

## Audizione UPB nell'ambito dell'esame della NADEF 2021

### Sintesi

Il Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) Giuseppe Pisauro è stato ascoltato oggi in audizione dalle Commissioni Bilancio di Camera e Senato, riunite in seduta congiunta, nell'ambito dell'esame preliminare della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) 2021 pubblicata il 1° ottobre scorso dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF). Di seguito i principali elementi contenuti nel testo della memoria consegnata alle Commissioni.

**Il quadro macroeconomico e il processo di validazione.** – L'UPB ha trasmesso lo scorso 24 settembre la lettera di validazione del quadro macroeconomico tendenziale del Governo, che riporta, come sempre sulla base delle analisi del *panel* di previsori (oltre all'UPB, CER, Oxford Economics, Prometeia, Ref.Ricerche), una valutazione positiva sul biennio strettamente oggetto di validazione (2021-22), segnalando tuttavia significativi fattori di rischio al ribasso sulla crescita del PIL. L'UPB ha successivamente valutato le previsioni del quadro macroeconomico programmatico, che include gli effetti della manovra di bilancio prefigurata nella NADEF e attuata con la prossima legge di bilancio, decidendo di validare anche tale scenario sul 2022 in quanto i valori stimati per le principali variabili ricadono all'interno di un intervallo di accettabilità. Il quadro macroeconomico programmatico del MEF per il periodo 2023-24 (che non è oggetto di validazione) appare lievemente ottimistico rispetto alle previsioni formulate dal *panel* UPB.

Sullo scenario programmatico incidono tuttavia molteplici fattori di rischio, anche superiori a quelli già delineati per il quadro macroeconomico tendenziale. Nelle valutazioni del *panel* UPB tali rischi hanno una maggiore probabilità di realizzazione rispetto ad altri esercizi previsivi e, pur essendo complessivamente bilanciati per l'anno in corso, sono prevalentemente orientati al ribasso per i prossimi anni. Anche il confronto con le previsioni recenti dei principali analisti evidenzia che le previsioni macroeconomiche della NADEF sono pienamente condivise per il 2021 mentre si collocano nella fascia alta delle attese per quanto attiene al triennio 2022-24.

**I fattori di rischio della previsione.** – L'evoluzione dell'economia italiana nei prossimi trimestri dipende strettamente dall'ipotesi che l'ondata di contagi, anche nel contesto globale, si mantenga sotto controllo, in modo da evitare che si possano determinare tensioni sul sistema sanitario tali da richiedere nuove restrizioni alle attività economiche.

In un'ottica di medio periodo, il contesto dell'economia internazionale delineato dai maggiori previsori appare oggi favorevole, ma se le restrizioni all'offerta dovessero venire meno più lentamente di quanto atteso vi sarebbero rischi sulla domanda estera già dal prossimo anno. Vi è inoltre un rischio connesso all'ipotesi, implicita nello scenario

macroeconomico del MEF, di un efficace utilizzo da parte dell'Italia dei fondi europei del programma *Next Generation EU* al fine di avviare tempestivamente i progetti di investimento predisposti con il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR). Un'attuazione parziale, ritardata o inefficiente, di tali interventi comporterebbe quindi il venire meno di un rilevante fattore di sostegno alla crescita. Nel medio termine non si può escludere anche uno scenario favorevole, in quanto le elevate consistenze di risparmio accumulate a scopo precauzionale lo scorso anno favorirebbero un recupero della spesa per consumi più rapido se l'incertezza delle famiglie si riducesse stabilmente. Tuttavia, il recente rialzo dell'inflazione, sospinto al momento dal rincaro dei beni energetici e dalla carenza di semilavorati, potrebbe risultare più intenso e persistente di quanto prefigurato dalle autorità monetarie; in tal caso l'aumento dei prezzi andrebbe a intaccare il potere d'acquisto delle famiglie e potrebbe attivare una reazione della politica monetaria, con effetti avversi sull'attività economica.

In un orizzonte temporale meno ravvicinato, un fattore cruciale riguarderà l'intonazione delle politiche economiche. Quando la pandemia sarà debellata 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 per le economie con livelli di indebitamento particolarmente elevati, con eventuali tensioni finanziarie che inciderebbero sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese. Per i paesi dell'Unione europea tali rischi dipenderanno anche dal nuovo sistema di regole di bilancio, sulla cui revisione il dibattito è in corso.

**La finanza pubblica: il quadro tendenziale.** – La NADEF aggiorna le previsioni tendenziali di finanza pubblica riportate nel DEF dello scorso aprile scontando, da un lato, il miglioramento dello scenario macroeconomico nonché l'andamento favorevole dei tassi di interesse e, dall'altro, gli effetti finanziari dei provvedimenti legislativi approvati successivamente alla pubblicazione del DEF. L'indebitamento netto è stimato al 9,4 per cento del PIL nel 2021 (9,6 per cento nel 2020), risultando sensibilmente inferiore al valore indicato nel DEF (all'11,8 per cento), che includeva il maggiore disavanzo di 40 miliardi autorizzato contestualmente. Al miglioramento rispetto alle previsioni di aprile, si può stimare, approssimativamente, che abbiano contribuito in misura analoga – per importi compresi tra i 15 e i 20 miliardi – maggiori entrate legate alla crescita economica più favorevole e minori spese per un utilizzo degli interventi adottati inferiore rispetto a quanto inizialmente stimato (relativi in parte ai contributi a fondo perduto).

Nel triennio 2022-24 si delinea un percorso di riduzione del deficit tendenziale che si dimezza scendendo al 4,4 per cento del PIL nel 2022 (dal 5,4 previsto nel DEF) per poi calare ulteriormente al 2,4 (3,7 nel DEF) nel 2023 e quindi al 2,1 nel 2024 (3,4 nel DEF). Il disavanzo primario si ridimensiona nel 2022, riducendosi all'1,5 per cento del PIL, per poi passare in territorio positivo e posizionarsi allo 0,3 e allo 0,4 per cento rispettivamente nel 2023 e 2024. Tale andamento favorevole rispecchierebbe soprattutto una continua discesa della spesa al netto degli interessi, che calerebbe in

percentuale del prodotto dal 52,8 del 2021 al 46 per cento nell'ultimo anno di previsione.

**La finanza pubblica: il quadro programmatico.** – La NADEF delinea un'impostazione della politica di bilancio suddivisa in due fasi: nella prima, lungo il biennio 2022-23, l'intonazione della politica di bilancio resterà espansiva rispetto agli andamenti tendenziali, che già scontano i primi effetti di stimolo derivanti dall'attuazione del PNRR; a partire dal 2024 inizierà la seconda fase in cui la politica di bilancio, tramite il conseguimento di adeguati avanzi primari, sarà maggiormente orientata alla riduzione del deficit strutturale e del rapporto tra il debito pubblico e il PIL.

La manovra prevista aumenterebbe il deficit rispetto al quadro tendenziale di 1,2 punti percentuali di PIL nel 2022, di 1,5 punti nel 2023 e di 1,2 punti nel 2024. L'indebitamento netto dovrebbe quindi collocarsi al 5,6 per cento del PIL nel prossimo anno, dopo il già ricordato 9,4 per cento stimato per il 2021, per poi ridursi al 3,9 per cento nel 2023 e ancora al 3,3 nel 2024 (tab. 1).

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

	NADEF 2021					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Indebitamento netto tendenziale (a)</b>	-1,5	-9,6	-9,4	-4,4	-2,4	-2,1
<i>Variazione (a')</i>	0,6	-8,0	0,2	5,0	2,0	0,3
<b>Interventi netti manovra (b)</b>				-1,2	-1,5	-1,2
<b>Indebitamento netto programmatico (c=a+b)</b>	-1,5	-9,6	-9,4	-5,6	-3,9	-3,3
<i>Variazione (c')</i>	0,2	-8,0	0,2	3,8	1,7	0,6
<i>Per memoria: indebitamento netto programmatico del DEF</i>	-1,6	-9,5	-11,8	-5,9	-4,3	-3,4
<b>Debito programmatico (d)</b>	<b>134,3</b>	<b>155,6</b>	<b>153,5</b>	<b>149,4</b>	<b>147,6</b>	<b>146,1</b>
<i>Per memoria: debito programmatico del DEF</i>		155,8	159,8	156,3	155	152,7

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2021.

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

Riguardo al contenuto e alla composizione della manovra – da attuare attraverso la legge di bilancio e i provvedimenti collegati – la NADEF fornisce soltanto indicazioni generali relative ai principali ambiti di intervento. Allo stato attuale delle informazioni, è possibile quindi formulare solo alcune prime osservazioni preliminari di carattere generale.

Come rilevato, l'evoluzione delle grandezze di finanza pubblica dipende da previsioni macroeconomiche che appaiono soggette a rischi prevalentemente orientati al ribasso, sia di matrice internazionale sia interna. Il realizzarsi del quadro macroeconomico programmatico dipenderà anche dalla concomitante piena attuazione del PNRR.

Gran parte del miglioramento dei conti tendenziali rispetto al DEF viene utilizzata per fini espansivi con conseguente peggioramento del deficit. Dato l'elevato livello del

debito pubblico, appare determinante mantenere gli aggregati di bilancio nel sentiero di rientro programmato.

Per conseguire l'obiettivo di una diminuzione del rapporto tra debito e PIL nel 2030 allo stesso livello del 2019 (ovvero a circa il 134 per cento del prodotto) come dichiarato dal Governo, sarebbero necessarie, in media, riduzioni del rapporto di circa due punti di PIL per ogni anno, a partire dal 2025. Si tratta di decrementi maggiori di quelli previsti nello scenario programmatico della NADEF per il 2023 (-1,8 punti) e il 2024 (-1,5 punti). Per il raggiungimento di questi obiettivi si deve quindi immaginare una continuità nell'impostazione della politica di bilancio, al fine di mantenere la strategia sottostante la NADEF anche negli anni a venire, quando saranno necessari adeguati avanzi primari per la riduzione del rapporto tra il debito e il PIL.

In particolare, secondo il documento di programmazione, a partire dal 2024 sarà necessario moderare la dinamica della spesa pubblica corrente e accrescere le entrate fiscali attraverso il contrasto all'evasione. Da un lato, appare necessario individuare, già da adesso, gli spazi per gli interventi correttivi dal lato della spesa, attraverso un'analisi che individui per tempo gli elementi su cui agire, cercando di stabilire chiaramente una scala di priorità tra le tante che stanno emergendo e di cogliere le criticità per un uso più efficace delle risorse di bilancio disponibili, migliorando così la qualità della spesa. Dall'altro, sarà utile un'analisi sempre più approfondita e un'azione sempre più incisiva di contrasto dell'evasione fiscale per contribuire, oltre che al consolidamento di bilancio, a realizzare gli obiettivi di riduzione del carico fiscale. L'attuazione di una riforma fiscale che riduca il carico tributario sarà credibile solo se accompagnata dal raggiungimento di un livello di debito in rapporto al PIL significativamente inferiore a quello attuale.

**L'evoluzione programmatica del debito.** – Grazie al miglioramento del quadro macroeconomico, la NADEF prevede un sensibile miglioramento del profilo programmatico del rapporto tra debito e PIL rispetto al DEF, con l'avvio di un percorso di riduzione già a partire dall'anno in corso. A fine anno il debito dovrebbe attestarsi al 153,5 per cento del PIL, oltre due punti percentuali in meno rispetto al livello del 2020. Secondo questo profilo programmatico, nel 2024 lo *stock* di debito dovrebbe collocarsi appena al di sopra del 146 per cento del PIL, ovvero a metà circa della distanza tra il livello del 2020 (155,6 per cento) e quello pre-COVID (134,3 per cento).

Scomponendo la dinamica del rapporto tra debito e PIL nelle sue diverse determinanti, si evidenzia un impatto sfavorevole del saldo primario su tutto l'orizzonte programmatico (quasi 11 punti di PIL complessivi), più che compensato dal cosiddetto effetto *snow-ball* – legato al differenziale tra la spesa per interessi e il contributo del PIL nominale – con un contributo della crescita del PIL nominale che nel solo 2021 dovrebbe essere pari a 11 punti e nel triennio successivo superare complessivamente i 20. Inoltre, il rallentamento del tasso di crescita nominale previsto dal 2022 in poi sarebbe in parte compensato da una progressiva riduzione dell'incidenza della spesa per interessi rendendo sufficiente, con buona probabilità, una crescita reale del PIL inferiore all'1 per

cento annuo per mantenere in territorio positivo il differenziale tra crescita nominale e costo medio del debito.

**L'impatto degli acquisti di titoli di Stato da parte della BCE.** – Tra gennaio e luglio del 2021, gli acquisti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema sul mercato secondario nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* (APP) e nell'ambito del *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) sono continuati a un ritmo sostenuto, sebbene ridotto rispetto al 2020. 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 1.060 miliardi e a circa 513 miliardi per il 2022.

Sulla base di alcune ipotesi, si può stimare il possibile impatto dei programmi di acquisti dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani per il 2021 e 2022 e nello specifico valutare l'ammontare dei flussi netti di titoli restanti che dovranno essere assorbiti dagli investitori privati.

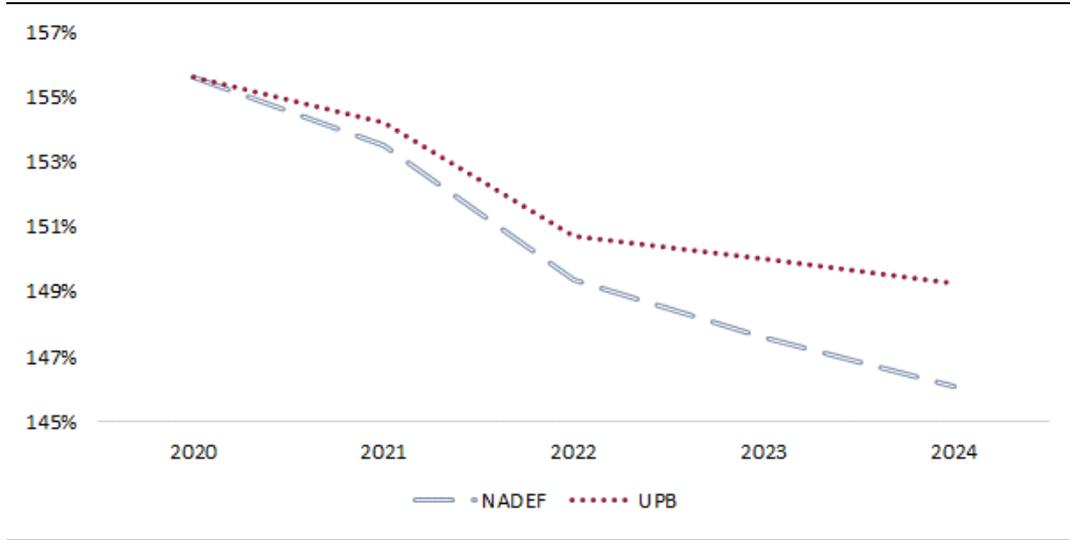
In base a tali ipotesi, per il 2021 gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario sono stimati in circa 190 miliardi (42 miliardi di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza), ovvero il 37 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario; nel 2022 gli acquisti ammonterebbero a circa 93 miliardi (di cui 48 miliardi di reinvestimento dei titoli in scadenza), ovvero il 20 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario. La stima delle emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario sarebbe leggermente negativa per il 2021 e pari a circa -2 miliardi per tornare positiva nel 2022 e pari a circa 37 miliardi.

Si noti infine che la quota di debito detenuta dalla Banca d'Italia salirebbe dal 21,6 per cento nel 2020 a circa il 25 per cento nel 2021 e a circa il 26 per cento nel 2022.

**Alcuni approfondimenti sulla dinamica del debito in rapporto al PIL.** – L'UPB ha valutato la sensibilità del sentiero programmatico del rapporto tra il debito e il PIL presentato nella NADEF per il periodo 2021-24 ("scenario NADEF") rispetto a ipotesi alternative sul tasso di inflazione e sulla crescita reale basate sulle previsioni elaborate dall'UPB per il medesimo periodo ("scenario UPB").

A partire da questo scenario macroeconomico, le ipotesi di simulazione implicano una traiettoria del rapporto tra debito e PIL meno favorevole rispetto a quella prevista dal Governo (fig. 1). Anche nello scenario UPB il debito inizierebbe a ridursi in rapporto al PIL già dal 2021, sebbene in misura minore (portandosi al 154,3 per cento), e nel 2024 il debito risulterebbe pari al 149,3 per cento del PIL, 3,2 punti percentuali superiore al rapporto atteso nella NADEF.

**Fig. 1** – Sensività del rapporto tra il debito e il PIL alle ipotesi di crescita e inflazione (valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2021.