmente a causa del brusco rallentamento dell'attività economica (che ha di fatto depresso il denominatore e contestualmente ridotto il contributo dell'avanzo primario). In questo stesso periodo, l'aumento del costo medio del debito e la componente di aggiustamento *stock-flow* hanno ulteriormente contribuito al deterioramento del rapporto.

Le operazioni straordinarie dal 1994 al 2007

In Italia nel periodo 1994-2006 sono state realizzate operazioni straordinarie, nella media, per circa 1,6 punti di PIL all'anno. Dal 2007 ad oggi non sono state fatte operazioni straordinarie significative. Le operazioni realizzate nel periodo precedente hanno riguardato attivi patrimoniali di cui: privatizzazioni di partecipazioni e di aziende (140 miliardi), cartolarizzazioni di crediti (26 miliardi), alienazioni di immobili (20 miliardi), e la vendita di licenze UMTS (13,8 miliardi) La

⁵ Sul contributo della componente residuale nel periodo 1995-1997, va notato che l'effetto positivo generato dalle operazioni straordinarie di riduzione del debito è stato in parte compensato dagli elementi di aggiustamento dovuti alla differenza tra contabilizzazione per cassa e per competenza (con un forte divario registrato nel periodo in relazione ai debiti pregressi della sanità e la riscossione di imposte dirette e indirette) e all'iniezione di capitale, a seguito della trasformazione in spa, di alcune società pubbliche tra cui FS ed ANAS. Si stima che circa la metà dei proventi da privatizzazioni siano serviti per il rafforzamento del capitale di tali società.

restante parte ha invece riguardato altre operazioni non patrimoniali quali: condoni fiscali (32,3 miliardi), imposizione di fondi di quiescenza (3 miliardi), l'eurotassa (10 miliardi), lo scudo fiscale (1,5 miliardi), il condono edilizio (1,6 miliardi), e il concordato fiscale (7,6 miliardi)⁶.

Senza tali operazioni non saremmo riusciti a rispettare i vincoli europei (e, in particolare, quello relativo alla progressiva riduzione del debito entro il limite del 60% del PIL) ed il nostro debito pubblico sarebbe oggi di circa 15 per cento più alto. È probabile che nei prossimi anni si dovrà proseguire su questo fronte in modo da ottenere risorse intorno 1-2 punti di PIL all'anno.

2. Le ultime previsioni del FMI e i dubbi sulla sostenibilità del debito

Le nuove stime del Fondo Monetario Internazionale⁷ hanno recentemente evidenziato il deterioramento del quadro macroeconomico relativo all'Italia e il conseguente peggioramento delle previsioni sui saldi di finanza pubblica rispetto a quelle contenute nel Documento di Economia e Finanza 2012. Il quadro che emerge (vedi tabella 1) è quello di un forte rialzo del rapporto debito/PIL nei prossimi 2 anni (nel 2013 si dovrebbe attestare al 126,4%) e di un lento rientro a partire dal 2014. Nel 2017 il rapporto dovrebbe scendere al 119,4% in un'area considerata ancora critica dal FMI in termini di sostenibilità complessiva.

Secondo il FMI, infatti, lo scenario descritto in tabella 2 potrebbe ulteriormente deteriorarsi a fronte di potenziali shock esogeni avversi. In uno scenario a più bassa crescita (con una media annua nel periodo intorno allo 0,25%) il rapporto debito/PIL potrebbe attestarsi al 128% nel 2017; uno *shock* sul fronte dei tassi di interesse (*spread* intorno a quota 580 bps) porterebbe il rapporto al 130% nel 2017; infine un effetto congiunto di una forte recessione e di un rialzo dei tassi rischierebbe di far salire a fine periodo lo stock di debito al 140% rispetto al PIL.

Inoltre, ormai evidente che le PPAA dovranno in qualche modo onorare i propri debiti commerciali verso il settore privato⁸ sia per rispettare gli obblighi europei (evitando i consistenti oneri derivanti dalla loro violazione) che soprattutto per permettere alle imprese di riprendere un sentiero di crescita equilibrato. Il pagamento di questi debiti aumenterà gradualmente la spesa pubblica e ciò, a parità di altre condizioni, ridurrà l'avanzo primario con conseguente aumento del debito. Incidentalmente, la Banca d'Italia ha appena certificato che lo stock di debito pubblico a

⁶ Si veda a riguardo, E. Reviglio (2007), "L'evoluzione del debito pubblico nel periodo 2001-2006 ed il ruolo della componente residuale", in *Economia Pubblica*, 26, 3-4.

⁷ IMF (2012), "Italy Article IV Consultation", IMF Country Report No. 12/167, Luglio.

⁸ Come noto, i debiti commerciali delle PPAA attualmente non rientrano nel debito pubblico.

Maggio 2012 si è attestato a €1,966 miliardi (ovviamente né questo dato né le tabelle precedenti includono il debito commerciale ciò che, sulla base delle regole europee, non viene riportato come debito nel bilancio dello Stato pur essendo riportato come credito nei bilanci dei fornitori della Pubblica Amministrazione). In realtà, anche a prescindere dal rilevante costo che il debito commerciale non regolato entro i 30 (60) giorni avrà a partire dal 2013 per effetto della nuova direttiva europea in materia, nella prospettiva di una reale trasparenza dei bilanci e di un risanamento strutturale della finanza pubblica, tale debito andrebbe precisamente quantificato, attribuito agli esercizi e agli enti di riferimento e considerato nei piani di rientro, per quanto riguarda lo stock, e negli equilibri di finanza pubblica, per quanto riguarda i flussi.⁹

Tabella 1 – Lo scenario di previsione del FMI

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
%							
Tasso di crescita reale del PIL (%)	0,4	-1,9	-0,3	0,5	1,0	1,2	1,2
Tasso di crescita nominale del PIL	1,7	-0,7	1,3	1,8	2,3	2,6	2,7
Tasso di interesse implicito	4,2	4,6	4,6	4,7	4,9	5,1	5,3
% PIL							
Avanzo primario	1,0	3,0	4,2	4,5	4,7	5,2	5,6
Deficit	-3,9	-2,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,0	-0,6
Avanzo primario strutturale ¹	1,4	4,7	6,0	6,0	6,0	6,1	6,2
Deficit strutturale ¹	-3,4	-0,7	0,5	0,4	0,2	0,0	0,0
Debito pubblico	120,1	125,8	126,4	125,6	124,1	122,0	119,4

Fonte: IMF (2012), "Italy Article IV Consultation", IMF Country Report No. 12/167, Luglio. Nota: ¹ % del PIL potenziale; ² livello al lordo dei sostegni finanziari all'Area Euro

A fronte di questi rischi, il FMI ha formalmente raccomandato al Governo di intraprendere delle iniziative che possano riportare la dinamica del debito in un'area considerata più sostenibile. Nello specifico, viene suggerito da un lato di proseguire sul fronte delle riforme strutturali e dall'altro di portare il deficit strutturale intorno all'1% del PIL (entro il 2014), con un conseguente avanzo primario strutturale pari al 6,7%. Ciò garantirebbe un graduale rientro del rapporto debito/PIL, che si attesterebbe così al 116% nel 2017, in una zona ritenuta *safety*.

⁹ Sul tema vedi Astrid - *Il ritardo dei pagamenti dei debiti commerciali delle pubbliche amministrazioni: quale dimensione e quale soluzione* - Rapporto elaborato per il Tavolo TAIIS – Sindacati dei lavoratori - dicembre 2010.

Alla luce di queste considerazioni, emerge con chiarezza la necessità di nuovi interventi straordinari per la riduzione del debito pubblico. Pur condividendo, infatti, le raccomandazioni del FMI rispetto al rafforzamento delle riforme strutturali necessari al Paese, appare di più difficile realizzazione un programma che preveda una politica fiscale ulteriormente restrittiva che produca avanzi primari maggiori rispetto a quelli ottenuti nell'ultimo anno. Una strada più percorribile potrebbe essere quella di garantire gli stessi effetti con un programma straordinario per la riduzione del debito che preveda un *mix* di misure tra le quali: valorizzazione e dismissione di *asset* patrimoniali e riduzione dell'onere medio del debito attraverso uno schema di incentivi che favorisca un graduale allungamento delle scadenze sui titoli.

Il piano così concepito verrà descritto in maniera più approfondita nei paragrafi successivi.

3. Panorama delle possibili soluzioni a confronto (vantaggi/svantaggi)

Come detto in precedenza, nell'arco degli ultimi mesi si è assistito alla presentazione di numerose proposte per l'abbattimento del debito pubblico, a dimostrazione che da più parti in modo molto autorevole si avverte la necessità di intervenire su questo versante. Senza voler entrare nel merito delle singole proposte, si è cercato di seguito di presentare un quadro di sintesi confrontando qualitativamente le varie soluzioni prospettate.

Proposte di abbattimento del Debito

Nella Tabella 2 sono raggruppate le principali linee di intervento suggerite per possibili manovre di riduzione dello *stock* di debito pubblico, valutando qualitativamente (*low to high*) i rischi principali (rischio di effetto negativo sulla crescita, rischio di riclassificazione in sede Eurostat, rischio di esecuzione) *vs* i potenziali benefici (in termini di effetto complessivo e di tempistica in cui tale effetto può essere ragionevolmente raggiunto).

Le proposte avanzate (o avanzabili) in materia vanno valutate attentamente - a nostro avviso - quanto all'impatto che possono determinare sulla crescita del PIL, quanto al rischio di riclassificazione contabile da parte di Eurostat, e quanto alle loro effettive difficoltà di attuazione. Misure con effetto recessivo sarebbero controproducenti operando negativamente sul rapporto debito/PIL dal lato del denominatore. Misure ad alto rischio di riclassificazione sarebbero prive di effetto e negative sotto il profilo della reputazione internazionale del paese. Misure di difficile

attuazione possono generare illusioni pericolose e distogliere dalla ricerca di altri strumenti di riduzione del debito.

Tabella 2 – Proposte di riduzione del debito

TIPOLOGIA	CONCETTO GENERALE	ESEMPI PROPOSTE DI RIFERIMENTO	RISK			POTENTIAL EFFECTIVENESS	
			<i>Risk on Growth</i>	<i>Rechara cterizzati on Risk</i>	<i>Execution Risk</i>	<i>Vs. Timing</i>	<i>Vs. Size</i>
CESSIONI ASSET SUL MERCATO	Cessione sul mercato di asset (es. immobili, concessioni, partecipazioni quotate e non quotate) con operazioni di vendita diretta o tramite fondi	Guarino, Reviglio, Rebecchini, Ministro Grilli	○	○	◐	●	○ 5-10 anni ~€100-150 bn
CESSIONI TRAMITE CDP	Cessione di asset alla CDP (o Fintecna) con l'obiettivo di usare le risorse della Cassa (capitale, liquidità, capacità di indebitamento) e mantenere il controllo pubblico degli asset	Governo Monti, Savona-Rinaldi;	◐*	○	○	○	◐ ~ € 50 bn
SWAP DEBITO VS. PATRIMONIO	Cessione di asset (es. immobili conferiti ad un fondo le cui quote sono oggetto di cessione) tramite Offerta Pubblica di Scambio rivolta ai soli detentori del debito pubblico	Masera-Bivona	○	○	◐	◐	○ ~ € 100-150 bn
PATRIMONIALE	Imposta patrimoniale classica secondo varie proposte che si differenziano principalmente per ammontare, criteri di applicazione tra i contribuenti, orizzonte temporale, patrimoni di riferimento (es. immobiliari vs. mobiliari)	Amato, Capaldo, Modiano, Sarcinelli	●	○	○	○	○ ~ € 100 bn plus
PATRIMONIALE MORBIDA	Patrimoniale a fronte di un corrispettivo (es. vendita forzososa di asset, prevedendo la passibilità di pagamento per cassa oppure conferendo titoli di debito pubblico, a scelta del contribuente)	Salerno Aletta-Monorchio	●	○	◐	◐	○ ~ € 100 bn plus
CONDONO EDILIZIO	Pagamento di un tributo a fronte dell'annullamento di pene o sanzioni (da "spalmare" su uno o più esercizi)	Cicchitto	○	○	○	○	● € 5-10 bn

Nota: *effetto valutato a capitale costante ovvero utilizzando le risorse esistenti della Cassa che sarebbero altrimenti utilizzate per promuovere altri investimenti . Il rischio sulla crescita è invece zero se si assume di procedere a una ricapitalizzazione di CDP mediante aumento di capitale riservato a investitori istituzionali privati internazionali (o anche mediante apporti di *contingent capital* degli attuali soci in modo da non incidere sul debito pubblico)

Il condono edilizio presenta controindicazioni ben note, in un contesto nel quale il rafforzamento della lotta all'evasione è in corso, e i suoi effetti sono – sia pur prudentemente – già scontati nel DEF. In più il contributo che un condono darebbe alla riduzione dello stock del debito sarebbe modesto.

Quanto alle varie ipotesi di un'imposta patrimoniale straordinaria o a forme di prelievo forzoso con effetti analoghi, anch'esse presentano evidenti controindicazioni. Prescindendo da valutazioni politiche su cui ovviamente è difficile trovare una sintesi partendo da convincimenti personali diversi, è infatti opinione condivisa che un'imposta patrimoniale straordinaria nella versione tradizionale - o in quella edulcorata effettuata mediante cessioni forzose di asset o prestiti forzosi –

si tradurrebbe inevitabilmente in un ulteriore aumento della già elevata pressione fiscale con prevedibili effetti recessivi: sottraendo risorse ai consumi ed agli investimenti renderebbe più difficile riprendere la strada della crescita. In ogni caso, sembra sconsigliabile farvi ricorso prima che sia stato ceduto tutto il cedibile del patrimonio pubblico.

Quanto poi all'osservazione – per fortuna sempre meno riproposta - che il patrimonio pubblico è patrimonio di tutti gli Italiani, è sempre utile ricordare che anche il debito è “patrimonio” (negativo) degli italiani – tra l'altro un “patrimonio” la cui dimensione (~2.000 miliardi di euro) supera il valore stimato degli *asset* pubblici (~1.800 miliardi di euro).

La strada delle cessioni/privatizzazioni eviterebbe ovviamente effetti negativi sulla crescita. E' la strada proposta per ultimo anche dal Ministro Vittorio Grilli in una recente intervista sul *Corriere della Sera*. La stima è di vendere *asset* per circa 15-20 miliardi di euro l'anno ovvero 1-1.5% di PIL per alcuni anni. Le modalità di realizzazione (con relativi rischi e benefici) possono tuttavia essere molto diverse tra loro.

In generale le proposte in campo prevedono due opzioni: quella di cessione di *asset* (partecipazioni e immobili) immediatamente disponibili e quella della costruzione di veicoli *ad hoc* (o di società già esistenti non rientranti nel perimetro delle PPAA) per la valorizzazione e la successiva dismissione di parti del patrimonio pubblico non immediatamente disponibili¹⁰. Analoghi interventi possono essere fatti sul fronte della valorizzazione delle concessioni.

Con riferimento alle prime due modalità (il tema delle concessioni verrà affrontato nel paragrafo successivo), le proposte che sono state fatte possono essere sintetizzate come segue.

1) Cessione di *asset*:

- a. Direttamente al mercato: il rischio di *execution* sembra limitato, se si ha riguardo al complesso del patrimonio pubblico, dunque sia agli immobili che alle partecipazioni, dello Stato, delle istituzioni territoriali, di altri enti pubblici. La riflessione di Astrid è giunta da tempo alla conclusione che questa è una componente-chiave di ogni realistico piano di riduzione del debito pubblico. Ma poiché il mercato non sembra in grado attualmente di assorbire una consistente offerta di *asset* pubblici se non diluendola nel tempo e, d'altro canto, non permette – se non parzialmente - di capitalizzare il beneficio sull'effetto annuncio, questa misura deve a nostro avviso essere accompagnata da altre.

¹⁰ Si pensi per esempio al comparto degli immobili degli enti locali che hanno bisogno di una fase di ricognizione e di organizzazione prima di essere effettivamente messi sul mercato.

b. Vendita a società a partecipazione pubblica non comprese nel perimetro delle PPAA: il Governo ha già intrapreso questa strada con cessione di *asset* alla Cassa Depositi e Prestiti (es. Eni, Snam, Fintecna, Sace), riprendendo modelli ampiamente utilizzati dalla Germania con KfW e dalla Francia con CDC e il *Fonds stratégique d'investissement* (controllato da CDC). Sembra essere la soluzione più semplice per partecipazioni di controllo o di riferimento in società che – a ragione o a torto - siano allo stato ritenute strategiche (per la sicurezza degli approvvigionamenti energetici, per la gestione d'infrastrutture in regime di monopolio naturale, per salvaguardare la presenza nel paese di attività di ricerca o di aziende ad alta tecnologia, per garantire investimenti di lungo termine con rilevanti esternalità positive per la crescita e la competitività del Paese). Il rischio di riclassificazione Eurostat sembra limitato, stanti i precedenti di *Caisse des Depots* e di *KfW* (che a differenza di CDP sono al 100 per cento pubbliche e godono di una garanzia dello Stato su tutte le loro obbligazioni¹¹). Il limite è dato semmai dalle risorse della Cassa che non sono infinite, soprattutto in termini di mezzi propri. La possibilità di aprire il capitale della CDP a soci privati aiuterebbe a rafforzare il modello operativo di “*market unit*” e ad aumentare la dotazione di risorse finanziarie per acquisire e valorizzare *asset* dismessi dallo Stato. Un'alternativa potrebbe essere rappresentata dal ricorso a strumenti di rafforzamento del capitale di CDP non incidenti sul debito pubblico, almeno nel tempo breve-medio.

2) Veicoli per la valorizzazione degli *asset*:

a. Swap Debito vs. patrimonio (ovvero privatizzare il processo di privatizzazione): consiste in un trasferimento diretto su base volontaria del patrimonio pubblico ai detentori del debito in cambio della cancellazione del debito. Ad esempio per dismettere un portafoglio di immobili, il MEF potrebbe conferire gli immobili oggetto della valorizzazione e successiva dismissione ad una società appositamente costituita o a un fondo immobiliare, e poi lanciare un'Offerta Pubblica di Scambio destinata ai soli detentori di titoli di Stato italiani, dando la facoltà (non l'obbligo) di scambiare i titoli di Stato con le azioni della nuova società o con le quote del fondo immobiliare. Questa operazione non richiederebbe il reperimento di mezzi freschi e sarebbe *cash neutral* sia per lo Stato che per gli investitori. Se correttamente strutturata (es. termini economici e modalità di offerta, credibilità del soggetto usato per il trasferimento degli *asset* e successiva gestione del patrimonio etc.), l'offerta potrebbe avere

¹¹ La garanzia dello Stato è in Italia solo una garanzia sussidiaria a favore dei risparmiatori postali: dunque CDP può fallire, CDC e KfW no.

significativi livelli di adesione (5-10% dello stock del debito), attraendo un azionariato diffuso. Potrebbe tuttavia essere prevista anche la formazione di un nucleo stabile di investitori incluse banche, assicurazioni, fondazioni e magari la stessa Cassa Depositi e Prestiti in quanto già oggi principali investitori in Titoli di Stato.

b. La costituzione (da parte di società, anche a partecipazione pubblica, ma estranee al perimetro della P.A.) di fondi dedicati alla valorizzazione e successiva dismissione di immobili e partecipazioni pubbliche: due di questi fondi, rispettivamente dedicati agli immobili e alle partecipazioni degli enti locali sono già in corso di costituzione presso la SGR CDPIInvestimenti e presso il Fondo strategico Italiano, entrambi controllati da CDP. La vendita o il conferimento a questi veicoli dovrebbe favorire operazioni di ristrutturazione e valorizzazione intese a massimizzare il ricavato delle operazioni di dismissioni da effettuare attendendo condizioni di mercato favorevoli.

c. Stato/Sale & Lease Back: percorso alternativo alla trasformazione dell’Agenzia del demanio in SpA; vi è la possibilità di costituire uno o più Fondi *Sale & Lease Back* che a fronte dell’apporto d’immobili ad uso governativo cederebbe quote al MEF che a sua volta potrebbe poi scambiarle con titoli di Stato o cederle direttamente ad investitori.

E’ comunque necessario sottolineare che le proposte che prevedono un utilizzo intensivo degli asset del patrimonio pubblico per una riduzione “one-shot” del debito sono di difficile, se non di impossibile, realizzazione. E ciò in ragione del fatto che il patrimonio pubblico è in realtà molto disperso, a vari livelli e tra vari settori della PA.

In più, non tutto il patrimonio è immediatamente disponibile e richiederebbe, qualora si pensasse ad una sua dismissione, un graduale processo di organizzazione e preparazione.

Il patrimonio pubblico è, inoltre, fortemente eterogeneo. La sua valorizzazione necessita, quindi, di una pluralità di strumenti disegnati alla luce delle singole peculiarità degli asset e delle amministrazioni che li governano.

Infine, le cessioni di asset patrimoniali richiedono adeguate condizioni di mercato. Troppo concentrate nel tempo rischiano di incontrare difficoltà di assorbimento.

La proposta Alfano-Brunetta (annunciata lo stesso giorno in cui licenziamo questo *paper* - 1° agosto -, ma non ancora disponibile nei dettagli), pur coincidente in diversi punti con la nostra,

presenta aspetti non convincenti, alla luce delle considerazioni or ora svolte. Convogliare in un fondo *asset* pubblici non strategici di rapida valorizzazione/dismissione per ben 400 miliardi appare impresa d'impervia se non impossibile realizzazione. A nostro avviso conviene invece costruire un *mix* ben congegnato di immediate cessioni di un limitato numero di *asset* (partecipazioni e immobili) immediatamente disponibili e liquidabili, di costruzione di veicoli ad hoc per la valorizzazione e la potenziale dismissione di altre parti del patrimonio pubblico non immediatamente disponibili (o che possono notevolmente incrementare il loro valore se opportunamente "lavorate") e di una serie di altre misure capaci di concorrere alla riduzione del debito quali quelle di seguito descritte. La somma di queste arriverà a incidere sul debito pubblico per un ammontare non lontano da quello della proposta Alfano-Brunetta solo alla fine di un percorso decennale, la cui prima fase (2012-2017) può portare a una riduzione dello stock del debito intorno ai 150-200 miliardi. Un'ipotesi meno ambiziosa, la nostra, ma più realistica e più credibile, anche nelle misure sulle quali sussiste oggettivamente una interessante convergenza tra le due proposte.

4. La nostra proposta: un pacchetto di misure straordinarie incisive ma realistiche per la riduzione dello stock del debito delle pubbliche amministrazioni

Come punto di partenza, nel nostro esercizio, abbiamo ipotizzato in circa 150-200 miliardi le operazioni straordinarie a riduzione del debito, incisive ma realistiche, che potrebbero essere realizzati nel periodo 2012-2017. Alcune di queste misure potrebbero produrre, se coerentemente proseguite nel quinquennio successivo, un'ulteriore riduzione dell'ordine di 150 miliardi circa.

Condizione per la realizzazione del Piano è di avere una "forte regia" a livello centrale, capace anche di disegnare i necessari schemi d'incentivi e/o modifiche delle normative per Regioni ed Enti locali e per gli altri soggetti proprietari della Pubblica Amministrazione. A tal fine, anche in relazione all'esigenza di superare i comportamenti elusivi di molte pubbliche amministrazioni in materia di uso razionale del patrimonio (a partire dall'amministrazione della Difesa) e di coinvolgere tutti i livelli di governo in una simile politica (anche quelle Regioni speciali e Province autonome che, in caso di "sdemanializzazione" diverrebbero titolari dei relativi beni), sarebbero opportune una apposita direttiva della Presidenza del Consiglio dei Ministri e la stipula, sulla materia, di un apposito accordo di programma quadro.

Il processo deve essere realizzato non con il solo fine di fare “cassa” per ridurre il debito pubblico, ma con l’obiettivo di riordinare i beni immobili, ridisegnare il sistema di regolazione del regime delle concessioni nella direzione della concorrenza e dell’efficienza dei sistemi di riscossione, creare sviluppo economico e un migliore assetto del territorio e delle nostre città, e di gestire le partecipazioni e/o le aziende con una logica di rafforzamento industriale.

Usare quindi il patrimonio pubblico non (solo) in ragione della vendibilità, ma del rendimento e della sua valorizzazione.

La nostra Proposta prevede un *mix* di operazioni sugli *asset* del patrimonio nell’ordine di **1-3** punti di PIL all’anno. Come è noto, infatti, le specifiche caratteristiche e l’eterogeneità del patrimonio pubblico non permettono il disegno di un singolo intervento o strumento. Per esempio, nelle varie categorie (partecipazioni, immobili, concessioni e crediti) esistono *asset* direttamente alienabili ed altri che necessitano di un percorso di valorizzazione al fine di preservare o accrescere il loro valore. Esistono, inoltre, *asset* per i quali è importante mantenere un certo grado di controllo pubblico; altri che sono direttamente utilizzati dalla PA (es. immobili ad usi governativi). Inoltre, il valore di alcuni di questi *asset* è particolarmente sensibile rispetto all’attuale congiuntura del mercato (si pensi alle partecipazioni quotate e agli immobili). Per queste ragioni è necessario organizzare un *mix* di interventi che a secondo delle specificità degli *asset* riesca a disegnare lo strumento più adatto al fine di massimizzare l’obiettivo congiunto di riduzione del debito e di salvaguardia della proprietà pubblica su quella parte di patrimonio ritenuta “strategica”. Questo *mix* potrebbe prevedere: costruzione di veicoli per la graduale privatizzazione di società (in particolare con riferimento a quelle di proprietà degli enti locali) non immediatamente vendibili; costruzione di veicoli per la progressiva cessione d’immobili non immediatamente vendibili; privatizzazioni di società di mercato immediatamente vendibili; cessione d’immobili immediatamente vendibili; ri-disegno delle concessioni; disegni di incentivo per l’allungamento delle scadenze dei titoli del debito pubblico e per “l’appiattimento” della curva dei rendimenti.

Il Piano 2012-2020 potrebbe essere costituito dalle seguenti operazioni:

- Immobili (55-80 miliardi di euro): il valore stimato del patrimonio immobiliare della pubblica amministrazione è di circa 500-600 miliardi di euro (esclusi i beni demaniali che, se si prendono in considerazioni i beni della difesa ancora in mano al Ministero della difesa e le sedi delle Province che si liberebbero, potrebbero aumentare di molto i beni potenzialmente vendibili) di cui il 53% è utilizzato direttamente dalle amministrazioni proprietarie, il 27% è dato in uso ad altre amministrazioni pubbliche o

ad enti no profit, e circa il 10% si può considerare libero – questo patrimonio è in carico a oltre novemila amministrazioni.¹² Tra i beni immobili pubblici che abbiamo incluso nelle vendite da realizzare entro il 2017 (Tabella 4, sotto) non vi sono circa 62 miliardi di (es. ministeri e uffici del governo) gestiti dall’Agenzia del Demanio, ma solo i 5 miliardi liberi del “Federalismo demaniale”. Abbiamo però ipotizzato vendite più sostenute, di quella fin qua realizzate, dei beni immobili della difesa (soprattutto caserme) e le sedi delle Province che si andranno gradualmente a liberare. Abbiamo incluso 300-400 mila alloggi dell’Edilizia Residenziale Pubblica di categoria civile, per un valore stimato intorno ai 30-40 miliardi di euro, che potrebbe essere venduti con diritto di prelazione agli inquilini. Inoltre, sono stati inclusi immobili degli Enti previdenziali pubblici (Inps ed Inail) che hanno un patrimonio stimabile intorno ai 15-20 miliardi di euro.¹³ La restante parte riguarda gli immobili degli Enti locali. Una stima realistica del patrimonio immobiliare vendibile nei prossimi 5-10 anni è di circa 100-120 miliardi di euro (di cui entro il 2017 abbiamo fatto una stima prudenziale nell’ordine di stimato vendite per 15-30 miliardi di euro).

- Concessioni capitalizzate (30-40 miliardi di euro): le lotterie da sole producono un gettito annuo di circa 1.6 miliardi di euro; a queste si aggiungono altre concessioni demaniali che se propriamente valorizzate possono produrre flussi di cassa per un ulteriore 1-2 miliardi di euro all’anno.
- Partecipazioni quotate (ENI, ENEL, Finmeccanica, StMicroelectronics) con un valore di borsa tra i 25-30 miliardi di euro (oltre ai 10 miliardi realizzabili nel 2012 con la cessione a CDP di SACE, Fintecna e Simest).
- Partecipazioni non quotate dello Stato, a partire da Poste italiane (12-15 miliardi di euro) e partecipazioni degli enti locali, quotate e non.

¹² Secondo i dati del censimento in corso alla Direzione VIII del Dipartimento del tesoro che riguarda il 55 per cento delle amministrazioni pubbliche il patrimonio immobiliare ha un valore di 240-320 miliardi di euro, ma solo il 30% è vendibile (Audizione di Francesco Parlato alla Commissione Bilancio della Camera, 26 luglio 2012)

¹³ Rimanenze Scip 1 e 2 valgono 2,2 miliardi di euro; a questi si aggiungono le sedi istituzionali per altri 7-8 miliardi e altri immobili di vario genere, una parte dei quali acquisiti negli ultimi anni.

Un mix di interventi per ridurre il debito pubblico nel periodo 2012-2017

Tassazione dei capitali italiani in Svizzera.

I capitali italiani non scudati in Svizzera sono stimati in oltre 150 miliardi di euro. Si può ipotizzare un eventuale prelievo *una tantum* (patrimoniale) del 25 per cento (pari al minore tra quelli previsti negli accordi con UK e Germania) e un prelievo a regime del 20% sui relativi redditi (pari a quella vigente per i conti correnti bancari e assimilati). Ne deriverebbe una entrata di 37,5 miliardi di euro *una tantum* e a 2-3 miliardi all'anno a regime. Il rischio di fuga di una parte di tali capitali verso paradisi fiscali *off shore* consiglia di operare su queste stime un *hair cut* di due terzi (66,6 per cento) e dunque ipotizzare per la patrimoniale *una tantum* un gettito di 13,5 miliardi e per il prelievo a regime un gettito intorno a 0,8 miliardi.

Introduzione di un vincolo di portafoglio agli investimenti delle Casse di previdenza degli ordini professionali

Le entrate contributive delle casse di previdenza degli ordini professionali del 2010 ammontano a 7.624 milioni di euro. Nello stesso periodo le uscite per erogazioni di varia natura ammontano a 4.786 milioni di euro. Le risorse finanziarie delle casse di previdenza degli ordini professionali beneficiano della garanzia pubblica sugli impegni previdenziali. L'attività d'investimento e la capacità di far fronte agli impegni con i propri patrimoni è stata di recente oggetto di analisi da parte dei Ministeri competenti.

Nel complesso le risorse detenute dal complesso degli enti risulta approssimativamente pari a 42 miliardi di euro, di cui il 23,7% da imputare alla componente immobiliare e il restante 76,3% alla componente mobiliare. Solo il 10% è investito in obbligazioni governative, in maggior parte titoli di Stato italiani.

Come si nota i titoli di stato rappresentano una quota molto bassa del totale privando il mercato dei titoli governativi di un *natural buyer* di titoli a lunga scadenza tipico di altri paesi (ad esempio UK e Olanda). Ora che l'attenzione del legislatore si è spostata sull'equilibrio di medio lungo periodo, si potrebbe ipotizzare l'istituzione (per via normativa o regolamentare) di obiettivi di copertura degli impegni a lungo termine che si traducano nell'acquisto di titoli di stato a lunga scadenza magari indicizzati all'inflazione. Non si tratterebbe di una pubblicizzazione delle casse ma di un vincolo di portafoglio che il legislatore pone al fine del rispetto degli impegni previdenziali di lungo periodo. Essendo tali impegni previdenziali controgarantiti in ultima istanza dallo Stato, a fronte di una sotto

performance storica dei rendimenti delle gestioni, appare ragionevole un vincolo di investimento verso l'unico impiego senza rischio e puntualmente indicizzato all'inflazione italiana come i Titoli di Stato indicizzati.

L'introduzione di questo vincolo potrebbe garantire:

- a) maggiori rendimenti rispetto alle *performances* passate;
- b) garanzia sugli impegni previdenziali a lungo termine;
- c) importante beneficio di riduzione del debito pubblico.

I conseguenti acquisti di titoli del debito pubblico rappresenterebbero una riduzione del debito consolidato della PA per l'intero loro ammontare, essendo il debito consolidato -valido ai fini dei parametri europei - calcolato come somma dei debiti di tutti i soggetti ricompresi nel perimetro delle PA al netto dei rapporti che intercorrono tra i medesimi enti) . Un ulteriore vantaggio di finanza pubblica sarebbe rappresentato in tal caso dalla possibilità per lo Stato di collocare un ammontare consistente di risorse a lungo e lunghissimo termine indicizzate all'inflazione, riducendo la necessità di collocare tali strumenti sul mercato.

Ipotizzando l'introduzione di un vincolo pari ad un terzo del portafoglio complessivo, da raggiungersi nei prossimi due anni ne deriverebbe una riduzione dello stock del debito di 10 miliardi, sul patrimonio in essere, e di 1 miliardo all'anno sui nuovi investimenti. Dunque 6 miliardi per ciascuno degli anni 2013 e 2014, e 1 miliardo dal 2015 in poi.

Allungamento e riduzione del costo del debito

Si sono stimati 1-2 miliardi di riduzione sul costo del debito – aumenta l'avanzo primario quindi partecipa a ridurre il debito pubblico. Si veda al riguardo la sezione 5 oltre.

Il Piano sugli asset del patrimonio 2012-2017

Immobili: i possibili player

Una prima ipotesi può essere quella della costituzione ad opera dell'Agenzia del Demanio di una Sgr che, a sua volta, creerebbe un fondo di fondi, con la missione di investire nei fondi locali istituiti dalle amministrazioni locali. A queste ultime, attraverso i propri organi di governo, competerà approvare gli elenchi degli immobili alienabili; l'inserimento negli elenchi costituirà il titolo di proprietà. Dovrebbero essere previsti termini brevi e vincolanti per completare il processo di regolarizzazione e valorizzazione, anche attraverso le necessarie variazioni degli strumenti urbanistici

. La totalità delle risorse ricavate sarà destinata alla riduzione del debito dell'Ente e solo in assenza di debito o comunque per la parte eventualmente eccedente a spese d'investimento¹⁴. Nel caso, in cui, invece, trattasi di beni trasferiti agli enti in forza del federalismo demaniale, il corrispettivo che l'ente riceverà sarà pari al 25 per cento dei proventi mentre il 75 per cento sarà destinato al fondo ammortamento dei titoli di Stato a riduzione del debito pubblico. Se il debito dell'Ente supera la soglia del Patto di Stabilità Interno il 25 per cento dei proventi andranno a riduzione del debito dell'Ente; in caso contrario potranno essere utilizzati per investimenti.¹⁵

Parallelamente CDP ha già deliberato di creare, tramite la Sgr CDPInvestimenti, una prima famiglia di Fondi immobiliari per la privatizzazione degli immobili delle amministrazioni pubbliche. CDP si è dotata di una Direzione immobiliare in grado di assistere gli Enti nell'individuazione e nelle necessarie procedure legali ed amministrative necessarie per apportare

¹⁴ Art. 2 DL 87/2012 Le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato possono deliberare il trasferimento o il conferimento a tali fondi di immobili di proprietà. Possono altresì essere trasferiti o conferiti ai medesimi fondi i beni valorizzabili, suscettibili di trasferimento ai sensi dell'articolo 5, comma 1, lettera e), del decreto legislativo 28 maggio 2010, n. 85, individuati dall'Agenzia del demanio e a seguito di apposita manifestazione, da parte dei competenti organi degli Enti interessati, della volontà di valorizzazione secondo le procedure del presente comma. I decreti del Ministro dell'economia e delle finanze di cui all'articolo 4 del citato decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351 disciplinano, altresì, le modalità di concertazione con le competenti strutture tecniche dei diversi livelli di Governo territoriale interessati, nonché l'attribuzione agli Enti territoriali delle quote dei fondi, nel rispetto della ripartizione e per le finalità previste dall'articolo 9 del decreto legislativo 28 maggio 2010, n. 85 limitatamente ai beni di cui all'articolo 5, comma 1, lettera e) sopra richiamato, derivanti dal conferimento ai predetti fondi immobiliari. Ai fondi di cui al presente comma possono conferire beni anche i soggetti di cui al comma 2 con le modalità ivi previste, ovvero con apposita deliberazione adottata secondo le procedure di cui all'articolo 58 del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, anche in deroga all'obbligo di allegare il piano delle alienazioni e valorizzazioni immobiliari al bilancio. Tale delibera deve indicare espressamente le destinazioni urbanistiche non compatibili con le strategie di trasformazione urbana. La totalità delle risorse rinvenienti dalla valorizzazione ed alienazione degli immobili di proprietà delle Regioni e degli Enti locali trasferiti ai fondi di cui al presente comma, è destinata alla riduzione del debito dell'Ente e, solo in assenza del debito, o comunque per la parte eventualmente eccedente, a spese di investimento

¹⁵ L'articolo 58 del decreto-legge n. 112 del 2008 ha previsto che per procedere al riordino, gestione e valorizzazione del patrimonio immobiliare di regioni, province, comuni e altri enti locali, ciascun ente individui i singoli beni immobili ricadenti nel territorio di competenza, non strumentali all'esercizio delle proprie funzioni istituzionali, suscettibili di valorizzazione ovvero di dismissione, e predisponga un piano delle alienazioni e valorizzazioni immobiliari, allegato al bilancio di previsione. Per i soggetti diversi dai comuni, i beni immobili individuati possono essere concessi o locati a privati, a titolo oneroso, per un periodo non superiore a cinquanta anni, ai fini della riqualificazione e riconversione tramite interventi di recupero, restauro e ristrutturazione, anche con l'introduzione di nuove destinazioni d'uso finalizzate allo svolgimento di attività economiche o attività di servizio per i cittadini. Gli enti possono in ogni caso individuare forme di valorizzazione alternative, nel rispetto dei principi di salvaguardia dell'interesse pubblico e mediante l'utilizzo di strumenti competitivi, conferire i propri beni immobili anche residenziali a fondi comuni di investimento immobiliare ovvero promuoverne la costituzione. Tale disposizione è stata modificata dall'articolo 27, comma 1 del D.L. 201/2011, nel senso di consentire anche agli enti partecipati dagli enti territoriali di individuare gli immobili suscettibili di valorizzazione o di dismissione. Inoltre, l'approvazione del Piano da parte del consiglio comunale non costituisce più automaticamente una variante allo strumento urbanistico generale: l'eventuale equivalenza della deliberazione del consiglio è disciplinata dalle Regioni. Cfr. Camera dei Deputati, Temi di discussione, Gli Immobili Pubblici, 19 Luglio 2012.

gli immobili ai fondi ovvero venderli ad altri fondi o soggetti privati. In questo caso i proventi della vendita degli immobili andranno a riduzione del debito locale dell'ente. CDP prevede che l'intervento dei suoi Fondi immobiliari sia sussidiario a quello di fondi e investitori privati, e tenda a assicurare che la dismissione possa effettivamente avvenire a un prezzo congruo: ove manchino offerte di privati più vantaggiose, dovrebbe intervenire il fondo CDP.

Gli immobili di Regioni ed Enti locali

La gran parte degli immobili vendibili sono in mano agli Enti territoriali (Regioni, Province, Comuni, ASL, Università, ecc.). Gli Enti proprietari, viste le difficoltà di bilancio, hanno un forte incentivo ad accelerare il processo di censimento, riordino e valorizzazione/dismissione del proprio patrimonio. Visto le caratteristiche dei singoli patrimoni e la dispersione in migliaia di soggetti, nel caso che il processo sia ben organizzato, si potranno ottenere proventi pari a circa 5 miliardi di euro all'anno per alcuni anni.

Per fare questo le amministrazioni avranno bisogno dell'assistenza di soggetti professionalmente capaci. Per molti di questi patrimoni, infatti, manca un censimento, i beni richiedono iniziative di *due diligence* amministrativa (titolo di proprietà, messa a norma, calcolo della metratura e delle particelle, definizione della destinazione d'uso e collocazione urbanistica, etc.). C'è quindi un lavoro stimabile, nelle migliori delle ipotesi, in alcuni anni, per portare gli immobili di ciascuna amministrazione nella condizione di decidere se metterli a reddito, utilizzarli a fini pubblici o se dismetterli. Su questo fronte, come abbiamo già osservato, si deve attrezzare, in tempi rapidi, la CDP con un "coraggioso" piano di rafforzamento del personale dedicato a questa missione.

Infine, secondo il Patto di Stabilità Interno se un Ente locale vende un immobile deve utilizzare i proventi della vendita per ridurre il debito pubblico (a partire dal debito commerciale che è, per la più gran parte, imputabile ai livelli di governo regionale e locale)¹⁶. È molto importante che questa norma del Patto venga sempre e comunque rispettata. Vi è il rischio, infatti, che alla luce delle difficoltà di bilancio gli Enti vendano per finanziare spesa corrente (malgrado l'esplicita previsione contraria della legge di contabilità e, oggi, delle norme costituzionali).

¹⁶ Vedi Astrid, cit, nota 9.

Il patrimonio dell'Edilizia Residenziale Pubblica (ERP)

Il patrimonio dell'ex edilizia popolare ERP (Edilizia Residenziale Pubblica) è composto da circa 800 mila alloggi la cui proprietà fa capo a 110 Enti pubblici economici territoriali (Fonte Corte dei Conti).¹⁷ Si tratta di un patrimonio molto ingente che richiede interventi importanti di riordino. Dalla indagine della Corte dei Conti emerge infatti che la loro gestione, a fronte di alcuni casi virtuosi, è in generale fortemente deficitaria, che i tassi di mora raggiungono oltre il 50 per cento (per un totale consolidato nazionale superiore ad 1 miliardo di euro), che i costi di manutenzione sono il doppio del reddito che essi producono (con un debito consolidato che supera 1,5 miliardi di euro), che esiste un vasto "mercato nero" dell'affidamento degli alloggi, e che infine oltre il 60 per cento del patrimonio è di categoria catastale "civile" e quindi non può più essere considerata edilizia popolare (abitato da non più aventi diritto). Le vendite procedono a rilento. La vendita degli alloggi di ERP è ancora oggi regolamentata dalla Legge 560/1993, con le modifiche successivamente apportate da alcune Regioni. I prezzi di vendita sono così definiti in base a valori convenzionali ben lontani dal prezzo di mercato degli alloggi. Ciò ha portato a un depauperamento del parco di alloggi sociali, che si è ridotto nel corso degli anni, non essendo sufficiente il ricavato dalle vendite nemmeno a ricostruire un terzo del patrimonio venduto. Il prezzo medio di vendita varia molto a seconda delle Regioni, anche a seguito di alcuni provvedimenti di sconto adottati dalle regioni del Sud. La media nazionale è pari a circa 25 mila euro nel 2008. Calcolando un valore medio di mercato per un alloggio di circa 75 mq, in area periferica e in cattivo stato di manutenzione pari a 70-80.000 euro, la perdita per il settore pubblico nel solo periodo 2000-2008 è pari a 4,5 miliardi di euro. Dal 1993 a oggi sono stati venduti circa 180 mila alloggi. Il comma 12 dell'articolo 12 del DL 98/2011 ha riproposto la formula più volte bocciata dalla Corte costituzionale che incita a una pressoché totale dismissione del patrimonio di ERP. In sostanza: si punta a vendere il patrimonio ERP (obiettivo già più volte annunciato e a scadenze annuali regolari, in particolare dal 2005), presumibilmente con i criteri dell'articolo 13 del DL 112 (determinazione del prezzo di vendita delle unità immobiliari in proporzione al canone di locazione; riconoscimento del diritto di opzione all'acquisto per l'assegnatario; destinazione dei proventi delle alienazioni alla realizzazione di interventi volti ad alleviare il disagio abitativo), acquisendo il consenso delle Regioni, attraverso accordi gestiti centralmente. Gli immobili non venduti agli assegnatari dovrebbero essere ceduti a fondi immobiliari, in cambio di quote dei Fondi agli Enti proprietari, a

¹⁷ Corte dei Conti, *Relazione sulla gestione dell'Edilizia Residenziale Pubblica*, 2007.

meno che gli alloggi ERP non vengano posti in liquidazione; in tal caso le quote dei Fondi sarebbero assegnate alle Regioni in cambio degli immobili.¹⁸

Sono regolati da complesse leggi regionali e in seguito alla modifica del Titolo V della Costituzione è difficile agire con una politica unitaria di valorizzazione. Crediamo che sia forse è arrivato il momento di un'azione straordinaria. Censire il patrimonio, scegliere quegli alloggi non più "popolari" per essere venduti agli inquilini (si stima dai 300 ai 400 mila alloggi), ristrutturare la gestione del restante e allocare i proventi al fine di una migliore gestione di quello che rimane e per ridurre il debito pubblico. Ipotizzando una media di 100 mila euro per alloggio nei prossimi 5 anni si potrebbero ottenere proventi per la riduzione del debito pari 30-40 miliardi di euro.

Il patrimonio immobiliare demaniale e della difesa

Va osservato che le stime dei valori degli immobili contenute nel Conto patrimoniale della PA riguardano solo gli immobili del patrimonio indisponibile e disponibile. Non includono i beni immobili demaniali. Essi sono composti da cimiteri, mercati, strade, piazze, opere pubbliche, ma anche da immobili di interesse storico e culturale (anche se non sempre non di "particolare" interesse storico e culturale)¹⁹. Di questi ultimi non si esiste, come noto, una valutazione di mercato. Si stima che il numero di essi sia circa un quarto di quelli patrimoniali. Considerato che un edificio storico mediamente ha un valore molto più alto di un edificio non storico, è evidente che il valore di questo patrimonio è di alcune volte superiore al valore dei immobili del patrimonio indisponibile e disponibile che abbiamo valutato. D'altra parte i vincoli che gravano su di essi rendono una valutazione commerciale estremamente problematica. Va osservato comunque che il passaggio di un bene dal regime demaniale a quello patrimoniale è un atto amministrativo di competenza del Ministero dell'Economia e delle Finanze e del Ministero dei Beni Culturali. Il problema è quindi quello di individuarli attraverso metodi da cui possa emergere se la loro collocazione nel demanio sia realmente compatibile i criteri della demanialità o se una parte di essi non debbano invece passare al patrimonio.

¹⁸ Camera dei Deputati VIII Commissione permanente (Ambiente, Territorio e Lavori Pubblici), Audizione "Misure per promuovere l'accesso all'abitazione" Martedì, 27 marzo 2012 Sintesi delle Proposte Federcasa.

¹⁹ Nel lavoro di redazione del Conto patrimoniale della PA abbiamo avuto modo di leggere molti Conti del patrimonio degli Enti locali. Abbiamo osservato, spesso, una grande quantità di immobili che venivano inseriti nei beni immobili demaniali e quindi non valutati. Ad esame più attento emergeva che molti di quei beni non avevano le caratteristiche per essere considerati demaniali. La ragione per la quale erano inseriti in quella categoria era quindi probabilmente legata al fatto che mancano nel comune in questione le competenze o i mezzi per valutarli. Dal nostro campione di osservazioni il fenomeno è molto diffuso. Cfr. E. Reviglio, *Il Conto patrimoniale della Amministrazioni Pubbliche*, U. Mattei, E. Reviglio, S. Rodotà, *Invertire la rotta. Idee per una riforma della proprietà pubblica*, Il Mulino, Bologna, 2007, pp. 265-312.

Sul fronte del patrimonio immobiliare della Difesa (le caserme, ma non solo) dopo una decina d'anni di "negoziazioni" con il Ministero della Difesa si è riusciti ad individuare due liste per un totale di circa 2 miliardi di euro di beni da dismettere. Certamente molto poco rispetto a quello che potenzialmente potrebbe essere liberato e venduto perché, in realtà, non più necessario alle funzioni del Ministero della Difesa.²⁰

Le concessioni²¹

Il progetto è quello di creare una Società delle Concessioni in cui accentrare la riscossione dei proventi. A fronte dei flussi di cassa la Società emette titoli sul mercato. I proventi vengono retrocessi allo Stato a riduzione del debito pubblico.

Il Piano prevede un anno per realizzare la valorizzazione dei flussi di concessione (revisione dei corrispettivi, allungamento della vita delle concessioni, razionalizzazione dei sistemi di riscossione, etc.).

Al momento sono stati individuati i seguenti concessioni dello Stato:

1. Utili da concessionari lotterie e bingo²²
2. Demanio marittimo²³
3. Altri demani naturali²⁴

I proventi annuali di questi flussi sono pari a circa 2.1 miliardi di euro. In seguito ai processi di valorizzazione si potrebbero aumentare i rendimenti e così facendo ottenere flussi capitalizzati pari a 30-40 miliardi di euro (Fonte MEF).

Le partecipazioni

CDP si costituisce come società di gestione, valorizzazione e eventuale privatizzazione del portafoglio detenuto. La sua missione è industriale; ma CDP è anche in parte un "veicolo di

²⁰ Per tutti, G. Vaciago, *Gli immobili pubblici.....ovvero, purché restino immobili*, in U. Mattei, S. Rodotà, E. Reviglio, *Invertire la rotta*, op. cit., pp. 167-191.

²¹ Sul tema cfr. M. D'Alberti e E. Reviglio, Rapporto "Analisi delle concessioni su infrastrutture e risorse naturali", studio realizzato per Patrimonio dello Stato/DGT, mimeo 2006; M. de Benedetto (a cura di), *Spiagge in cerca di regole. Studio d'impatto sulle concessioni balneari*, AREL, Il Mulino, Bologna, 2011; M. De Benedetto, *Alcune considerazioni comuni alla materia delle risorse naturali*, e N. Rangone, *Infrastrutture essenziali ad operare nei servizi pubblici ed altri beni a destinazione pubblica*, in U. Mattei, E.Reviglio, S. Rodotà, *I Beni pubblici. Dal governo democratico dell'economia alla riforma del Codice civile*, Edizione Bardi, Accademia del Lincei, Roma, 2010.

²² Lotterie nazionali ad estrazione istantanea; esercizio del gioco del bingo.

²³ Canoni/indennità relative ai beni di demanio idrico; canoni/indennità relative ai beni di demanio marittimo.

²⁴ Proventi miniere pertinenti allo Stato; diritti prospezione e ricerca mineraria Canoni/indennità relative a beni di demanio aeronautico.

privatizzazione”. Il suo obiettivo è quindi quello di creare valore attraverso una gestione dinamica del portafoglio e, laddove possibile, accompagnare le imprese verso il mercato.

L’eventuale intervento di CDP a favore della riduzione dello *stock* di debito pubblico dovrebbe seguire le raccomandazioni contenute nel punto 2b) della Sezione 4 sopra.

Inoltre, sulle aziende acquisite CDP può fare ”leva” attirando investitori italiani e internazionali in posizione di azionisti di minoranza in vario modo.

La gestione delle partecipazioni di CDP non sarebbe quindi creata meramente per esigenze di finanza pubblica. Il Paese si potrebbe, infatti, dotare di uno strumento capace di avviare un’azione di rafforzamento industriale, di riordino e di ristrutturazione, eventuale privatizzazione parziale o totale, del sistema delle imprese dello Stato, soprattutto di quelle degli Enti Locali. Su questo fronte, la missione industriale di CDP potrebbe dare un contributo incisivo e importante al rafforzamento delle attività imprenditoriali e di servizi degli EL, con evidenti effetti positivi sulla finanza pubblica e sulla crescita economica.

Prime stime sui flussi di cassa generabili da dividendi e altri ricavi ordinari confermano il pieno equilibrio a cui CDP potrebbe puntare.

Il potenziale portafoglio di CDP può essere diviso in 4 cluster:

1. Le partecipazioni in società quotate acquisite dallo Stato.
2. Le partecipazioni nelle società non quotate che potrebbero essere acquisite dallo Stato.
3. Le partecipazioni nelle società quotate acquisite dagli EL.
4. Le partecipazioni nelle società non quotate acquisite dagli EL, circa 5.500 aziende (escluse le partecipate di secondo e terzo livello) di cui 2.800 nei servizi pubblici locali.

Allungamento e riduzione del costo del debito

Proposte di Riduzione del Costo del Debito

Nella Tabella 3 (cfr. sotto) sono sintetizzate le principali proposte, già elaborate e presentate nel dibattito, che prevedono una qualche forma di utilizzo del patrimonio pubblico o un qualche intervento (coercitivo) sul patrimonio privato volti a ridurre il costo del nostro debito pubblico e/o a prolungarne la durata. Come nel caso della discussione sull’abbattimento del debito pubblico (cfr. sopra, cap. 3), anche nel caso in esame si muove da una valutazione qualitativa delle principali

proposte in campo (*low to high*), confrontando i rischi principali (rischio di introdurre nuovi strumenti di debito che hanno un elevato tasso di sostituzione rispetto alla domanda per i tradizionali titoli di Stato; rischio di esecuzione) rispetto ai potenziali benefici in termini di effetto complessivo sul costo della raccolta.

Tabella 3 – Proposte di riduzione del costo del debito pubblico

TIPOLOGIA	CONCETTO GENERALE	ESEMPI PROPOSTE DI RIFERIMENTO	RISCHIO DI MKT FRAGMENTATION	POTENTIAL MKT DEMAND	COST EFFECTIVENESS
Emissioni Domestiche					
COVERED BOND	Titoli di Stato Italiani collateralizzati da asset (es. immobili) oppure da <i>first claim</i> su entrate tributarie (es. crediti IVA)	Vegas, Zingales	●	○	◐
Euro Union Bond					
TITOLI DI STATO GARANTITI DAL FONDO-SALVA STATI	L'Italia emette Titoli di Stato garantiti del Fondo Salva Stati, a fronte di garanzie reali (<i>collateral</i>) contribuito dall'Italia al fondo salva stati	Ministro delle Finanze delle Finlandia	◐	●	●
EUROBOND	Bond con la garanzia <i>joint and several</i> dei paesi dell'Unione, emessi secondo vari schemi che si differenziano per la destinazione dei fondi (es. riduzione del debito vs. investimenti), natura della garanzia, modalità di rimborso (es. tax revenue, trasferimenti etc.), soggetto emittente etc.	Jacques Delors, Breugel, Amato-Verhofstadt, Prodi-Quadrio Curzio	○	●	●
Hybrid Euro-Covered Bond*					
EUROBOND BACKED DA COVERED BOND	Su richiesta di un paese dell'Unione, l'Eurobond viene emesso e on-lent con un prestito <i>back-to-back</i> garantito da asset reali (ovvero da un <i>covered bond/loan</i> emesso dal paese richiedente e sottoscritto dai paesi dell'Unione).	Masera-Bivona	○	●	●

* tecnicamente è un eurobond

● HIGH ◐ MEDIUM ○ LOW

Quasi tutte le proposte prevedono qualche forma di segmentazione del mercato nella misura in cui parte della garanzia per l'emissione di bond è rappresentata da *asset* di patrimonio pubblico o garanzia diretta dei singoli Stati nazionali. La segmentazione del mercato produrrebbe inevitabilmente un aumento degli spread sulla parte junior del debito, che sarebbe comunque la parte maggiore, con un risultato finale negativo, in termini di costo complessivo del debito pubblico. È evidente che questo rischio è maggiore per le soluzioni “domestiche” (Vegas, Zingales) dove la garanzia è rappresentata direttamente da *asset* patrimoniali, mentre è inferiore nelle proposte che prevedono forme di collateralizzazione del rischio tra Stati (Eurobond).

Nessuna delle proposte in campo tiene, tuttavia, in considerazione la possibile ipotesi di

riduzione dell'onere del debito attraverso un "appiattimento" della curva dei rendimenti ottenuta grazie all'allungamento volontario (favorito da un giusto mix di incentivi fiscali) delle scadenze. Una proposta del genere rappresenta il nostro contributo per aprire nuove prospettive di riduzione del costo del debito pubblico.

La gestione del debito pubblico e la curva dei rendimenti

Le proposte sopra esaminate, pur se caratterizzate dai limiti detti, perseguono tre obiettivi condivisibili. Infatti, esse mirano variamente a:

- i. ridurre la quota del debito pubblico italiano da collocare sul mercato finanziario internazionale e interno, almeno fintanto che perdura la fase acuta di crisi europea dei debiti sovrani;
- ii. ridurre gli oneri finanziari su tale debito, almeno fintanto che vi sono tensioni sul differenziale di rendimenti fra titoli dei Paesi 'periferici' e titoli dei Paesi 'forti' dell'Uem;
- iii. come conseguenza dei punti (i) e (ii), diminuire l'entità dell'avanzo primario necessario per soddisfare le clausole di consolidamento dei bilanci degli Stati membri dell'Uem imposte dal doppio vincolo (tetto dello 0,5 per il *deficit* strutturale, riduzione annua di 1/20 della differenza fra effettivo rapporto debito pubblico/Pil e soglia del 60%) che caratterizza il *fiscal compact*.

In linea di principio, il punto (i) potrebbe essere anche soddisfatto da un allungamento nella struttura temporale del nostro debito pubblico e il punto (ii) da una più attiva utilizzazione delle opportunità offerte dalla curva temporale dei rendimenti sui corrispondenti titoli. Di fatto però, le soluzioni di mercato per i punti (i) e (ii) sono attualmente in aperto contrasto. Data la discreta aderenza della "curva temporale dei rendimenti" del nostro debito a una "curva ben conformata", il punto (i) richiederebbe infatti un allungamento delle scadenze ma il punto (ii) un accorciamento delle stesse scadenze.

La nostra proposta è di superare l'attuale contrasto di mercato, e di soddisfare così i punti (i)-(iii), mediante un disegno di incentivi (la postergazione della tassazione sugli interessi, al 12,5%, al momento del rimborso del capitale) e disincentivi (la tassazione immediata, e al 20%, in caso di cessione dei titoli prima della loro naturale scadenza) per una parte dei possessori dei titoli italiani del debito pubblico che abbia il triplice effetto di allungare le scadenze di questo debito, di schiacciare la curva temporale dei relativi rendimenti e di difendere e migliorare la "buona

conformazione” di tale curva. E’ quasi superfluo aggiungere che un simile disegno di incentivi non dovrebbe avere, per definizione, alcun carattere forzoso.

La proposta si articola in tre passaggi. Primo: al fine di rafforzare l’impatto dello schema di incentivo disegnato nel secondo passaggio, si prevede di equiparare la tassa sui rendimenti dello *stock* e dei nuovi flussi dei titoli pubblici italiani a quella di tutte le altre rendite finanziarie per la parte di titoli che non vengano detenuti fino alla scadenza ma che siano ceduti sul mercato da parte di chi li ha in portafoglio al momento dell’entrata in vigore della proposta stessa (1 settembre 2012). Secondo: i detentori di titoli pubblici che hanno durata pari o superiore ai cinque anni, che sono stati emessi con un tasso di interesse pari o inferiore a quello vigente (per la stessa tipologia di titoli) nell’ultima emissione del 2010 e che andranno in scadenza dopo il 1 settembre 2012, possono fruire del posponimento delle tasse dovute sui relativi rendimenti in cambio del rinnovo alla scadenza dei titoli in loro possesso per una durata pari e a tassi identici a quelli del vecchio titolo. Terzo: vi è piena libertà di scelta (adesione o rifiuto della proposta) per tutti i possessori di quelle classi di titoli pubblici, inclusi nel disegno di incentivo. Ognuno dei tre passaggi richiede qualche specificazione; e soprattutto il secondo passaggio, che è quello cruciale per la proposta, deve essere oggetto di una serie di approfondimenti.

Il terzo passaggio è così ovvio da non richiedere troppe parole. Esso è giustificato dall’esigenza di eliminare qualsiasi commistione fra la proposta in esame e forme di ristrutturazione del debito pubblico italiano. E’ peraltro altrettanto ovvio che un incentivo non coercitivo, per quanto ben disegnato, può fallire e – per di più – ha esiti quantitativi sempre incerti. Il primo passaggio ha una triplice finalità: rendere più appetibile l’incentivo per i detentori delle classi coinvolte di titoli del debito pubblico (la posposizione della tassazione è comunque vantaggiosa ma lo è ancor di più se, in caso di vendita prima della scadenza, questa stessa tassazione è innalzata al 20%); ridurre l’ammontare delle transazioni sul mercato secondario in modo da indebolire la pressione verso l’alto sui rendimenti; attenuare l’impatto negativo per le entrate statali che deriva dal posponimento di parte della tassazione sui rendimenti dei titoli pubblici. Tale passaggio ha, però, anche due controindicazioni. In una fase di tensione per le nostre aste di titoli pubblici e di potenziale liquidazione delle posizioni in titoli sovrani dei Paesi ‘periferici’ dell’Uem, accrescere la tassazione su nostri titoli potrebbe rafforzare la fuga dei potenziali acquirenti e/o i loro disinvestimenti. Inoltre, differenziare la tassazione fra titoli portati a scadenza e titoli oggetto di *trading* potrebbe indurre una inefficiente segmentazione del mercato e un eccesso di costi amministrativi.

Per valutare l'opportunità di attuare o meno il primo passaggio, si può aggiungere che – sulla base dei dati disponibili (*Bollettino delle entrate*, diffuso nel mese di maggio dal Dipartimento delle entrate e dal MEF) – il posponimento dell'imposta sostitutiva sui rendimenti dei titoli del debito pubblico italiano non causerebbe una caduta diretta troppo severa del gettito immediato. Anche tenendo conto degli accresciuti rendimenti sui titoli e della “rinazionalizzazione” dei detentori di una parte del debito di nuova emissione, nel 2012 il gettito totale di questa imposta è stimabile in 5 miliardi di euro (con un tasso di crescita pari a circa il 20% rispetto al 2011). Posto che il posponimento peserebbe solo sull'ultimo quadrimestre 2012 e – dunque - su una quota di titoli inferiore a 1/3 del totale delle emissioni annue, un'adesione alla proposta pari a 1/3 del potenziale determinerebbe una caduta del gettito non superiore ai 500 milioni di euro per il 2012 e pari a circa 1.500 milioni di euro per il 2013. Una tale caduta di gettito sarebbe largamente compensata se lo schema di incentivo producesse l'effetto atteso in termini di allentamento delle tensioni sul mercato secondario e di riduzione delle emissioni da collocare sul mercato primario. Sarebbe sufficiente, al riguardo, una diminuzione di un punto sui tassi di rendimento dei titoli da rinnovare fra la seconda parte del 2012 e il 2013 (circa 215 miliardi, inclusi circa 100 miliardi di Bot annuali) rispetto ai tassi correnti; a ciò andrebbe aggiunto che questa riduzione dei tassi avrebbe un corrispondente impatto sui rendimenti dello stock di titoli italiani del debito pubblico che sono a medio-lungo termine e a tasso variabile (circa 140 miliardi di euro). La conclusione è che, nel valutare l'opportunità del primo passaggio, i *policy maker* devono soprattutto valutare l'impatto di un rafforzamento degli incentivi. Si aggiunga, per chiarezza, che la nostra proposta rimarrebbe in piedi anche sopprimendo il primo passaggio.

Come si è già detto, il cuore della nostra proposta è però racchiuso nel secondo passaggio.

Innanzitutto, vale forse la pena di chiarire perché si limiti l'incentivo del posponimento della tassazione a determinate classi di titoli. Si tratta di non incentivare al rinnovo quei detentori di titoli pubblici italiani, che li hanno acquisiti a tassi di rendimento troppo elevati e – dunque - troppo onerosi per lo Stato italiano. Come è noto, dopo il tracollo dei mercati finanziari internazionali fra la fine del 2008 e i primi mesi del 2009, il mercato europeo dei debiti sovrani aveva segnalato tensioni fin dall'autunno e dall'inverno del 2009 e – successivamente – fra l'estate e l'autunno del 2010. Nonostante la presenza di picchi di volatilità in quei periodi, con gli occhi di oggi gli *spread* erano bassi; va tenuto, peraltro, conto che un dato *spread* dipende anche dai livelli dei tassi di interesse dei Paesi ‘forti’. In ogni caso dall'aprile del 2011, pur se con alcuni periodi di tregua, gli *spread* e i tassi sui titoli pubblici italiani sono stati mediamente molto elevati. Si potrebbe sostenere che la

nostra proposta di selezione per emissione temporale causi distorsive segmentazioni nel mercato dei titoli pubblici; tuttavia non si tratta di un rischio troppo serio perché, nel caso in esame - a differenza di altre proposte, ci si limita a incidere sulla maturità dei portafogli degli investitori.

Più complessa è la questione dei termini del rinnovo che fanno scattare l'incentivo. Il secondo passaggio prevede che i tassi di rendimento siano uguali a quelli dei vecchi titoli. La *ratio* è evidente: combinandosi con la selezione dei titoli sottoposti a incentivo, ciò ha il fine di abbassare l'onere finanziario su una parte del debito e costituisce un potente attrattore verso il basso per i tassi di rendimento delle corrispondenti aste dei nuovi titoli pubblici di pari durata da collocare sul mercato. La clausola potrebbe, però, essere così penalizzante rispetto alle aspettative di rendimento degli investitori da vanificare gli incentivi indotti da un posponimento delle tasse. La nostra proposta è, quindi, flessibile. Riteniamo ragionevole introdurre qualche forma di aggiustamento, definita ex ante, fra gli effettivi esiti di mercato dell'asta e il tasso di rendimento dei titoli rinnovati. Si potrebbe, per esempio, assumere che il tasso di rendimento sui titoli rinnovati sia pari a quello sui vecchi titoli corretto in misura pari al 50% della differenza fra il tasso dell'asta per quella tipologia di titoli e il tasso sui vecchi titoli. Si potrebbe ritenere che un meccanismo del genere tutelerebbe anche lo Stato rispetto all'eventualità di un *trend* discendente sui tassi di rendimento dei titoli pubblici. Non va però dimenticato che lo Stato può sempre ritirare l'incentivo concesso.

In terzo luogo va chiarito che, fino al momento di vigenza della nostra proposta di incentivo, la detassazione sul rendimento per le date classi prescelte di titoli pubblici si riprodurrebbe ogni qual volta i detentori decidessero di rinnovare – scadenza dopo scadenza – un equivalente *stock* di titoli a tassi invariati (o aggiustati) di interesse. Al limite, in mancanza di future innovazioni legislative, i detentori di queste classi di titoli potrebbero trasformarli in un *consol* - ossia in un titolo con un invariante tasso annuale di rendimento e privo di scadenza.

Infine, va deciso se applicare al posponimento della tassazione interessi predefiniti. E' evidente che, qualora sia maggiore di 0, tale tasso di interesse deve essere comunque inferiore al presunto tasso medio di preferenza intertemporale dei possessori di titoli del debito pubblico italiano, pena l'inefficacia del disegno di incentivo. Un tasso pari a 0 rende semplice ed efficace il disegno di incentivo ma pesa negativamente sulle entrate pubbliche. D'altro canto, oltre un certo numero di rinnovi, un tasso di interesse positivo potrebbe rendere così oneroso il pagamento delle tasse dovute da spingere l'investitore a concepire il suo titolo del debito pubblico alla stregua di un *consol*. Il che, se perdurassero le tensioni nella gestione del debito sovrano europeo, sarebbe molto positivo per il bilancio pubblico.

La conclusione è che i tre passaggi, che stanno alla base della nostra proposta e che possono essere variamente declinati e ricomposti, dovrebbero disegnare uno schema di incentivo capace di: (i) ridurre, a parità dello *stock* di debito pubblico e della sua maturità, l'ammontare delle emissioni da collocare sul mercato fin dal prossimo autunno mediante un allungamento della scadenza del nostro debito; (ii) far diminuire i rendimenti su una parte dei titoli pubblici a scadenza media e lunga; (iii) ridurre gli oneri finanziari che pesano sul nostro bilancio pubblico, grazie a un'attrazione verso il basso dei relativi rendimenti (specie di medio-lungo periodo) sia nel mercato primario che in quello secondario.

Gli effetti attesi in termini di riduzione del rapporto debito/PIL

La tabella 4 sintetizza i principali interventi del Piano di riduzione del debito.

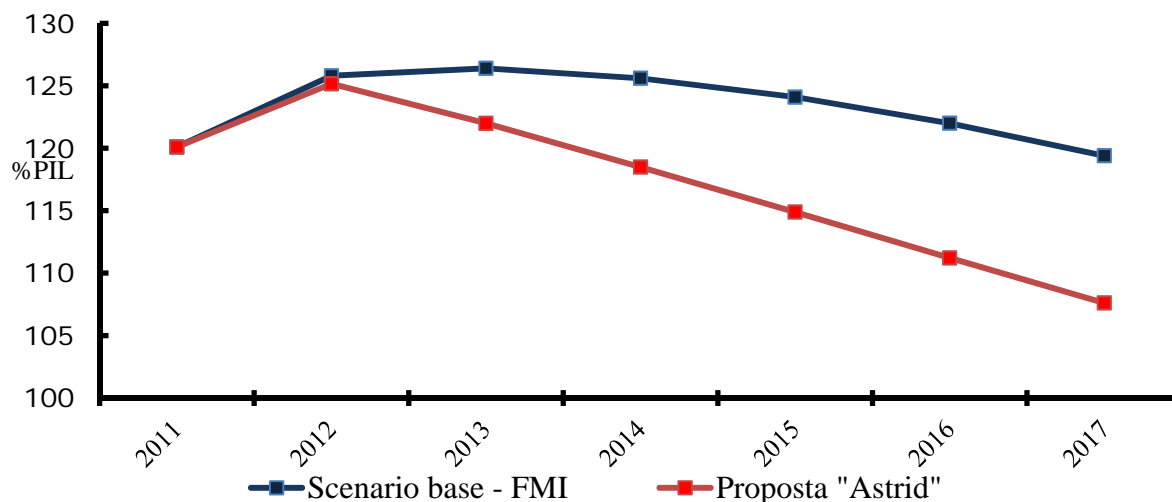
Tabella 4 – Un mix di interventi per la riduzione del debito, 2012-2017 (valori in mld di euro)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Totale
IMMOBILI		19	14	14	15	10	72
<i>Stato/federalismo demaniale</i>		5					5
<i>Stato/beni difesa-sedi province</i>		2	2	2			6
<i>Regioni/EL</i>		3	3	3	3	3	15
<i>enti previdenziali</i>		4	4	4	2	2	16
<i>ERP (Edilizia Residenziale Pubblica)</i>		5	5	5	10	5	30
CONCESSIONI		10	10	10			30
PARTECIPAZIONI (MEF+ EELL)	10	10	10	5	5		40
vincoli di portafoglio sugli ENTI PREVIDENZIALI		6	6	1	1	1	15
Tassazione CAPITALI dalla Svizzera		13,5	0,8	0,8	0,8	0,8	16,7
TOTALE operazioni straordinarie	10	58,5	40,8	30,8	21,8	11,8	173,7
Riduzione costo del debito		1	1	1	1	1	5
TOTALE	10	59,5	41,8	31,8	22,8	12,8	178,7
%PIL¹	0,6%	3,8%	2,6%	2,0%	1,4%	0,8%	11,5%

Nota: ¹I pesi sono calcolati anno per anno considerando valori del PIL a prezzi correnti stimati dal FMI, Italy Article IV Consultation", IMF Country Report No. 12/167WEO 2012 (aprile). Il peso complessivo del mix di interventi riportato nell'ultima colonna è invece in funzione del PIL stimato (stessa fonte) al 2012.

La Figura 2 simula il possibile sentiero di riduzione del rapporto debito/PIL a seguito degli effetti in termini di riduzione dello stock, avanzo primario e spesa per interessi.

Figura 2 – Un possibile percorso di rientro del rapporto debito/PIL



Nota: Lo scenario base è rappresentato dalle stime del FMI contenute nel rapporto "Italy Article IV Consultation", IMF Country Report No. 12/167WEO 2012 (aprile). Per la simulazione si sono considerati gli scenari di crescita e tasso di interesse implicito contenute nello stesso rapporto.

La tabella 5 sintetizza i risultati dell'esercizio di simulazione riportando gli effetti attesi in funzione delle determinanti della dinamica del rapporto debito/PIL: avanzo primario, effetto *snow-ball* e componente residuale (SFA). Tale componenti vengono calcolate sia per lo scenario di riferimento previsto dal FMI e sia rispetto la proposta "Astrid".

L'effetto complessivo è di una riduzione graduale del rapporto debito/PIL che dovrebbe attestarsi intorno al 107,6% nel 2017, ben al di sotto della soglia del 116% ritenuta *safety* dal FMI.. Lo scenario potrebbe essere più favorevole anche in misura di un allentamento delle tensioni sui tassi di interesse che si potrebbe realizzare nella misura in cui i mercati giudicassero credibile e solido il piano di riduzione del debito. Inoltre, qualora i risparmi maturati in termini di spesa per interessi fossero parzialmente o totalmente utilizzati per aumentare l'avanzo primario allora l'effetto complessivo cumulato potrebbe essere ancora maggiore²⁵.

²⁵ Si stima che tale ulteriore riduzione della spesa per interessi cumulata dovuta alla riduzione dello stock possa essere nell'ordine dell'1% del PIL nel periodo 2013-2017.

Tabella 5 – Le determinanti della riduzione del rapporto debito/PIL

Scenario base - FMI	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
tasso di interesse implicito	4,2%	4,6%	4,7%	4,9%	5,1%	5%	5%
tasso di crescita nominale del PIL	1,7%	-0,7%	1,3%	2,3%	2,6%	3%	3%
Avanzo primario (% PIL)	-1,0	-3,0	-4,2	-4,5	-4,7	-5,2	-5,6
effetto snow-ball		6,4	4,1	3,6	3,2	3,0	3,1
Stock flow adjustment		2,29	0,7	0,1	0,0	0,1	-0,1
Var. debito/PIL		5,7	0,6	-0,8	-1,5	-2,1	-2,6
Debito (% PIL)	120,1	125,8	126,4	125,6	124,1	122	119,4
Proposta "ASTRID"	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>impatto dell'intervento</i>		0,6%	3,7%	2,6%	1,9%	1,3%	0,7%
Avanzo primario (% PIL)		-3,0	-4,2	-4,5	-4,7	-5,2	-5,6
effetto snow-ball		6,4	4,1	3,5	3,0	2,8	2,8
Stock flow adjustment		1,7	-3,0	-2,5	-1,9	-1,3	-0,8
Var. debito/PIL		5,0	-3,1	-3,7	-3,8	-4,0	-4,0
Debito (% PIL)	120,1	125,2	122,0	118,5	114,9	111,2	107,6

Nota: Lo scenario base è rappresentato dalle stime del FMI contenute nel rapporto "Italy Article IV Consultation", IMF Country Report No. 12/167WEO 2012 (aprile). Per la simulazione si sono considerati gli scenari di crescita e tasso di interesse implicito contenute nello stesso rapporto. Il contributo dell'intervento nella riduzione del rapporto debito/PIL agisce una riduzione della componente residuale (SFA) che a sua volta contribuisce alla riduzione dello stock. La simulazione potrebbe tuttavia sottostimare l'effetto netto nella misura in cui mantiene esogeno il livello implicito dei tassi di interessi che dovrebbe invece diminuire a fronte di un piano credibile di rientro del debito. Inoltre, la riduzione dello stock fa diminuire la spesa per interessi che a parità di altre condizioni (invarianza delle scelte di politica fiscale) dovrebbe fare aumentare l'avanzo primario.

5. Conclusioni e prossimi passi

Il programma, elaborato dal nostro gruppo di lavoro e sintetizzato nelle pagine precedenti, ci spinge a sollecitare l'attuale Governo affinché realizzi una grande riforma del patrimonio pubblico e una più efficiente gestione del debito pubblico. Il Governo Monti gode di alta reputazione internazionale e ha avviato iniziative rilevanti per ridare al Paese una stabilità di breve termine e una competitività di medio-lungo. Esso è, quindi, nella posizione ideale per mettere in atto operazioni straordinarie sullo *stock* del proprio debito. Insieme all'attuazione del processo di creazione di un consistente avanzo primario, tali operazioni dovrebbero portare il rapporto debito pubblico/Pil al di sotto del 100 per cento nell'arco di otto anni. L'insieme delle operazioni straordinarie proposte vale, infatti, intorno ai 200-250 miliardi di euro in otto anni, ossia mira a una riduzione annuale del debito pubblico oscillante fra 1,5 e 2,5 punti percentuali.

Come si è ribadito fino alla noia, il processo da noi elaborato non si concentra su una singola e decisiva iniziativa ma poggia su un articolato percorso a più tappe. Dobbiamo, infatti, confessare di giudicare “fuori dalla realtà” qualsiasi proposta che contempra il trasferimento in “un sol colpo” di tutte le attività patrimoniali pubbliche. Si noti inoltre che la riforma del patrimonio pubblico, come da noi delineata, potrebbe ridare efficacia alla gestione dei beni immobili pubblici e a quella delle concessioni e delle partecipazioni e potrebbe accrescere l’efficienza delle imprese che sono ancora parzialmente o totalmente nella proprietà della PA. Il nostro processo tende, infatti, a riordinare i beni della collettività, a valorizzare il territorio e le città, a creare attività economiche intorno alle varie iniziative coinvolgendo maestranze e professionisti di vari settori (dalla finanza all’artigianato, dalle costruzioni alle nuove tecnologie per l’efficienza energetica). Insomma: esso porta a un uso del patrimonio pubblico non (solo) in ragione della sua vendibilità, ma anche del rendimento della sua valorizzazione e del suo impatto positivo sulla crescita. Si noti, infine, che una più efficiente gestione del patrimonio pubblico potrebbe segnalare ai mercati internazionali che l’Italia è capace di attrarre una parte rilevante dell’ingente ricchezza finanziaria netta detenuta dalle proprie famiglie e di battere, così, le scommesse negative sulla tenuta del suo debito pubblico effettuate da grandi investitori internazionali.

La nostra proposta mira anche alla riduzione del costo del debito attraverso un disegno di incentivi fiscali che abbia il duplice effetto di: allungare le scadenze e di schiacciare la curva temporale dei relativi rendimenti. In questo modo si avrebbe un debito più stabile, un minore costo del suo servizio e quindi un maggiore avanzo primario.

Nel documento è contenuta, infine, una sintesi critica delle principali proposte Taglia-Debito che sono state fin qui elaborate, evidenziandone pregi e inconvenienti.