



**Audizione del Presidente
dell'Ufficio parlamentare di bilancio**

**nell'ambito dell'attività conoscitiva
preliminare all'esame della Nota di
aggiornamento del Documento di
economia e finanza 2020**

**Commissioni riunite
V (Bilancio, Tesoro e Programmazione)
della Camera dei deputati e
5ª (Bilancio) del Senato della Repubblica**

12 ottobre 2020

Indice

1.	IL QUADRO MACROECONOMICO	4
1.1	L'ECONOMIA MONDIALE	4
1.2	LE IPOTESI DELLA NADEF SULLE VARIABILI INTERNAZIONALI	5
1.3	LA CONGIUNTURA ITALIANA	6
1.4	LA VALIDAZIONE DEL QUADRO MACROECONOMICO	8
1.4.1	<i>La validazione del quadro macroeconomico tendenziale</i>	<i>9</i>
1.4.2	<i>Il quadro macroeconomico programmatico della NADEF</i>	<i>11</i>
1.4.3	<i>La validazione del quadro macroeconomico programmatico</i>	<i>12</i>
1.4.4	<i>Una riflessione sulla validazione delle previsioni macroeconomiche presentate nella NADEF</i>	<i>14</i>
1.5	ALCUNI FATTORI DI RISCHIO DELLA PREVISIONE	15
2.	LA FINANZA PUBBLICA	16
2.1	IL QUADRO TENDENZIALE	16
2.2	IL QUADRO PROGRAMMATICO	20
2.3	L'EVOLUZIONE PROGRAMMATICA DEL DEBITO	24
2.3.1	<i>Impatto del programma di acquisti dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani</i>	<i>25</i>
3.	ALCUNI APPROFONDIMENTI SULLA DINAMICA DEL DEBITO IN RAPPORTO AL PIL	28
4.	LA RELAZIONE AL PARLAMENTO AI SENSI DELLA L. 243/2012	29

1. Il quadro macroeconomico

1.1 L'economia mondiale

La pandemia da COVID-19 ha stravolto l'economia mondiale. I provvedimenti di distanziamento sociale adottati per arginare il diffondersi del virus sono risultati efficaci dal punto di vista sanitario ma hanno indotto un freno all'economia senza precedenti in periodi di pace. A risentirne negativamente sono stati sia il settore manifatturiero sia i servizi; il maggiore utilizzo dello *smart working* ha permesso il proseguimento di diverse attività a distanza, ma per quelle per cui tale modalità è preclusa (come nel settore del turismo, della ristorazione e del commercio) gli effetti sul fatturato sono stati fortissimi.

L'onda del contagio si è spostata dapprima da Est a Ovest; a partire dalla Cina ha inizialmente riguardato altri paesi asiatici, poi il vecchio continente e successivamente le Americhe. Al momento, mentre in paesi come India e Brasile la pandemia è ancora nella fase acuta del primo picco, in Europa si assiste ad una seconda ondata di contagi.

In Cina nel primo trimestre del 2020 l'attività economica ha registrato una forte contrazione, ma già nel secondo il PIL è tornato a espandersi. Nei maggiori paesi avanzati, in cui le restrizioni più severe sono state adottate tra marzo e maggio, è stato il secondo trimestre a soffrire maggiormente del calo produttivo. Tra la fine della primavera e l'estate l'economia ha iniziato a tornare alla normalità in diversi paesi, grazie a una ripresa molto sostenuta ma non ancora sufficiente a recuperare i livelli pre-crisi.

La recessione globale ha indotto rapidamente un eccesso di offerta delle materie prime. Tra l'inizio di gennaio e la terza decade di aprile il greggio ha perso i $\frac{3}{4}$ del proprio valore, passando da una quotazione di 66 a 16 dollari per barile. Grazie agli accordi sui tagli produttivi di quasi 10 milioni di barili al giorno, intervenuti sul finire di aprile tra i paesi OPEC+, i prezzi hanno lentamente iniziato a recuperare. Nel mese di agosto le quotazioni del Brent si sono stabilizzate intorno ai 45 dollari per barile, ma più di recente il greggio è tornato nuovamente a indebolirsi, a causa di una domanda ancora modesta rispetto alla produzione e alle abbondanti scorte disponibili.

Le politiche economiche hanno velocemente risposto alla crisi. Oltre alle misure anticicliche adottate da diversi Stati, simili a quelle già sperimentate in passate recessioni, sono stati avviati interventi senza precedenti a livello sovranazionale. In Europa il *Next Generation EU* (NGEU) e il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) rappresentano delle novità sulla capacità di risposta comune a uno *shock* che ha colpito tutti gli Stati membri. Negli Stati Uniti la FED ha reso più espansiva la politica monetaria sia strutturalmente, modificando la strategia di perseguimento del doppio mandato di inflazione stabile e massima occupazione, sia attraverso un nuovo programma di acquisti di attività finanziarie. Il diverso orientamento tra le autorità monetarie del vecchio e del nuovo continente ha influito sui mercati valutari; il tasso di cambio dell'euro, che nei

confronti del dollaro aveva oscillato intorno a 1,10 nei primi cinque mesi dell'anno, si è apprezzato per poco meno del 6 per cento tra fine maggio e la prima decade di ottobre.

Se da un lato l'economia sembra aver intrapreso un sentiero di recupero, permangono rischi al ribasso ancora elevati, soprattutto con riferimento alla pandemia, che potrebbero determinare una dinamica produttiva più lenta se non stagnante.

1.2 Le ipotesi della NADEF sulle variabili internazionali

Il quadro delle variabili esogene internazionali della NADEF presenta rilevanti modifiche rispetto a quelle del DEF dello scorso aprile (tab. 1.1). Per quanto riguarda il commercio internazionale, le ipotesi sulla base delle quali è costruito il quadro macroeconomico (QM) risentono della diffusione della pandemia su scala globale, dalla primavera in poi. Per il 2020 e il 2021 le revisioni al ribasso rispetto alle ipotesi del DEF sono consistenti: la contrazione del commercio mondiale si intensifica di quasi cinque punti percentuali nel 2020, segnando quindi un minimo storico (-11,5 per cento); anche il recupero del 2021 viene ridimensionato, perdendo oltre un punto percentuale rispetto alla stima di aprile (dal 9,9 all'8,6 per cento). Nel biennio successivo gli scambi rallenterebbero, tornando progressivamente verso i valori medi storici (5,7 e 4,0 per cento rispettivamente). Per quanto riguarda la dinamica dei mercati esteri rilevanti per l'Italia, che vengono utilizzati dal MEF come variabile determinante della domanda estera, la correzione effettuata rispetto al DEF è minima per l'anno in corso (-0,4 punti) mentre il rimbalzo previsto per il prossimo anno appare ridotto di oltre due punti. Al contrario di quanto previsto per il biennio 2020-21, nei successivi due anni la dinamica dei mercati rilevanti risulterebbe più contenuta di quella del commercio mondiale, al 5,3 e 3,5 per cento rispettivamente.

L'ipotesi tecnica sui tassi di cambio (costanti al valore medio degli ultimi 10 giorni lavorativi di agosto) recepisce l'indebolimento del dollaro verificatosi a partire dai mesi primaverili; rispetto al DEF, l'apprezzamento della moneta europea ha superato il 4 per cento per l'anno in corso, mentre è di circa il 9 per cento per il 2021 (a 1,185 dollari per euro).

Nonostante il recente indebolimento, i prezzi del greggio in media d'anno della NADEF sono coerenti con le attuali quotazioni sia *spot* sia *future*; rispetto alle ipotesi di aprile sono stati rivisti al rialzo, in misura non trascurabile, a partire dall'anno in corso (a 42,4 dollari per barile da 38,3 ipotizzati nel DEF). Con il ritorno alla crescita del ciclo economico internazionale il prezzo del petrolio aumenta verso i 48 dollari per barile nel 2021, per poi superare la soglia dei 50 dollari alla fine dell'orizzonte di previsione.

Nel complesso, le variabili esogene utilizzate nella stesura della NADEF appaiono coerenti con le attese di mercato e delle istituzioni internazionali. Le ipotesi sono comunque soggette a un'incertezza estremamente elevata, per via dei molteplici fattori di rischio di natura sia epidemiologica sia economica.

1.3 La congiuntura italiana

La fase ciclica dell'economia italiana, complessivamente stagnante nel 2019, si è rapidamente deteriorata nella prima metà dell'anno in corso. Secondo gli ultimi conti economici trimestrali (pubblicati a inizio ottobre e coerenti con i dati annuali diffusi il 22 settembre) il PIL dell'Italia ha subito nel secondo trimestre un calo congiunturale del 13,0 per cento (corrispondente a un calo tendenziale del 18,0 per cento); la variazione acquisita per il 2020 è pari a -14,8 per cento. Rispetto alla stima Istat del 31 agosto le variazioni congiunturali e tendenziali del PIL nel secondo trimestre sono state riviste al ribasso (rispettivamente di due e tre decimi di punto).

Dal lato dell'offerta la dinamica congiunturale del valore aggiunto è risultata negativa in tutti i principali comparti produttivi (-3,7 per cento per l'agricoltura, -20,5 per l'industria e -11,3 per cento per i servizi). Per le componenti di spesa la contrazione degli investimenti fissi lordi (-16,2 per cento) è stata più marcata di quella dei consumi finali nazionali (-8,5 per cento); gli effetti della pandemia sono risultati particolarmente forti sui flussi di esportazioni e importazioni, con crolli rispettivamente pari a -26,4 e del -20,6 per cento. La variazione delle scorte ha sottratto alla crescita 1,2 punti percentuali, mentre la domanda nazionale (al netto delle scorte) e quella estera hanno fornito apporti negativi più consistenti (-9,6 e -2,3 punti percentuali rispettivamente; fig. 1.1).

La produzione industriale, dopo i crolli congiunturali durante il *lockdown* (di oltre 20 punti sia in marzo sia in aprile), ha recuperato rapidamente in maggio (42,1 per cento) e in misura più moderata nei tre mesi successivi (8,2, 7,4 e 7,7 per cento, rispettivamente); sulla base di tali dinamiche, il livello di attività in agosto è ritornato sui valori medi del 2019. Il PMI manifatturiero si è mantenuto in settembre in territorio espansivo (a 53,2 da 53,1 di agosto), consolidando la risalita dal minimo storico registrato in aprile (31,1); nello stesso mese, l'indice di fiducia della manifattura dell'Istat ha segnato il quinto incremento consecutivo. Nelle costruzioni al balzo del volume di attività in maggio (171,3 per cento congiunturale) è seguita una dinamica più moderata in giugno (13,8 per cento) e luglio (3,5 per cento); nella media maggio-luglio la produzione ha registrato un aumento di quasi il 40 per cento rispetto alla media febbraio-aprile, pur rimanendo inferiore di oltre sette punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Nel primo trimestre il volume di compravendite delle abitazioni si è ridotto del 27,2 per cento in termini congiunturali. Nell'indagine sul mercato delle abitazioni condotta da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa tra maggio e giugno circa due terzi degli operatori prospettano un calo dei prezzi delle abitazioni oltre i 12 mesi. Indicazioni più favorevoli giungono dai prezzi delle abitazioni che, nel secondo trimestre, sono aumentati (su base congiunturale e tendenziale) di oltre tre punti percentuali. Tale evoluzione si riferirebbe però soprattutto a contratti con condizioni perfezionate prima del *lockdown*; inoltre, i volumi di scambio sottostanti sono risultati estremamente limitati, rendendo quindi poco stabile la rilevazione sui prezzi. Più marcate sono risultate le conseguenze dell'emergenza sanitaria sul terziario: l'indice PMI servizi, dopo il minimo storico in aprile (a quota 10,8), si è portato in luglio in territorio espansivo (51,6), per poi ritornare sotto la soglia critica di 50 in agosto (47,1) e settembre (48,8). Per quanto riguarda l'insieme dei settori produttivi nel terzo trimestre l'indice composito della fiducia è aumentato sensibilmente, attestandosi comunque ben al di sotto della media di lungo periodo. L'incertezza di famiglie e imprese, misurata dall'indice UPB, si è lievemente attenuata in estate, dopo aver raggiunto un massimo storico nei mesi primaverili. Gli indicatori sintetici del ciclo economico sono concordi nel segnalare a settembre un recupero veloce ma parziale: l'indice coincidente della crescita di fondo della Banca d'Italia, ITA-coin, sebbene ancora in territorio negativo (-3,5) ha mostrato un sensibile incremento rispetto al minimo storico raggiunto in giugno, mentre l'IESI dell'Istat ha proseguito la tendenza positiva iniziata a

maggio, pur rimanendo distante dalla media del 2019. Il recupero dell'attività economica in atto emerge anche dalle variabili quantitative mensili più tempestive (fig. 1.2) che sono tornate su livelli prossimi a quelli dello scorso anno: il consumo di gas per usi industriali e i consumi elettrici in settembre sono migliorati per il quinto mese consecutivo, mentre le immatricolazioni di autovetture, dopo essersi annullate durante il *lockdown*, hanno progressivamente recuperato.

Il quadro congiunturale delineato suggerisce un rimbalzo del PIL di circa dodici punti percentuali nel terzo trimestre, seguito da una crescita che non supererebbe pochi decimi di punto a fine anno. L'attività industriale ha pressoché recuperato le perdite subite in primavera, mentre i servizi scontano ancora le esigenze di distanziamento sociale e un atteggiamento cauto dei consumatori. Vi sono inoltre forti rischi che la seconda ondata della pandemia comporti nuovi effetti recessivi, sebbene verosimilmente minori di quelli dello scorso semestre.

L'inflazione, anche con riferimento alla componente di fondo, resta molto debole per il forte calo dei prezzi delle materie prime energetiche e la carenza di domanda aggregata.

Le stime preliminari Istat per il mese di settembre segnalano una diminuzione dell'inflazione al consumo (-0,5 per cento per il NIC), mentre la componente di fondo si mantiene appena positiva (0,1 per cento). La variazione acquisita dei prezzi nel 2020 si attesta a -0,2 per cento per l'indice generale NIC, a fronte dello 0,6 per cento per la componente di fondo.

Nonostante la forte recessione le pressioni provenienti dal mercato del lavoro sono risultate positive. Nel secondo trimestre il costo del lavoro per unità di lavoro è aumentato in misura non trascurabile, per la riduzione congiunturale delle ore più marcata di quella del monte redditi da lavoro dipendente. Ne è risultato anche un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, pur a fronte dell'aumento del prodotto per ora lavorata.

In agosto, l'occupazione è tornata a crescere (0,4 per cento rispetto a luglio). Nello stesso mese è proseguito il calo degli inattivi (-0,5 per cento), mentre il tasso di disoccupazione si è attestato al 9,7 per cento (dal 9,8 di luglio), sebbene tra i giovani sia aumentato al 32,1 per cento (dal 31,8 del mese precedente).

La crescita congiunturale dell'occupazione in agosto ha interessato prevalentemente i lavoratori indipendenti (1,3 per cento, corrispondenti a 66.000 unità), mentre il numero di quelli dipendenti (con contratto sia a termine sia permanente) è rimasto pressoché invariato rispetto a luglio (0,1 per cento). I dati amministrativi dell'Osservatorio INPS sul precariato indicano un crollo tendenziale dei flussi di nuove assunzioni nei primi sei mesi dell'anno del 42 per cento, principalmente per i contratti a termine e per quelli stagionali; nello stesso periodo, sono diminuite in modo consistente (-120.000 unità) le trasformazioni dei contratti da tempo determinato a tempo indeterminato.

Nel settore del credito gli indicatori quantitativi più recenti segnalano una crescita dei prestiti alle imprese favorita dalle politiche espansive della BCE e dalle azioni di sostegno al finanziamento bancario attivate dal Governo. L'indagine sul credito bancario di luglio della Banca d'Italia riporta un allentamento dei criteri di erogazione dei prestiti alle imprese. Sul fronte della domanda, la componente delle imprese è risultata in aumento per l'esigenza di liquidità connessa all'emergenza sanitaria, a fronte del calo di quella delle famiglie per il peggioramento delle prospettive del mercato immobiliare.

1.4 La validazione del quadro macroeconomico

L'UPB sottopone a validazione le previsioni macroeconomiche pubblicate nella NADEF, che si articolano in uno scenario tendenziale a legislazione vigente e uno scenario programmatico che incorpora gli interventi di politica economica che il Governo preciserà nella legge di bilancio. La normativa europea richiede la validazione delle sole previsioni programmatiche ma, in accordo con il MEF, l'UPB estende l'esercizio di validazione anche allo scenario tendenziale. L'orizzonte della validazione concerne l'arco temporale minimo richiesto dalle normative europee per il Documento programmatico di bilancio (DPB), quindi il biennio 2020-21. Per i due anni successivi (2022-23) l'UPB comunque valuta il realismo della previsione del Governo, che ha rilevanti impatti sulle stime di finanza pubblica e sulla sostenibilità del debito.

La validazione è stata condotta dall'UPB con la consueta metodologia, basata sul confronto dei quadri del MEF con quattro distinte previsioni, assumendo ipotesi comuni sulle variabili esogene internazionali e sulla manovra di finanza pubblica.

L'esercizio viene effettuato attraverso l'analisi complessiva dei quadri macroeconomici del MEF, attingendo da varie fonti informative: 1) le stime UPB circa gli andamenti di breve periodo del PIL e delle componenti di domanda; 2) le previsioni annuali dell'UPB, effettuate con il modello econometrico UPB-Istat, impiegato nell'ambito dell'Accordo-quadro sottoscritto con questo Istituto; 3) le previsioni annuali prodotte dagli istituti indipendenti (CER, Prometeia, REF.Ricerche) facenti parte del *panel* UPB; 4) il monitoraggio delle più recenti previsioni di altre istituzioni nazionali e internazionali. È stata inoltre condotta un'analisi della coerenza interna dei quadri elaborati dal MEF con l'insieme delle variabili esogene internazionali. La valutazione complessiva, incentrata sui predetti strumenti, tiene naturalmente conto dei margini di incertezza che caratterizzano le stime. Ai fini di un confronto omogeneo con le previsioni del MEF, le valutazioni dei previsori del *panel* UPB (inclusive anche delle previsioni UPB) sono state formulate sulla base delle stesse ipotesi sulle variabili esogene internazionali adottate dal MEF. Inoltre, per il quadro programmatico, i previsori del *panel* UPB adottano la stessa ipotesi della manovra per il triennio 2021-23, elaborata dall'UPB tenendo conto delle indicazioni della NADEF e di informazioni ricevute dal MEF sulle differenze tra la finanza pubblica incorporata nel quadro programmatico e nel tendenziale.

L'UPB ha trasmesso lo scorso 21 settembre la lettera di validazione del QM tendenziale 2020-21, che riporta una valutazione positiva circa la plausibilità delle stime del Governo, segnalando tuttavia significativi rischi sulla crescita del PIL nonché l'ottimismo delle previsioni sul 2022-23¹. Ciò è avvenuto dopo che l'UPB aveva comunicato, il 15 settembre, i propri rilievi su una versione provvisoria della previsione tendenziale del MEF, a cui era seguita la predisposizione del QM tendenziale rivisto, che ha ricevuto la validazione.

L'UPB ha validato inoltre il QM programmatico 2020-21 della Nota di aggiornamento al DEF, sulla base delle analisi e delle valutazioni riportate nel paragrafo 1.4.3. Analogamente al quadro tendenziale, si osserva tuttavia un relativo ottimismo nelle

¹ La lettera di validazione è disponibile all'indirizzo <http://www.upbilancio.it/validazione-del-quadro-macroeconomico-tendenziale-della-nadef-2020/>.

attese per il biennio finale della previsione, i cui impatti sulle proiezioni di finanza pubblica sono rilevanti.

1.4.1 La validazione del quadro macroeconomico tendenziale

Il Consiglio dell'UPB ha validato le previsioni tendenziali per gli anni 2020-21, che scontano gli effetti della pandemia da COVID-19, pur sottolineando la presenza di vari elementi di incertezza, sia nel breve sia nel medio periodo, che configurano rischi prevalentemente orientati al ribasso (si veda al riguardo il paragrafo 1.5). Nel biennio 2022-23 la previsione tendenziale sul PIL appare invece ottimistica, collocandosi in particolare nel 2022 ben oltre il limite superiore dell'intervallo di accettabilità, per poi ritornare appena al di sotto l'anno successivo. Tale risultato deriva da un forte contributo della domanda interna, sia per gli investimenti sia per i consumi.

2020–21

Le previsioni del quadro macroeconomico tendenziale della NADEF sono state riviste al ribasso rispetto al DEF, in seguito a un *lockdown* maggiormente prolungato e a un allentamento delle misure di restrizione più graduale di quanto prefigurato in primavera. La stima sul PIL per l'anno in corso (-9,0 per cento) sconta la drammatica riduzione della crescita nel primo semestre, mai sperimentata in tempi di pace; l'anno prossimo l'attività economica rimbalzerebbe velocemente, ma recupererebbe solo metà della perdita (tab. 1.2) di quest'anno.

La previsione del PIL nel QM tendenziale della NADEF nel biennio 2020-21 appare nell'insieme all'interno di un accettabile intervallo di valutazione, pur collocandosi per il 2020 in prossimità dell'estremo superiore delle previsioni del *panel* UPB. La valutazione complessiva di accettabilità delle stime tendenziali della NADEF tiene conto: a) dell'assenza di rilevanti scostamenti rispetto alle stime del *panel* sul PIL nel biennio di validazione, considerando comunque l'eccezionale incertezza sulle prospettive; b) di una stima NADEF del PIL nominale – variabile direttamente rilevante per la finanza pubblica – allineata alla mediana del *panel* UPB. La previsione di crescita per il 2020 potrebbe comunque risentire nei prossimi mesi di revisioni statistiche alle serie storiche di contabilità nazionale trimestrale di entità superiore alla norma². Si sottolinea inoltre la rilevanza di vari elementi di incertezza, sia nel breve sia nel medio periodo, che delineano prevalentemente rischi al ribasso.

La dinamica tendenziale del PIL della NADEF nel 2020-21 è accettabile in quanto compresa nell'intervallo delle stime del *panel* dei previsori UPB. Per il 2020 la previsione del PIL nel

² Si veda al riguardo la Nota metodologica allegata al Comunicato stampa sui Conti economici trimestrali del secondo trimestre 2020, diffuso dall'Istat il 31 agosto 2020.

QM del Governo (-9,0 per cento) è tuttavia prossima all'estremo superiore delle attese del *panel* UPB (fig. 1.3) e appare ottimista anche nel confronto con gli altri maggiori previsori (tab. 1.4); l'intervallo di previsione del *panel* è decisamente ampio (quasi un punto percentuale), a causa dell'eterogeneità delle analisi congiunturali sull'entità della ripresa nella seconda metà dell'anno. Per il 2021 la previsione del MEF sulla crescita dell'economia (5,1 per cento) appare prudentiale nei valori annuali, tuttavia potrebbe risentire molto di una nuova ondata dell'epidemia in autunno. Gli effetti negativi sul PIL di nuove restrizioni nello scorcio finale dell'anno avrebbero infatti un impatto statistico maggiore sulla crescita del PIL annuale del 2021 che su quella del 2020.

In particolare, con riferimento alle determinanti della crescita, nel QM del MEF la riduzione del PIL nel 2020 è attribuibile per circa quattro quinti alle componenti interne di domanda, a fronte di un apporto sfavorevole più contenuto delle esportazioni nette; la variazione delle scorte sarebbe sostanzialmente neutrale. Il processo di accumulazione del capitale registrerebbe una brusca interruzione quest'anno, stimata dal MEF in prossimità del *lower bound* dell'intervallo del *panel*. La variazione dei consumi delle famiglie ricade all'interno degli estremi delle stime del *panel*, tuttavia è meno marcata di quella stimata da tre dei quattro previsori ed è prossima all'estremo superiore; la variazione della spesa della PA risulta simile al valore mediano del *panel*. Dal lato della domanda estera, la marcata diminuzione delle esportazioni eccede decisamente la contrazione del commercio internazionale e quella dei mercati rilevanti per l'Italia; tuttavia anche il calo delle importazioni è notevole, per cui il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL non si discosta significativamente dalla mediana delle stime del *panel* UPB.

Nel 2021 l'evoluzione delle principali variabili nel QM del MEF è coerente con le attese del *panel* UPB (fig. 1.4). La dinamica dei consumi delle famiglie è cautamente stimata nella NADEF, mentre quella della spesa della PA si colloca tra il valore mediano e l'estremo superiore dell'intervallo di validazione. Riguardo al commercio estero, l'incremento delle esportazioni superiore a quello del commercio internazionale è condiviso dalla maggior parte dei previsori del *panel* UPB; al contrario, l'aumento delle importazioni è meno sostenuto rispetto alle stime della maggioranza dei componenti del *panel*; ne risulta un contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL superiore alla mediana delle stime dei previsori del *panel* UPB.

L'insieme delle variabili relative a costi e prezzi nel biennio 2020-21 risulta complessivamente in linea con le attese dei previsori del *panel*. La dinamica del deflatore del PIL indicata dal MEF per quest'anno ricade all'interno dell'intervallo di validazione. La variazione del deflatore del PIL riflette il rafforzamento delle ragioni di scambio indotto dalla marcata riduzione del deflatore delle importazioni, un'evoluzione sostanzialmente condivisa dalle stime dei previsori. Ne consegue un profilo del PIL nominale in linea con le aspettative del *panel*.

Le previsioni sulle variabili del mercato del lavoro nel biennio di validazione non presentano rilevanti sfasamenti rispetto alle stime del *panel* dei previsori UPB.

2022–23

La previsione tendenziale della NADEF sul PIL del 2022-23 (pari rispettivamente a 3,0 e 1,8 per cento) appare ottimistica, collocandosi al di sopra del limite superiore dell'intervallo di validazione nel 2022, per oltre mezzo punto percentuale (fig. 1.3). Tale risultato deriva da un forte contributo della domanda interna. In particolare l'accumulazione di capitale aumenta nel quadro del MEF di quasi cinque punti percentuali, eccedendo l'estremo superiore di un intervallo di previsioni del *panel* comunque molto ampio (1,5 punti percentuali). Il tasso di crescita del PIL dell'Italia proiettato al termine dell'orizzonte di previsione appare più elevato delle stime delle principali istituzioni sulla crescita potenziale.

Il deflatore del PIL è allineato con le valutazioni mediane del *panel*, tuttavia l'ottimismo sulla crescita reale induce una variazione del PIL nominale che nel 2022 eccede quella dell'estremo superiore del *panel* UPB, per oltre mezzo punto percentuale. Con riferimento alle variabili del mercato del lavoro, la dinamica dell'occupazione nel QM del MEF è prossima all'*upper bound* delle previsioni del *panel* nel 2022 mentre mostra un non trascurabile disallineamento nel 2023. Anche la previsione sul tasso di disoccupazione sembra favorevole, collocandosi poco al di sopra del limite inferiore del *panel* UPB.

1.4.2 Il quadro macroeconomico programmatico della NADEF

Il quadro programmatico si differenzia da quello tendenziale in quanto considera le misure di bilancio preannunciate nella NADEF (per una descrizione si veda il capitolo 2 di questa audizione) e l'insieme degli interventi straordinari che il Governo presenterà nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, per l'accesso ai fondi del NGEU.

Dopo la forte espansione di bilancio di quest'anno il deficit primario si ridurrebbe rapidamente nello scenario a legislazione vigente. Per mitigare questa restrizione il Governo interverrà con una manovra di bilancio espansiva, che beneficerà anche dell'utilizzo di risorse del *Recovery Plan*. Nelle stime del Governo l'indebitamento netto si espande nello scenario programmatico rispetto a quello a legislazione vigente, di 1,3 punti percentuali di PIL nel 2021 e di 0,6 punti nell'anno successivo; nel 2023 ci sarebbe invece una lieve restrizione di bilancio, stimata nella NADEF in 0,3 punti di PIL. Alle nuove misure finanziate in disavanzo si aggiungono quelle finanziate utilizzando le sovvenzioni erogate nell'ambito del NGEU, in particolare nell'ambito della *Recovery and Resilience Facility* e quelle del programma *React-EU*, il cui valore complessivo è di 14 miliardi l'anno prossimo, 20 nel 2022 e 28 nel 2023.

L'impatto complessivo della manovra per il 2021 porta la crescita del PIL stimata dal MEF al 6,0 per cento, quasi un punto in più rispetto allo scenario tendenziale (tab. 1.3). Il rafforzamento dell'attività economica nel quadro programmatico è prevalentemente ascrivibile agli investimenti (3,2 punti percentuali in più rispetto al tendenziale) e in minore misura alla spesa per consumi, sia delle famiglie sia della PA (rispettivamente per 0,6 e 1,0 punti percentuali in più). Le esportazioni restano pressoché invariate rispetto allo scenario a legislazione vigente, mentre le importazioni accelerano, quindi il saldo corrente della bilancia dei pagamenti si riduce in rapporto al PIL. Gli impatti della maggiore crescita su costi e prezzi sono contenuti; i deflatori dei consumi e del PIL aumentano solo marginalmente rispetto al tendenziale. Ne deriva una variazione del PIL nominale nel 2021 di poco superiore a quella della crescita reale (un punto di differenza nel confronto con il QM tendenziale).

Nel biennio finale della previsione il quadro programmatico NADEF delinea un rallentamento del PIL molto graduale, per cui i tassi di variazione (3,8 e 2,5 per cento rispettivamente nel 2022 e 2023) restano decisamente al di sopra delle medie storiche. Sulla base di tali dinamiche, il prodotto lordo si porterebbe intorno ai livelli pre-crisi nel corso del 2022. Rispetto allo scenario a legislazione vigente, i maggiori contributi alla crescita provengono dalla domanda interna, mentre quelli delle esportazioni nette peggiorano a causa del recupero delle importazioni. Gli investimenti si confermano la componente che più beneficia della manovra e del *Recovery Plan*, per effetto dei quali accelerano per 3,7 punti nel 2022 e 3,0 nel 2023. I consumi privati crescono rispetto allo scenario tendenziale per 0,9 e 0,5 punti percentuali nei due anni, mentre la spesa delle Amministrazioni pubbliche è leggermente inferiore per il venire meno dell'emergenza sanitaria.

L'evoluzione del PIL nominale eccede quella del quadro tendenziale per nove decimi di punto in entrambi gli anni del biennio 2022-23, lievemente al di sopra di quella della crescita reale in conseguenza delle spinte inflazionistiche modeste.

1.4.3 La validazione del quadro macroeconomico programmatico

L'esercizio di validazione del quadro programmatico NADEF riguarda il 2021, quando si attivano gli interventi di politica economica. Gli andamenti per il 2020 della previsione programmatica, non interessati dalla manovra e dal *Recovery Plan*, coincidono quindi con quelli tendenziali discussi nel paragrafo 1.4.1. Occorre ricordare che la valutazione UPB si basa sulle informazioni, molto generali, fornite dal MEF circa la composizione della manovra descritta nella NADEF. L'effettiva e specifica articolazione delle misure di finanza pubblica verrà precisata in parte con la legge di bilancio per il 2021 e successivamente quando verranno definite le misure finanziate con il *Recovery Plan*.

L'UPB ha valutato la previsione macroeconomica del Governo, decidendo di validare lo scenario programmatico in quanto appare all'interno di un intervallo di accettabilità per

l'anno prossimo (figg. 1.6 e 1.7). Le analisi a sostegno della plausibilità del QM programmatico della NADEF sono supportate: a) da previsioni sulla crescita nel 2021 del PIL reale e del PIL nominale (rispettivamente al 6,0 e al 6,8 per cento) non dissimili dal *lower bound* dell'intervallo del *panel*; b) da stime sull'effetto della manovra di bilancio sull'attività economica nel 2021 simili tra la NADEF e il *panel* UPB; c) da una quantificazione dell'accelerazione del PIL prevista dal MEF tra il 2020 e il 2021 sostanzialmente condivisa dal *panel* UPB (fig. 1.8), oltre che dagli altri principali previsori.

Restano tuttavia i molteplici fattori di rischio già delineati per il QM tendenziale, che rendono le previsioni per il 2021 fortemente incerte. Va al proposito considerato che nelle ultime settimane la pandemia da COVID-19 ha ripreso a diffondersi velocemente anche in Italia; vi è ormai un concreto rischio di nuovi interventi restrittivi che, anche se non generalizzati tra settori e aree geografiche, impatterebbero comunque negativamente sul PIL del quarto trimestre e quindi sul trascinamento statistico al 2021.

2021

Più in particolare, con riferimento alle determinanti della crescita per il prossimo anno, il QM programmatico della NADEF è caratterizzato da un considerevole supporto esercitato dalle componenti interne di domanda, il cui contributo è pari a 5,4 punti percentuali (al netto delle scorte). L'espansione della spesa per consumi finali nazionali (4,4 per cento) è stimata al di sotto del limite inferiore dell'intervallo di validazione e la previsione sull'accumulazione in beni capitali (10,6 per cento) risulta compresa all'interno dell'intervallo di variazione del *panel* UPB. A fronte di un'evoluzione delle esportazioni più prudente delle stime mediane del *panel*, il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL è positivo (0,3 per cento) mentre la mediana del *panel* risulta negativa (-0,3 per cento).

Le previsioni sui prezzi nel 2021 indicate nel QM programmatico della NADEF sono coerenti con le valutazioni del *panel*; poiché la proiezione sulla crescita reale è inferiore al valore mediano del *panel* UPB, la stima della NADEF sul tasso di crescita del PIL nominale nel 2021 non si discosta molto dal *lower bound* del *panel*.

2022–23

Mentre il QM programmatico del MEF per l'anno prossimo appare accettabile rispetto alle stime del *panel* UPB, quello del biennio successivo conferma e amplifica gli elementi di perplessità già segnalati con riferimento al quadro tendenziale (si veda al riguardo il paragrafo 1.4.1). Le previsioni sull'attività economica nel biennio 2022-23, che hanno comunque un rilevante impatto sui conti pubblici, appaiono ottimistiche; il QM programmatico del Governo indica una crescita del PIL reale superiore a quella dell'*upper*

bound dei previsori UPB per 1,1 punti percentuali nel 2022 e per 0,3 punti nel 2023. Nel 2022 l'eccesso di crescita reale nel QM NADEF rispetto alle stime del *panel* UPB riflette essenzialmente la dinamica delle componenti di domanda interna dovuta sia ai consumi delle famiglie sia agli investimenti, che in entrambi i casi si collocano oltre il limite superiore di accettazione del *panel* UPB. Nel 2023, la maggiore crescita del PIL rispetto alla mediana del *panel* è imputabile in misura quasi equivalente ai maggiori contributi della domanda interna e quella estera netta.

Le dinamiche dei prezzi appaiono nel biennio finale dell'orizzonte di previsione all'interno dell'intervallo di validazione, tuttavia l'eccessivo ottimismo nella crescita reale si riflette in un PIL nominale che nel 2022 eccede l'*upper bound* del *panel* (per 1,1 punti percentuali).

Occorre infine rilevare come nel biennio 2022-23 il QM della NADEF presenti una dinamica di alcune variabili del mercato del lavoro relativamente ottimista; la crescita dell'occupazione nel 2022 (in termini di unità di lavoro equivalenti) eccede lievemente l'estremo superiore delle stime del *panel* (per un decimo di punto), mentre l'anno successivo lo supera per un punto percentuale.

1.4.4 Una riflessione sulla validazione delle previsioni macroeconomiche presentate nella NADEF

L'eccesso di ottimismo, secondo la valutazione dell'UPB, delle previsioni di crescita per gli anni finali del periodo di previsione sollecita una riflessione sulla prassi adottata sin dall'inizio dell'attività dell'UPB, nell'autunno del 2014, di una diversa estensione del periodo soggetto a validazione tra la sessione di primavera e quella autunnale.

Come noto, l'UPB svolge in primavera, nell'ambito del DEF, il proprio esercizio di validazione sull'intero arco temporale del documento (anno corrente e i tre esercizi successivi), mentre in autunno, in occasione della NADEF, la validazione riguarda l'anno corrente e il solo esercizio successivo.

Questa scelta era basata sulle caratteristiche del nuovo documento, il DPB introdotto nel 2013 con il *Two-Pack* (Regolamento 473/2013), finalizzato a trasmettere a metà ottobre alle istituzioni europee il dettaglio delle misure di bilancio adottate dagli stati membri.

La normativa europea tratta il DPB come documento di attuazione di un quadro di programmazione approvato in primavera con il Programma di Stabilità-DEF, diretto principalmente all'acquisizione di informazioni relative all'anno corrente e al successivo³. Anche nelle *Guidelines*

³ Ogni anno, entro il 15 ottobre, sono resi pubblici il progetto di bilancio dell'Amministrazione centrale per l'anno successivo e i parametri principali dei progetti di bilancio di tutti gli altri sottosettori delle Amministrazioni pubbliche.

on the format and content of draft budgetary plans⁴, documento che dettaglia il contenuto tabellare minimo del DPB, si richiede agli stati membri di presentare gli elementi informativi per l'anno precedente, quello in corso e quello successivo. Indirizzo "minimalista" confermato nei primi DPB trasmessi dal Governo italiano alla UE, che riportavano una articolazione delle tabelle prevalentemente su 2 anni.

Alla luce del ruolo della validazione nell'ambito della sorveglianza europea⁵, si decise quindi di svolgere sulla NADEF, diversamente da quanto previsto in primavera con il DEF, la validazione sull'arco temporale rilevante a livello europeo, ovvero per l'anno corrente e quello successivo.

L'evoluzione istituzionale negli anni più recenti è stata diversa da come allora si era immaginato. La programmazione del DEF in aprile è stata regolarmente ridisegnata in autunno e il DPB è divenuto il documento con cui il Governo italiano trasmette alle istituzioni europee i propri piani di medio termine. Riflesso di ciò è stato il progressivo ampliamento della estensione temporale delle tabelle contenute nei DPB dell'Italia.

Alla luce di questa evoluzione, verrebbe a cadere la *ratio* della iniziale differenziazione dell'arco temporale di validazione tra i due documenti.

L'esigenza di ripensamento della impostazione tenuta fino ad ora non può ovviamente operare dalla presente sessione, poiché le regole del gioco non possono essere cambiate a partita iniziata. Né verosimilmente, la modifica di prassi potrà essere applicata dal corrente Consiglio, il cui mandato è terminato da maggio scorso e opera in attesa della nomina del nuovo Consiglio.

Si ritiene però importante riportare che, al fine di rafforzare il presidio di tutela della prudenza nei quadri di finanza pubblica, è opinione dell'attuale Consiglio che, la validazione delle previsioni macroeconomiche dovrebbe estendersi all'intero triennio di previsione anche nell'ambito della NADEF.

1.5 Alcuni fattori di rischio della previsione

L'evoluzione sia di breve sia di medio termine dell'economia italiana appare soggetta a rischi ancora molto ampi, nel complesso orientati al ribasso. Gli scenari avversi sono riconducibili prevalentemente all'evoluzione della pandemia, in Italia e all'estero, oltre che alle tensioni finanziarie.

Rischio di una recrudescenza della pandemia in Italia. – La pandemia da COVID-19 ha ripreso a diffondersi velocemente in diversi paesi europei, come la Francia e la Spagna, oltre che in Asia (in particolare in India). In Italia nelle ultime settimane si è registrata una crescente diffusione dei casi, che ha anche comportato un maggiore ricorso alle strutture

⁴ https://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/2014-11-07_two_pack_coc_amended_en.pdf

⁵ Si ricorda che la lettera di validazione dell'organismo indipendente viene allegata ai documenti trasmessi alle istituzioni europee.

ospedaliera. Al momento non si prefigurano nuovi *lockdown* generalizzati, ma se si rendessero necessarie restrizioni mirate alle attività produttive e agli spostamenti ne deriverebbero comunque conseguenze non trascurabili sia sul ciclo economico sia sulla struttura produttiva, già colpita dalla passata recessione.

Rischio di nuove tensioni finanziarie quando si allenteranno gli stimoli fiscali e monetari.

– Le politiche economiche e monetarie stanno contrastando la crisi tramite l’espansione dei bilanci di governi e banche centrali. Quando la pandemia sarà debellata da cure o vaccini efficaci e l’economia mondiale tornerà a crescere stabilmente occorrerà ridurre gli squilibri finanziari accumulati. Eventuali sfasamenti nei cicli di ripresa tra paesi potrebbero incidere sui premi al rischio richiesti dai mercati alle economie per le quali il recupero è meno rapido. Se tale eventualità riguardasse l’Italia, caratterizzata da uno *stock* di debito pubblico elevato, le tensioni finanziarie potrebbero velocemente interagire con le decisioni di spesa di famiglie e imprese.

2. La finanza pubblica

2.1 Il quadro tendenziale

Nella NADEF vengono aggiornate le previsioni tendenziali di finanza pubblica riportate nel DEF dello scorso aprile, con un’estensione temporale rispetto a quest’ultimo Documento al biennio 2022-23. Le nuove stime, da un lato, scontano il peggioramento dello scenario macroeconomico nonché l’andamento favorevole dei tassi di interesse e, dall’altro, gli effetti finanziari dei decreti legge emanati successivamente al DEF. Più specificamente, oltre che del quadro macroeconomico aggiornato, le nuove previsioni tendenziali tengono conto: 1) dell’impatto finanziario sull’anno in corso, soprattutto, e su quelli successivi dei provvedimenti legislativi adottati dopo la presentazione del DEF, in particolare, dei decreti legge 34 e 104; 2) dei risultati del monitoraggio in corso d’anno dei conti pubblici; 3) delle revisioni apportate dall’Istat ai dati di consuntivo.

L’Istat ha pubblicato il 22 settembre scorso le modifiche apportate al PIL e al conto delle Amministrazioni pubbliche in conseguenza della revisione effettuata per tenere conto delle informazioni acquisite dopo la stima pubblicata nell’aprile precedente. Le nuove stime di contabilità nazionale, relative per la finanza pubblica al triennio 2017-19, non hanno comportato correzioni dell’indebitamento netto in percentuale del PIL, in nessuno dei tre anni. Per il 2019, le revisioni hanno implicato un miglioramento in valore assoluto del deficit per 651 milioni, ascrivibile in larga misura a maggiori entrate (+489 milioni) e, in particolare, a più elevate altre entrate correnti (+303 milioni, per trasferimenti diversi). Il complesso delle uscite è stato rivisto al ribasso di 162 milioni, in seguito a una riduzione dei consumi intermedi e delle prestazioni sociali in natura (-857 milioni, in gran parte relativi ai consumi intermedi delle Amministrazioni locali), solo parzialmente compensata da una revisione al rialzo delle uscite in conto capitale (+764 milioni), soprattutto degli investimenti (+662 milioni).

Secondo la NADEF, il deficit tendenziale, scontando gli andamenti economici negativi indotti dall’emergenza sanitaria e le misure disposte per affrontarla nonché l’eliminazione

permanente delle clausole di salvaguardia su IVA e accise (disposta dal DL 34 a partire dal 2021), peggiorerebbe di oltre nove punti di PIL nel 2020 rispetto all'anno precedente, si contrarrebbe a poco più della metà nel 2021 per poi ridursi progressivamente sino al 2023, anno in cui rimarrebbe ancora a un livello più che doppio di quello – pre-pandemia – registrato nel 2019. In particolare, il disavanzo si attesterebbe al 10,8 per cento del PIL nel 2020, scenderebbe al 5,7 per cento nel 2021 e poi ancora al 4,1 per cento nel 2022 e al 3,3 per cento nel 2023 (tab. 2.1). Il saldo primario, cioè al netto della spesa per interessi, divenuto fortemente negativo nell'anno in corso, rimarrebbe negativo ancora per due anni e nel 2023 sarebbe sostanzialmente nullo. La spesa per interessi, in lieve aumento in termini di PIL nel 2020, tornerebbe a scendere sino al 2023. Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL si innalzerebbe nel 2020 di oltre ventitré punti di PIL, dal 134,6 per cento dello scorso anno al 158 per cento, per scendere successivamente in ognuno degli anni del periodo di previsione sino ad attestarsi al 154,1 per cento nel 2023 grazie a una sostenuta crescita dell'economia (si veda il paragrafo 2.3).

Il 2020. – L'indebitamento netto stimato al 10,8 per cento del PIL nel 2020, dopo quello dell'1,6 per cento registrato nel 2019, sarebbe superiore rispetto al disavanzo, pari al 10,4 per cento del prodotto, indicato nel DEF come inclusivo degli effetti (oltre a quelli dei precedenti DL 18 e DL 23 del 2020) delle “nuove politiche” che sarebbero poi confluite nel DL 34 dello scorso maggio. Risulterebbe tuttavia inferiore a quello che sarebbe risultato aggiungendo anche gli effetti del DL 104 dello scorso agosto.

Il deficit riflette, oltre a un lieve aumento della spesa per interessi in percentuale del PIL (dal 3,4 al 3,5 per cento), un saldo primario fortemente negativo (-7,3 per cento del PIL dal precedente avanzo dell'1,8 per cento) dovuto a un aumento di circa dieci punti di PIL delle spese primarie sul prodotto (dal 45,3 al 55 per cento) – e soprattutto di quelle correnti (che passerebbero dal 41,8 al 50,4 per cento) – cui si associano entrate che, pur riducendosi notevolmente in valore assoluto, aumenterebbero limitatamente in percentuale del prodotto (passando dal 47 al 47,7 per cento). La pressione fiscale salirebbe di un decimo, al 42,5 per cento del PIL.

Il deficit sarebbe migliore rispetto a quello che era atteso anche sulla base degli ingenti interventi disposti nei decreti legge emanati in corso d'anno (con valutazioni ufficiali di peggioramento del disavanzo di 100,2 miliardi). Ciò risulta evidente se si confrontano le previsioni del conto delle Amministrazioni pubbliche per il 2020 contenute nella NADEF con quelle indicate nel DEF, che recepiscono gli effetti finanziari solamente dei decreti legge 18 e 23 del 2020 (tab. 2.2). Il miglioramento nella stima del saldo per l'anno in corso è legato a varie motivazioni. Innanzitutto, in corso d'anno è stato rilevato un andamento più favorevole delle attese sia per le entrate che per le spese, che si riflette nel minor peggioramento del deficit (pari a 60 miliardi) indicato nella NADEF rispetto a quanto ci si sarebbe aspettato semplicemente aggiungendo alle stime del DEF gli effetti finanziari (pari a 80 miliardi) dei decreti legge emanati successivamente (il DL 34 e il DL 104 del 2020), senza considerare quindi anche l'effetto riduttivo delle entrate dovuto alla più consistente decrescita del PIL attualmente prevista rispetto ad aprile scorso. Dal

monitoraggio infrannuale dei conti pubblici è emersa una sovrastima delle iniziali previsioni tendenziali di spesa (verosimilmente riferibile agli enti delle Amministrazioni locali) cui si sarebbe aggiunto un minor utilizzo delle risorse messe a disposizione dai decreti anticrisi. Sul versante delle entrate, l'andamento più favorevole del gettito emerso in corso d'anno ha portato alla revisione al ribasso della stima – verosimilmente improntata a notevole prudenza – dell'ammontare dei versamenti sospesi di imposte e contributi (DL 9, DL 18 e DL 23 del 2020).

La stima dei versamenti sospesi è stata modificata numerose volte nei documenti ufficiali. Inizialmente, la sospensione di imposte e contributi era valutata pari a circa 27 miliardi; successivamente, nella Relazione tecnica del DL 34/2020, anche sulla base di quanto già riscontrato ex post sui versamenti di marzo e aprile 2020, l'ammontare è stato rivisto al ribasso a 20,6 miliardi. In particolare, per i mesi di marzo e aprile, sulla base dei versamenti effettuati veniva ipotizzato che quelli sospesi fossero pari a 9,8 miliardi in luogo dei circa 17 miliardi originariamente stimati. Tenendo conto che, analogamente a quanto avvenuto per i mesi di marzo e aprile, anche per le sospensioni stimate inizialmente per i mesi di maggio e giugno potrebbe esserci stato un ridimensionamento, alla luce del monitoraggio effettuato sulla base dei dati disponibili più aggiornati relativi ai versamenti tributari, la Relazione tecnica del DL 104 ha aggiornato la stima complessiva dei versamenti sospesi riducendola ulteriormente e portandola a 7,5 miliardi.

Come già evidenziato dall'UPB⁶, l'iniziale sovrastima dell'impatto delle misure è probabilmente associata a ipotesi prudenziali di ricorso elevato alla sospensione dei versamenti, date le plausibili carenze di liquidità conseguenti al blocco delle attività nel periodo del *lockdown*. La cautela nelle stime iniziali ha riflesso la difficoltà di tenere conto dei versamenti che sarebbero stati comunque effettuati dalle imprese meno danneggiate dal blocco delle attività e da quelle che, pure danneggiate da quest'ultimo, avrebbero trovato convenienza a versare comunque le imposte e i contributi sociali anche per recuperare mediante compensazione le somme pagate in luogo dell'INPS ai propri dipendenti posti in Cassa integrazione. Un'ulteriore causa della sovrastima può essere connessa alla cautela utilizzata nelle ipotesi adottate per stimare il recupero di imposte via concessione della Cassa integrazione rispetto alla disoccupazione. Le stime sono quindi state progressivamente abbassate alla luce delle informazioni via via disponibili e, in particolare, di quelle relative ai versamenti già effettuati e all'utilizzo della Cassa integrazione. Peraltro, i contribuenti non in carenza di liquidità potrebbero aver continuato ad adottare, ai fini dell'autotassazione, il cosiddetto "metodo storico" invece del "metodo previsionale".

Questi aspetti quindi, come più volte evidenziato dall'UPB, da un lato sono connessi alle incertezze che hanno caratterizzato le stime delle grandezze economiche (macro e di finanza pubblica) di questo anno eccezionale e, dall'altro, sono riconducibili anche alle difficoltà di implementazione degli interventi per l'emergenza.

⁶ Si veda UPB (2020), *Memoria del Presidente dell'UPB, Giuseppe Pisauro, in merito al contenuto del DDL n. 1925 di conversione del DL 14 agosto 2020, n. 104 recante misure urgenti per il sostegno e il rilancio dell'economia*.

Guardando più in dettaglio all'andamento dei conti pubblici riportato nella NADEF, le spese primarie crescerebbero dell'11,7 per cento rispetto al 2019 – di oltre 95 miliardi in valore assoluto – riflettendo incrementi del 10,9 per cento delle spese primarie correnti e del 22 per cento di quelle in conto capitale. Tutte le componenti di spesa risentono degli interventi adottati dal Governo per contrastare l'emergenza economico-sanitaria. In particolare, nell'ambito della spesa corrente, le espansioni più consistenti riguardano le prestazioni sociali diverse dai trattamenti pensionistici (+48,7 per cento) e le altre uscite correnti (+24,8 per cento), voci in cui maggiormente si concentrano i provvedimenti. Sul fronte della spesa per pensioni e rendite, l'incremento del 2020 (2,6 per cento) rispecchierebbe, in particolare, gli oneri dovuti alla cosiddetta "Quota 100", alla rimozione dell'aggancio all'aumento della speranza di vita dai requisiti di accesso alle pensioni di anzianità, all'estensione della cosiddetta "Opzione donna". Aumenti notevoli sono attesi anche per i consumi intermedi, specialmente per quelli di natura sanitaria. Nell'ambito della spesa in conto capitale, si affiancano l'elevata dinamica degli investimenti (stimati in crescita dell'8,4 per cento, ma che nel primo semestre dell'anno sono indicati in riduzione del 6,1 per cento nelle statistiche dell'Istat relative ai conti trimestrali delle Amministrazioni pubbliche) e quella particolarmente sostenuta dei contributi agli investimenti e degli altri trasferimenti (che insieme dovrebbero crescere di circa il 49 per cento).

Le entrate complessive si riducono del 6,7 per cento – di oltre 56 miliardi in valore assoluto – con contrazioni in tutte le componenti, a meno della posta relativa alle entrate in conto capitale diverse dalle imposte, che ingloba flussi provenienti dall'Unione europea. Oltre alla riduzione del PIL, il calo delle entrate riflette l'eliminazione di alcuni versamenti per l'anno in corso nonché il posticipo al biennio successivo di alcuni versamenti. La caduta maggiore è attesa per le imposte indirette (-11,5 per cento), nell'ambito delle quali risultano in particolare contrazione l'IVA, in connessione con la caduta attesa per i consumi delle famiglie, e le imposte sui giochi, a causa della sospensione degli stessi nel periodo del *lockdown*. Anche i contributi sociali calerebbero fortemente (-7 per cento) a causa della sfavorevole condizione del mercato del lavoro, mentre una riduzione inferiore è stimata per le imposte dirette (-4,7 per cento), in relazione a una contrazione della massa retributiva minore di quella del PIL, in parte ascrivibile alla componente pubblica dell'occupazione. Le altre entrate correnti diminuirebbero in misura minore grazie anche agli utili della Banca d'Italia.

Il triennio 2021-23. – Nel triennio si delinea, come evidenziato in precedenza, un percorso di riduzione del deficit tendenziale che si dimezza scendendo al 5,7 per cento del PIL nel 2021 per poi scendere ulteriormente al 4,1 per cento nel 2022 e quindi al 3,3 per cento nel 2023. Tale andamento è ascrivibile, per il 2021, al carattere *una tantum* dei provvedimenti emergenziali presi durante il 2020 ad eccezione dell'eliminazione delle clausole di salvaguardia. In particolare, gli effetti finanziari dei decreti emanati nel corso dell'anno si riducono infatti notevolmente passando, secondo le valutazioni ufficiali, da un impatto di aggravio del deficit di 100,2 miliardi per il 2020 a uno di 31,4 miliardi nel 2021. Nei due anni successivi, essendo tale aggravio di nuovo in crescita (intorno ai 35-40

miliardi), il contenimento del disavanzo deriverebbe dall'impatto sulle entrate (in aumento del 3,2 per cento nel 2022 e del 2,3 per cento nel 2023) dell'evoluzione del PIL, che tuttavia – come già indicato – appare ottimistica, nonché da andamenti contenuti delle spese (in aumento rispettivamente dello 0,3 e dello 0,7 per cento).

La spesa primaria, dopo il forte incremento atteso per il 2020, è prevista in riduzione nel 2021 (-3,5 per cento), per poi ricrescere appena nei due anni seguenti (rispettivamente dello 0,3 e dello 0,6 per cento). In percentuale del PIL, dopo il picco del 55 per cento del 2020, le uscite al netto degli interessi si ridurrebbero in tutti gli anni e in tutte le componenti: al 50,1 per cento nel 2021, al 48,3 nel 2022 e al 47,3 nel 2023. Tale diminuzione deriverebbe in larga misura da quella della spesa primaria corrente (che scenderebbero dal 50,4 per cento del 2020 al 45,9 nel 2021, al 44,3 nel 2022 e al 43,3 nel 2023). L'incidenza sul PIL della spesa in conto capitale diminuirebbe meno (scendendo dal 4,6 per cento del 2020 al 4,3 nel 2021, al 4,0 nel 2022 e al 3,9 per cento nel 2023).

Le entrate mostrerebbero un consistente incremento nel 2021 (+5,9 per cento dopo la caduta del 2020) per poi tornare a ritmi di espansione più contenuti (al 3,2 e 2,3 per cento già ricordati). In rapporto al PIL, dopo un lieve aumento nel 2021 (al 47,8 per cento dal 47,7 atteso per l'anno in corso), il complesso delle entrate si ridurrebbe (al 47,3 per cento nel 2022 e poi, ancora, al 47,1 per cento nel 2023) in linea con gli andamenti di quelle di natura tributaria. La pressione fiscale salirebbe al 43 per cento nel 2021 per poi scendere al 42,8 per cento nel 2022 e al 42,6 nell'ultimo anno di previsione.

2.2 Il quadro programmatico

La politica di bilancio che si riflette nello scenario programmatico della NADEF ha l'obiettivo di sostenere la ripresa nel contesto dell'emergenza causata dal virus Covid-19 all'interno di un percorso di progressivo riequilibrio dei conti pubblici. Tale strategia tiene anche conto della possibilità di utilizzare i fondi dell'Unione europea (UE) relativi al programma *Next Generation EU* (NGEU), costituito dall'insieme degli strumenti finanziari per il rilancio e la resilienza delle economie della UE, introdotti in risposta alla crisi pandemica⁷. Le misure di cui l'Italia chiederà il finanziamento attraverso tali strumenti sono in fase di elaborazione nell'ambito della predisposizione del Piano nazionale per la ripresa e la resilienza (PNRR)⁸.

Gli effetti della manovra e degli impieghi dei fondi europei comportano un peggioramento del disavanzo pubblico rispetto al tendenziale nel biennio 2021-22 e un miglioramento nel 2023. L'andamento del rapporto tra il debito e il PIL dovrebbe migliorare in ogni anno del periodo di previsione rispetto allo scenario tendenziale con un'accentuazione della sua riduzione.

L'indebitamento netto dovrebbe collocarsi al 7,0 per cento del PIL nel 2021, dopo il già ricordato 10,8 per cento stimato per il 2020, per poi ridursi al 4,7 per cento nel 2022 e

⁷ Si ricorda che la *Recovery and Resilience Facility* (RRF) comprende sia sovvenzioni che prestiti mentre i programmi *React-EU*, *Just Transition Fund* e Sviluppo rurale prevedono solo sovvenzioni.

⁸ Di cui il Governo ha annunciato di voler presentare uno Schema in ottobre.

ancora al 3 per cento nel 2023, risultando quindi in tale anno inferiore rispetto al 3,3 per cento previsto in termini tendenziali (tab. 2.3).

Il raggiungimento di questi obiettivi dipende dagli esiti di una programmazione di bilancio che, come sottolineato in precedenza, sconta anche gli effetti dell'impiego dei fondi europei – costituiti da sovvenzioni e prestiti – anche in termini di impatto sulla dinamica del PIL e, di conseguenza, di retroazione sulle grandezze di finanza pubblica.

In base a quanto indicato nella NADEF, le sovvenzioni non hanno impatto sui saldi di finanza pubblica e non contribuiscono all'accumulazione di debito. Esse potrebbero comportare un miglioramento dei saldi e del rapporto tra il debito e il PIL qualora venissero utilizzati per nuovi interventi in grado di stimolare la crescita.

I prestiti, invece, messi a disposizione dalla RRF per determinati ambiti, rappresentano una diversa fonte di finanziamento rispetto alle modalità normali di copertura del fabbisogno. Il Governo prevede di utilizzare una parte di tali prestiti come "sostitutivi" di altre forme di finanziamento, vale a dire come forma di finanziamento di misure già previste dalla legislazione vigente e in alcuni casi già realizzate: quindi a fronte di tali prestiti "sostitutivi" non emergono né effetti sui saldi e sul debito, se non per la componente di risparmio sul costo del debito, né ulteriori stimoli espansivi. Inoltre, il Governo intende utilizzare un'altra parte dei prestiti come "aggiuntivi", vale a dire come forma di finanziamento di misure attualmente non incluse nella legislazione vigente che, in quanto tali, impatteranno comunque sui saldi di finanza pubblica con conseguente effetto espansivo. La NADEF specifica che nel triennio 2021-23 una parte dei prestiti sarà utilizzata in modo aggiuntivo per finanziare misure all'interno della manovra.

Il nuovo quadro programmatico implica una manovra netta (tab. 2.3, linea b) con impatti che peggiorano il disavanzo nominale tendenziale di 1,3 punti percentuali di PIL nel 2021 e di 0,6 punti percentuali nel 2022 e che lo migliorano di 0,3 punti percentuali nel 2023, includendo nel biennio 2022-23 anche gli effetti favorevoli di retroazione dovuti al miglioramento del quadro macroeconomico rispetto al tendenziale. Completa la politica di bilancio del triennio l'utilizzo di sovvenzioni di NGEU per importi pari allo 0,8 per cento del PIL nel 2021, all'1,1 per cento nel 2022 e all'1,5 per cento nel 2023, con impatto nullo sul deficit – in quanto le spese finanziate grazie a questi fondi trovano copertura nei trasferimenti in entrata provenienti dalla UE – ma con un impatto favorevole sul PIL (tab. 2.3, linea c). Gli interventi netti complessivi con contenuto espansivo sull'economia possono essere calcolati solo per il 2021 (che non include gli effetti di retroazione fiscale) e ammontano a 2,1 punti percentuali del PIL (tab. 2.3, linea e). Per il biennio successivo, ai fini della determinazione degli interventi complessivi sarebbe necessario scorporare dal valore degli interventi netti della manovra (tab. 2.3, linea b) l'effetto riduttivo proveniente dalla retroazione fiscale. Il valore di tale retroazione – frutto dell'interazione, simulata dai modelli di previsione, tra lo stimolo fiscale e la reazione dell'economia – non è attualmente esposto nella NADEF ma sarà esplicitato con la presentazione del disegno di legge di bilancio. Il valore di tale retroazione dipende dall'entità dello stimolo fiscale e, usualmente, non viene riportato nei documenti ufficiali. Data la dimensione dell'impostazione di politica fiscale illustrata nella NADEF, la retroazione fiscale avrà una dimensione particolare e quindi necessita di essere chiaramente evidenziata.

Complessivamente quindi nel 2021 il differenziale di crescita rispetto al quadro tendenziale deriva maggiormente dalla componente della manovra di bilancio, la cui impostazione espansiva motivata anche dall'esigenza di sostenere i redditi e l'occupazione in una fase in cui l'epidemia da COVID-19 influenzerà ancora negativamente l'attività economica. Nella seconda parte del periodo, invece, la spinta più rilevante alla crescita verrà dalla componente sovvenzioni del PNRR, che dovrebbe consentire di incrementare notevolmente gli investimenti materiali e immateriali della PA, aumentare la spesa per ricerca, istruzione e formazione, nonché stimolare maggiori investimenti privati, senza che ciò comporti indebitamento aggiuntivo⁹.

Riguardo al contenuto e alla composizione della manovra, la NADEF fornisce soltanto indicazioni generali. Una valutazione esaustiva sarà possibile solo dopo la presentazione del disegno di legge di bilancio. La NADEF riporta che i principali ambiti di intervento della manovra saranno:

- il finanziamento delle politiche invariate non coperte dalla legislazione vigente per circa due decimi di punto di PIL, tra cui quelle relative a missioni di pace, rifinanziamento di taluni fondi di investimento, fondo per le crisi di impresa;
- il rinnovo di alcune politiche in scadenza, per le quali: verranno utilizzate significative risorse con particolare riferimento al 2021 per il sostegno all'occupazione e ai redditi dei lavoratori, specialmente nei settori maggiormente danneggiati dall'emergenza sanitaria; verrà prolungato il finanziamento del taglio del cuneo fiscale sul lavoro dipendente (il cosiddetto "*bonus* 100 euro") e finanziato il taglio contributivo al Sud introdotto dal DL 104 limitatamente all'ultimo trimestre del 2020;
- l'attuazione durante il triennio di un'ampia riforma fiscale, da attuare sulla base di una legge delega che si raccorderà all'introduzione dell'assegno unico e universale per i figli.

Il Governo, in base a quanto riportato nella NADEF, intende finanziare tali interventi con risorse che saranno reperite principalmente mediante:

- dal lato della spesa, la rimodulazione di alcuni fondi di investimento;
- l'avvio di un programma di revisione e riqualificazione della spesa pubblica corrente;
- la revisione di alcuni sussidi dannosi dal punto di vista ambientale;
- dal lato delle entrate, la componente più rilevante di copertura consiste nel gettito addizionale derivante dalla più elevata crescita del PIL indotta in particolare dal programma di investimenti. Nella NADEF si specifica che tale

⁹ NADEF, pag. 10.

retroazione fiscale è prudenzialmente inclusa nelle stime solo a partire dal 2022, anche per tenere conto dei ritardi temporali con cui il gettito risponde agli incrementi dell'attività economica¹⁰.

Nella NADEF si sottolinea che nelle previsioni relative alla spesa per interessi non sono inclusi né gli effetti riduttivi dei costi di finanziamento ascrivibili al minor rendimento pagato sui prestiti previsti dalla RRF rispetto a quello dei titoli di Stato, né gli effetti connessi con l'eventuale riduzione dello *spread* sui tassi di interesse indotta dall'impatto favorevole del programma stesso sulla crescita potenziale e, quindi, sulla sostenibilità del debito¹¹.

Date le limitate informazioni contenute nella NADEF, si ribadisce che sarà possibile compiere un'analisi approfondita del quadro programmatico solo quando sarà disponibile il contenuto dettagliato delle misure della manovra e dello specifico utilizzo dei fondi europei. In questa fase è possibile formulare solo alcune prime osservazioni.

Si conferma quanto già evidenziato con riferimento agli andamenti tendenziali, secondo cui l'evoluzione delle grandezze di finanza pubblica risulta dipendere da previsioni del quadro macroeconomico che, come discusso ampiamente nel paragrafo 1, appaiono ottimistiche per il biennio 2022-23.

Si sottolinea che, essendo basato il reperimento delle risorse di copertura in larga parte sul gettito dovuto agli effetti di retroazione fiscale – per loro natura incerti e connessi nel loro ammontare con la effettiva capacità di realizzazione degli interventi pianificati –, risulta rischioso affidare a tali introiti il finanziamento di misure, di aumento delle spese o di riduzione delle entrate, con effetti di carattere permanente, che esigono coperture strutturali a regime.

Si ricorda la presenza di rischi ancora molto elevati circa l'andamento dell'economia (si veda il paragrafo 1.5), collegati a scenari non favorevoli in ordine all'evoluzione della pandemia, in Italia e all'estero, oltre che a tensioni finanziarie, date le conseguenti ripercussioni sui conti pubblici.

Più in generale, appare evidente la complessità di realizzare un quadro programmatico che richiederà per vari anni l'inserimento dei fondi del PNRR all'interno del processo di bilancio. Ciò comporterà uno sforzo di programmazione notevole orientato al miglioramento della crescita economica, al riequilibrio della finanza pubblica grazie anche al rientro dei differenziali di interesse. Indispensabile sarà una significativa riqualificazione dell'amministrazione pubblica verso maggiori capacità di individuazione degli interventi orientati alla crescita, di programmazione e realizzazione della spesa, di collaborazione tra i diversi livelli di governo, in sostanza una maggiore capacità di assorbimento dei fondi

¹⁰ NADEF, pag. 12.

¹¹ NADEF, pag. 14.

europei, nonché la necessità di adeguate strutture di monitoraggio dell'esecuzione e attuazione della spesa.

2.3 L'evoluzione programmatica del debito

Secondo lo scenario programmatico della NADEF, nell'anno in corso il rapporto del debito sul PIL dovrebbe aumentare al 158 per cento, con un incremento di 23,4 punti percentuali rispetto al 2019 (tab. 2.4). Dal 2021 la NADEF prevede un sentiero di riduzione del rapporto, che passerebbe dal 155,6 per cento atteso per il prossimo anno al 153,4 per cento nel 2022 e al 151,5 per cento nel 2023. Tale stima sarebbe inferiore di 6,5 punti percentuali rispetto al picco previsto per quest'anno ma si collocherebbe ancora a quasi 17 punti percentuali al di sopra del livello del 2019.

Il rapporto tra il debito e il PIL programmatico dovrebbe migliorare di 2,6 punti percentuali il valore stimato a fine periodo per il debito tendenziale, pari al 154,1 per cento del PIL. Dunque, il calo di 6,5 punti programmatici è riconducibile in misura maggiore alla componente sorretta dalla sostenuta dinamica del PIL tendenziale del biennio 2022-23.

Considerando i nuovi dati di contabilità nazionale pubblicati dall'Istat¹², il rapporto tra il debito e il PIL si è attestato al 134,4 per cento nel 2018 e al 134,6 per cento nel 2019, determinando quindi una revisione leggermente al ribasso rispetto alle precedenti stime in cui il rapporto era pari al 134,8 in entrambi gli anni.

Se si scompone la dinamica del rapporto del debito sul PIL nelle sue diverse determinanti, l'avanzo primario fornisce un contributo sfavorevole nel triennio 2020-22; solo nel 2023 il contributo diviene leggermente positivo e pari a 0,1 punti percentuali del PIL (tab. 2.4).

L'impatto del cosiddetto effetto *snow-ball*, legato al differenziale tra la spesa per interessi e il contributo del PIL nominale, determinerebbe un aumento del debito nel 2020 di 15,2 punti percentuali, di cui 11,6 dovuti alla caduta del PIL nominale e 3,5 alla spesa per interessi. Nel triennio successivo, invece, l'apporto di questa componente dovrebbe favorire la discesa del debito in rapporto al PIL, grazie alla forte ripresa della crescita del PIL nominale e alla minore spesa per interessi.

L'aggiustamento *stock-flussi* contribuirebbe sfavorevolmente nel quadriennio per circa 2,7 punti percentuali di PIL. Nel 2020 ciò è in larga parte dovuto ad alcune misure approvate dal Governo di contrasto al COVID-19 che hanno determinato un impatto sul fabbisogno maggiore di circa 18 miliardi rispetto a quello sull'indebitamento netto.

Le stime programmatiche della NADEF scontano l'ipotesi di una riduzione delle giacenze di liquidità del MEF di 0,2 punti percentuali di PIL nel 2020 e 0,1 nel 2021. Le limitate informazioni disponibili sulle componenti dell'aggiustamento *stock-flussi* non consentono di identificare le altre componenti pari allo 0,7 per cento del PIL nel 2021, diverse dalla variazione delle giacenze di liquidità del MEF. In particolare non è chiaro se il presente documento prefigura un incremento di

¹² Si veda il comunicato stampa Istat, "Conti Economici Nazionali" del 22 settembre 2020.

risorse per l'operatività di Patrimonio Destinato, aggiuntivo rispetto a quello già inserito nel fabbisogno.

Lo scenario programmatico presentato in occasione della NADEF 2019, indicava un percorso di stabile e progressiva riduzione del rapporto tra il debito e il PIL dal 2020 per raggiungere il 131,4 per cento nel 2022 (fig. 2.1). Rispetto allo scenario programmatico della NADEF 2020, si rileva uno scostamento di oltre 20 punti percentuali alla fine del triennio.

Nei primi nove mesi dell'anno il Tesoro ha raccolto sul mercato tramite collocamenti di titoli oltre 440 miliardi (circa 120 miliardi in più rispetto allo stesso periodo dello scorso anno) che dovrebbe rappresentare l'80 per cento circa di quanto potrebbe dover emettere complessivamente nell'anno. Le tensioni sui mercati finanziari registrate a partire dalla fine di febbraio si sono attenuate in seguito agli interventi di politica monetaria della BCE, tra cui l'avvio di un nuovo programma di acquisto di titoli per l'emergenza pandemica al fine di contrastare l'aumento dei differenziali di rendimento (fig. 2.2). Nei mesi successivi i rendimenti dei titoli di Stato italiani si sono ridotti su tutte le scadenze e hanno proseguito la discesa fino ai giorni scorsi, attestandosi su valori minimi in prospettiva storica. Grazie a questa evoluzione dei tassi di interesse, nell'orizzonte di previsione l'UBP stima il costo medio del debito in progressiva riduzione dal 2,5 per cento registrato nel 2019 al 2,1 per cento nel 2023.

2.3.1 Impatto del programma di acquisti dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani

Gli acquisti dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato nel corso del presente anno hanno raggiunto un livello considerevole. Dall'inizio dell'anno fino alla fine del mese di settembre, l'Eurosistema ha infatti acquistato complessivamente 143 miliardi di titoli pubblici italiani nel mercato secondario, di cui 48 miliardi nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* (APP) e 95 miliardi nell'ambito del *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP).

Sulla base di alcune ipotesi, si può stimare il possibile impatto del programma di acquisiti dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani per il 2020 e per il 2021, ovvero si può stimare quale sarà l'ammontare dei flussi netti di titoli che dovranno essere assorbiti dagli investitori privati.

Le emissioni lorde dei titoli di Stato nel 2020 sono stimate in 568 miliardi, a copertura del fabbisogno pari a 194 miliardi e dell'ammontare dei titoli in scadenza stimato in 377 miliardi, al netto dell'utilizzo del conto disponibilità del Tesoro per circa 3 miliardi come indicato nella NADEF (tab. 2.5).

Sempre per l'anno in corso, si stima che il totale degli acquisti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema per tutta l'area dell'euro sia pari a circa 1.160 miliardi, di cui 360 miliardi nell'ambito dell'APP e circa 800 miliardi per il PEPP, ipotizzando che tale programma prosegua al ritmo medio di acquisto registrato da marzo a settembre, ovvero circa 20 miliardi a settimana. Per il 2021, si ipotizza la prosecuzione degli acquisti netti nell'ambito dell'APP a un ritmo mensile di 20 miliardi, cui si aggiunge la dotazione residua del PEPP pari a 550 miliardi per un totale di acquisti stimati nell'anno pari a 790 miliardi.

Per quanto riguarda la ripartizione degli acquisti dell'Eurosistema, si ipotizza che in media l'80 per cento del totale dei programmi di acquisti di attività sia destinato ai titoli pubblici emessi dai paesi dell'area dell'euro, sulla base dei dati pubblicati relativi agli acquisti effettuati dall'inizio dell'emergenza da COVID-19 (da marzo a settembre). Per il 2020 si ipotizza che gli acquisti cumulati dei titoli di Stato italiani mantengano per il resto dell'anno uno scostamento dalla *capital key* (la quota dell'Italia sul capitale della BCE), come osservato in media nei mesi scorsi; con tale ipotesi, in media d'anno essi sarebbero pari al 19 per cento del totale degli acquisti dei titoli governativi. Nel 2021, invece, si ipotizza che gli acquisti dei titoli pubblici italiani siano condotti in modo tale da rispettare a fine anno la *capital key*, pari a circa il 17 per cento.

Per la stima del reinvestimento delle scadenze, si applica la *capital key* italiana al dato aggregato pubblicato dalla BCE relativo alle scadenze totali dei titoli pubblici dell'APP, cui si aggiunge una stima del reinvestimento delle scadenze del PEPP.

Con queste ipotesi, gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario sono stimati in circa 210 miliardi (di cui 34 miliardi di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza), ovvero il 37 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario.

In questo scenario, le emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario ammonterebbero a 358 miliardi (tab 2.5). Per un confronto, si stima che nel 2019 le emissioni lorde al netto degli acquisti dell'Eurosistema nel mercato secondario siano state di importo maggiore, pari a 384 miliardi. Questo conferma che, grazie al rafforzamento del programma di acquisti da parte dell'Eurosistema, la quantità complessiva di titoli di Stato che il settore privato dovrà assorbire quest'anno è inferiore a quella dello scorso anno.

Nel 2019, le emissioni lorde sono state pari a 414 miliardi mentre si stima che l'Eurosistema abbia acquistato circa 30 miliardi (di cui 28 stimati di reinvestimento del capitale dei titoli in scadenza); pertanto si stima che le emissioni lorde al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario possano essere ammontate a 384 miliardi.

La stima delle emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario sarebbe positiva e pari a circa 25 miliardi (tab. 2.6); tale importo corrisponderebbe all'ammontare netto che gli investitori privati dovrebbero assorbire nel corso dell'anno. Nel calcolo, si considera anche il mancato rinnovo da parte dell'Eurosistema delle scadenze dei titoli nell'ambito del *Securities Markets Programme*

(SMP), vale a dire il primo programma di intervento della BCE nell'ambito del mercato dei titoli di Stato per preservare la stabilità finanziaria della zona euro. Sempre per un confronto con l'anno precedente, si stima che nel 2019 le emissioni nette al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario siano state maggiori, pari a circa 58 miliardi.

Le emissioni nette dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario nel 2019 si stimano pari a 58 miliardi e sono calcolate come somma algebrica delle emissioni nette dei titoli di Stato pari a 46 miliardi, cui si aggiunge l'ammontare dei rimborsi del SMP pari a 13 miliardi al netto dei 2 miliardi di acquisti netti da parte dell'Eurosistema.

Per il 2021, la NADEF prevede un fabbisogno di 146 miliardi; l'ammontare dei titoli a medio lungo termine in scadenza è previsto pari a 232 miliardi (superiore di circa 30 miliardi rispetto al presente anno) a cui si somma la stima dei titoli a breve termine in scadenza pari a 180 miliardi. Tuttavia, presumibilmente saranno trasferiti all'Italia prestiti pari a 20 miliardi del programma SURE e pari a circa 11 miliardi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (*Recovery and Resilience Facility*, RRF) per un totale di 31 miliardi di finanziamenti derivanti dai fondi della UE¹³. Pertanto, con queste ipotesi, le emissioni lorde di titoli di Stato sono stimate in 525 miliardi (in riduzione di 43 miliardi rispetto al 2020).

Secondo le ipotesi sugli acquisti dell'Eurosistema illustrate precedentemente, l'ammontare totale di tali acquisti scenderebbe a 134 miliardi (circa 76 miliardi in meno rispetto al 2020), ovvero il 26 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro. In questo scenario, le emissioni lorde al netto degli acquisti dell'Eurosistema nel mercato secondario salirebbero a 391 miliardi rispetto a 358 miliardi nel 2020 (tab. 2.5).

Per quanto riguarda le emissioni nette, anche grazie al finanziamento di una parte del fabbisogno tramite prestiti della UE, le emissioni nette al netto degli acquisti dell'Eurosistema nel mercato secondario aumenterebbero solo marginalmente rispetto al 2020, attestandosi a 27 miliardi (tab 2.6).

Si noti infine, che sia nel 2020 che nel 2021 la quota di titoli di Stato detenuta dal settore privato si ridurrebbe a fine anno; infatti, la quota di titoli di Stato detenuta dall'Eurosistema salirebbe dal 17 per cento di fine 2019 al 22 per cento nel 2020 e al 24 per cento nel 2021.

¹³ A questi finanziamenti, si dovrebbero aggiungere i prestiti della BEI per la sanità per 2 miliardi, di cui una prima tranche da 1 miliardo già perfezionata nel 2020 (si veda il [comunicato stampa del MEF n.176 del 30/07/2020](#)). Tali finanziamenti vengono esclusi dalla presente analisi a causa dell'incertezza sulla tempistica della loro effettiva completa erogazione.

3. Alcuni approfondimenti sulla dinamica del debito in rapporto al PIL

Sensitività del rapporto tra il debito e il PIL alle ipotesi macroeconomiche

In questo paragrafo viene valutata la sensitività del sentiero programmatico del rapporto tra il debito e il PIL presentato nella NADEF rispetto a ipotesi alternative sul tasso di inflazione e di crescita reale.

Lo scenario di partenza della nostra analisi ("scenario NADEF") è rappresentato dall'evoluzione programmatica del rapporto tra il debito e il PIL delineato dalla NADEF per il periodo 2020-23. Lo scenario alternativo ("scenario UPB") è invece basato sulle previsioni di crescita del PIL reale e del deflatore del PIL elaborate dall'UPB fino al 2023.

Nello scenario UPB, il rapporto tra saldo primario e PIL viene calcolato applicando un'elasticità di tale saldo pari a 0,544 al differenziale di crescita reale tra lo scenario UPB e lo scenario NADEF, in linea con le stime aggiornate dalla Commissione europea nel 2019¹⁴. Analogamente, al differenziale di inflazione tra i due scenari viene applicata un'elasticità del saldo primario pari a 0,15¹⁵. Viene inoltre ipotizzato che una variazione della crescita dei prezzi si trasli parzialmente sui tassi di interesse e si tiene conto dell'impatto della variazione dell'inflazione sulla spesa per interessi relativa ai titoli indicizzati all'inflazione¹⁶.

Con tali ipotesi, si nota che nello scenario UPB il livello del rapporto tra il debito e il PIL sarebbe superiore a quello dello scenario NADEF per tutto il periodo 2020-23 (fig. 3.1). Per quanto riguarda la sua dinamica, dopo una prima discesa nel 2021, il rapporto tra il debito e il PIL ricomincerebbe a salire già dal 2022. Ciò è dovuto al fatto che rispetto alle previsioni programmatiche della NADEF, lo scenario UPB si caratterizza per una caduta del PIL nominale più significativa nel 2020 e per un recupero meno rapido nel triennio successivo. Alla fine del triennio, con le ipotesi macroeconomiche dello scenario UPB il rapporto tra il debito e il PIL sarebbe di circa sette punti percentuali maggiore rispetto allo scenario programmatico della NADEF.

¹⁴ Mourre et al. (2019), *The Semi-Elasticities Underlying the Cyclically-Adjusted Budget Balance: An Update & Further Analysis*, European Economy Discussion Paper, n. 098, European Commission.

¹⁵ L'impatto di variazioni del tasso d'inflazione sul saldo primario è stato stimato a partire da Attinasi et al. (2014), *The effects of low inflation on public finances*, apportando alcune modifiche specifiche che tengono conto dell'evoluzione della normativa italiana in materia di indicizzazione di alcune importanti voci di spesa negli anni successivi a quelli presi in considerazione nel lavoro.

¹⁶ Si veda anche Ufficio parlamentare di bilancio (2016), "[Rapporto sulla politica di bilancio 2017](#)", Appendice 3.3. Si noti che recentemente è stata migliorata la metodologia di stima della spesa per interessi negli scenari alternativi, rivedendo la ripartizione del debito nelle sue diverse componenti (i titoli indicizzati all'inflazione sono stati spostati dalla componente a breve termine a quella a lungo termine non in scadenza) e introducendo un legame tra il rendimento dei titoli indicizzati e il differenziale d'inflazione tra *baseline* e scenario alternativo.

L'incidenza dei prestiti Next Generation EU

Come illustrato nel paragrafo 2.2, la NADEF 2020 presenta uno scenario programmatico di evoluzione del rapporto tra debito e PIL fino al 2026 che tiene conto dell'impatto dell'utilizzo delle risorse messe a disposizione dalla UE nell'ambito del programma NGEU.

In base alle dotazioni complessive dei vari strumenti e alle chiavi di riparto indicate dalle istituzioni europee, tra il 2021 e il 2026 (anno entro cui dovrebbe concludersi l'impiego di NGEU) l'Italia dovrebbe beneficiare complessivamente di trasferimenti per oltre 75 miliardi (a prezzi 2018), mentre il tetto massimo ai prestiti (fissato al 6,8 per cento del RNL del paese beneficiario) è quantificabile in poco meno di 128 miliardi. Il profilo di utilizzo di tali somme previsto dalla NADEF è riassunto nella tabella 3.1¹⁷. Ad esse vanno aggiunti i circa 27 miliardi di prestiti SURE che, in base alla decisione recentemente adottata dal Consiglio su proposta della Commissione¹⁸, dovrebbero essere erogati a favore dell'Italia a partire dalla fine del 2020 (entro un massimo di 18 mesi) in relazione all'aumento della spesa per ammortizzatori sociali verificatosi dall'anno in corso.

Nella NADEF, il Governo non indica un profilo temporale per l'erogazione dei prestiti SURE; l'ipotesi illustrata nella tabella 3.1 è formulata in base alle indicazioni fornite dalla proposta di riparto della Commissione¹⁹.

Sulla base degli obiettivi programmatici del Governo e delle risorse della tabella 3.1, la NADEF prevede che il rapporto tra debito e PIL nel prossimo triennio scenda di oltre 6 punti percentuali (passando dal 158 per cento nel 2020 al 151,5 per cento nel 2023), per continuare su un sentiero discendente nel triennio successivo e attestarsi al 143,7 per cento nel 2026 (fig. 3.2). Nello stesso anno il debito al netto dei prestiti UE dovrebbe risultare di oltre 7 punti inferiore al totale.

4. La Relazione al Parlamento ai sensi della L. 243/2012

Il Governo ha presentato, insieme alla NADEF, una Relazione al Parlamento, ai sensi della L. 243/2012, per richiedere l'autorizzazione ad aggiornare il piano di rientro verso l'Obiettivo di medio termine (OMT) rispetto a quanto precedentemente autorizzato, a seguito della continuazione dell'emergenza per l'epidemia del COVID-19.

La Relazione trasmessa al Parlamento insieme alla NADEF 2020 trova i propri presupposti nel quadro emergenziale che ha caratterizzato il Paese con il diffondersi dell'epidemia del COVID-19. Nell'anno in corso il Governo ha già chiesto per tre volte al Parlamento l'autorizzazione a deviare temporaneamente dal piano di rientro verso l'OMT. La prima

¹⁷ Per i trasferimenti NGEU erogati da strumenti diversi dalla RRF non sono attualmente disponibili informazioni relative ai flussi annuali. Inoltre, i dati esposti (e gli scenari che su di essi si basano) non considerano le iniziative assunte dal gruppo BEI in risposta alla pandemia.

¹⁸ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/mex_20_1761#2.

¹⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020PC0466&from=FR>.

Relazione è stata presentata il 5 marzo e integrata l'11 marzo, la seconda è stata presentata il 24 aprile, mentre la terza è stata presentata il 23 luglio. Le risorse stanziare nel 2020 per fronteggiare l'emergenza ammontano a 100 miliardi di euro di maggiore indebitamento, pari a circa 6,1 punti percentuali di PIL. Lo scostamento autorizzato per gli anni successivi è stato di più limitata entità, in attesa di valutare la persistenza dell'epidemia e l'impatto economico della sua diffusione.

Secondo la Relazione appena presentata, vista la continuazione dell'epidemia di COVID-19, vi è la necessità di una politica di bilancio espansiva anche nel 2021 per sostenere la ripresa economica con politiche di stimolo selettive e temporanee. Infatti, l'attività economica risulta ancora inferiore ai livelli del 2019, con molte restrizioni ancora in vigore e un continuo aumento della diffusione del virus a livello globale con conseguente caduta del commercio internazionale. La previsione di caduta del PIL reale per il 2020 viene portata al 9 per cento, rispetto all'8 per cento previsto nel DEF, a causa di una durata della chiusura parziale delle attività produttive e di una diffusione del virus maggiori di quanto previsto ad aprile. Il Governo intende quindi sostenere gli investimenti pubblici e incentivare l'occupazione, oltre ad adottare un piano di riforme strutturali all'interno del PNRR. Il Governo si impegna a riprendere il percorso di convergenza verso l'OMT, prevedendo una riduzione dell'indebitamento netto programmatico dal 10,8 per cento del PIL nel 2020 al 7 per cento nel 2021, al 4,7 per cento nel 2022 e al 3 per cento nel 2023. In termini strutturali, il disavanzo viene stimato al 6,4 per cento nel 2020, al 5,7 per cento nel 2021, al 4,7 per cento nel 2022 e al 3,5 per cento nel 2023. Il rapporto tra debito e PIL dovrebbe ridursi dal 158 per cento del PIL nel 2020 al 155,6 per cento nel 2021, al 153,4 per cento nel 2022 e al 151,5 per cento nel 2023.

La Relazione in esame deve essere valutata anche con riferimento a quanto adottato a livello sovranazionale. Come noto, la Commissione europea ha deciso l'attivazione della clausola di salvaguardia generale (*general escape clause*) del Patto di stabilità e crescita (PSC) per l'anno in corso con la sua Comunicazione del 20 marzo²⁰, condivisa il 23 marzo dal Consiglio dell'Unione²¹, per permettere agli Stati membri di sostenere le spese necessarie ad affrontare l'emergenza del COVID-19.

Nella Comunicazione sulla Strategia annuale per la crescita sostenibile 2021²² del 17 settembre, la Commissione ha stabilito che tale clausola sarà valida anche nel 2021, confermando la decisione anche nella lettera del Vicepresidente Dombrovskis e del Commissario Gentiloni ai Ministri dell'Economia e delle finanze dei paesi dell'area dell'euro del 19 settembre²³.

²⁰ Si veda <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0123&from=IT>.

²¹ Si veda <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2020/03/23/statement-of-eu-ministers-of-finance-on-the-stability-and-growth-pact-in-light-of-the-covid-19-crisis/>.

²² Si veda <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0575&from=en>.

²³ Si veda https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/it_0.pdf per la lettera indirizzata all'Italia e <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu->

Per quanto riguarda il braccio preventivo, il Regolamento 1466/97, agli articoli 5(1) e 9(1), stabilisce che in periodi di grave recessione economica per l'area dell'euro o per l'Unione europea nel suo insieme, gli Stati membri possono essere autorizzati a deviare temporaneamente dal percorso di aggiustamento verso l'OMT a condizione che ciò non comprometta la sostenibilità di bilancio di medio termine. Per quanto riguarda il braccio correttivo, il Regolamento 1467/97, agli articoli 3(5) and 5(2), stabilisce che in caso di grave recessione economica nell'area dell'euro o nell'Unione europea nel suo insieme, il Consiglio può decidere, su raccomandazione della Commissione, di adottare una traiettoria di bilancio rivista.

Secondo la Commissione, l'applicazione della clausola non sospende le procedure del PSC, ma consente alla Commissione e al Consiglio della UE di adottare le necessarie misure di coordinamento delle politiche di bilancio nell'ambito del Patto, pur discostandosi dagli obblighi di bilancio che sarebbero normalmente applicabili.

Sempre nella Comunicazione sulla Strategia annuale per la crescita sostenibile 2021, la Commissione sottolinea che nel 2021 gli Stati membri dovrebbero continuare a prevedere un sostegno di bilancio mirato e temporaneo, preservando allo stesso tempo la sostenibilità di bilancio nel medio termine. Inoltre, l'azione degli Stati membri dovrebbe passare gradualmente da una risposta di protezione rispetto all'emergenza a misure che facilitino la riallocazione delle risorse e sostengano la ripresa. Infine, qualora le condizioni economiche lo consentano, le politiche di bilancio dovrebbero mirare a ripristinare posizioni di bilancio prudenti a medio termine e a garantire la sostenibilità del debito, potenziando al contempo gli investimenti.

[economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/annual-draft-budgetary-plans-dbps-euro-area-countries/draft-budgetary-plans-2021_en](#) per quelle indirizzate a tutti i paesi.

Tab. 1.1 – Le ipotesi internazionali nel DEF 2020 e nella NADEF 2020

	2020		2021		2022	2023
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	NADEF	NADEF
Commercio mondiale (variazioni %)	-6,7	-11,5	9,9	8,6	5,7	4,0
Mercati esteri rilevanti per l'Italia, (variazioni %)	-9,5	-9,9	11,0	8,9	5,3	3,5
Prezzo in \$ del petrolio	38,3	42,4	39,6	48,1	49,7	51,0
Variazioni %	-40,4	-34,1	3,2	13,5	3,4	2,6
Tasso di cambio \$/€	1,092	1,140	1,088	1,185	1,185	1,185
Variazioni %	-2,5	1,9	-0,3	4,0	0,0	0,0
Prezzo in € del petrolio	35,1	37,2	36,4	40,6	41,9	43,0
Variazioni %	-38,9	-35,3	3,6	9,2	3,4	2,6

Fonte: elaborazioni su dati del DEF e della NADEF per il 2020.

Tab. 1.2 – Principali variabili del quadro tendenziale nel DEF 2020 e nella NADEF 2020

	2020		2021		2022	2023
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	NADEF	NADEF
PIL	-8,0	-9,0	4,7	5,1	3,0	1,8
Contributi alla crescita del PIL						
Esportazioni nette	-0,8	-1,5	1,2	0,4	0,4	0,0
Scorte	-0,7	0,0	0,2	0,3	0,1	0,1
Domanda nazionale al netto delle scorte	-6,5	-7,4	3,3	4,3	2,5	1,6
Deflatore PIL	1,0	1,1	1,4	0,7	1,1	1,0
PIL nominale	-7,1	-8,0	6,1	5,8	4,2	2,8

Fonte: elaborazioni su dati del DEF e della NADEF per il 2020.

Tab. 1.3 – Quadri tendenziali e programmatici nella NADEF 2020

	2020		2021		2022		2023	
	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.
PIL	-9,0	-9,0	5,1	6,0	3,0	3,8	1,8	2,5
Contributi alla crescita del PIL								
Esportazioni nette	-1,5	-1,5	0,4	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
Scorte	0,0	0,0	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	-7,4	-7,4	4,3	5,4	2,5	3,8	1,6	2,4
Deflatore PIL	1,1	1,1	0,7	0,8	1,1	1,3	1,0	1,2
PIL nominale	-8,0	-8,0	5,8	6,8	4,2	5,1	2,8	3,7

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2020.

Tab. 1.4 – Previsioni di crescita del PIL dell'Italia a confronto

	PIL			
	2020	2021	2022	2023
Confindustria - ottobre 2020	-10,0	5,7		
Oxford Economics ⁽¹⁾ - ottobre 2020	-9,8	6,0	3,8	1,6
Consensus Economics - settembre 2020	-9,9	5,4	2,3	
OCSE ⁽¹⁾ - settembre 2020	-10,5	5,4		
Banca d'Italia	-9,4	4,8	2,3	
Commissione europea - luglio 2020	-11,2	6,1		
Fondo monetario internazionale - giugno 2020	-12,8	6,3		

(1) Dato del PIL corretto per i giorni lavorativi.

Tab. 2.1 – Conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali

	Milioni di euro					Valori in % del PIL					Tassi di crescita			
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
SPESE														
Redditi da lavoro dipendente	173.054	177.248	181.896	180.370	179.752	9,7	10,8	10,4	9,9	9,6	2,4	2,6	-0,8	-0,3
Consumi intermedi	147.364	158.876	154.106	154.138	154.178	8,2	9,6	8,8	8,5	8,3	7,8	-3,0	0,0	0,0
Prestazioni sociali	361.203	410.500	389.880	394.650	401.710	20,2	24,9	22,4	21,7	21,5	13,6	-5,0	1,2	1,8
di cui: <i>Pensioni</i>	274.860	282.140	288.600	295.270	302.210	15,4	17,1	16,6	16,3	16,2	2,6	2,3	2,3	2,4
Altre prestazioni sociali	86.343	128.360	101.280	99.380	99.500	4,8	7,8	5,8	5,5	5,3	48,7	-21,1	-1,9	0,1
Altre spese correnti	66.713	83.263	73.084	75.027	72.836	3,7	5,1	4,2	4,1	3,9	24,8	-12,2	2,7	-2,9
Totale spese correnti al netto interessi	748.334	829.887	798.966	804.185	808.476	41,8	50,4	45,9	44,3	43,3	10,9	-3,7	0,7	0,5
Interessi passivi	60.386	58.411	57.705	57.583	58.800	3,4	3,5	3,3	3,2	3,2	-3,3	-1,2	-0,2	2,1
Totale spese correnti	808.720	888.298	856.671	861.768	867.276	45,2	53,9	49,2	47,5	46,5	9,8	-3,6	0,6	0,6
di cui: <i>Spesa sanitaria</i>	115.448	120.864	121.952	122.020	122.515	6,5	7,3	7,0	6,7	6,6	4,7	0,9	0,1	0,4
Totale spese in conto capitale	61.860	75.445	74.622	72.000	72.883	3,5	4,6	4,3	4,0	3,9	22,0	-1,1	-3,5	1,2
Investimenti fissi lordi	41.156	44.608	47.474	50.565	49.679	2,3	2,7	2,7	2,8	2,7	8,4	6,4	6,5	-1,8
Contributi in c/capitale	14.327	20.531	21.775	17.292	16.258	0,8	1,2	1,3	1,0	0,9	43,3	6,1	-20,6	-6,0
Altri trasferimenti	6.377	10.306	5.373	4.143	6.946	0,4	0,6	0,3	0,2	0,4	61,6	-47,9	-22,9	67,7
Totale spese finali al netto di interessi	810.194	905.332	873.588	876.185	881.359	45,3	55,0	50,1	48,3	47,3	11,7	-3,5	0,3	0,6
Totale spese finali	870.580	963.743	931.292	933.767	940.158	48,6	58,5	53,5	51,5	50,4	10,7	-3,4	0,3	0,7
ENTRATE														
Totale entrate tributarie	516.633	474.925	513.216	529.567	541.757	28,9	28,8	29,5	29,2	29,0	-8,1	8,1	3,2	2,3
Imposte dirette	257.284	245.254	258.370	267.148	273.491	14,4	14,9	14,8	14,7	14,7	-4,7	5,3	3,4	2,4
Imposte indirette	258.112	228.551	253.501	261.058	266.895	14,4	13,9	14,6	14,4	14,3	-11,5	10,9	3,0	2,2
Imposte in c/capitale	1.237	1.120	1.345	1.361	1.371	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-9,5	20,1	1,2	0,7
Contributi sociali	241.952	224.934	236.027	246.710	252.943	13,5	13,7	13,5	13,6	13,6	-7,0	4,9	4,5	2,5
Contributi effettivi	237.752	220.604	231.623	242.242	248.477	13,3	13,4	13,3	13,3	13,3	-7,2	5,0	4,6	2,6
Contributi figurativi	4.200	4.330	4.404	4.468	4.466	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	3,1	1,7	1,5	0,0
Altre entrate correnti	80.606	79.189	80.331	79.894	80.960	4,5	4,8	4,6	4,4	4,3	-1,8	1,4	-0,5	1,3
Totale entrate correnti	837.954	777.928	828.229	854.810	874.289	46,8	47,2	47,5	47,1	46,9	-7,2	6,5	3,2	2,3
Entrate in c/capitale non tributarie	2.739	6.680	2.622	2.897	3.122	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	143,9	-60,7	10,5	7,8
Totale entrate finali	841.930	785.727	832.196	859.068	878.782	47,0	47,7	47,8	47,3	47,1	-6,7	5,9	3,2	2,3
<i>p.m. Pressione fiscale</i>						42,4	42,5	43,0	42,8	42,6				
SALDI														
Saldo primario	31.736	-119.605	-41.392	-17.116	-2.576	1,8	-7,3	-2,4	-0,9	-0,1				
Saldo di parte corrente	29.234	-110.370	-28.442	-6.957	7.014	1,6	-6,7	-1,6	-0,4	0,4				
Indebitamento netto	-28.650	-178.015	-99.097	-74.699	-61.376	-1,6	-10,8	-5,7	-4,1	-3,3				

Fonte: NADEF 2020.

Tab. 2.2 – Conto economico delle Amministrazioni pubbliche: differenze tra NADEF 2020 e DEF 2020
(milioni di euro)

	2019 ⁽¹⁾	2020	2021
SPESE			
Redditi da lavoro dipendente	-199	1.677	1.027
Consumi intermedi	-857	4.820	1.163
Prestazioni sociali	-8	24.380	2.670
di cui: <i>Pensioni</i>	-194	-410	-330
Altre prestazioni sociali	186	24.790	3.000
Altre spese correnti	57	15.626	2.035
Totale spese correnti al netto interessi	-1.007	46.504	6.896
Interessi passivi	81	-2.217	-5.765
Totale spese correnti	-926	44.287	1.130
di cui: <i>Spesa sanitaria</i>	0	1.308	869
Totale spese in conto capitale	764	8.712	8.549
Investimenti fissi lordi	662	3.028	1.236
Contributi in c/capitale	138	2.122	7.313
Altri trasferimenti	-36	3.562	0
Totale spese finali al netto di interessi	-243	55.216	15.445
Totale spese finali	-162	53.000	9.679
ENTRATE			
Totale entrate tributarie	91	-1.668	-13.450
Imposte dirette	-113	6.480	7.158
Imposte indirette	202	-8.168	-20.820
Imposte in c/capitale	2	20	212
Contributi sociali	-135	-4.481	-342
Contributi effettivi	1	-4.481	-342
Contributi figurativi	-136	0	0
Altre entrate correnti	474	-896	-702
Totale entrate correnti	428	-7.065	-14.706
Entrate in c/capitale non tributarie	59	0	0
Totale entrate finali	489	-7.046	-14.494
<i>p.m. Pressione fiscale</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,3</i>
SALDI			
Saldo primario	732	-62.262	-29.939
<i>in % di PIL</i>	<i>0,0</i>	<i>-3,8</i>	<i>-1,7</i>
Saldo di parte corrente	1.354	-51.352	-15.836
<i>in % di PIL</i>	<i>0,1</i>	<i>4,5</i>	<i>2,5</i>
Indebitamento netto	651	-60.044	-24.173
<i>in % di PIL</i>	<i>0,04</i>	<i>-3,7</i>	<i>-1,4</i>
PIL nominale tendenziale (miliardi)	-78	-119	-46

Fonte: NADEF 2020 e DEF 2020.

(1) Le differenze relative all'anno 2019 sono dovute alla revisione dell'Istat effettuata il 22 settembre 2020.

Tab. 2.3 – Indicatori di finanza pubblica (1)
(in percentuale del PIL; segno + = miglioramento del saldo)

	NADEF 2020					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Indebitamento netto tendenziale (a)	-2,2	-1,6	-10,8	-5,7	-4,1	-3,3
<i>Variazione rispetto all'anno precedente (a')</i>	<i>0,2</i>	<i>0,6</i>	<i>-9,2</i>	<i>5,1</i>	<i>1,6</i>	<i>0,8</i>
Interventi netti manovra ⁽²⁾ (b)				-1,3	-0,6	0,3
Impatto delle sovvenzioni NGEU sul saldo (c=c'+c'')				0,0	0,0	0,0
<i>Utilizzo sovvenzioni NGEU ⁽³⁾ (c')</i>				<i>-0,8</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,5</i>
<i>Risorse in entrata sovvenzioni NGEU (c'')</i>				<i>0,8</i>	<i>1,1</i>	<i>1,5</i>
Indebitamento netto programmatico (d=a+b+c)	-2,2	-1,6	-10,8	-7,0	-4,7	-3,0
<i>Variazione rispetto all'anno precedente (d')</i>	<i>0,2</i>	<i>0,6</i>	<i>-9,2</i>	<i>3,8</i>	<i>2,3</i>	<i>1,7</i>
Interventi netti con contenuto espansivo (e=b+c')				-2,1	(*)	(*)

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2020.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti delle cifre decimali. – (2) Le risorse di copertura della manovra includono la retroazione fiscale per il biennio 2022-23. – (3) *Next Generation EU*. L'utilizzo riguarda parte delle sovvenzioni sia della RRF che dei programmi *React-EU*, *Just Transition Fund* e Sviluppo rurale. – (*) Non calcolabile in assenza dei valori della retroazione fiscale.

Tab. 2.4 – Determinanti della variazione programmatica del rapporto tra il debito e il PIL (1)
(in percentuale del PIL e tassi di variazione)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Rapporto debito/PIL	134,4	134,6	158,0	155,6	153,4	151,5
Variazione rapporto debito/PIL	0,3	0,2	23,4	-2,4	-2,2	-1,9
Avanzo primario ⁽²⁾ (competenza economica)	-1,4	-1,8	7,3	3,7	1,6	-0,1
Effetto snow-ball ⁽³⁾, di cui:	1,0	2,0	15,2	-6,8	-4,4	-2,3
<i>Spesa per interessi/PIL nominale</i>	<i>3,6</i>	<i>3,4</i>	<i>3,5</i>	<i>3,3</i>	<i>3,1</i>	<i>3,1</i>
<i>Contributo crescita PIL nominale</i>	<i>-2,6</i>	<i>-1,4</i>	<i>11,6</i>	<i>-10,1</i>	<i>-7,5</i>	<i>-5,4</i>
<i>p.m. : Costo medio del debito</i>	<i>2,8</i>	<i>2,5</i>	<i>2,4</i>	<i>2,2</i>	<i>2,1</i>	<i>2,1</i>
Aggiustamento stock-flussi	0,7	0,0	0,9	0,6	0,6	0,6
<i>Variazione disponibilità liquide del MEF</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Altro</i>	<i>0,4</i>	<i>0,1</i>	<i>1,1</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2020.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) L'avanzo primario con segno positivo indica disavanzo e pertanto contribuisce a una variazione positiva del rapporto tra il debito e il PIL. – (3) L'effetto *snow-ball* è calcolato come somma della spesa per interessi su PIL nominale e del contributo della crescita del PIL nominale, dato da $(d_{t-1}/PIL_{t-1}) * (-g_t/(1+g_t))$, dove d_{t-1} è il debito al tempo t-1, e g_t è il tasso di crescita nominale del PIL al tempo t.

Tab. 2.5 – Emissioni lorde di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema

	2020	2021
Fabbisogno del settore statale (a)	194	146
Rimborsi titoli di Stato (b)	377	412
Variazione Conto disponibilità del Tesoro (c)	-3	-2
Prestiti UE (SURE e RRF) (d)	-	31
Emissioni lorde titoli di Stato (e) = (a) + (b) + (c) - (d)	568	525
Acquisti titoli di Stato PSPP e PEPP (f)	176	94
Reinvestimento scadenze PSPP e PEPP (g)	34	40
Acquisti lordi titoli di Stato PSPP e PEPP (h) = (f) + (g)	210	134
Emissioni lorde titoli di Stato al netto PSPP e PEPP (i) = (e) - (h)	358	391

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2020, BCE, Banca d'Italia e MEF.

Tab. 2.6 – Emissioni nette di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema

	2020	2021
Fabbisogno del settore statale (a)	194	146
Variazione Conto disponibilità del Tesoro (b)	-3	-2
Prestiti UE (SURE e RRF) (c)	-	31
Emissioni nette titoli di Stato (d) = (a) + (b) - (c)	191	113
Acquisti titoli di Stato PSPP e PEPP (e)	176	94
Scadenze titoli di Stato SMP (f)	-10	-8
Emissioni nette titoli di Stato al netto acquisti PSPP e PEPP e scadenze SMP (g) = (d) - (e) - (f)	25	27

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2020, BCE, Banca d'Italia e MEF.

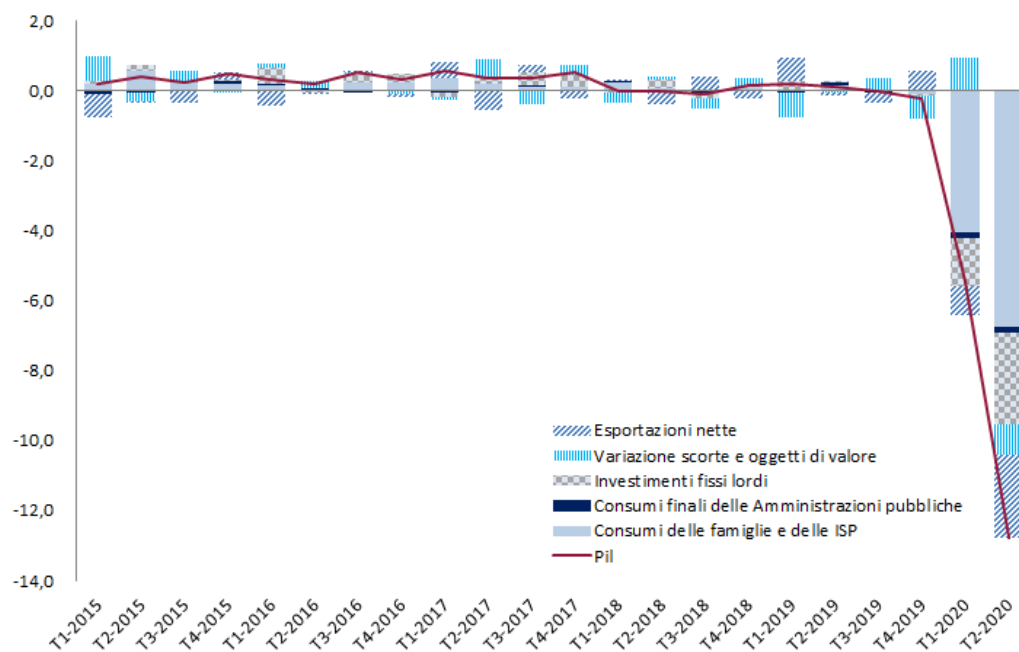
Tab. 3.1 – Profilo di utilizzo delle risorse finanziarie messe a disposizione dalla UE (1)
(miliardi di euro)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Totale
<i>Flussi annuali</i>							
Trasferimenti , di cui:	14,0	20,0	28,0	9,5	3,9	0,0	77,4
RRF + ReactEU	14,0	20,0	28,0	9,5	3,9	0,0	75,4
Altri strumenti NGEU							2,0
Prestiti , di cui:	31,0	24,9	15,0	29,9	26,7	27,5	155,0
RRF	11,0	17,5	15,0	29,9	26,7	27,5	127,6
SURE	20,0	7,4					27,4
<i>Valori cumulati</i>							
Trasferimenti , di cui:	14,0	34,0	62,0	71,5	75,4	77,4	
RRF + ReactEU	14,0	34,0	62,0	71,5	75,4	75,4	
Altri strumenti NGEU							2,0
Prestiti , di cui:	31,0	55,9	70,9	100,8	127,5	155,0	
RRF	11,0	28,5	43,5	73,4	100,1	127,6	
SURE	20,0	27,4	27,4	27,4	27,4	27,4	

Fonte: elaborazione su dati NADEF e Commissione europea.

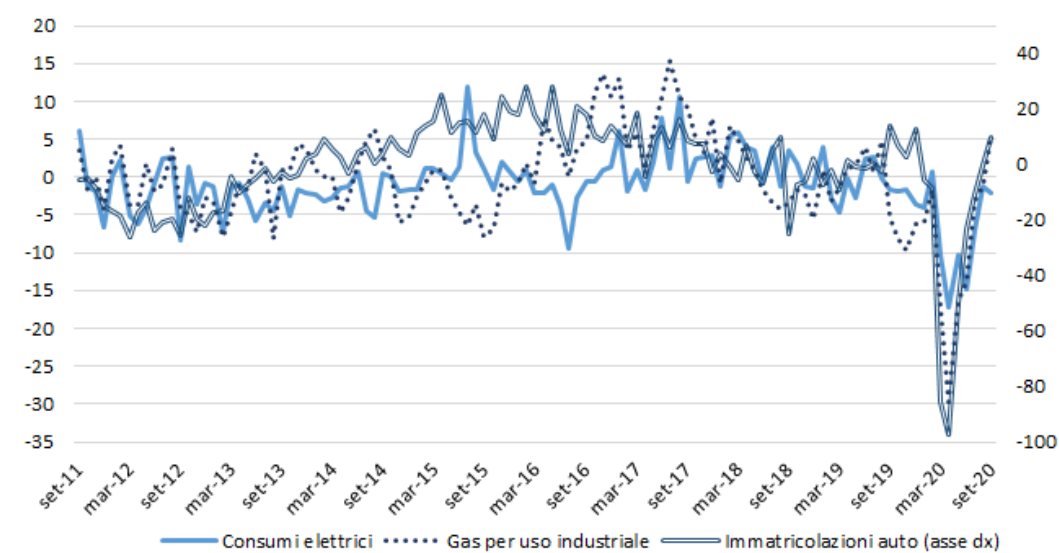
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti delle cifre decimali.

Fig. 1.1 – PIL e contributi alla crescita delle componenti di domanda
(variazioni percentuali congiunturali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Istat.

Fig. 1.2 – Indicatori tempestivi dell'attività economica
(variazioni tendenziali percentuali)

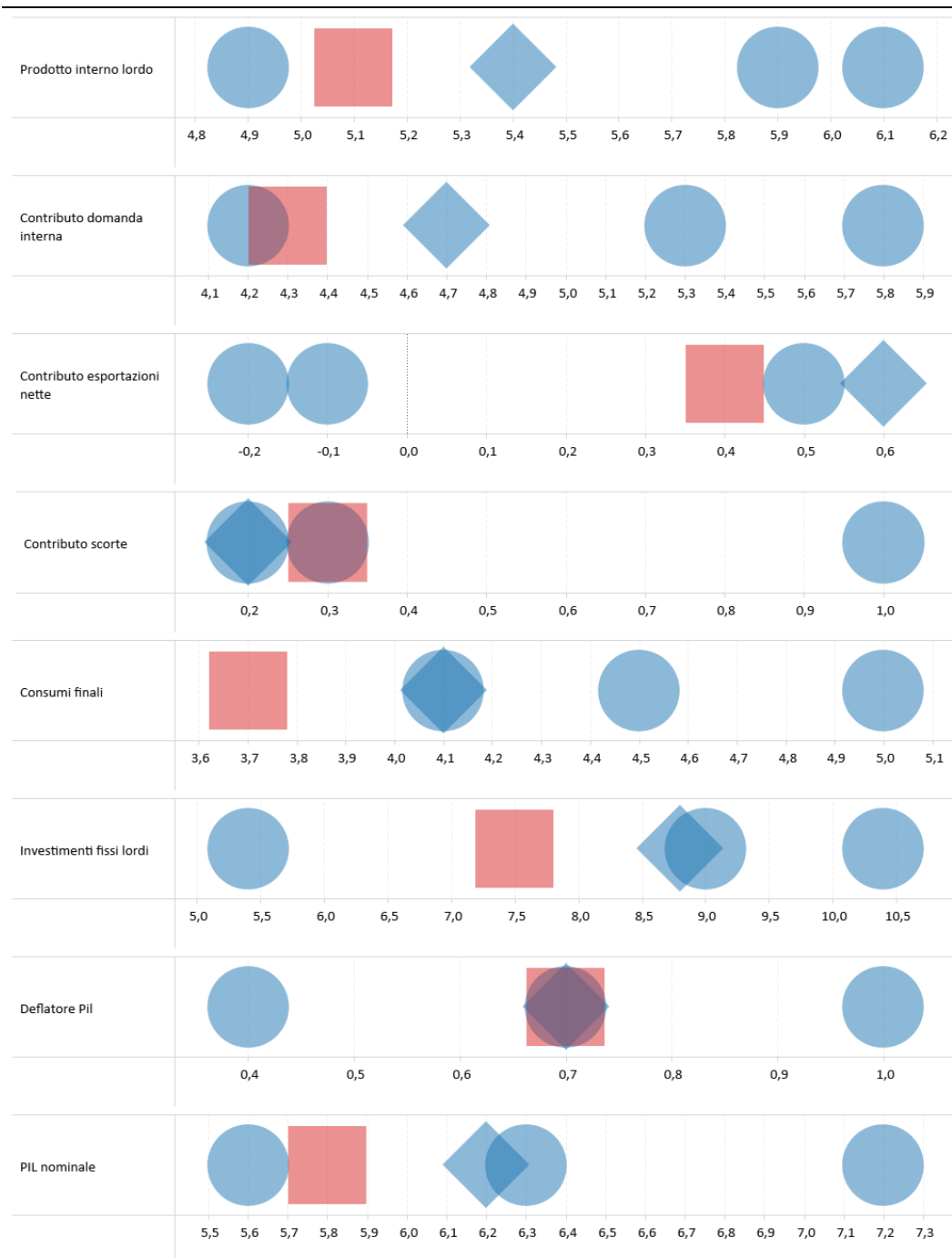


Fonte: Terna, Snam, ANFIA.

Fig. 1.3 – Previsioni del PIL (reale e nominale) tendenziale



Fig. 1.4 – Previsioni sul quadro macroeconomico tendenziale – Anno 2021



■ Stime Governo ● Stime *panel* UPB ◆ Stima UPB

Fig. 1.5 — Previsioni sul PIL tendenziale

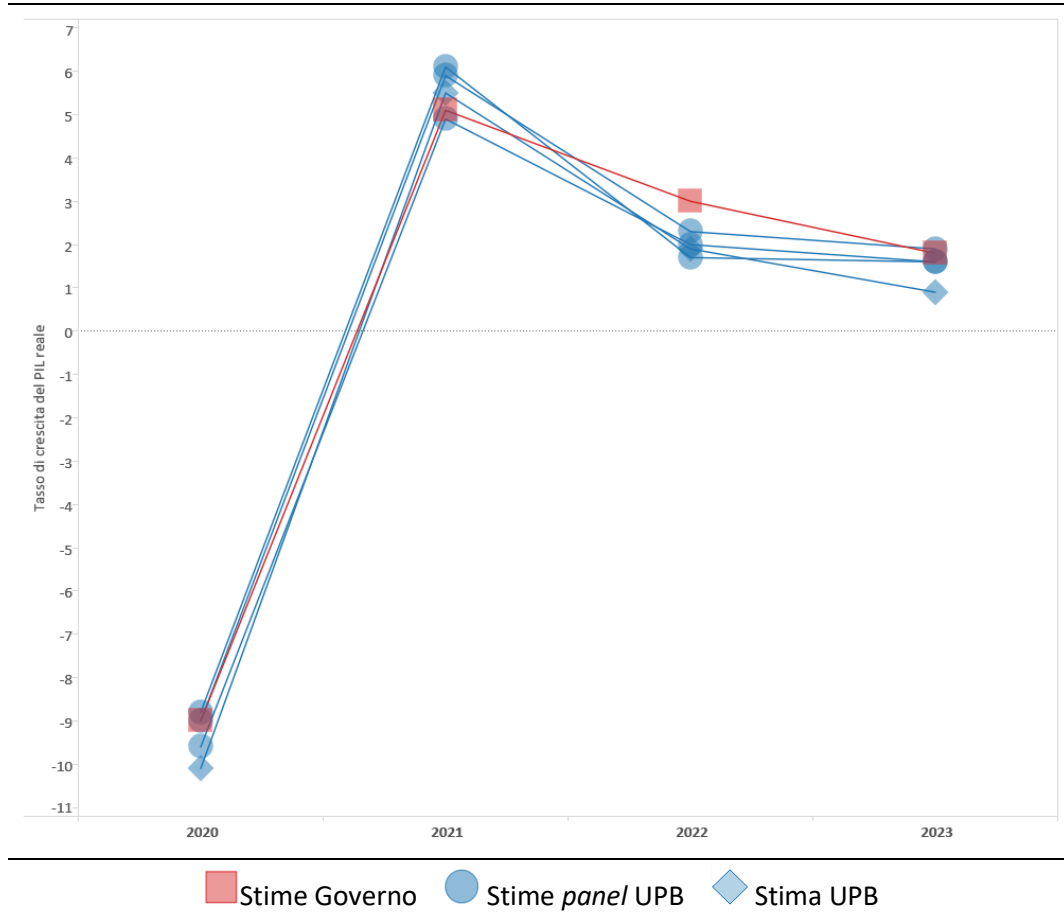


Fig. 1.6 – Previsioni del PIL (reale e nominale) programmatico

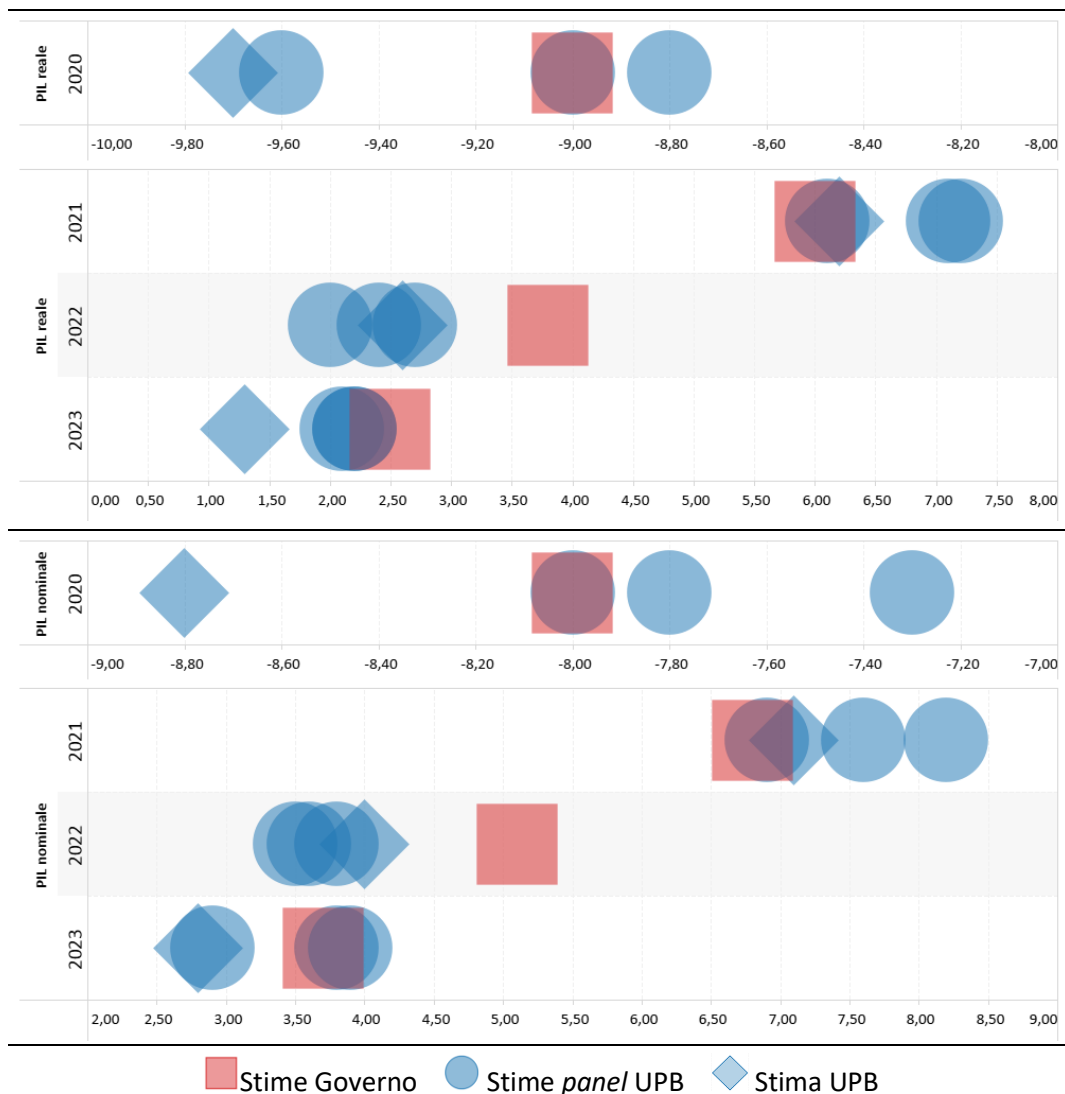


Fig. 1.7 – Previsioni sul quadro macroeconomico programmatico – Anno 2021



■ Stime Governo
 ● Stime *panel* UPB
 ◆ Stima UPB

Fig. 1.8 — Previsioni sul PIL programmatico

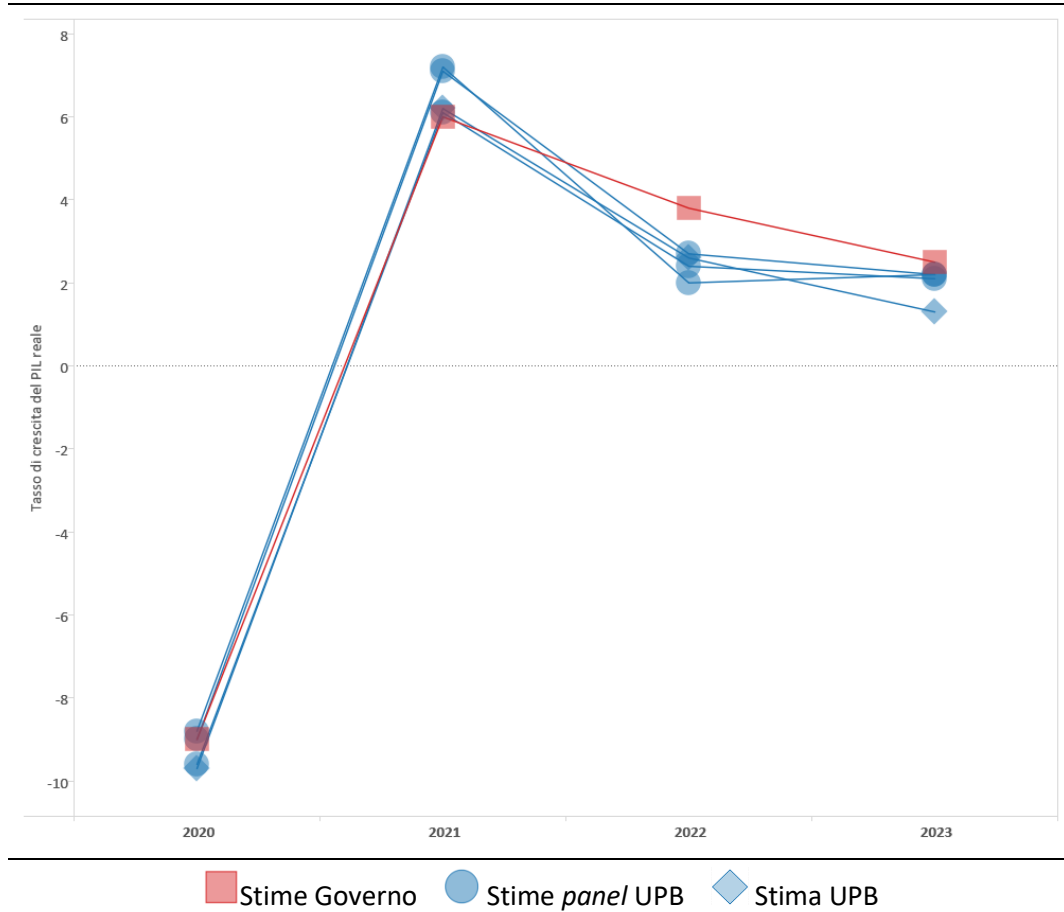
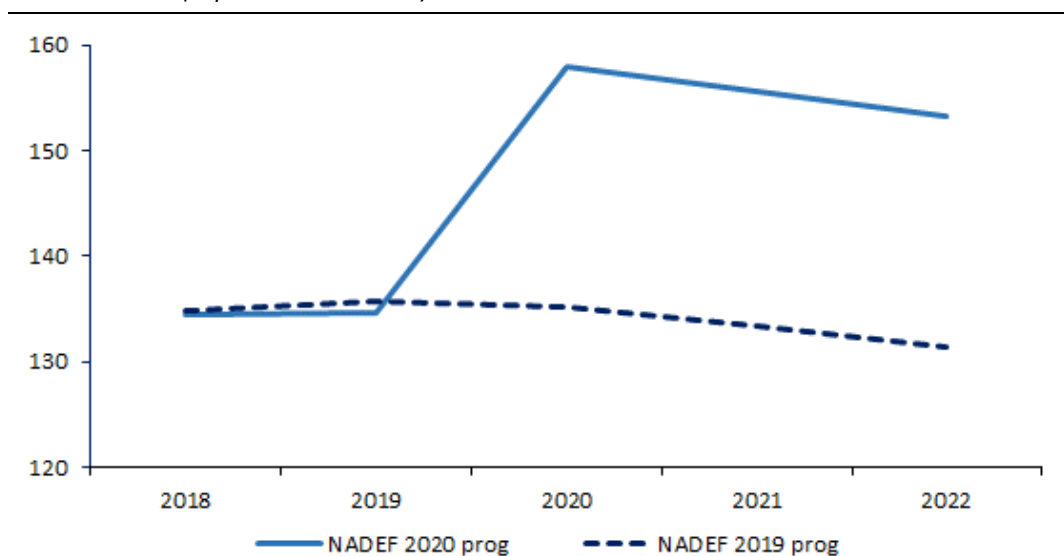
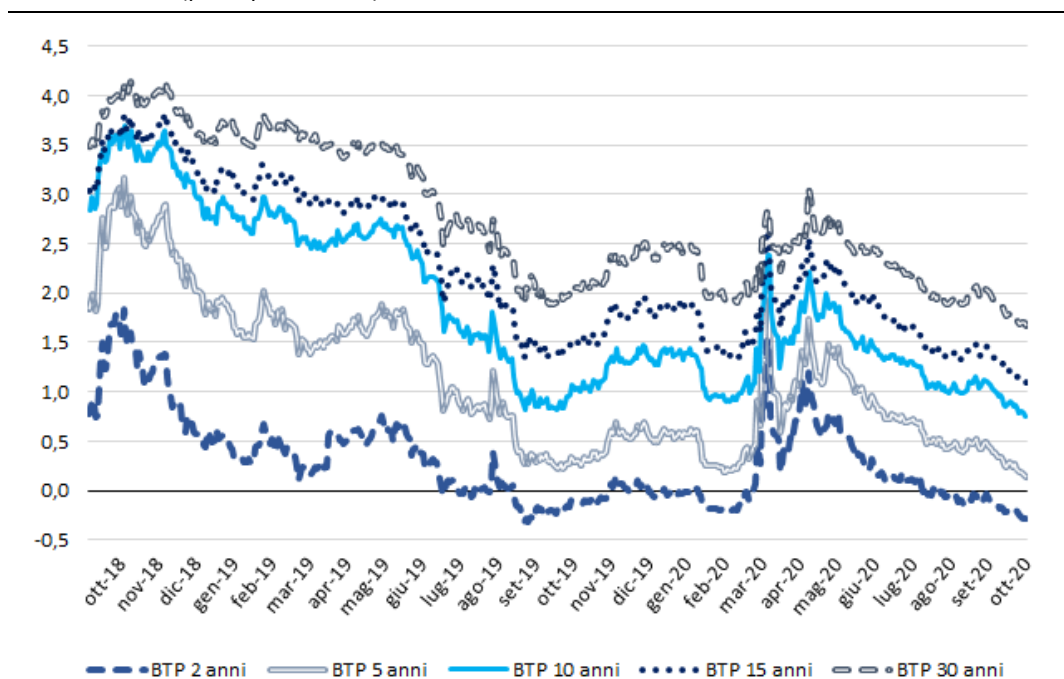


Fig. 2.1 – Confronto dell'evoluzione programmatica del debito tra NADEF 2019 e NADEF 2020
(in percentuale del PIL)



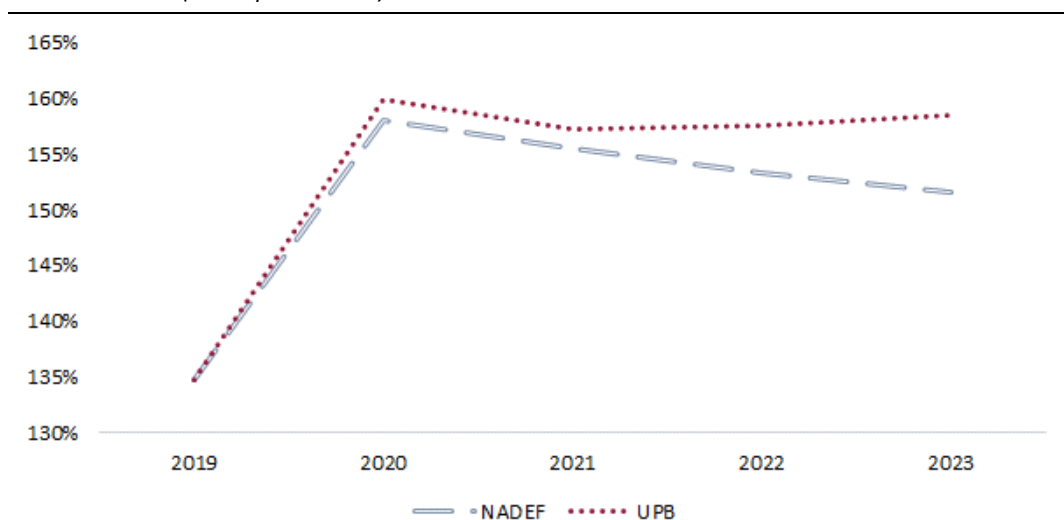
Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2019 e NADEF 2020.

Fig. 2.2 – Rendimenti dei titoli di Stato (BTP a 2 anni, 5 anni, 10 anni, 15 anni e 30 anni)
(punti percentuali)



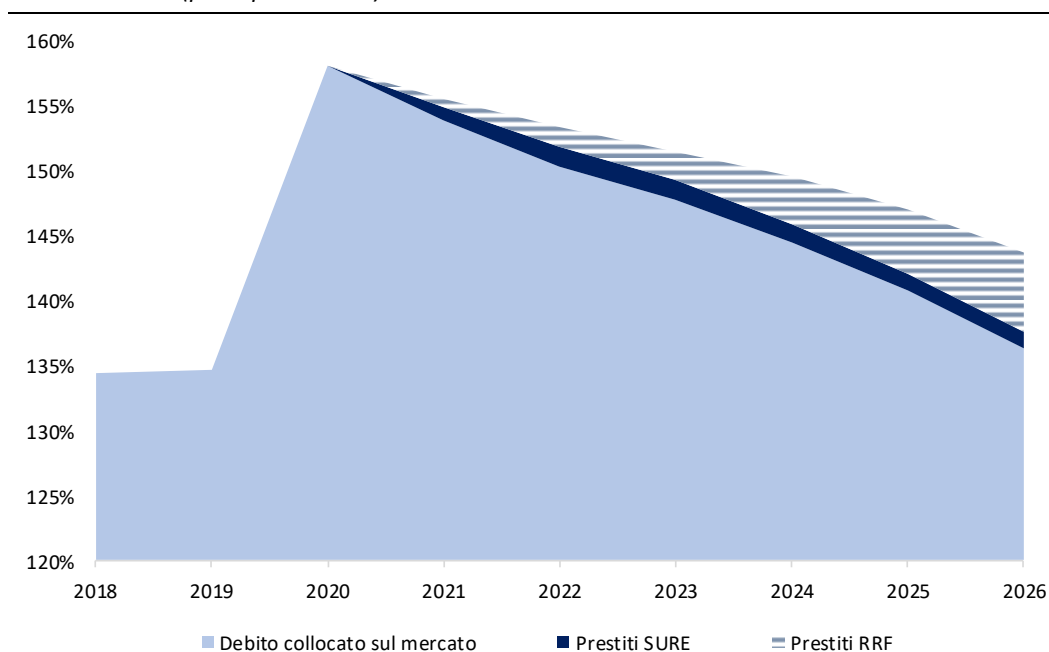
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

Fig. 3.1 – Sensività del rapporto tra il debito e il PIL alle ipotesi di crescita e inflazione
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2020.

Fig. 3.2 – Scomposizione del rapporto tra il debito e il PIL programmatico
(punti percentuali)



Fonte: elaborazione su dati NADEF 2020 e Commissione europea.