Audizione della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio

nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2022

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

14 aprile 2022

Indice

1. Il quadro macroeconomico 5

1.1 La congiuntura mondiale e le ipotesi del Documento di economia e finanza sulle variabili internazionali 5

1.2 La congiuntura dell'economia italiana 9

1.3 La previsione macroeconomica del DEF 13

1.3.1 Il quadro macroeconomico tendenziale 13

1.3.2 Il quadro macroeconomico programmatico 15

1.4 La validazione del quadro macroeconomico 16

1.4.1 La validazione delle previsioni tendenziali 18

1.4.2 La validazione delle previsioni programmatiche 22

1.5 Alcuni fattori di rischio delle previsioni 24

2. La finanza pubblica 27

2.1 Il quadro tendenziale di finanza pubblica 27

2.2 Le indicazioni sugli orientamenti per la politica di bilancio a livello UE e la Relazione del Governo al Parlamento 33

2.2.1 Le indicazioni sugli orientamenti per la politica di bilancio a livello UE 33

2.2.2 La Relazione del Governo al Parlamento 36

2.3 Il quadro programmatico di finanza pubblica 38

2.3.1 Sensitività della spesa per interessi ai tassi di interesse e al tasso di inflazione 42

2.4 L'evoluzione programmatica del debito 45

2.4.1 L'impatto del programma di acquisti dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani 49

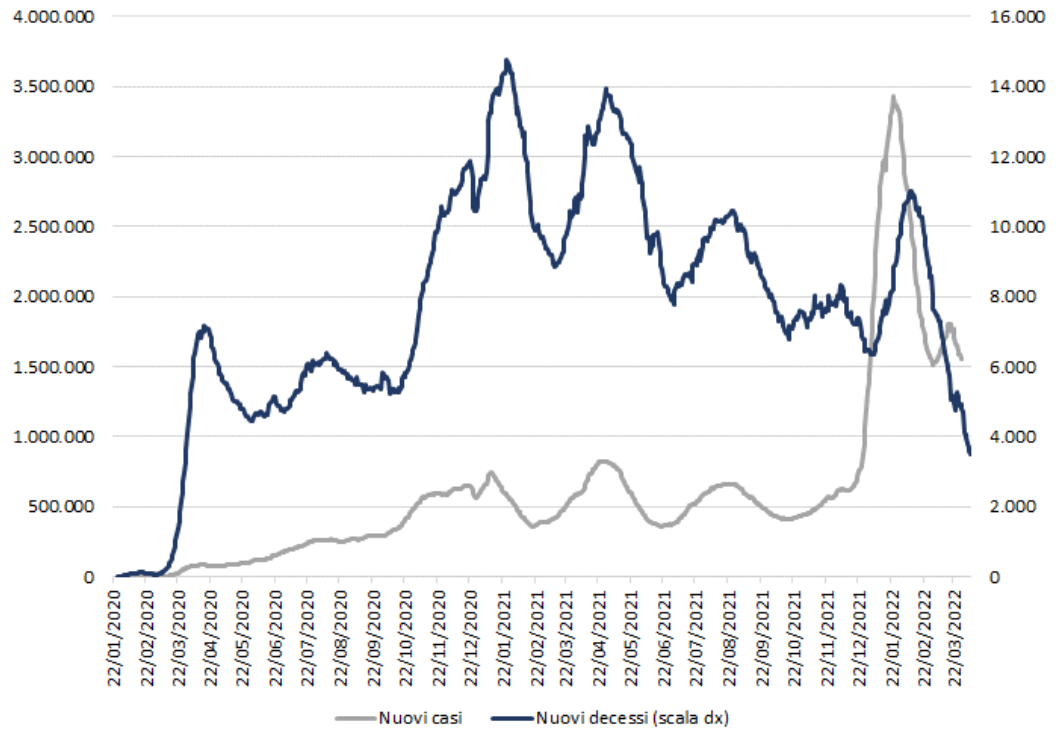
2.4.2 La sensitività del rapporto tra il debito e il PIL alle ipotesi macroeconomiche 52

1. Il quadro macroeconomico

1.1 La congiuntura mondiale e le ipotesi del Documento di economia e finanza sulle variabili internazionali

Il 2022 si era aperto con moderate revisioni al ribasso nelle prospettive economiche globali, principalmente a causa della variante Omicron del COVID-19, la cui velocità di diffusione è più elevata delle precedenti, sebbene con una sintomatologia più lieve (fig. 1.1). Nel suo aggiornamento del *World Economic Outlook*, il Fondo monetario internazionale (FMI) rivedeva al ribasso di mezzo punto percentuale la stima sul PIL per l'anno in corso. In febbraio la situazione epidemica sembrava tuttavia migliorare, tanto che gli indici sulla fiducia dei direttori acquisti (*Purchasing Manager Index – Markit PMI*) erano aumentati diffusamente. L'avvio delle ostilità militari russe in Ucraina ha drammaticamente modificato le prospettive economiche; secondo l'OCSE il conflitto potrebbe provocare una perdita di PIL mondiale di almeno un punto percentuale nel 2022[1]. Le conseguenze dello scoppio del conflitto sono già visibili nei PMI di marzo, il cui indice globale ha registrato una flessione (52,7 contro 53,5 di febbraio) a sintesi di un calo sia nella manifattura sia nei servizi (fig. 1.2). Più nel dettaglio, l'ultimo report evidenzia un forte arretramento dell'attività per l'*export* e un aggravamento dei ritardi di produzione, per le carenze di manodopera e, soprattutto, di materie prime e semilavorati.

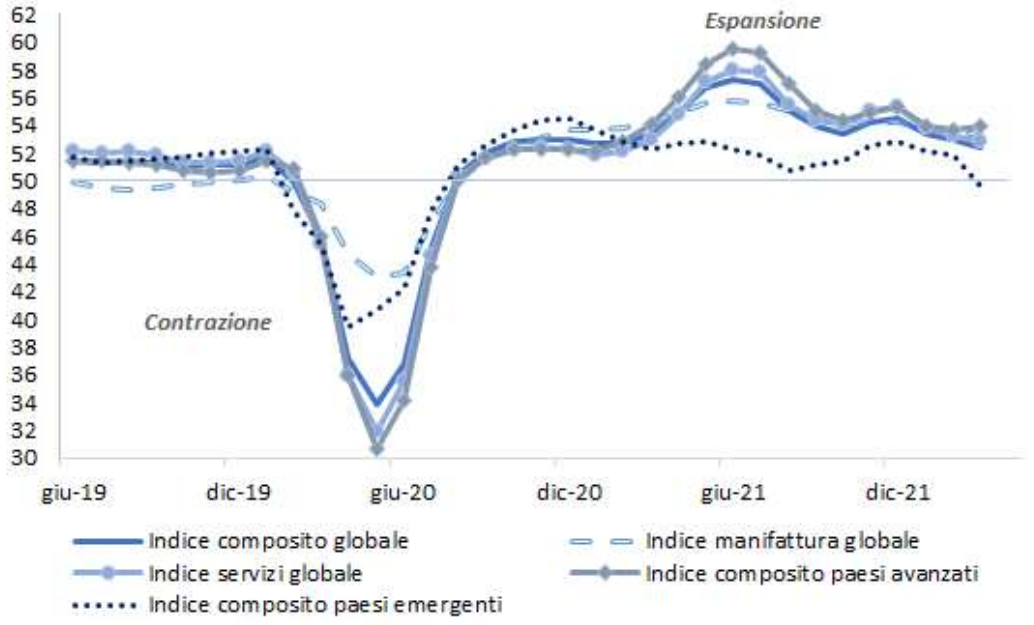
Fig. 1.1 – COVID-19: numero di nuovi casi e di decessi



Fonte: ourworldindata.org.

[1] OECD (2022), "Economic and Social Impacts and Policy Implications of the War in Ukraine", Economic Outlook, Interim Report di marzo.

Fig. 1.2 – Indice JP Morgan Global PMI (1)
(media mobile a tre mesi)



Fonte: IHS Markit.
(1) Indici di fiducia basati sulle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese; un valore superiore a 50 indica l'espansione.

Nelle previsioni di gennaio, prima dell'invasione russa dell'Ucraina, il FMI anticipava una crescita mondiale per l'anno in corso del 4,4 per cento e un rallentamento al 3,8 nel 2023. Il commercio mondiale era atteso espandersi del 6,0 e 4,9 per cento nei due anni. Le nuove previsioni del FMI, che saranno rese note il 19 aprile, verosimilmente sconteranno revisioni in peggioramento. Le ultime proiezioni della Banca centrale europea (BCE), pubblicate dopo lo scoppio del conflitto, hanno ridotto rispetto a dicembre la crescita del PIL per quest'anno in misura limitata, di circa mezzo punto percentuale sia per l'area dell'euro sia per il resto del mondo.

Lo scenario che viene delineato nel Documento di economia e finanza (DEF) prevede per quest'anno e il prossimo tassi di espansione del commercio mondiale elevati (5,8 e 4,8 per cento rispettivamente; tab. 1.1) rispetto alla crescita mondiale, collocando l'elasticità implicita degli scambi al prodotto intorno all'1,5. La crescita dei mercati esteri rilevanti per l'Italia, ossia l'indicatore utilizzato nei modelli del MEF per effettuare le previsioni sull'Italia, si colloca su una dinamica più contenuta, poco sotto il cinque per cento nel 2022 e in costante rallentamento nel corso dell'orizzonte previsivo (fino al 2,8 per cento nel 2025). Nel confronto con la Nota di aggiornamento del DEF (NADEF) le stime sugli scambi vengono ridotte in misura marcata per quest'anno (-2,8 punti percentuali) ma contenuta per il successivo biennio (-0,3 e -0,4 punti percentuali rispettivamente). La revisione della dinamica dei mercati esteri rilevanti per l'Italia rispetto alla NADEF è minore di quella del commercio mondiale, implicando una maggiore elasticità al prodotto per quest'anno.

Tab. 1.1 – Previsioni sul prodotto e sul commercio mondiale
(variazioni percentuali)

	2021	2022	2023	2024	2025
Prodotto mondiale					
DEF	5,1	3,3	2,9	2,8	2,8
FMI	5,9	4,4	3,8	-	-
Commercio mondiale					
DEF	9,8	5,8	4,8	3,8	3,2
FMI	9,3	6,0	4,9	-	-

Fonte: DEF 2022 e Fondo monetario internazionale (2022), *World Economic Outlook update,* gennaio.

Le ipotesi sulla domanda estera del DEF sono state definite intorno alla metà di marzo, quando la gran parte degli analisti dell'economia internazionale scontava una rapida conclusione delle ostilità militari; il quadro internazionale del DEF appariva equilibrato e coerente con le stime della BCE, diffuse nello stesso periodo. Tuttavia da allora le attese economiche si sono deteriorate, per effetto degli sfavorevoli sviluppi geopolitici, per cui a oggi le ipotesi presentano rischi al ribasso.

Nonostante il peggioramento delle prospettive economiche globali, già prima dello scoppio del conflitto il prezzo del petrolio aveva intrapreso una tendenza crescente, determinata principalmente dal lento adeguamento dell'offerta alla domanda; tra dicembre e la prima metà di febbraio la quotazione del Brent era aumentata di oltre il 23 per cento arrivando oltre i 90 dollari per barile. Con l'invasione russa dei territori ucraini i mercati delle materie prime sono entrati in fibrillazione, registrando ampie oscillazioni giornaliere, prevalentemente al rialzo, che hanno comportato un incremento medio di circa 12 dollari per barile dalla seconda metà di febbraio ai primi giorni di aprile.

Il prezzo del petrolio riportato nel DEF presenta quindi rilevanti modifiche rispetto al quadro delineato lo scorso autunno, in coerenza con l'evoluzione delle quotazioni *spot* e *futures* dei primi giorni di marzo, che già scontavano il conflitto in Ucraina. Per l'anno in corso il prezzo del greggio sfiora i 100 dollari per barile, flette poi dal prossimo, fino ad arrivare nel 2025 poco al di sopra dei 77 dollari per barile (tab. 1.2). Rispetto alla NADEF, le differenze sono molto pronunciate, pur se decrescenti nel tempo; si passa dai quasi 34 dollari in più nell'anno corrente, a poco meno di 25 nel 2023 fino ai 20,5 nel 2024.

Per quanto attiene ai mercati valutari, la divisa statunitense ha manifestato dalla scorsa estate una chiara tendenza all'apprezzamento; il cambio dollaro-euro, partendo da una quotazione prossima a 1,20 dollari per euro, ha dapprima gradualmente raggiunto quota 1,10 fino addirittura a scendere nei primi giorni di aprile sotto questa soglia. A sostenere il dollaro è stata inizialmente l'aspettativa e poi l'effettivo avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria statunitense, in anticipo rispetto alla BCE.

Tab. 1.2 – Prezzo del petrolio (Brent) in dollari, quotazioni
(livelli e variazioni percentuali)

	2021	2022	2023	2024	2025
DEF					
Livello, dollari per barile	70,8	99,8	87,6	81,2	77,2
Variazione %		41,0	-12,2	-7,4	-4,9
Quotazioni *forward* rilevate negli ultimi 10 giorni lavorativi terminati il 31 marzo					
Livello, dollari per barile	70,8	103,7	91,0	83,4	79,2
Variazione %		46,5	-12,3	-8,4	-5,1

Fonte: DEF 2022 e Refinitiv.

L'ipotesi tecnica sui tassi di cambio nel periodo di previsione (costanti fino a fine periodo al livello medio degli ultimi 10 giorni lavorativi terminati il 10 marzo) recepisce il rafforzamento del dollaro nei confronti della valuta europea degli ultimi mesi. Da un cambio bilaterale pari a 1,17 per il triennio 2022-24 della NADEF si è passati a 1,11, con un deprezzamento dell'euro di circa il sei per cento. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'Italia mostra invece un'evoluzione solo leggermente più favorevole per quest'anno. Riformulando l'ipotesi tecnica sul cambio dollaro/euro con le quotazioni più recenti, le ipotesi del DEF appaiono ancora accettabili (tab. 1.3).

Le ipotesi del DEF tengono conto dell'evoluzione delle aspettative dei mercati sui tassi d'interesse, che le autorità monetarie stanno orientando verso l'aumento. I rendimenti a breve termine dovrebbero restare negativi nell'anno in corso, per poi balzare di oltre un punto nel 2023 (a 0,85); nel successivo biennio si assisterebbe a incrementi meno marcati, di sei decimi di punto nel 2024 e di un decimo nel 2025. I tassi d'interesse a lungo termine presentano invece uno spostamento verso l'alto più contenuto della curva per scadenza, non superiore a quattro decimi di punto. Rispetto alla NADEF 2021 il DEF 2022 rivede lievemente le ipotesi sui tassi a breve per quest'anno (circa un decimo in più), ma in misura più consistente per i due successivi (oltre un punto); per i tassi a lunga lo spostamento verso l'alto della curva è più omogeneo e prossimo a un punto percentuale.

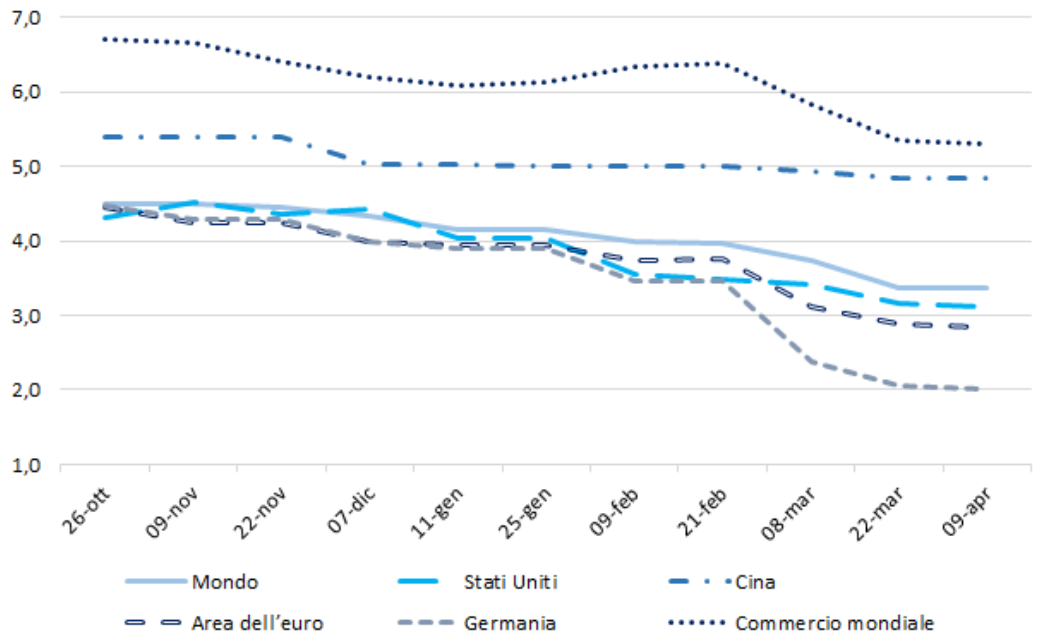
Il quadro delle esogene internazionali, sebbene formulato un mese fa, appare complessivamente coerente con le quotazioni di mercato più recenti e con le attese sugli scambi internazionali, sebbene a fronte di piccoli slittamenti nelle previsioni globali rispetto agli inizi di marzo (fig. 1.3). Tuttavia lo scenario economico è gravato da

Tab. 1.3 – Cambio dollaro/euro

	2021	2022	2023	2024	2025
DEF (aggiornamento al 10 marzo)	1,18	1,11	1,11	1,11	1,11
Tasso di cambio costante ai livelli dei 10 giorni di marzo terminati il 31	1,18	1,11	1,10	1,10	1,10
Quotazioni *forward* rilevate negli ultimi 10 giorni lavorativi terminati il 31 marzo	1,18	1,14	1,14	1,16	1,18

Fonte: DEF 2022, BCE e Refinitiv.

Fig. 1.3 – Evoluzione delle previsioni sul PIL e sul commercio mondiale nel 2022



Fonte: Oxford Economics.

un'estrema incertezza, riconducibile non soltanto alla recrudescenza del COVID-19 in diverse aree del mondo, ma soprattutto al conflitto tra Russia e Ucraina, i cui sviluppi potrebbero determinare ulteriori forti evoluzioni delle prospettive. Si assume implicitamente che le ostilità militari si concludano in tempi relativamente brevi, ma anche con questa ipotesi non si possono escludere criticità negli approvvigionamenti di materie prime, l'inasprimento delle sanzioni alla Russia e ulteriori deterioramenti della fiducia di famiglie e imprese; ciascuno di questi fattori inciderebbe profondamente sulle prospettive globali e per l'Italia.

1.2 La congiuntura dell'economia italiana

Lo scorso anno il PIL dell'Italia ha recuperato gran parte della contrazione (9,0 per cento) registrata nel 2020 a causa della pandemia. Secondo l'aggiornamento dei conti economici annuali, diffusi all'inizio di marzo e confermati lo scorso 4 aprile, l'attività economica nel 2021 si è ampliata del 6,6 per cento, sospinta prevalentemente dalla maggiore domanda nazionale, mentre il contributo delle esportazioni nette è stato solo lievemente positivo. Dal lato dell'offerta il valore aggiunto ha segnato incrementi marcati in tutti i comparti, a eccezione dell'agricoltura che è risultata nuovamente in flessione.

Il trimestre finale del 2021 ha registrato un aumento congiunturale del PIL di oltre mezzo punto percentuale, portando il livello dell'attività appena pochi decimi al di sotto di quello di fine 2019; il recupero dei livelli pre-pandemia è più vicino rispetto alla

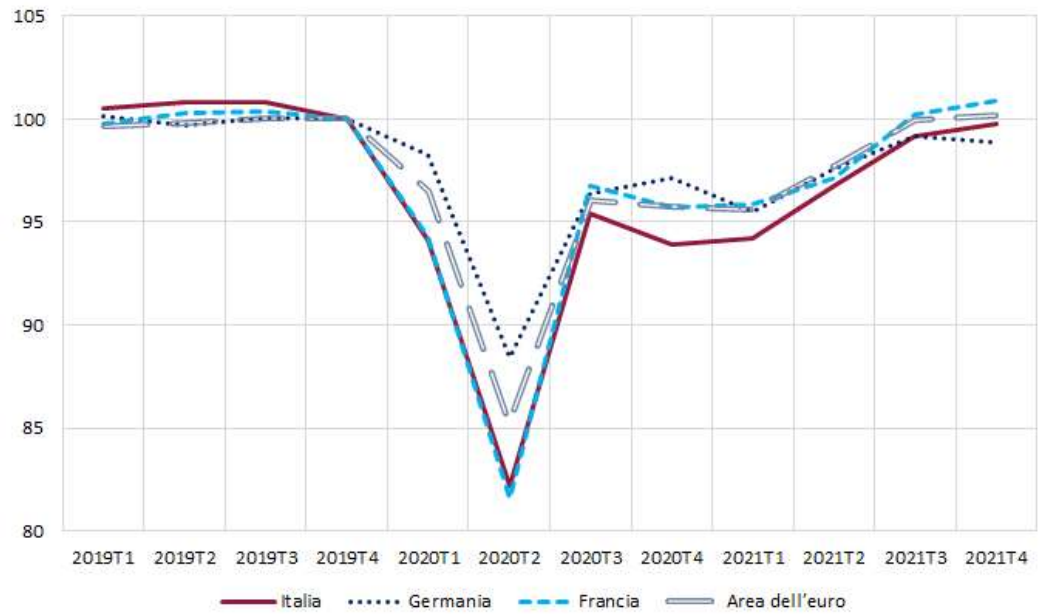
Germania, ma in lieve ritardo rispetto alla Francia e all'area dell'euro (fig. 1.4). L'incremento del PIL nel quarto trimestre ha riflesso la prosecuzione della fase espansiva in tutti i comparti produttivi, a eccezione di quello agricolo, mentre dal lato della domanda l'apporto della componente interna è stato parzialmente eroso da quello negativo delle esportazioni nette. Il trascinamento statistico del PIL rispetto alla variazione dell'anno 2022 è di 2,3 punti percentuali.

Nonostante il progressivo allentamento delle misure di contenimento della pandemia, il quadro degli indicatori disponibili ha progressivamente assunto un'intonazione negativa in seguito all'invasione della Russia in Ucraina.

Il 2021 si è chiuso con un aumento della produzione industriale di quasi dodici punti percentuali rispetto alla media del 2020. I primi mesi dell'anno in corso si sono caratterizzati per una forte erraticità: in gennaio si è osservata una battuta d'arresto (-3,4 per cento) successivamente riassorbita dal balzo in febbraio (4,0 per cento). Nei primi mesi dell'anno sono peggiorati gli indicatori qualitativi, quali il PMI e l'indice Istat sulla fiducia. La produzione delle costruzioni, dopo essersi rafforzata marcatamente lo scorso anno, ha segnato in gennaio un calo che ha eroso parzialmente i guadagni registrati nel trimestre precedente.

Nel terziario il valore aggiunto è aumentato nel trimestre finale del 2021 dello 0,4 per cento in termini congiunturali, determinando un incremento nel complesso del 2021 del 4,5 per cento, quindi inferiore a quello del PIL. Gli indicatori qualitativi sembrano prospettare un rallentamento dei servizi nel breve termine. Nella media gennaio-marzo il PMI si è attestato appena sopra la soglia di demarcazione tra espansione e contrazione, in calo di quasi tre punti rispetto al dato di fine 2021; nello stesso periodo, l'indice di fiducia dell'Istat è diminuito di oltre dieci punti rispetto allo scorso dicembre.

Fig. 1.4 – PIL dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)

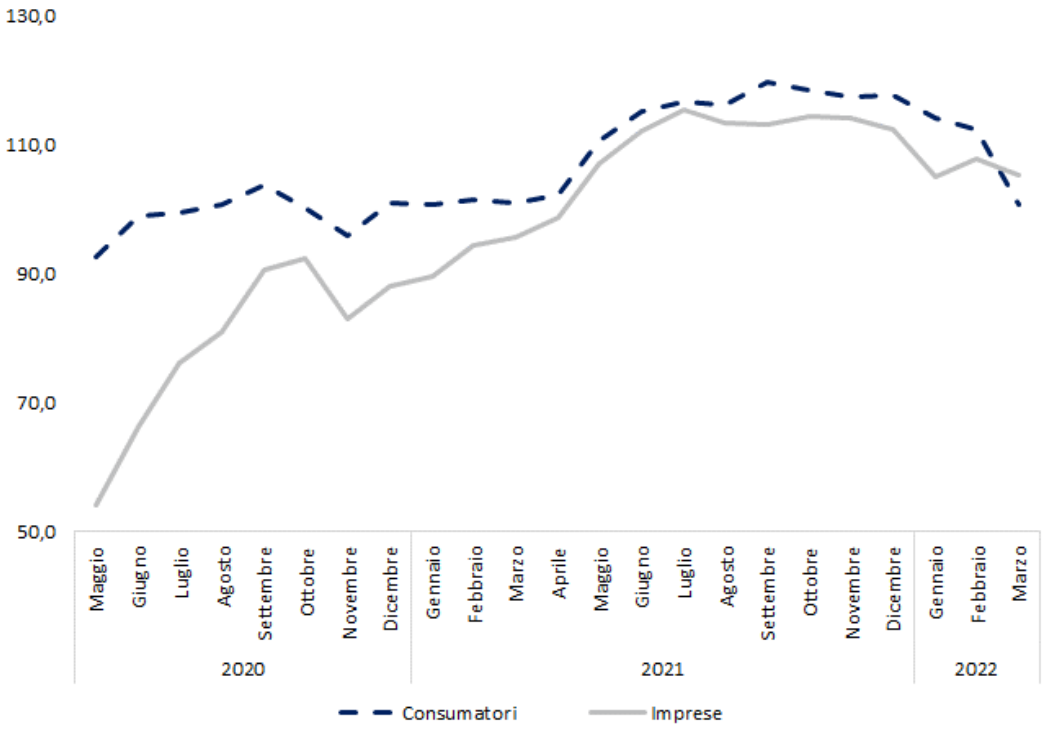


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Per quanto riguarda l'insieme dei settori produttivi, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, ha segnato nel primo trimestre dell'anno un marcato arretramento rispetto alla media ottobre-dicembre, consolidando la fase di indebolimento iniziata nella seconda metà del 2021; nello stesso periodo l'incertezza di famiglie e imprese, secondo la misura elaborata dall'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB), sarebbe nuovamente aumentata, dopo la fase di stabilizzazione raggiunta nella parte finale dello scorso anno.

Le variabili quantitative mensili più tempestive delineano una fase ciclica in rallentamento nella prima parte dell'anno in corso: nella media gennaio-marzo si sono osservate flessioni, rispetto al quarto trimestre del 2021, sia per i consumi elettrici e di gas per uso industriale, sia per le immatricolazioni di autoveicoli. Con riferimento al mese di marzo, il primo successivo al conflitto in Ucraina, gli indicatori sulla domanda delle famiglie sono peggiorati, soprattutto per gli acquisti di beni durevoli, come le auto, per i quali può avere prevalso un atteggiamento attendista; tuttavia i consumi elettrici e i flussi di trasporto di merci su rotaia sono aumentati, per cui l'impatto della guerra sul complesso delle attività produttive potrebbe manifestarsi con qualche ritardo; la diversa reazione iniziale di famiglie e imprese agli eventi bellici trova riscontro anche nel clima di fiducia che il mese scorso è peggiorato sensibilmente per i consumatori e con minore intensità per le imprese (fig. 1.5).

Fig. 1.5 – Clima di fiducia delle famiglie e delle imprese
(numero indice; 2010=100)



Fonte: Istat.

Secondo le previsioni di breve termine dell'UPB l'attività economica si sarebbe contratta nel primo trimestre dell'anno per circa mezzo punto percentuale. La previsione è tuttavia caratterizzata da una fortissima incertezza, per via degli sviluppi della guerra russo-ucraina, dell'evoluzione della pandemia da COVID-19 nonché per l'accelerazione dei prezzi al consumo.

L'anno scorso ha registrato marcati aumenti di prezzo, diffusi tra le voci di spesa, tra cui spiccano quelle dei beni energetici. L'inflazione al consumo ha raggiunto nel complesso del 2021 l'1,9 per cento (da -0,2 del 2020), il valore più elevato dal 2012; l'inflazione italiana nel 2021 è stata comunque inferiore per oltre mezzo punto percentuale a quella dell'area dell'euro, rispetto alla quale, quindi, si sono realizzati dei guadagni di competitività.

Nei primi mesi dell'anno in corso i prezzi hanno fortemente accelerato, sospinti non soltanto dai rincari dei beni energetici (sia regolamentati sia non regolamentati), ma anche da quelli dei beni alimentari (freschi e lavorati). L'inflazione al consumo (NIC) è aumentata notevolmente in marzo (6,7 per cento, rispetto al 5,7 di febbraio), raggiungendo il valore massimo dal 1991; la componente di fondo, che esclude le componenti erratiche degli energetici e degli alimentari freschi, ha anch'essa registrato un aumento, sebbene di entità ancora contenuta (2,0 per cento in marzo dall'1,7 in febbraio). Sulla base di tali dinamiche, l'inflazione acquisita per il 2022 si attesta al 5,3 per cento per l'indice generale e all'1,6 per la componente di fondo.

Le inchieste sulle aspettative di inflazione, condotte sia dall'Istat sia dalla Banca d'Italia, mostrano che la fase di accelerazione dei prezzi in corso si ripercuote anche sulle attese delle famiglie e delle imprese.

Le condizioni del mercato del lavoro si sono indebolite nella seconda metà dell'anno, più di quanto non sia avvenuto per l'attività economica. Nel quarto trimestre del 2021 l'*input* di lavoro, misurato dalle ore lavorate, è aumentato dello 0,2 per cento in termini congiunturali e del 6,2 per cento rispetto allo stesso trimestre del 2020, portando quindi l'elasticità delle ore lavorate al prodotto al di sotto dell'unità. Nello stesso periodo il numero delle persone occupate è aumentato dello 0,4 per cento rispetto al trimestre precedente. Sulla base dei dati amministrativi delle comunicazioni obbligatorie, relativi al settore privato non-agricolo, nel 2021 l'aumento delle attivazioni nette (595.000 posizioni lavorative in più rispetto al 2020) è derivato principalmente dai contratti a tempo determinato (384.000). Nonostante l'indebolimento della fase ciclica nei primi mesi dell'anno l'occupazione ha recuperato: nella media gennaio-febbraio si è avuto un incremento dello 0,4 per cento del numero di persone occupate rispetto al trimestre precedente, corrispondente a oltre 80.000 unità.

Il ricorso agli strumenti di integrazione salariale, già in flessione nella prima metà dello scorso anno, si è ridotto in misura più marcata a partire dai mesi estivi; la tendenza è proseguita nel quarto trimestre, quando le ore autorizzate per l'emergenza sanitaria sono state circa un quinto di quelle del 2020.

Nei mesi finali del 2021 la tendenza delle retribuzioni contrattuali è rimasta moderata, nonostante il marcato recupero dell'inflazione al consumo[2]. Dopo il recupero nei mesi estivi (1,4 per cento su base tendenziale), la dinamica del costo orario del lavoro ha rallentato leggermente nel quarto trimestre (1,2 per cento), per effetto di una crescita delle ore lavorate più contenuta rispetto a quella del monte redditi. La variazione su base annua della produttività oraria si è attestata su ritmi appena negativi e il CLUP ha decelerato.

1.3 La previsione macroeconomica del DEF

1.3.1 Il quadro macroeconomico tendenziale

Il quadro macroeconomico tendenziale (QMT) del DEF è stato in larga parte elaborato sulla base di ipotesi sulle variabili esogene internazionali (descritte nel paragrafo 1.1) e di informazioni sugli sviluppi geopolitici disponibili alla metà di marzo.

Il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) prospetta una riduzione del PIL nel primo trimestre di quest'anno, seguita da un recupero in primavera che si consolida nei mesi estivi. Nel complesso del 2022 il DEF anticipa una crescita tendenziale al 2,9 per cento, dopo il deciso recupero del 2021 (6,6 per cento); nel terzo trimestre dell'anno il PIL tornerebbe sui valori prossimi a quelli precedenti la pandemia e nel triennio 2023-25 la dinamica dell'attività economica convergerebbe verso valori più in linea con il potenziale produttivo.

Rispetto alla NADEF 2021 il QMT si caratterizza per una revisione al ribasso della crescita del PIL, consistente per l'anno in corso (-1,8 punti percentuali) e di mezzo punto percentuale per il prossimo; restano invece sostanzialmente confermate le dinamiche prefigurate lo scorso autunno per il 2024 (tab. 1.4). In base alle simulazioni dei modelli del MEF le differenze rispetto alla NADEF 2021 sulla crescita del PIL reale nel triennio di previsione sono principalmente ascrivibili ai rincari dei beni energetici, soprattutto per l'anno prossimo e nel successivo. La revisione della crescita del commercio mondiale impatta per tre decimi di punto sul 2022, mentre le nuove ipotesi sui tassi di interesse e sulle variabili finanziarie incidono in misura crescente nei prossimi anni. Le sanzioni verso la Russia frenano la crescita per un paio di decimi di punto quest'anno.

Riguardo all'inflazione, il QMT mostra notevoli revisioni al rialzo rispetto alla NADEF 2021, soprattutto sui prezzi all'importazione e su quelli al consumo, riconducibili ai rapidi rincari dei prezzi delle materie prime osservati di recente, in particolare di quelle energetiche che hanno pervasivi effetti su tutte le dinamiche nominali.

---

[2] Gli aumenti salariali previsti dagli accordi contrattuali sono allineati alle attese sull'indice IPCA al netto degli energetici importati. La previsione per il triennio 2021-23 (1,1 per cento) è stata pubblicata dall'Istat nel mese di giugno 2021, quando le attese sull'inflazione erano ancora moderate.

Tab. 1.4 – Le principali variabili del quadro tendenziale nel DEF 2022 e programmatico nella NADEF 2021
(variazioni percentuali e contributi alla crescita)

	2022		2023		2024		2025
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF
PIL	2,9	4,7	2,3	2,8	1,8	1,9	1,5
Contributi alla crescita del PIL							
Esportazioni nette	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,1
Scorte	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	3,2	4,6	2,3	2,7	1,8	2,0	1,5
Deflatore PIL	3,0	1,6	2,1	1,5	1,8	1,7	1,8
Deflatore consumi	5,8	1,6	2,0	1,4	1,7	1,7	1,8
PIL nominale	6,0	6,4	4,4	4,3	3,6	3,6	3,3

Fonte: DEF 2022 e NADEF 2021.

Nel DEF vengono inoltre presentati degli scenari di rischio per la guerra in Ucraina. Partendo dall'ipotesi di embargo per il gas russo a partire dalla fine del mese di aprile 2022 e per tutto il 2023, si considera sia il caso in cui le imprese riescano a diversificare gli approvvigionamenti sia quello in cui occorra comunque ridurre una quota dei consumi di gas. Nel primo caso l'impatto sul PIL sarebbe di circa un punto percentuale per ogni anno di previsione, mentre nel secondo caso sarebbe circa il doppio.

Nel QMT del DEF la crescita dell'economia italiana nel 2022 è quasi interamente determinata dalle componenti interne della domanda, in quanto il contributo delle esportazioni nette e della variazione delle scorte sarebbe pressoché neutrale nell'orizzonte previsivo. La spesa per consumi delle famiglie quest'anno avrebbe una dinamica ancora elevata in quanto dovrebbe recuperare i livelli precedenti la pandemia, beneficiando ancora delle cospicue disponibilità di risparmio accumulato nel 2020; nel resto dell'orizzonte previsivo gli acquisti delle famiglie avrebbero invece ritmi di crescita più coerenti con le medie storiche. Dopo i forti incrementi nel 2021 l'accumulazione di capitale nello scenario tendenziale del MEF rallenta nel 2022, ma su ritmi comunque molto superiori a quelli del decennio scorso. La variazione delle esportazioni appare allineata a quella della domanda esterna (misurata dai mercati esteri rilevanti per l'Italia), mentre quella delle importazioni segue le variabili interne che l'attivano maggiormente.

Rispetto alle variabili nominali il QMT del MEF incorpora un balzo del deflatore dei consumi privati nel 2022, una flessione dell'inflazione al consumo l'anno successivo (di quasi quattro punti percentuali) e una convergenza verso i valori medi del 2021 nel biennio finale di previsione. Il deflatore del PIL nel QMT del DEF aumenta quest'anno del 3,0 per cento, in accelerazione di oltre due punti percentuali rispetto al 2021, per poi normalizzarsi gradualmente a fine periodo. La spinta sul deflatore del PIL esercitata dal brusco aumento del deflatore dei consumi privati ai prezzi dell'*output* nel 2022 è attenuata dalla perdita di ragioni di scambio, indotta dal forte recupero del deflatore delle importazioni, ascrivibile sia ai rincari delle materie prime sia al deprezzamento dell'euro.

Le stime del QMT del MEF incorporano l'ipotesi che il mercato del lavoro sia in grado di assorbire per intero l'aumento di offerta di lavoro nel corso dell'orizzonte di previsione, che tornerebbe nel 2024 oltre i livelli pre-pandemia. Il numero degli occupati rilevati dalle forze di lavoro è comunque stimato aumentare nella media del quadriennio del DEF più di quanto osservato prima della crisi sanitaria.

1.3.2 Il quadro macroeconomico programmatico

Su questo QMT si innesta la manovra del DEF, che conferma gli obiettivi di *deficit* programmatico della NADEF 2021. Le maggiori misure espansive, che utilizzano lo spazio di bilancio conseguente al miglioramento del quadro tendenziale dei conti pubblici, comportano un indebitamento più elevato del tendenziale di cinque decimi di PIL nell'anno in corso (al 5,6 per cento del PIL dal 5,1), di due decimi nel 2023 e di un decimo sia nel 2024 sia nell'anno finale di programmazione, per il quale si definisce un obiettivo di indebitamento programmatico inferiore al tre per cento. L'impatto sulla crescita stimata nel quadro macroeconomico (QM) programmatico del DEF è espansivo per circa tre decimi di punto percentuale nel complesso del 2022 e 2023 (tab. 1.5), mentre è nullo nel biennio finale di previsione.

L'incremento del PIL rispetto al QMT nel periodo 2022-23 beneficia in misura prevalente del miglioramento della domanda interna, in particolare dei consumi pubblici e degli investimenti. Il contributo della domanda estera netta e della variazione delle scorte, pressoché neutrale a partire dal prossimo anno, non si differenzia in misura sostanziale da quello dello scenario tendenziale. Nell'ultimo anno della previsione il differenziale rispetto al QMT della domanda interna si azzera.

Tab. 1.5 – Il quadro tendenziale e programmatico del DEF 2022
(variazioni percentuali e contributi alla crescita)

	2022		2023		2024		2025	
	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.
PIL	3,1	2,9	2,4	2,3	1,8	1,8	1,5	1,5
Contributi alla crescita del PIL								
Esportazioni nette	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Scorte	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	3,5	3,2	2,5	2,3	1,9	1,8	1,5	1,5
Deflatore PIL	3,0	3,0	2,2	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8
Deflatore consumi	5,8	5,8	2,1	2,0	1,8	1,7	1,8	1,8
PIL nominale	6,3	6,0	4,6	4,4	3,7	3,6	3,3	3,3

Fonte: DEF 2022.

La variazione del deflatore del PIL non si discosta da quella del QMT, se non per un decimo di punto percentuale in più in ciascun anno del biennio 2023-24. La crescita del PIL nominale, che riflette in massima parte la variazione del prodotto in volume, è più elevata di 0,3 punti rispetto a quella del QMT quest'anno, di 0,2 nel 2023 e di 0,1 nel 2024, mentre è come nel tendenziale nel 2025. Nel complesso, nello scenario programmatico del Governo il PIL nominale aumenta del 6,3 per cento quest'anno, rallenta al 4,6 per cento nel 2023 per poi attestarsi al di sotto del quattro per cento nel biennio finale (rispettivamente, al 3,7 e al 3,3 per cento nel 2024-25).

L'occupazione, misurata dalle ULA, beneficia della maggiore espansione produttiva, rafforzandosi di un decimo di punto percentuale in media nel biennio 2022-23, in linea con la maggiore dinamica del PIL; il tasso di disoccupazione migliora in misura più netta rispetto al QMT, diminuendo di circa cinque decimi di punto nel complesso dell'orizzonte di previsione, per collocarsi appena al di sotto dell'8,0 per cento a fine periodo.

1.4 La validazione del quadro macroeconomico

L'UPB ha valutato i QM pubblicati nel DEF per il quadriennio di previsione 2022-25. Sebbene la normativa europea richieda la validazione soltanto delle previsioni programmatiche l'UPB estende, in accordo con il MEF, la validazione anche alle previsioni macroeconomiche dello scenario tendenziale.

L'UPB ha trasmesso lo scorso 24 marzo la lettera con la quale ha comunicato l'esito positivo della validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali[3]. Il calendario della validazione, concordato come di consueto tra MEF e UPB, ha subìto quest'anno un'accelerazione in corso d'opera, per cui il processo di validazione del tendenziale è stato realizzato in tempi ridotti rispetto al passato; la comunicazione dell'Istat, il 24 marzo, di una revisione straordinaria ai principali aggregati della contabilità nazionale annuale ha tuttavia poi comportato uno slittamento della presentazione del documento di bilancio alla settimana scorsa.

Lo scenario tendenziale è stato validato dopo che l'UPB aveva comunicato i propri rilievi su una prima versione provvisoria della previsione del MEF, cui aveva fatto seguito la predisposizione di un nuovo QMT del MEF, come accaduto nelle precedenti tornate. Le previsioni tendenziali del MEF sono state validate sulla base delle informazioni disponibili alla metà del mese scorso, sia per quanto attiene agli sviluppi economici e geopolitici del contesto internazionale sia con riferimento alla congiuntura dell'economia italiana. Le revisioni dei conti nazionali annuali del 2021, diffuse dall'Istat

[3] La lettera di validazione è stata pubblicata nel sito UPB, con allegata una nota esplicativa sull'esercizio condotto e sui rischi insiti nelle stime.

il 4 aprile scorso, non hanno modificato l'esito della validazione in quanto non hanno impatti sui tassi di crescita previsti.

Nelle ultime settimane si è ampliato il ventaglio delle attese sull'economia italiana, sia per l'intensificarsi dell'accelerazione dei prezzi sia per le incertezze sui tempi e sulle ripercussioni del conflitto in Ucraina. Le previsioni degli analisti (tab. 1.6) rilasciate in aprile si sono differenziate da quelle prodotte in marzo, soprattutto sul 2022, caratterizzandosi per un'eterogeneità molto ampia delle attese di crescita e per aspettative più elevate per l'inflazione al consumo.

L'UPB ha poi svolto l'esercizio di validazione del QM programmatico, che si è concluso anch'esso con esito positivo.

Richiamiamo brevemente la metodologia adottata per l'esercizio di validazione. Essa si basa sull'analisi complessiva degli scenari macroeconomici del MEF attraverso: a) le stime UPB sugli andamenti di breve termine del PIL e delle principali componenti di domanda; b) le stime annuali ottenute dall'UPB con il modello di previsione dell'Istat, MeMo-It, nell'ambito dell'Accordo quadro con il medesimo istituto; c) le stime annuali distintamente e specificamente prodotte per l'UPB dagli istituti di previsione indipendenti (CER, Oxford Economics, Prometeia, REF.ricerche), facenti parte del *panel* UPB. Inoltre, sono state monitorate le previsioni più recenti di altre istituzioni nazionali e internazionali ed è stato condotto un esame di coerenza interna dei quadri di previsione del MEF. Per assicurare un confronto omogeneo con le previsioni del MEF, le stime dei previsori del *panel* UPB (che includono quelle dell'UPB) sono state formulate sulla base delle stesse ipotesi sulle esogene internazionali (commercio mondiale, prezzo del petrolio, tassi di cambio, tassi di interesse) adottate dal MEF. Le stime tendenziali del *panel* UPB incorporano i programmi di investimento previsti nel Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR). Per il quadro programmatico i previsori del *panel* UPB si sono basati su ipotesi di massima circa le manovre di finanza pubblica, elaborate dall'UPB sulla base delle indicazioni del DEF e dell'interlocuzione con il MEF.

Tab. 1.6 – Previsioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione al consumo in Italia

		PIL			Inflazione		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Consensus Economics (1) (3)	09-apr	2,7	2,0		6,6	1,9	
Oxford Economics (1)	09-apr	2,8	2,4	1,5	6,2	0,7	0,2
REF -Ricerche (1)	06-apr	2,0	2,5		5,7	1,1	
Confindustria	04-apr	1,9	1,6		6,1	2,0	
Prometeia (1)	31-mar	2,2	2,5	1,9	5	1,8	1,9
Commissione europea	10-feb	4,1	2,3		3,8	1,6	
Fondo monetario internazionale	25-gen	3,8	2,2		-	-	
Banca d'Italia (1) (2)	21-gen	3,8	2,5	1,7	3,5	1,6	
OCSE (1) (2)	02-dic	4,6	2,6		2,2	1,6	

(1) Dato del PIL corretto per i giorni lavorativi. – (2) Indice dei prezzi armonizzato.

1.4.1 La validazione delle previsioni tendenziali

Il QMT del MEF appare, nell'insieme, all'interno di un accettabile intervallo di valutazione per il periodo 2023-25, sebbene sia marginalmente disallineato rispetto all'estremo superiore delle previsioni del PIL reale per l'anno in corso (figg. 1.6 e 1.7). La valutazione complessiva di accettabilità per l'UPB delle stime tendenziali del DEF tiene conto: a) dell'entità modesta dello sforamento per la crescita del PIL reale per quest'anno e di un sostanziale allineamento, sia alle stime dell'UPB sia alla mediana di quelle del *panel*, nel resto dell'orizzonte previsivo; b) di una previsione nel QMT del PIL nominale – variabile direttamente rilevante per la finanza pubblica – che si approssima a quella dell'UPB e che non eccede l'*upper bound* del *panel* UPB in nessun anno dell'orizzonte del DEF; le proiezioni sul deflatore del PIL oscillano infatti attorno alla mediana delle previsioni del *panel;* c) del grado di incertezza straordinariamente elevato che circonda le prospettive, sia nel breve sia nel medio periodo.

Fig. 1.6 – Scenari di previsione tendenziale del Governo e del *panel* UPB

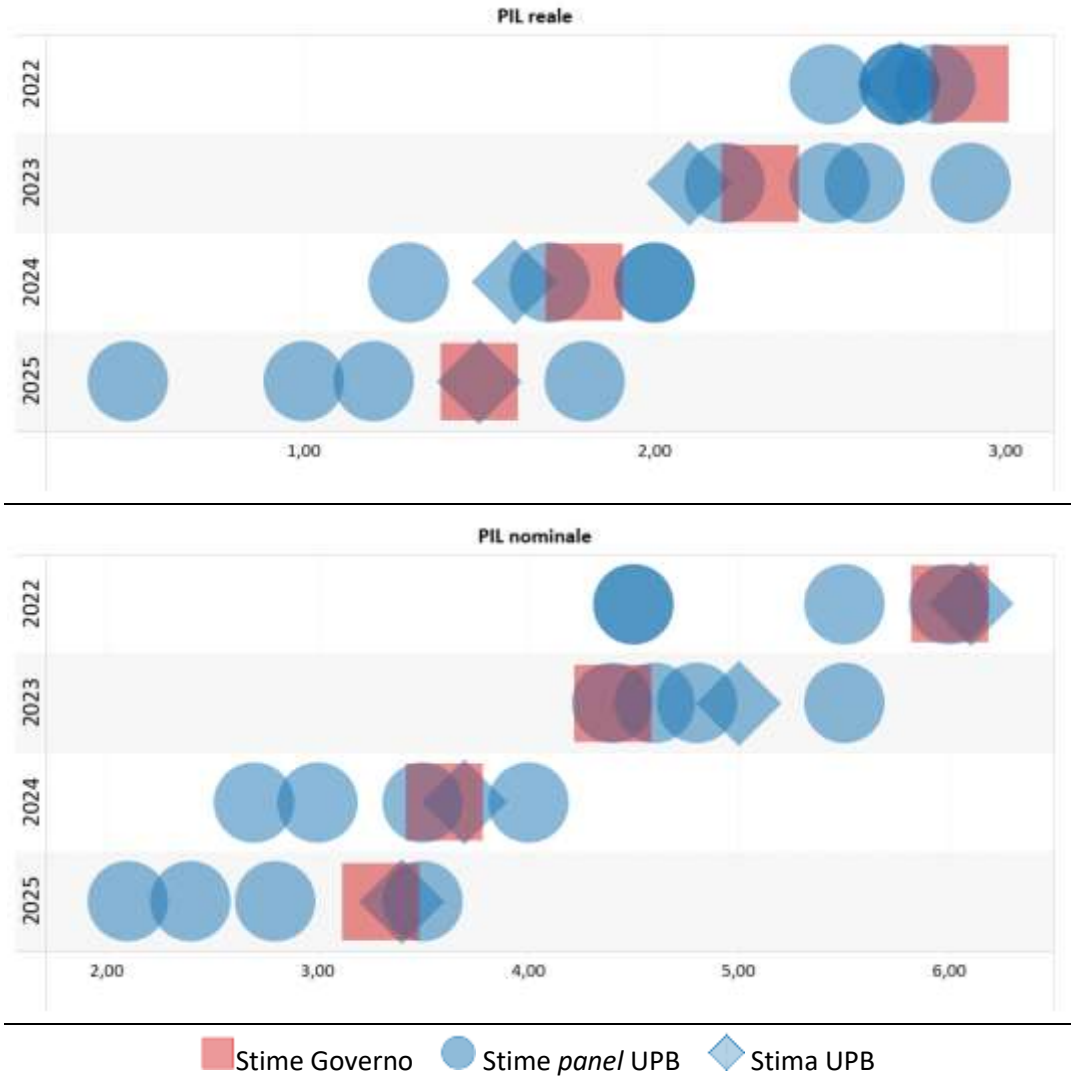
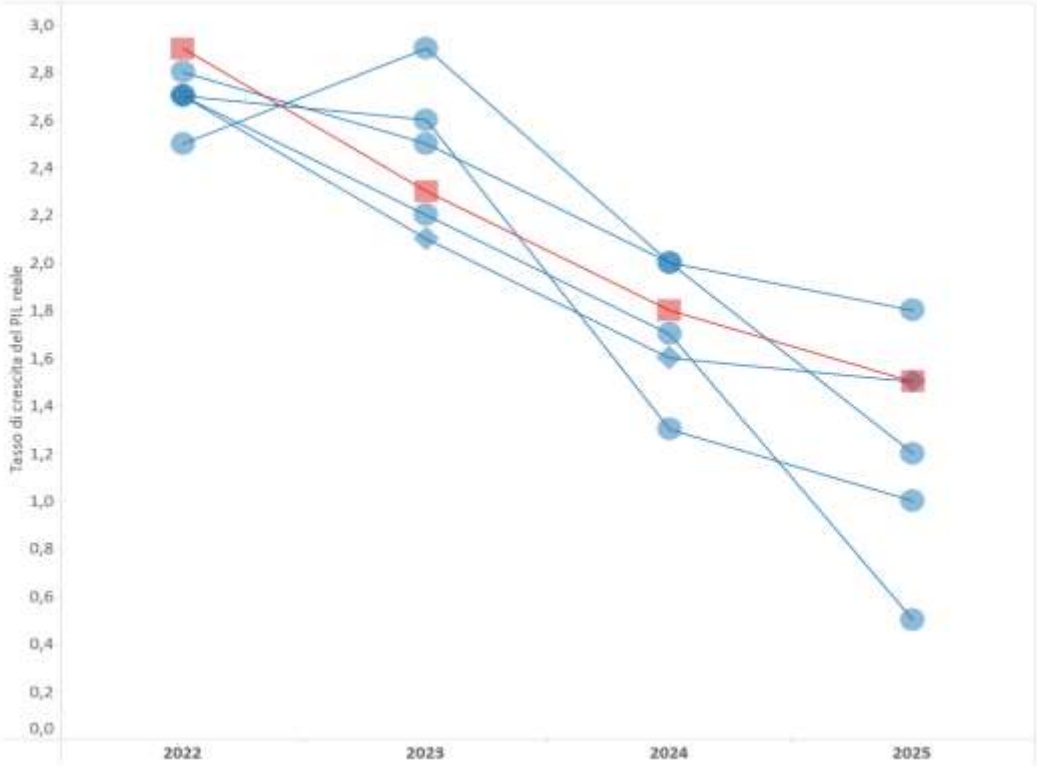
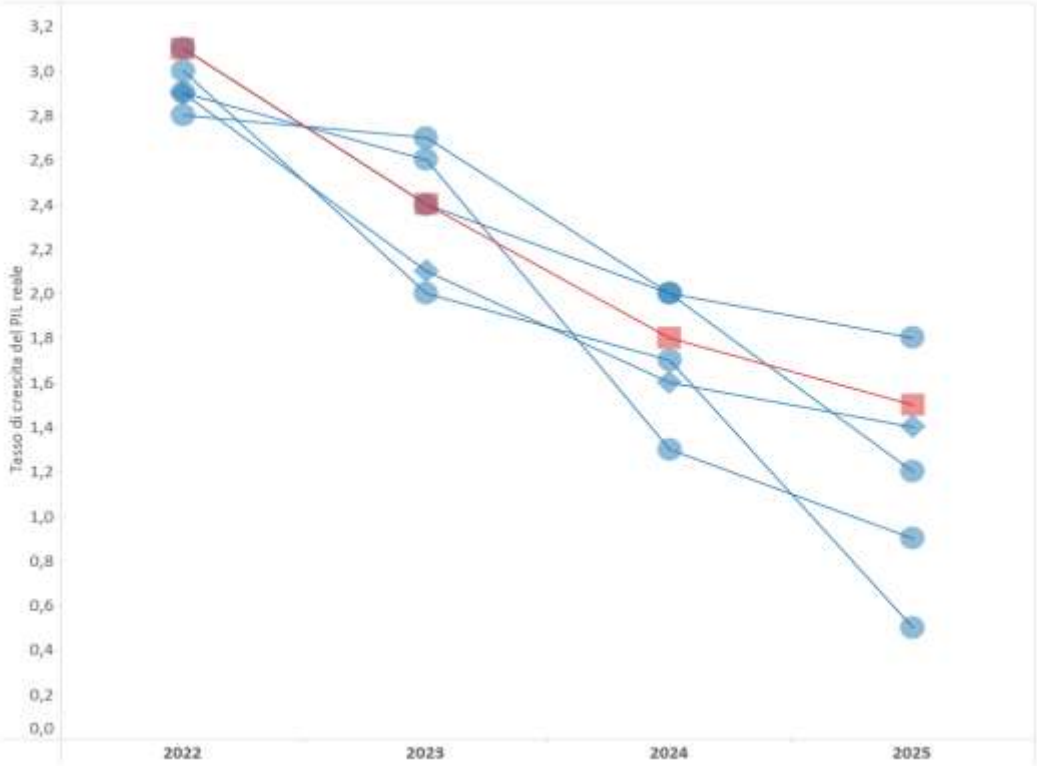


Fig. 1.7 – PIL reale, andamento tendenziale e programmatico

Tendenziale



Programmatico



Stime Governo Stime *panel* UPB Stima UPB

Le previsioni macroeconomiche per l'Italia sono al momento fortemente condizionate da fattori esogeni non economici, quali il conflitto russo-ucraino e la recrudescenza del COVID-19, che incidono enormemente sull'attività economica nel breve periodo e rischiano di ripercuotersi anche sugli equilibri macroeconomici di medio termine. Nel QMT del MEF tali fattori di instabilità impattano sull'economia italiana principalmente nel primo trimestre, che registrerebbe una contrazione del PIL, come atteso anche dal *panel* dei previsori dell'UPB.

Il profilo intra-annuale della crescita per il 2022 prospettato dal MEF appare complessivamente coerente con la dinamica attesa dai previsori del *panel*, pur risultando lievemente ottimistico per la prima metà dell'anno. A partire dalla metà di febbraio i mercati finanziari hanno cominciato a scontare le tensioni che sarebbero successivamente scaturite nell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia (avviata il 24 febbraio) e per marzo si attende una flessione dell'attività industriale, che avrebbe un impatto sul trascinamento statistico per il secondo trimestre. Le stime di breve periodo sono circondate da un'elevatissima incertezza e nelle valutazioni del *panel* sulle attese di breve termine per la prima metà dell'anno prevalgono i rischi al ribasso.

Nel QMT del MEF la crescita è quasi interamente determinata dalle componenti interne della domanda e tale visione è sostanzialmente condivisa dal *panel* dell'UPB. La spesa per consumi delle famiglie rallenta quest'anno, similmente alla mediana delle previsioni del *panel*, dopo il forte incremento registrato nel 2021, resta ancora apprezzabile nel 2023 per poi stabilizzarsi su valori inferiori nella media del biennio 2024-25. La dinamica dell'accumulazione di capitale, sebbene in attenuazione quest'anno dopo i forti recuperi nel 2021, appare sostenuta nel 2022, soprattutto per la componente delle costruzioni, in quanto eccede lievemente l'estremo superiore dell'intervallo del *panel* UPB; a partire dal 2023 le proiezioni sulla spesa in beni capitali rientrano su valori più coerenti con le attese del *panel*. La dinamica delle esportazioni appare allineata a quella della domanda internazionale (misurata dai mercati esteri rilevanti per l'Italia), attestandosi nella fascia bassa delle stime del *panel* nel biennio iniziale di previsione, per poi portarsi su valori prossimi all'*upper bound* nell'anno finale delle proiezioni. Un andamento analogo si registra per le importazioni, che seguono sostanzialmente le variabili di domanda che maggiormente le attivano.

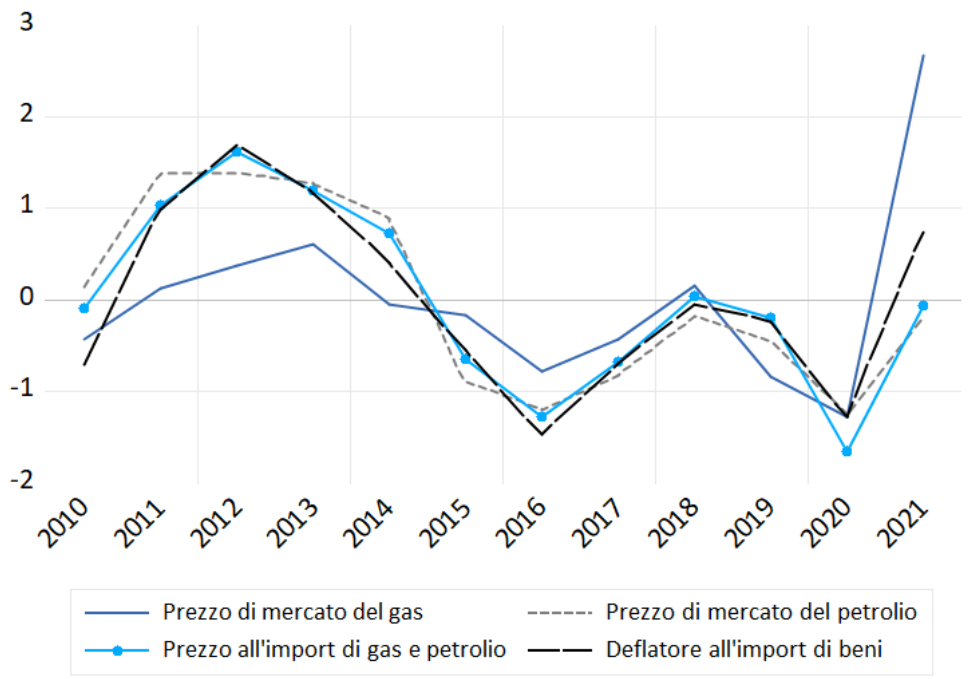
In relazione alle variabili nominali il QMT del MEF incorpora un balzo del deflatore dei consumi privati nel 2022 superiore alla valutazione mediana del *panel* UPB, ma allineato alle stime dell'UPB (tab. 1.7). Dal 2023 l'inflazione al consumo flette significativamente, con un profilo condiviso dalle stime mediane del *panel* UPB, che tuttavia si differenziano molto tra i singoli previsori, segnalando la forte incertezza; a fine periodo la dinamica dei prezzi dei consumi privati stimata dal MEF si colloca sull'estremo superiore dell'intervallo del *panel*, ma in linea con le previsioni dell'UPB. Il deflatore del PIL nel QMT del DEF è in accelerazione quest'anno di quasi due punti; il brusco rialzo del deflatore dei consumi viene parzialmente compensato dalla perdita di ragioni di scambio, dovute ai rincari delle materie prime energetiche. Tuttavia la variazione del deflatore delle importazioni del MEF appare molto contenuta e si colloca al di sotto delle stime di tutti i componenti del *panel*.

Tab. 1.7 – Il quadro tendenziale e programmatico dell'UPB
(variazioni percentuali e contributi alla crescita)

	2022		2023		2024		2025	
	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.
PIL	2,9	2,7	2,1	2,1	1,6	1,6	1,4	1,5
Contributi alla crescita del PIL								
Esportazioni nette	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Scorte	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	3,0	2,7	2,1	2,2	1,5	1,5	1,3	1,3
Deflatore PIL	3,3	3,3	2,8	2,8	2,1	2,1	1,9	1,9
Deflatore consumi	5,8	5,8	2,1	2,1	1,7	1,7	1,8	1,8
PIL nominale	6,3	6,1	4,9	5,0	3,7	3,7	3,4	3,4

Le fluttuazioni dei prezzi di mercato di gas e petrolio vengono velocemente incorporate nei prezzi all'*import* che a loro volta si riflettono sul deflatore delle importazioni, soprattutto per la componente dei beni (fig. 1.8). Considerando la semplice correlazione lineare tra queste grandezze, in base alle quotazioni di mercato di gas e petrolio di metà marzo ci si potrebbe attendere un incremento del deflatore dell'*import* per quest'anno di oltre dieci punti percentuali, come nella mediana delle stime del *panel* UPB.

Fig. 1.8 – Deflatore all'*import* di beni e prezzi delle materie prime
(serie standardizzate)



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv e Istat.

La stima del deflatore del PIL da parte del MEF nel successivo triennio è condivisa dal *panel* UPB, collocandosi in una posizione prossima alla mediana nel 2023 e intermedia tra la mediana e l'estremo superiore delle variazioni del *panel* nel biennio finale di previsione. Tenendo anche conto delle stime sulla crescita dell'attività economica, la dinamica del PIL nominale appare nel complesso dell'orizzonte di previsione coerente con le previsioni dell'UPB e non eccede l'*upper bound* delle attese del *panel*.

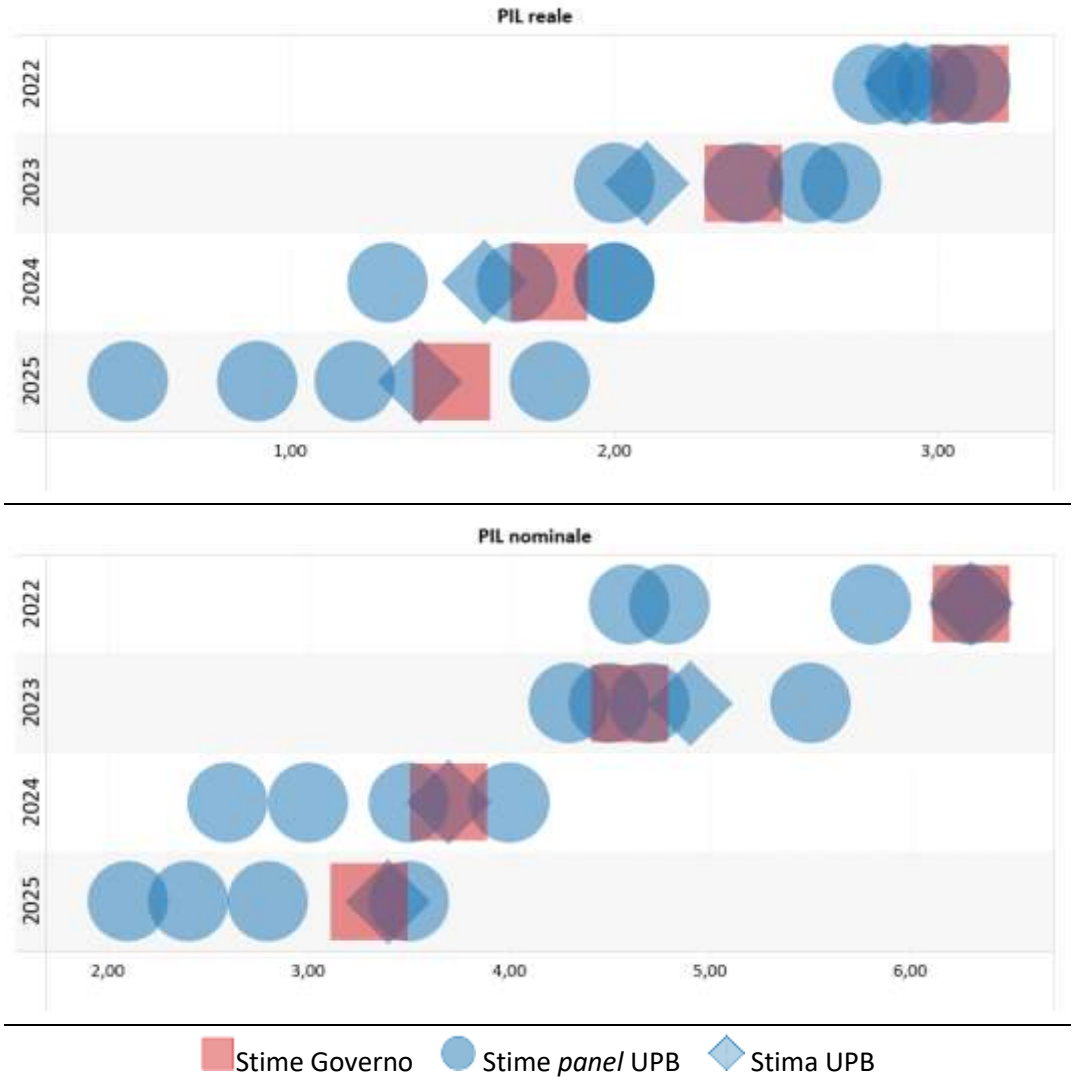
Le variabili relative all'occupazione (misurata in termini di ULA) ricadono nell'intervallo di accettabilità del *panel* UPB, anche se tendono a eccedere la mediana. Per contro, la previsione del tasso di disoccupazione risulta ottimistica, collocandosi al di sotto del valore minimo stimato dai previsori nel periodo 2022-24 (nel 2025 il tasso di disoccupazione supera appena il limite inferiore delle stime del *panel* UPB). La flessione del tasso di disoccupazione prefigurata dal MEF è soprattutto attribuibile alla marcata accelerazione dell'occupazione, in particolare nel biennio 2022-23 quando aumenterebbe quasi del doppio rispetto alla crescita delle forze di lavoro, che proseguirebbe sui ritmi del 2021 nella media dell'orizzonte previsivo.

1.4.2 La validazione delle previsioni programmatiche

L'esercizio di validazione del QM programmatico considera le ipotesi della manovra di bilancio per il periodo 2022-25, che consistono in nuovi interventi, principalmente sul 2022, per contenere il costo dei carburanti e dell'energia per le famiglie e le attività produttive, potenziare gli strumenti di garanzia per l'accesso al credito delle imprese, integrare le risorse per compensare l'aumento del costo delle opere pubbliche, ripristinare alcuni fondi utilizzati a parziale copertura del DL 17/2022 e continuare a sostenere la risposta del sistema sanitario alla pandemia e i settori maggiormente colpiti dall'emergenza pandemica.

Sulla base di tali ipotesi le previsioni del MEF sono risultate coerenti con quelle del *panel* UPB, sebbene si collochino al limite dell'intervallo di accettazione (fig. 1.9). Il Consiglio dell'UPB ha pertanto validato il QM programmatico del DEF in funzione dei seguenti riscontri: a) il tasso di variazione del PIL reale non eccede l'estremo superiore delle previsioni del *panel* UPB sul 2022 ed è sostanzialmente allineato alla mediana delle variazioni dei *panelist* nei successivi anni; b) la dinamica del PIL nominale, variabile che più direttamente impatta sull'andamento della finanza pubblica, si colloca sull'*upper bound* delle proiezioni del *panel* nel 2022, si attesta in prossimità della mediana del *panel* nel successivo biennio ed è simile a quella stimata dall'UPB in tutti gli anni dell'orizzonte del DEF; c) l'impatto della manovra di finanza pubblica sulla crescita del PIL è sostanzialmente allineato a quello stimato dai previsori dell'UPB.

Fig. 1.9 – Scenari di previsione programmatica del Governo e del *panel* UPB



La variazione del PIL prospettata dal DEF per il 2022 coincide con l'estremo superiore dell'intervallo di previsione del panel UPB, per cui è particolarmente soggetta ai rischi al ribasso, delineati nel paragrafo 1.5, che incidono già sullo scenario tendenziale; le previsioni sulla crescita del Governo si attestano sul valore mediano delle attese del *panel* nel 2023 e su valori intermedi tra la mediana e l'*upper bound* del *panel* UPB nel biennio finale (fig. 1.7).

La stima del Governo sugli impatti macroeconomici della manovra nel 2022 appare accettabile rispetto alle valutazioni dei previsori del *panel* per l'anno in corso e allineata con quella dell'UPB; per l'anno prossimo il MEF prefigura un ulteriore effetto espansivo, che non trova riscontro nelle valutazioni dei *panelist* UPB, ma è comunque appena apprezzabile. Nel complesso dell'orizzonte previsivo gli impatti indicati nel DEF eccedono quelli impliciti nelle previsioni del *panel* UPB in misura molto modesta e quindi accettabile alla luce dei margini d'incertezza delle stime, particolarmente pronunciati nel contesto attuale.

La composizione della crescita prospettata nel DEF – essenzialmente al traino della domanda interna a fronte di un apporto sostanzialmente neutro di quella estera netta – trova conferma nei QM del *panel*. La dinamica dei consumi finali nazionali nel QM programmatico del DEF si posiziona tra la mediana e l'*upper bound* delle previsioni quest'anno, è appena più moderata della mediana nel successivo biennio ed eccede quest'ultima nell'anno finale delle proiezioni. Tali dinamiche riflettono, da un lato, l'evoluzione molto sostenuta dei consumi pubblici quest'anno, dall'altro una crescita dei consumi delle famiglie che oscilla intorno alla mediana dei previsori UPB. Tale andamento è coerente con un graduale riassorbimento degli ampi margini di risparmio accumulato dalle famiglie durante la crisi pandemica. L'accumulazione di capitale nel QM del MEF proseguirebbe a ritmi elevati nel triennio 2022-24, superiori alle valutazioni mediane del *panel* UPB e soprattutto di quelle dell'UPB ma non eccedenti l'estremo superiore delle variazioni dei *panelist*. La spesa per investimenti resta elevata ma tende a riportarsi sui valori mediani a fine periodo. La più sostenuta dinamica degli investimenti prospettata nel DEF rispetto alla mediana del *panel* è attribuibile alla componente dei macchinari nel biennio 2022-23 e a entrambe le componenti a fine periodo.

Le previsioni sul deflatore dei consumi privati rientrano nell'intervallo di validazione del *panel* e sono prossime a quelle dell'UPB; in particolare, le stime del MEF risultano comprese tra la mediana e il limite superiore delle valutazioni del *panel* quest'anno, mentre oscillano intorno all'*upper bound* dei previsori UPB negli anni successivi di validazione (l'inflazione al consumo del QM programmatico eccede marginalmente il limite superiore del *panel* nel 2024). L'evoluzione del deflatore del PIL è lievemente superiore alle stime mediane dei *panelist* nel periodo di validazione (per circa due decimi di punto nella media del quadriennio) ma non eccede quella dell'UPB.

Date le stime sull'andamento del PIL reale e del deflatore del PIL, la dinamica programmatica del PIL nominale appare allineata con le previsioni del *panel* nell'intero periodo di previsione. Quest'anno la variazione del PIL nominale stimata nel DEF si colloca sul limite superiore delle variazioni dei componenti del *panel*, poiché incorpora l'elevata dinamica del prodotto in termini reali; negli anni successivi l'evoluzione del PIL nominale si allinea alla variazione mediana nel 2023, mentre nel biennio finale di validazione la supera pur restando al di sotto dell'estremo superiore dei previsori del *panel* UPB (in media per due decimi di punto percentuale).

1.5 Alcuni fattori di rischio delle previsioni

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana appare soggetto a rischi, soprattutto di matrice internazionale per via del conflitto russo-ucraino. Per quanto riguarda le stime sull'attività economica i rischi sono prevalentemente orientati al ribasso, a causa di diversi fattori.

La guerra in Ucraina. – Il conflitto in corso alle porte dell'Unione rappresenta certamente il rischio maggiore, su tutti gli orizzonti di previsione. Se nell'immediato la guerra ha determinato bruschi incrementi nei prezzi, qualora perdurasse potrebbero scaturire ulteriori sanzioni e restrizioni negli approvvigionamenti non solo dei prodotti energetici, ma anche per l'agricoltura e nella metallurgia. La crisi in corso ha messo in evidenza l'eccessiva dipendenza dell'Italia da pochi paesi produttori, esponendola a potenziali *shock* negativi dovuti all'instabilità politica dei fornitori. Quando le ostilità militari saranno concluse si aprirà comunque una fase di tensioni nei rapporti commerciali e nei mercati delle materie prime, con inevitabili ripercussioni per un'economia fortemente dipendente dall'estero come quella italiana.

Lo scenario base della previsione del DEF sconta una risoluzione del conflitto in tempi relativamente brevi che, al momento, appaiono tuttavia molto aleatori. Se il conflitto durasse per tutto il secondo trimestre e il processo di normalizzazione impegnasse la seconda metà dell'anno in corso gli effetti economici stagflattivi sarebbero più evidenti. Utilizzando il modello macroeconometrico internazionale di Oxford Economics l'UPB ha simulato quali sarebbero gli effetti del protrarsi del conflitto di un trimestre; i canali di trasmissione considerati sono la fiducia di consumatori e imprese, i tassi di interesse, i prezzi delle materie prime e la crisi dell'economia russa. Sulla base dell'esercizio svolto la maggiore durata del conflitto comporterebbe, rispetto alla revisione di crescita già scontata, un'ulteriore riduzione del PIL di quest'anno, ma con trascinamenti anche sul prossimo. L'economia italiana sarebbe tra le più colpite da questo *shock* e il PIL subirebbe una contrazione addizionale di circa un punto e mezzo percentuale nel complesso del biennio. Contemporaneamente si assisterebbe a più marcati incrementi dei prezzi al consumo, per circa 2,5 punti percentuali cumulati nel 2022-23 nel caso dell'Italia.

L'evoluzione della pandemia. – Le previsioni per l'anno in corso poggiano sull'ipotesi che i contagi diminuiscano e che dal prossimo autunno, grazie ai progressi nelle cure e nell'immunizzazione, il COVID-19 diventi endemico, scongiurando gli impatti economici. Tuttavia nelle ultime settimane si è registrata una ripresa delle infezioni, non soltanto in Cina ma anche in Italia, a riprova del fatto che la pandemia costituisce ancora un fattore di rischio non del tutto superato.

Catene del valore e PNRR. – Già negli ultimi mesi l'economia internazionale risentiva di frizioni nella logistica, di colli di bottiglia nell'offerta e di fortissimi aumenti dei costi energetici, i cui rischi prospettici sono oggi inaspriti dal conflitto russo-ucraino.

I rincari e, in alcuni casi, la carenza di materie prime e beni intermedi acuiscono anche il rischio connesso all'ipotesi dell'integrale, tempestiva ed efficiente attuazione dei progetti di investimento del PNRR.

Nel medio termine non si può escludere uno scenario favorevole, in quanto le elevate consistenze di risparmio accumulate dalle famiglie durante la recessione potrebbero favorire un recupero della spesa per consumi più rapido se l'incertezza si riducesse, per eventuali sviluppi geopolitici favorevoli. Tuttavia l'aumento dell'inflazione rischia di manifestarsi più persistente di quanto prefigurato dalle autorità monetarie, sollecitando quindi ulteriori reazioni delle banche centrali.

Nuovi assetti delle politiche economiche. – Quando la pandemia sarà debellata e verrà meno il conflitto in corso nell'Europa dell'Est l'economia mondiale dovrà ridurre gli squilibri finanziari accumulati per fare fronte a entrambi gli *shock*. Eventuali sfasamenti nei cicli di ripresa tra paesi potranno incidere sui premi al rischio richiesti dai mercati per le economie con livelli di indebitamento particolarmente elevati, con ripercussioni sulla stabilità finanziaria. Per i paesi dell'Unione europea tali rischi dipenderanno anche dal nuovo sistema di regole di bilancio, sul quale il dibattito è in corso.

L'inflazione. – Per quanto attiene alla dinamica dei prezzi i rischi sono giudicati in prevalenza al rialzo, in particolare per il 2022 e il 2023. I mercati delle materie prime, soprattutto energetiche, sono estremamente volatili, per cui l'ipotesi di una flessione delle quotazioni nell'orizzonte previsivo appare gravata da un'incertezza estremamente ampia. Inoltre le strozzature nell'offerta di materie prime e beni intermedi potrebbero risultare più persistenti di quanto atteso, anche nel caso di una rapida conclusione del conflitto in Ucraina.

2. La finanza pubblica

2.1 Il quadro tendenziale di finanza pubblica

Le previsioni a legislazione vigente esposte nel DEF scontano – oltre al consuntivo dello scorso anno da poco ripubblicato dall'Istat – l'aggiornamento del quadro macroeconomico, l'impatto finanziario delle misure contenute nella legge di bilancio per il 2022 e dei decreti legge varati successivamente alla sua presentazione e sino allo scorso marzo, nonché un nuovo profilo temporale degli interventi finanziati con le risorse previste dal PNRR, che riflette il rinvio al periodo 2022-26 delle mancate attuazioni del Piano del biennio 2020-21.

Il percorso dei conti pubblici tendenziali delineato nel DEF risulta più favorevole di quello indicato nella NADEF del settembre scorso. Dopo un risultato per il 2021 migliore delle attese, le previsioni tendenziali indicano un disavanzo pubblico in continua discesa, che a fine periodo di programmazione – ovvero nel 2025 – risulta nuovamente inferiore al 3 per cento in termini di PIL, anche se ancora più del doppio di quello registrato prima della emergenza pandemica in valore assoluto. In tale anno è atteso inoltre – dopo cinque anni – il ritorno a un avanzo primario, cioè un saldo positivo al netto della spesa per interessi. Il saldo corrente dovrebbe invece tornare positivo già dal 2023.

Nel 2021 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, secondo quanto indicato dall'Istat il 4 aprile scorso, è risultato pari al 7,2 per cento del PIL mostrando una riduzione rispetto sia al 9,6 per cento registrato nel 2020 sia al 9,4 per cento atteso secondo le stime del Documento programmatico di bilancio (DPB) dell'ottobre scorso (tabb. 2.1a e 2.1b).

In presenza di una spesa per interessi stabile al 3,5 per cento del PIL, il miglioramento rispetto all'anno precedente è derivato da un consistente ridimensionamento del disavanzo primario, sceso dal 6,1 al 3,7 per cento del prodotto. Ciò è stato possibile grazie a un aumento delle entrate in rapporto al PIL di 0,9 punti percentuali (dal 47,4 al 48,3 per cento) – dovuto quasi esclusivamente alle imposte indirette – e, soprattutto, grazie a una diminuzione delle uscite primarie di 1,5 punti (dal 53,5 al 52,0 per cento), ascrivibile alle spese primarie correnti (ridottesi dal 48,2 al 46,0 per cento del PIL) e in particolare a quelle riguardanti le prestazioni sociali. La spesa in conto capitale è invece cresciuta dal 5,3 al 6,0 per cento del prodotto, a causa di incrementi di tutte le sue componenti (investimenti fissi lordi, contributi agli investimenti, altre spese in conto capitale).

Passando adesso al confronto con il quadro programmato nel DPB dell'ottobre scorso e nella legge di bilancio approvata dal Parlamento[4], il risultato di un deficit migliore delle attese è derivato soprattutto da maggiori entrate per 1,5 punti percentuali di PIL (+26,1 miliardi) e per i rimanenti 0,7 punti percentuali da minori spese (-11,9 miliardi complessivi; -14,3 miliardi di spesa primaria). In entrambi i casi e, soprattutto dal lato delle spese, il risultato risente (come del resto già accaduto nel 2020) di effetti inferiori alle attese derivanti dalle disposizioni a sostegno dell'economia introdotte a causa della pandemia. Inoltre, ha influito una realizzazione degli

[4] Ci si riferisce in particolare a quanto riportato nelle tabelle del conto economico programmatico delle Amministrazioni pubbliche nella "Nota tecnico-illustrativa alla legge di bilancio 2022-2024".

interventi del PNRR inferiore a quanto ipotizzato. Infatti, erano stati ipotizzati interventi per 13,7 miliardi (di cui una parte di tipo aggiuntivo rispetto a quanto precedentemente programmato finanziata sia tramite sovvenzioni europee – e quindi con effetti nulli sul deficit – sia per mezzo di prestiti aggiuntivi con aggravio del disavanzo), a fronte dei 5,1 miliardi che sono stati effettivamente spesi e riguardanti per la maggior parte progetti già in essere (e quindi finanziati tramite prestiti sostitutivi, senza impatto sul deficit), secondo quanto indicato dal Ministro dell'Economia nella sua Audizione sul PNRR tenuta presso alcune commissioni parlamentari della Camera e del Senato nello scorso febbraio.

Tab. 2.1a – Conto economico delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali *(milioni di euro)*

		DEF 2022				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Redditi da lavoro dipendente	173.484	176.309	188.818	186.912	185.384	185.664
Consumi intermedi	149.781	157.498	162.813	163.934	162.227	162.321
Prestazioni sociali in denaro	399.169	399.192	401.600	425.780	436.450	447.210
Pensioni	*281.445*	*287.027*	*296.510*	*318.530*	*328.250*	*338.050*
Altre prestazioni sociali	*117.724*	*112.165*	*105.090*	*107.250*	*108.200*	*109.160*
Altre uscite correnti	76.088	83.267	93.522	90.189	87.889	88.209
TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE	**798.522**	**816.266**	**846.753**	**866.816**	**871.950**	**883.404**
Interessi passivi	57.317	62.863	65.921	61.699	61.203	63.164
TOTALE USCITE CORRENTI	**855.839**	**879.129**	**912.674**	**928.515**	**933.153**	**946.568**
di cui: *Spesa sanitaria*	*122.721*	*127.834*	*131.710*	*130.734*	*128.872*	*129.518*
Investimenti fissi lordi	42.449	50.709	57.990	70.210	71.866	75.279
Contributi agli investimenti	16.175	20.829	24.080	25.143	17.427	17.592
Altre uscite in conto capitale	29.957	35.294	14.064	8.409	5.730	5.721
TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE	**88.581**	**106.832**	**96.134**	**103.762**	**95.023**	**98.593**
TOTALE USCITE PRIMARIE	**887.103**	**923.098**	**942.887**	**970.578**	**966.973**	**981.997**
TOTALE USCITE COMPLESSIVE	**944.420**	**985.961**	**1.008.808**	**1.032.277**	**1.028.177**	**1.045.161**
Totale entrate tributarie	478.750	527.050	548.596	565.917	578.814	597.122
Imposte dirette	*250.746*	*267.140*	*270.409*	*274.460*	*278.735*	*289.121*
Imposte indirette	*227.060*	*258.308*	*272.618*	*289.848*	*298.455*	*306.363*
Imposte in c/capitale	*944*	*1.602*	*5.569*	*1.609*	*1.624*	*1.638*
Contributi sociali	229.732	245.025	263.186	275.360	283.104	291.550
Contributi sociali effettivi	*225.505*	*240.511*	*258.420*	*270.500*	*278.170*	*286.517*
Contributi sociali figurativi	*4.227*	*4.514*	*4.766*	*4.860*	*4.934*	*5.033*
Altre entrate correnti	73.638	79.928	88.431	94.319	90.407	87.282
TOTALE ENTRATE CORRENTI	**781.176**	**850.401**	**894.644**	**933.987**	**950.701**	**974.316**
ALTRE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	3.278	5.631	13.429	23.330	10.812	11.301
TOTALE ENTRATE	**785.398**	**857.634**	**913.642**	**958.926**	**963.137**	**987.255**
Pressione fiscale	*42,8*	*43,5*	*43,1*	*42,8*	*42,3*	*42,2*
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO PRIMARIO	**-101.705**	**-65.464**	**-29.245**	**-11.652**	**-3.836**	**5.258**
in % del PIL	*-6,1*	*-3,7*	*-1,6*	*-0,6*	*-0,2*	*0,2*
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO	**-159.022**	**-128.327**	**-95.166**	**-73.351**	**-65.039**	**-57.906**
in % del PIL	*-9,6*	*-7,2*	*-5,1*	*-3,7*	*-3,2*	*-2,7*
PIL nominale	*1.656.961*	*1.775.436*	*1.882.720*	*1.966.210*	*2.037.629*	*2.105.664*

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2022, Tabella II.2-2 e Istat.

Tab. 2.1b – Conto economico delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali *(in percentuale del PIL)*

	DEF 2022					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Redditi da lavoro dipendente	10,5	9,9	10,0	9,5	9,1	8,8
Consumi intermedi	9,0	8,9	8,6	8,3	8,0	7,7
Prestazioni sociali in denaro	24,1	22,5	21,3	21,7	21,4	21,2
Pensioni	*17,0*	*16,2*	*15,7*	*16,2*	*16,1*	*16,1*
Altre prestazioni sociali	*7,1*	*6,3*	*5,6*	*5,5*	*5,3*	*5,2*
Altre uscite correnti	4,6	4,7	5,0	4,6	4,3	4,2
TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE	**48,2**	**46,0**	**45,0**	**44,1**	**42,8**	**42,0**
Interessi passivi	3,5	3,5	3,5	3,1	3,0	3,0
TOTALE USCITE CORRENTI	**51,7**	**49,5**	**48,5**	**47,2**	**45,8**	**45,0**
di cui: *Spesa sanitaria*	*7,4*	*7,2*	*7,0*	*6,6*	*6,3*	*6,2*
Investimenti fissi lordi	2,6	2,9	3,1	3,6	3,5	3,6
Contributi agli investimenti	1,0	1,2	1,3	1,3	0,9	0,8
Altre uscite in conto capitale	1,8	2,0	0,7	0,4	0,3	0,3
TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE	**5,3**	**6,0**	**5,1**	**5,3**	**4,7**	**4,7**
TOTALE USCITE PRIMARIE	**53,5**	**52,0**	**50,1**	**49,4**	**47,5**	**46,6**
TOTALE USCITE COMPLESSIVE	**57,0**	**55,5**	**53,6**	**52,5**	**50,5**	**49,6**
Totale entrate tributarie	28,9	29,7	29,1	28,8	28,4	28,4
Imposte dirette	*15,1*	*15,0*	*14,4*	*14,0*	*13,7*	*13,7*
Imposte indirette	*13,7*	*14,5*	*14,5*	*14,7*	*14,6*	*14,5*
Imposte in c/capitale	*0,1*	*0,1*	*0,3*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Contributi sociali	13,9	13,8	14,0	14,0	13,9	13,8
Contributi sociali effettivi	*13,6*	*13,5*	*13,7*	*13,8*	*13,7*	*13,6*
Contributi sociali figurativi	*0,3*	*0,3*	*0,3*	*0,2*	*0,2*	*0,2*
Altre entrate correnti	4,4	4,5	4,7	4,8	4,4	4,1
TOTALE ENTRATE CORRENTI	**47,1**	**47,9**	**47,5**	**47,5**	**46,7**	**46,3**
ALTRE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	0,2	0,3	0,7	1,2	0,5	0,5
TOTALE ENTRATE	**47,4**	**48,3**	**48,5**	**48,8**	**47,3**	**46,9**
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO PRIMARIO	**-6,1**	**-3,7**	**-1,6**	**-0,6**	**-0,2**	**0,2**
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO	**-9,6**	**-7,2**	**-5,1**	**-3,7**	**-3,2**	**-2,7**
PIL nominale	*1.656.961*	*1.775.436*	*1.882.720*	*1.966.210*	*2.037.629*	*2.105.664*

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2022, Tabella II.2-2 e Istat.

Analizzando in maggiore dettaglio i dati pubblicati dall'Istat il 4 aprile, la spesa primaria è aumentata del 4,1 per cento rispetto al 2020, rispecchiando una crescita del 20,6 per cento delle uscite in conto capitale e del 2,2 per cento di quelle correnti primarie (tab. 2.1c). Nell'ambito di queste ultime, gli incrementi maggiori si sono verificati per i consumi intermedi (5,2 per cento) e soprattutto per le altre uscite correnti (9,4 per cento). Su queste ultime hanno influito (sebbene in misura inferiore alle attese) i provvedimenti di sostegno e, in particolare, quelli disposti tramite i decreti legge 41 e 73 del 2021 nonché – tra i contributi alla produzione all'interno delle altre uscite correnti – la registrazione degli sgravi contributivi selettivi previsti dalla legge di bilancio per il 2021 nel caso di assunzioni di giovani, di donne e al Sud. L'espansione dei redditi da lavoro è stata limitata (1,6 per cento) e inferiore alle attese per il rallentamento durante la pandemia delle procedure concorsuali di reclutamento di personale, a causa del maggior numero di pensionamenti per effetto della cosiddetta "quota 100" e anche in relazione alla mancata sottoscrizione dei rinnovi contrattuali nel pubblico impiego relativi al triennio 2019-2021.

Tab. 2.1c – Conto economico delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali *(tassi di crescita)*

	DEF 2022				
	2021	2022	2023	2024	2025
Redditi da lavoro dipendente	1,6	7,1	-1,0	-0,8	0,2
Consumi intermedi	5,2	3,4	0,7	-1,0	0,1
Prestazioni sociali in denaro	0,0	0,6	6,0	2,5	2,5
Pensioni	*2,0*	*3,3*	*7,4*	*3,1*	*3,0*
Altre prestazioni sociali	*-4,7*	*-6,3*	*2,1*	*0,9*	*0,9*
Altre uscite correnti	9,4	12,3	-3,6	-2,6	0,4
TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE	**2,2**	**3,7**	**2,4**	**0,6**	**1,3**
Interessi passivi	9,7	4,9	-6,4	-0,8	3,2
TOTALE USCITE CORRENTI	**2,7**	**3,8**	**1,7**	**0,5**	**1,4**
di cui: *Spesa sanitaria*	*4,2*	*3,0*	*-0,7*	*-1,4*	*0,5*
Investimenti fissi lordi	19,5	14,4	21,1	2,4	4,7
Contributi agli investimenti	28,8	15,6	4,4	-30,7	0,9
Altre uscite in conto capitale	17,8	-60,2	-40,2	-31,9	-0,2
TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE	**20,6**	**-10,0**	**7,9**	**-8,4**	**3,8**
TOTALE USCITE PRIMARIE	**4,1**	**2,1**	**2,9**	**-0,4**	**1,6**
TOTALE USCITE COMPLESSIVE	**4,4**	**2,3**	**2,3**	**-0,4**	**1,7**
Totale entrate tributarie	10,1	4,1	3,2	2,3	3,2
Imposte dirette	*6,5*	*1,2*	*1,5*	*1,6*	*3,7*
Imposte indirette	*13,8*	*5,5*	*6,3*	*3,0*	*2,6*
Imposte in c/capitale	*69,7*	*247,6*	*-71,1*	*0,9*	*0,9*
Contributi sociali	6,7	7,4	4,6	2,8	3,0
Contributi sociali effettivi	*6,7*	*7,4*	*4,7*	*2,8*	*3,0*
Contributi sociali figurativi	*6,8*	*5,6*	*2,0*	*1,5*	*2,0*
Altre entrate correnti	8,5	10,6	6,7	-4,1	-3,5
TOTALE ENTRATE CORRENTI	**8,9**	**5,2**	**4,4**	**1,8**	**2,5**
ALTRE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	71,8	138,5	73,7	-53,7	4,5
TOTALE ENTRATE	**9,2**	**6,5**	**5,0**	**0,4**	**2,5**

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2022, Tabella II.2-2 e Istat.

Le prestazioni sociali sono rimaste stabili al livello del 2020, scontando una crescita della spesa per pensioni (2 per cento) pienamente compensata dalla riduzione delle uscite riguardanti le altre prestazioni sociali (-4,7 per cento), all'interno delle quali sono diminuiti in particolare gli assegni per integrazione salariale (-44,3 per cento, da 14,5 a 8 miliardi) e, in misura molto minore, le indennità di malattia e quelle di disoccupazione. Al contrario, si è registrato un forte aumento delle spese relative agli assegni familiari (40,6 per cento), interessati dai cambiamenti normativi (in particolare del DL 79 del 2021). La spesa in conto capitale è cresciuta in modo rilevante (20,6 per cento): gli investimenti (19,5 per cento) e i contributi agli investimenti (28,8 per cento) sono aumentati a un ritmo inferiore alle aspettative dell'autunno scorso ma comunque elevato, mentre le altre spese in conto capitale sono salite più del previsto (17,8 per cento). Queste ultime hanno riflesso, come indicato dall'Istat, contributi a fondo perduto a supporto dell'attività di impresa per 19,3 miliardi e spese a copertura delle garanzie statali a favore delle PMI per 7,4 miliardi; inoltre, l'ammontare di *deferred tax assets* (DTA) del settore bancario trasformati in crediti di imposta rimborsabili, e quindi con un impatto immediato sul conto delle Amministrazioni pubbliche, ha registrato importi più elevati rispetto alle stime ufficiali.

Sul versante delle entrate, aumentate nel complesso del 9,2 per cento, quasi tutti i principali aggregati hanno più che recuperato la caduta del 2020 e sono risultati maggiori delle attese. In

particolare, le imposte dirette (6,5 per cento) hanno scontato un valore più elevato rispetto alle stime effettuate relativamente alle imposte sostitutive sulle rendite finanziarie e sulla rivalutazione dei beni aziendali. Le imposte indirette sono state particolarmente dinamiche (13,8 per cento), riflettendo aumenti consistenti soprattutto dell'IVA ma anche dell'IRAP, dell'accisa sui prodotti energetici, dell'imposta di registro e dell'Imu. L'IVA ha mostrato incrementi notevoli sia nella componente relativa agli scambi interni che in quella sulle importazioni, influenzata dall'aumento dei prezzi dei prodotti energetici. I contributi sociali (6,7 per cento) sono cresciuti in linea con la base imponibile e sono stati superiori alle attese anche a causa della riclassificazione degli sgravi contributivi selettivi nell'ambito dei contributi alla produzione. Le altre entrate correnti (8,5 per cento) hanno riflesso il sostanziale recupero di varie componenti, dopo la caduta del 2020. Le entrate in conto capitale (+71,3 per cento) hanno scontato un rilevante aumento delle imposte (+69,7 per cento ascrivibile soprattutto alle imposte su successioni e donazioni) e l'imputazione, nell'ambito delle altre entrate, di sovvenzioni della UE volte a finanziare spese aggiuntive in conto capitale relative al PNRR, sebbene inferiori alle previsioni.

In assenza di ulteriori interventi, dopo il 7,2 per cento del PIL registrato nel 2021, il deficit pubblico calerebbe in maniera rilevante nell'anno in corso, al 5,1 per cento, anche a causa del notevole ridimensionamento delle misure emergenziali di contrasto della crisi pandemica, per poi ridursi più gradualmente, al 3,7 per cento nel 2023, al 3,2 per cento nel 2024 e collocandosi al 2,7 per cento del prodotto nel 2025 (tabb. 2.1a e 2.1b). Tali andamenti sconterebbero, da un lato, l'impatto di un quadro macroeconomico meno favorevole del previsto e, dall'altro lato, gli effetti favorevoli di trascinamento dei migliori risultati del deficit del 2021 rispetto alle attese, in particolare di quelli connessi con entrate maggiori di quanto in precedenza stimato e ritenuti di natura strutturale.

Il miglioramento del disavanzo rifletterebbe profili favorevoli in percentuale del PIL sia del saldo primario che della spesa per interessi. Il saldo primario viene previsto ancora in disavanzo ma in discesa dal 3,7 per cento del prodotto del 2021 all'1,6 nell'anno in corso, allo 0,6 il prossimo, allo 0,2 nel 2024 per poi diventare un avanzo dello 0,2 per cento nel 2025. La spesa per interessi è prevista ancora stabile al 3,5 per cento del PIL nell'anno in corso, in riduzione al 3,1 nel 2023 e poi al 3,0 nel 2024 e 2025. Quest'ultima, tuttavia, in valore assoluto, dopo otto anni di riduzioni consecutive, è risultata in aumento nel 2021 soprattutto per la componente legata all'inflazione e negli anni successivi sarebbe più elevata di quanto era ipotizzato nelle stime ufficiali precedenti: nel triennio 2022-24, le previsioni tendenziali aggiornate nel DEF implicano una maggiore spesa per interessi pari nel complesso a poco meno di 31 miliardi.

Il saldo primario rifletterebbe una spesa primaria che si riduce in termini di PIL (di 5,4 punti percentuali, dal 52 per cento del 2021 al 46,6 nel 2025) in maniera ben più consistente delle entrate (di 1,4 punti percentuali, dal 48,3 per cento del 2021 al 46,9 nel 2025). Si ridurrebbe soprattutto la spesa primaria corrente (data anche la natura tendenziale delle proiezioni che, ad esempio, non incorporano spese per rinnovi contrattuali successivi a quelli del triennio di riferimento 2019-2021), essendo quella in conto capitale sostenuta in particolare dall'impatto delle misure aggiuntive relative al PNRR, che porterebbero la spesa per investimenti nel triennio 2023-25 a una percentuale sul PIL (3,5-3,6 per cento) lievemente inferiore al picco registrato nel 2009 (3,7 per cento). La riduzione delle entrate sul prodotto (di 1,4 punti percentuali) sarebbe

ascrivibile a un ridimensionamento della pressione fiscale dal 43,5 al 42,2 per cento e, in particolare, della componente relativa alle imposte dirette, dovuto in larga misura all'impatto delle modifiche dell'Irpef disposte con la legge di bilancio per il 2022. L'andamento sul PIL delle altre entrate sia correnti che in conto capitale è riconducibile essenzialmente alla contabilizzazione delle sovvenzioni provenienti dalla UE per finanziare gli interventi del PNRR.

Guardando più in dettaglio alle principali componenti del conto delle Amministrazioni pubbliche, le imposte dirette risentono in particolare delle modifiche alla tassazione delle persone fisiche e dell'abolizione delle detrazioni per figli a carico fino a 21 anni contestuale all'introduzione dell'assegno unico che comportano nel complesso una riduzione del gettito (11,6 miliardi nel 2022 e circa 9,8 negli anni successivi). La tassazione indiretta sconta l'esclusione dall'applicazione dell'IRAP per le persone fisiche esercenti attività commerciali ed esercenti arti e professioni e, per il solo 2022, gli interventi per il contenimento dei prezzi nel settore elettrico e del gas. I contributi sociali si evolvono in linea con la massa retributiva dell'intera economia che solo nel 2022 risulta ben più dinamica della crescita del PIL nominale (riflettendo l'impatto del rinnovo dei contratti del pubblico impiego relativi al triennio 2019-2021), implicando un aumento in percentuale del PIL nell'anno in corso, in graduale rientro nel triennio successivo. Le altre entrate, come già ricordato, scontano gli effetti delle sovvenzioni. Per il solo 2022 incide sulle imposte in conto capitale il prelievo straordinario sulle imprese operanti nei settori dell'energia disposto dal DL 21/2022.

Sul versante delle uscite, la spesa per i redditi da lavoro è prevista in valore assoluto in forte crescita nell'anno in corso, in riduzione nel 2023 e nel 2024 e sostanzialmente stabile nell'anno successivo. Tale profilo riflette essenzialmente la cadenza nel 2022 della maggior parte dei rinnovi contrattuali del pubblico impiego relativi al triennio 2019-2021, con effetti comprensivi della corresponsione degli arretrati (nel 2023 è ipotizzato il rinnovo per le aree dirigenziali). In attesa dei successivi rinnovi è poi prevista l'indennità di vacanza contrattuale. Hanno inoltre un impatto a partire dal 2022 gli esborsi introdotti dall'ultima legge di bilancio, relativi, in particolare, ai trattamenti accessori del personale e agli ordinamenti professionali per il personale non dirigente delle Amministrazioni pubbliche (stabiliti per la tornata contrattuale 2019-2021), alle assunzioni a tempo indeterminato delle Amministrazioni dello Stato, degli Enti pubblici non economici nonché per la professionalità dei docenti scolastici e per l'assunzione di personale docente e tecnico amministrativo delle Università.

I consumi intermedi, sempre in valore assoluto, aumentano nel 2022 e nel 2023 per poi ridursi riflettendo in parte l'impatto degli interventi del PNRR. Ha anche un effetto sulla spesa del 2023 il rinnovo delle convenzioni per medici generici e specialisti ambulatoriali interni (comprensivo degli arretrati). Dovrebbe ridurre le uscite, invece, l'eliminazione della struttura commissariale. Inoltre, a limitazione della spesa per consumi intermedi in generale, soprattutto nel 2022, operano le riduzioni degli stanziamenti delle Missioni e dei Programmi dei Ministeri disposte a copertura delle misure di contenimento dei costi energetici e a favore del settore *automotive* introdotte dal DL 17 del 2022.

La dinamica delle prestazioni sociali risente in larga misura, relativamente alla spesa per pensioni, degli effetti dell'incremento dell'inflazione (con ritardo di un anno) e, con riferimento alle prestazioni non pensionistiche, dell'andata a regime dell'assegno unico e universale per i figli a carico nonché della riforma degli ammortizzatori sociali. In particolare, la crescita della spesa pensionistica sconta una perequazione automatica, cioè una rivalutazione dei trattamenti all'inflazione, influenzata sia dalla maggiore crescita dei prezzi prevista rispetto agli anni passati sia dalla modifica del meccanismo di indicizzazione che diviene dal 1° gennaio 2022 più favorevole, con conseguenti aumenti degli assegni. Quanto all'assegno unico, l'intervento di razionalizzazione e semplificazione degli strumenti vigenti di sostegno alle famiglie con figli a carico fino a 21 anni – operato tramite il D.Lgs. 230 del 2021 – comporta l'impiego di risorse aggiuntive (per circa 6 miliardi

a regime) rispetto a quelle erogate in precedenza. Si riduce, infine, l'impatto dei trattamenti di integrazione salariale rispetto ai livelli ancora elevati registrati nel 2021, pur in presenza del riordino degli ammortizzatori sociali, che ha implicato tra l'altro l'estensione della CIG per determinate imprese, l'ampliamento della platea di accesso alla NASPI e modifiche alla DIS-COLL.

Le spese in conto capitale mostrano un andamento variabile nel periodo di previsione. Il profilo delle uscite per investimenti e per contributi agli investimenti riflette sostanzialmente i coefficienti di realizzazione del fondo complementare previsto dal DL 59 del 2021 e le ipotesi di attuazione dei programmi del PNRR, che sono state in parte modificate con rimodulazioni della spesa rispetto a quanto indicato nella NADEF, anche a causa delle mancate realizzazioni degli anni 2020-21. Inoltre, per il solo 2022 la stima degli investimenti è in parte limitata da una previsione di dismissioni immobiliari pari a circa 1,9 miliardi, doppia rispetto agli importi realizzati negli ultimi anni. Le altre uscite in conto capitale scontano il sostanziale venir meno dei contributi a fondo perduto concessi a sostegno delle imprese e dei titolari di partita IVA nel biennio 2020-21, il rifinanziamento del fondo di garanzia a favore delle PMI per il 2022 e, soprattutto per lo stesso anno, crediti di imposta per DTA derivanti da operazioni di aggregazione aziendale. Il profilo decrescente degli accantonamenti stimati per garanzie standardizzate determina la riduzione negli anni successivi.

2.2 Le indicazioni sugli orientamenti per la politica di bilancio a livello UE e la Relazione del Governo al Parlamento

2.2.1 Le indicazioni sugli orientamenti per la politica di bilancio a livello UE

Il 2 marzo scorso la Commissione europea ha pubblicato la Comunicazione "Orientamenti di politica di bilancio per il 2023", contenente le indicazioni generali preliminari per le strategie di bilancio degli Stati membri in vista della predisposizione dei programmi di stabilità e di convergenza[5]. Come di consueto, raccomandazioni specifiche per paese verranno pubblicate a maggio dopo le valutazioni dei documenti di programmazione da parte della Commissione.

Secondo la Commissione europea, la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita (PSC) rimarrà attiva per il 2022 e in base alle previsioni d'inverno, la sua disattivazione è prevista nel 2023. La disattivazione della clausola verrà in ogni caso valutata nuovamente sulla base delle previsioni di primavera. Tuttavia, le misure temporanee di emergenza legate alla crisi pandemica dovrebbero pressoché esaurirsi nel 2022.

L'attivazione della clausola di salvaguardia generale del PSC è stata decisa dalla Commissione europea il 20 marzo 2020 e confermata successivamente dal Consiglio della UE. 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

[5] Si veda https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022DC0085&qid=1647276529498&from=IT .

3(5) e 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 europea, 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.

Nella Comunicazione, la Commissione europea ha sottolineato che, considerata la fase di transizione e di generale incertezza, non proporrà l'apertura di nuove procedure per disavanzo eccessivo in primavera. Essa valuterà nuovamente l'opportunità di proporre l'apertura di procedure in autunno.

La Comunicazione sottolinea che le raccomandazioni di bilancio per il 2023 verranno formulate in termini qualitativi ma su basi quantitative, focalizzandosi in particolare sull'obiettivo di limitare la crescita della spesa corrente e ponendo attenzione alla qualità e composizione della spesa pubblica.

In particolare, la Commissione europea ha sottolineato che per la valutazione dei programmi di stabilità e convergenza utilizzerà l'indicatore della *fiscal stance* complessiva introdotto lo scorso anno. Esso è rappresentato dalla variazione della spesa primaria, al netto delle spese cicliche per la disoccupazione e delle misure discrezionali sulle entrate. Inoltre, a differenza dell'indicatore della spesa netta utilizzato per la parte preventiva del PSC, vengono incluse anche le variazioni di spesa finanziata da sovvenzioni della UE, in modo da poter cogliere anche l'impulso espansivo dei trasferimenti del Dispositivo per la ripresa e la resilienza. Considerate le eccezionali circostanze provocate dalla pandemia da COVID, vengono inoltre escluse misure temporanee di emergenza relative alla crisi. Ai fini della valutazione, tale indicatore è messo a confronto con la media su dieci anni del tasso di crescita del PIL potenziale. La Commissione europea valuterà inoltre l'evoluzione di alcune sottocomponenti della *fiscal stance* complessiva, ovvero la spesa primaria corrente finanziata con risorse nazionali, la spesa finanziata dai trasferimenti del Dispositivo per la ripresa e la resilienza e altri fondi UE e gli investimenti finanziati con risorse nazionali. Nel DEF non sono riportate tutte le informazioni necessarie per una valutazione di tali indicatori. In particolare, per ambedue gli scenari tendenziale e programmatico non sono disponibili stime sull'impatto delle misure temporanee di emergenza relative alla crisi. Per lo scenario programmatico non sono disponibili inoltre la totalità delle altre componenti eccetto le variazioni della spesa finanziata dalle sovvenzioni del Dispositivo.

In particolare, i principi chiave che guideranno la valutazione da parte della Commissione europea dei programmi di stabilità e convergenza degli Stati membri sono i seguenti.

Principio 1: assicurare il coordinamento delle politiche e un policy mix *coerente*

La *fiscal stance* appropriata per l'area dell'euro dovrebbe essere il risultato di un corretto equilibrio tra sostenibilità e stabilizzazione. Sulla base delle previsioni d'inverno, la Commissione europea è dell'idea che sia appropriato passare da una *fiscal stance*

espansiva nel 2020-22 a una neutrale nel 2023, restando comunque pronti a rispondere all'evolversi della situazione economica.

Principio 2: assicurare la sostenibilità del debito attraverso un aggiustamento di bilancio graduale e una crescita di elevata qualità

A politiche invariate, il debito pubblico della UE si dovrebbe stabilizzare nei prossimi dieci anni, ma potrebbe restare su un sentiero di crescita per molti paesi ad alto debito. Aggiustamenti di bilancio in un arco pluriennale in combinazione con investimenti e riforme per sostenere il potenziale di crescita sono necessari per controllare le dinamiche del debito. Sulla base delle previsioni d'inverno, la Commissione europea propone quindi di iniziare un aggiustamento di bilancio graduale per ridurre il debito pubblico dal 2023, mentre è preferibile evitare un consolidamento di bilancio troppo brusco per evitare un impatto eccessivamente negativo sulla crescita e quindi sulla sostenibilità stessa del debito.

Principio 3: favorire gli investimenti e promuovere la crescita sostenibile

Spostare le economie europee su un sentiero di maggiore crescita sostenibile e affrontare le sfide della doppia transizione, ecologica e digitale, dovrebbero essere obiettivi prioritari per tutti gli Stati membri. Il Dispositivo per la ripresa e la resilienza e il Piano finanziario pluriennale, ovvero il bilancio pluriennale della UE, sosterranno gli investimenti e le riforme nei prossimi anni. Tutti gli Stati membri dovrebbero evitare di ridurre gli investimenti pubblici e, ove necessario, espanderli. Secondo la Commissione europea, gli investimenti pubblici di alta qualità finanziati con risorse nazionali dovrebbero essere promossi e protetti nei programmi di bilancio di medio termine, visto che rafforzare un'economia resiliente, ovvero capace di rispondere rapidamente a *shock* inattesi esterni e affrontare le sfide della doppia transizione sono obiettivi di *policy* comuni per il 2023 e oltre.

Principio 4: promuovere strategie fiscali coerenti con un approccio di medio termine, considerando anche il Dispositivo per la ripresa e la resilienza

Gli aggiustamenti fiscali nei paesi ad alto debito dovrebbero essere graduali, non portare a una *fiscal stance* eccessivamente restrittiva, ed essere sostenuti da investimenti e riforme per rilanciare il potenziale di crescita, facilitando il conseguimento di traiettorie credibili di riduzione del debito. I programmi di stabilità e convergenza dovrebbero presentare strategie di bilancio di medio termine che assicurino una discesa graduale del debito pubblico a livelli prudenti e una crescita sostenibile attraverso un consolidamento di bilancio graduale, nonché la promozione di investimenti e riforme.

Principio 5: differenziare le strategie di bilancio tenendo presenti gli obiettivi aggregati dell'area dell'euro

Secondo la Commissione europea, le raccomandazioni di bilancio dovrebbero continuare a essere differenziate tra gli Stati membri e prendere in considerazione le possibili ricadute sugli altri paesi. A partire dal 2023, appare necessario iniziare un

aggiustamento di bilancio graduale nei paesi ad alto debito pubblico per stabilizzare e quindi ridurre il debito stesso in rapporto al PIL. I paesi membri con il debito relativamente basso in rapporto al PIL dovrebbero dare priorità agli investimenti per la doppia transizione. L'aggiustamento di bilancio a livello di singolo paese, ove necessario, dovrebbe essere condotto in modo da migliorare la composizione della spesa, proteggendo tutti gli investimenti.

In attesa dei dettagli del quadro programmatico che si renderanno disponibili in autunno, si possono formulare alcune prime considerazioni preliminari sulla corrispondenza della strategia di finanza pubblica contenuta nel DEF con i cinque principi della Comunicazione della Commissione europea.

In primo luogo, nello scenario programmatico del DEF il debito si riduce in media di 4 punti percentuali di PIL nel 2021 e 2022 e in media di 2 punti di PIL dal 2023 al 2025, portandosi dal 150,8 per cento del PIL nel 2021 al 141,4 per cento nell'ultimo anno di programmazione. Ciò appare in particolare coerente con la necessità dei paesi ad alto debito come l'Italia di cominciare un aggiustamento di bilancio graduale per ridurre il debito in rapporto al PIL.

Inoltre, nello scenario a politiche invariate del DEF è previsto un profilo di riduzione graduale ma duratura della spesa corrente in rapporto al PIL dal 49,5 per cento nel 2021 al 45,2 per cento nel 2025. Allo stesso tempo viene previsto un incremento degli investimenti pubblici dal 2,9 per cento del PIL nel 2021 al 3,7 per cento nel 2025. Questo scenario sarebbe coerente con la necessità di ridurre il debito pubblico in rapporto al PIL proteggendo al contempo gli investimenti così da promuovere la crescita e migliorare la composizione della spesa. Occorrerà verificare se tali scenari di finanza pubblica, che appaiono in linea con alcuni dei principi enunciati nella Comunicazione, verranno confermati nel quadro programmatico di finanza pubblica che andrà delineandosi in autunno.

2.2.2 La Relazione del Governo al Parlamento

Il Governo ha presentato, insieme al DEF 2022, una Relazione al Parlamento, ai sensi dell'articolo 6 della legge 243/2012, per richiedere l'autorizzazione ad aggiornare il piano di rientro verso l'obiettivo di medio termine (OMT), ovvero il pareggio di bilancio in termini strutturali previsto in Costituzione, rispetto a quanto precedentemente autorizzato.

Il profilo programmatico della NADEF 2021 e del DPB 2022 prevedeva un indebitamento netto al 5,6 per cento del PIL nel 2022, al 3,9 per cento nel 2023 e al 3,3 per cento nel 2024. Con la Relazione appena presentata, il Governo conferma gli obiettivi programmatici nominali di indebitamento netto dal 2022 al 2024 e fissa il disavanzo nominale al 2,8 per cento nel 2025. In termini strutturali, il disavanzo viene rivisto dal 5,4 del DPB 2022 al 5,9 per cento nel 2022, dal 4,4 al 4,5 per cento nel 2023, dal 3,8 al 4

per cento nel 2024 e fissato al 3,6 per cento nel 2025. Il rapporto tra debito e PIL dovrebbe attestarsi al 147 per cento del PIL nel 2022 per ridursi progressivamente al 145,2 per cento nel 2023, al 143,4 per cento nel 2024 e al 141,4 per cento nel 2025.

Il peggioramento del saldo strutturale è dovuto a una serie di fattori, in particolare a una spesa per interessi maggiore di quella stimata lo scorso autunno (3,5 per cento del PIL invece di 2,9 nel 2022) e a un ricorso maggiore a misure una tantum (0,7 punti di PIL invece di 0,3; esse migliorano il saldo nominale ma sono ininfluenti sul saldo strutturale) solo parzialmente compensate da un minore disavanzo primario aggiustato per il ciclo (da 2,2 per cento a 1,7 per cento; tab 2.2).

Finalità del provvedimento

Secondo il Governo, i presupposti per richiedere l'aggiornamento del piano di rientro risiedono nell'impennata dei contagi da COVID-19 causata dalla variante Omicron e nell'aumento del prezzo del gas naturale. Inoltre, a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, i prezzi dell'energia, degli alimentari, dei metalli e di altre materie prime sono cresciuti ulteriormente, portando l'inflazione al consumo al 6,7 per cento. La risalita dell'inflazione ha portato le banche centrali a un orientamento più restrittivo della politica monetaria e ciò ha causato un aumento dei tassi d'interesse sui titoli di Stato. A fronte di questi sviluppi, le prospettive di crescita sono più incerte e sono scese per quest'anno dal 4,7 per cento prospettato nella NADEF 2021 al 2,9 per cento, mentre per il 2023 sono scese dal 2,8 per cento al 2,3.

Con il provvedimento reso possibile a seguito dell'autorizzazione allo scostamento, il Governo intende adottare misure per ristorare le Amministrazioni centrali dello Stato

Tab. 2.2 – Indebitamento netto strutturale e le sue determinanti – Confronto tra DEF 2022 e DPB 2022
(in percentuale del PIL)

	2021			2022			2023			2024			2025
	DEF 2022	DPB 2022	Diff. DEF 2022 - DPB 2022	DEF 2022	DPB 2022	Diff. DEF 2022 - DPB 2022	DEF 2022	DPB 2022	Diff. DEF 2022 - DPB 2022	DEF 2022	DPB 2022	Diff. DEF 2022 - DPB 2022	DEF 2022
Indebitamento netto strutturale (=a-b-c) di cui:	-6,1	-7,6	1,5	-5,9	-5,4	-0,5	-4,5	-4,4	-0,1	-4,0	-3,8	-0,2	-3,6
Saldo primario al netto della componente ciclica (a)	*-2,2*	*-3,8*	*1,6*	*-1,7*	*-2,2*	*0,5*	*-1,1*	*-1,5*	*0,4*	*-0,9*	*-1,3*	*0,4*	*-0,5*
Misure una tantum *(b)*	*0,4*	*0,4*	*0,0*	*0,7*	*0,3*	*0,4*	*0,3*	*0,2*	*0,1*	*0,1*	*0,0*	*0,1*	*0,1*
Spesa per interessi (c)	*3,5*	*3,4*	*0,1*	*3,5*	*2,9*	*0,6*	*3,1*	*2,7*	*0,4*	*3,0*	*2,5*	*0,5*	*3,0*
p.m. Indebitamento netto nominale	*-7,2*	*-9,4*	*2,2*	*-5,6*	*-5,6*	*0,0*	*-3,9*	*-3,9*	*0,0*	*-3,3*	*-3,3*	*0,0*	*-2,8*

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2022 e del DPB 2022.

delle risorse utilizzate per precedenti interventi d'urgenza, disporre ulteriori interventi per contenere l'aumento dei prezzi dell'energia e dei carburanti, assicurare la necessaria liquidità alle imprese, rafforzare le politiche di accoglienza nei confronti dei profughi ucraini e adeguare i fondi destinati alla realizzazione di investimenti pubblici alla dinamica imprevista dei costi dell'energia e delle materie prime. Per l'attuazione di tali interventi, il Governo richiede quindi l'autorizzazione a un maggiore disavanzo che in termini di indebitamento netto del conto delle Amministrazioni pubbliche è pari a 10,5 miliardi nel 2022, 4,2 miliardi nel 2023, 3,2 nel 2024, 2,2 nel 2025, mentre dal 2026 l'autorizzazione all'indebitamento è per la sola spesa per interessi (tab. 2.3).

La richiesta di aggiustamento del piano di rientro verso l'OMT da parte del Governo è da ritenersi giustificata alla luce degli eventi eccezionali verificatisi da marzo 2020 che hanno avuto come conseguenza l'attivazione della clausola di salvaguardia generale da parte delle istituzioni della UE e la sua conferma per il 2022, così come ricordato nel paragrafo precedente.

2.3 Il quadro programmatico di finanza pubblica

Il quadro programmatico del DEF 2022 conferma gli obiettivi di disavanzo sul PIL fissati nella NADEF 2021 sino al 2024 mentre per il 2025 è stabilito un deficit inferiore al 3 per cento del prodotto, appena più elevato di quello tendenziale (tab. 2.4). Il disavanzo rimane quindi programmato al 5,6 per cento del PIL nel 2022, al 3,9 per cento nel 2023 e al 3,3 per cento nel 2024; viene poi fissato un obiettivo pari al 2,8 per cento del prodotto per il 2025.

Dato il più favorevole sentiero a legislazione vigente emerso dall'aggiornamento delle previsioni e considerato che gli obiettivi programmatici nominali rimangono identici, si aprono spazi per finanziare un nuovo intervento, da finalizzare nel mese di aprile secondo quanto riportato nel Documento.

Le misure espansive saranno quindi pari allo 0,5 per cento del PIL nell'anno in corso, allo 0,2 per cento nel 2023 e allo 0,1 per cento sia nel 2024 che nel 2025. In valore assoluto si tratta di 10,5 miliardi nel 2022, 4,2 miliardi nel 2023, 3,2 miliardi nel 2024 e 2,2 miliardi nel 2025, come indicato nella Relazione del 6 aprile scorso inviata al Parlamento al fine di richiedere l'autorizzazione a rivedere il percorso di avvicinamento all'OMT (par. 2.2.2).

Tab. 2.3 – Richiesta di autorizzazione all'indebitamento – Impatto sull'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche – 2022-2032
(milioni di euro)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Indebitamento netto delle AP	10.506	4.248	3.170	2.212	460	485	515	545	575	600	625

Fonte: Relazione del Governo al Parlamento del 6 aprile 2022.

Tab. 2.4 – Previsioni e obiettivi di disavanzo nel DEF 2022 (1)
(in percentuale del PIL; segno + = miglioramento del saldo)

	2022	2023	2024	2025
Indebitamento netto tendenziale (a)	**-5,1**	**-3,7**	**-3,2**	**-2,7**
Decreto legge atteso entro aprile (b)	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1
Indebitamento netto programmatico (c=a+b)	**-5,6**	**-3,9**	**-3,3**	**-2,8**

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2022.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti delle cifre decimali.

Nel DEF viene espressamente indicato che il decreto legge in preparazione destinerà le risorse a disposizione a: i) ripristinare i fondi di bilancio temporaneamente de-finanziati per esigenze di copertura del DL 17/2022; ii) incrementare i fondi relativi alle garanzie sul credito iii) aumentare le risorse necessarie a coprire l'incremento dei prezzi delle opere pubbliche iv) contenere i prezzi dei carburanti e il costo dell'energia; v) assistere i profughi ucraini e alleviare l'impatto economico sulle aziende italiane; vi) continuare a sostenere la risposta del sistema sanitario alla pandemia e i settori maggiormente colpiti dall'emergenza pandemica.

Per fronteggiare gli aumenti dei prezzi dei materiali da costruzione per le opere pubbliche sono stati già stanziati 100 milioni per il 2021 (nel DL 73/2021) e 610 milioni per il 2022 (tramite la legge di bilancio per il 2022 e i decreti legge 4/2022, 17/2022 e 21/2022).

Per far fronte all'incremento del costo dei carburanti, dell'energia e del gas sono stati stanziati: per il 2021, 5,2 miliardi, di cui 0,8 a favore delle famiglie, 0,5 a favore delle imprese e 3,9 a favore di famiglie e imprese (tramite i decreti 41/2021, 73/2021, 99/2021 e 130/2021); per il 2022, 14,5 miliardi, di cui 5,9 a favore delle famiglie, 1,3 a favore delle imprese e 7,3 a favore di famiglie e imprese (tramite la legge di bilancio per il 2022 e i decreti legge 4/2022, 17/2022 e 21/2022).

Nel DEF inoltre si specifica che, per disporre il rifinanziamento delle cosiddette politiche invariate – attualmente non incorporato nelle proiezioni tendenziali –, verrà operata una revisione della spesa corrente volta a individuare adeguati risparmi, crescenti nel tempo. Le politiche invariate riguardano una serie di spese, dal finanziamento di futuri rinnovi contrattuali nelle Amministrazioni pubbliche al rifinanziamento di missioni internazionali, che, secondo le indicazioni preliminari del DEF, potrebbero richiedere 4,6 miliardi (0,2 per cento del PIL) nel 2023, 5,2 miliardi nel 2024 (0,3 per cento del PIL) e 5,5 miliardi nel 2025 (0,3 per cento del PIL)[6].

In particolare, è previsto che le Amministrazioni centrali dello Stato concorreranno al finanziamento di tali esigenze e dei nuovi interventi che il Governo deciderà di adottare con la manovra di fine anno, attraverso risparmi di spesa crescenti e pari a 0,8 miliardi

[6] Si veda pag. 26, Sezione II del DEF. I valori riportati nel testo includono gli oneri riflessi (maggiori entrate tributarie e contributive) dovuti all'aumento della spesa per redditi da lavoro dipendente. Il DEF sottolinea, peraltro, che "l'indicazione delle risorse aggiuntive a politiche invariate ha carattere puramente indicativo e prescinde da qualsiasi considerazione di politica economica. L'individuazione degli interventi che il Governo riterrà opportuno attuare, sia nella dimensione sia nei settori economico-sociali ritenuti meritevoli di attenzione dovrà, infatti, essere oggetto di una specifica valutazione anche ai fini della verifica rispetto agli obiettivi programmatici di finanza pubblica".

nel 2023, 1,2 miliardi nel 2024 e 1,5 miliardi nel 2025, secondo una ripartizione tra Ministeri che sarà individuata con un DPCM entro il prossimo 31 maggio.

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL si è attestato nel 2021 al 150,8 per cento, riducendosi rispetto al 155,3 dell'anno precedente. Nei programmi del Governo il rapporto dovrebbe continuare a calare negli anni successivi, dal 147 per cento del 2022 al 141,4 per cento nel 2025 (par. 2.4).

Sulla base delle informazioni contenute nel DEF è possibile formulare alcune osservazioni di carattere generale.

Lo scenario programmatico di finanza pubblica presentato nel DEF disegna una strategia di pragmatica prudenza in un contesto di elevata incertezza macroeconomica e internazionale. In particolare, l'impostazione del DEF è orientata a una scelta – condivisibile – di continuità di programmazione. Sono stati ribaditi il rientro del deficit sotto al 3 per cento del PIL nel 2025 e la riduzione graduale del rapporto tra il debito pubblico e il PIL, con l'obiettivo di riportarlo – alla fine del decennio – al livello pre-crisi pandemica (il 134,1 per cento registrato nel 2019). Dato l'obiettivo del debito in rapporto al PIL a fine decennio (134,1 per cento) e quello posto dal Governo per il 2025 (141,4 per cento), dovrebbero realizzarsi riduzioni di tale rapporto per gli anni successivi, in media, pari a circa 1,5 punti percentuali di PIL all'anno, leggermente inferiori alle diminuzioni programmate per il triennio 2023-25.

Data la stabilità dei saldi nominali rispetto alla programmazione precedente, l'orientamento espansivo della strategia di finanza pubblica è quindi principalmente affidato all'attuazione del PNRR. Il quadro programmatico di finanza pubblica sconta la piena realizzazione degli interventi del PNRR e del fondo di investimenti complementare, che ha come conseguenza in particolare tassi di crescita degli investimenti pubblici molto consistenti già negli andamenti tendenziali, specie negli anni 2022 e 2023 quando, dopo l'aumento del 19,5 per cento registrato nel 2021, sono previsti incrementi rispettivamente del 14,4 e del 21,1 per cento.

È importante che la tempistica prevista dal PNRR sia rispettata pienamente. Fondamentale dovrà essere l'impegno a rispettare il processo integrato di attuazione della spesa, da un lato, e di conseguimento degli obiettivi quantitativi (oltre che dei traguardi qualitativi), dall'altro, sia per il sostegno alla crescita sia per la regolare riscossione delle rate dei fondi europei. Il legame tra obiettivi e traguardi e implementazione della spesa, debole inizialmente, diventerà infatti ben più stretto nel percorso di avanzamento del Piano.

Al riguardo, è da sottolineare come – oltre alle difficoltà organizzative e amministrative degli enti attuatori messe in evidenza anche nelle analisi dell'UPB[7] – pesino sulla tempestiva esecuzione di molti progetti anche la carenza di materiali per la costruzione e i connessi aumenti dei prezzi. Risulta quindi necessario che prosegua l'attività di monitoraggio su questa problematica da parte del Governo che, dopo essere già intervenuto ripetutamente a partire dalla metà dello scorso anno, sta per disporre provvedimenti aggiuntivi nel decreto legge atteso entro aprile.

È evidente, infine, che i rischi sull'evoluzione dell'attività economica soprattutto di matrice internazionale dovuti al conflitto russo-ucraino – orientati al ribasso come argomentato nel paragrafo 1.5 – costituiscono un aspetto cruciale per gli andamenti di finanza pubblica. Ciò è vero anche per le condizioni finanziare che potrebbero evolversi verso scenari meno favorevoli rispetto a quanto già previsto nel DEF, con nuovi aumenti dei tassi di interesse – anche connessi con una dinamica dei prezzi orientata al rialzo – che possono comportare aggravi della spesa per interessi (par. 2.3.1).

In una situazione caratterizzata da straordinari elementi di incertezza, il Governo si impegna a intervenire rapidamente a sostegno delle famiglie e delle imprese con una manovra, più robusta di quella sinora ipotizzata, qualora lo scenario dovesse deteriorarsi ulteriormente.

Le possibilità e le modalità di intervento che saranno individuate nel corso dell'anno e per la prossima legge di bilancio sono comunque da inserire nel più ampio contesto europeo di orientamento delle politiche economiche, incluse quelle energetiche. In particolare, le scelte dipenderanno dall'evoluzione della situazione, dalla posizione che la Commissione europea deciderà di assumere circa la clausola di salvaguardia generale del PSC e dalla riforma delle regole di bilancio, nonché dalla possibilità che alcune spese per beni pubblici vengano finanziate a livello UE invece che nazionale.

È certo che la credibilità della traiettoria di riduzione del debito appare connessa alla continuazione di una gestione del bilancio attenta alla sostenibilità della finanza pubblica.

Nella Comunicazione sugli orientamenti di politica di bilancio per il 2023, la Commissione europea ha evidenziato che i programmi di stabilità saranno valutati con particolare attenzione alle tendenze di fondo della spesa primaria corrente finanziata con risorse nazionali e alla composizione qualitativa della spesa, prevedendo specifici indicatori (si veda il paragrafo 2.2.1).

[7] Si vedano per esempio: UPB (2021), "Audizione del Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito delle audizioni preliminari all'esame del Documento di economia e finanza 2021", 21 aprile; UPB (2021), "Audizione dell'Ufficio parlamentare di bilancio sull'attuazione e sulle prospettive del federalismo fiscale, anche con riferimento ai relativi contenuti del Piano nazionale di ripresa e resilienza", 20 ottobre.

In tale prospettiva, è da considerare l'importanza del rafforzamento del processo di revisione e valutazione della spesa, rientrante peraltro tra le riforme abilitanti del PNRR, nella consapevolezza dell'impegno necessario per conseguire gli obiettivi di moderazione della spesa corrente e, in ultima analisi, di sostenibilità del debito.

2.3.1 Sensitività della spesa per interessi ai tassi di interesse e al tasso di inflazione

In questo paragrafo si mostrano i risultati di alcuni esercizi di sensitività della spesa per interessi sui titoli di Stato rispetto allo scenario di base dei tassi di interesse e del tasso d'inflazione italiano ed europeo.

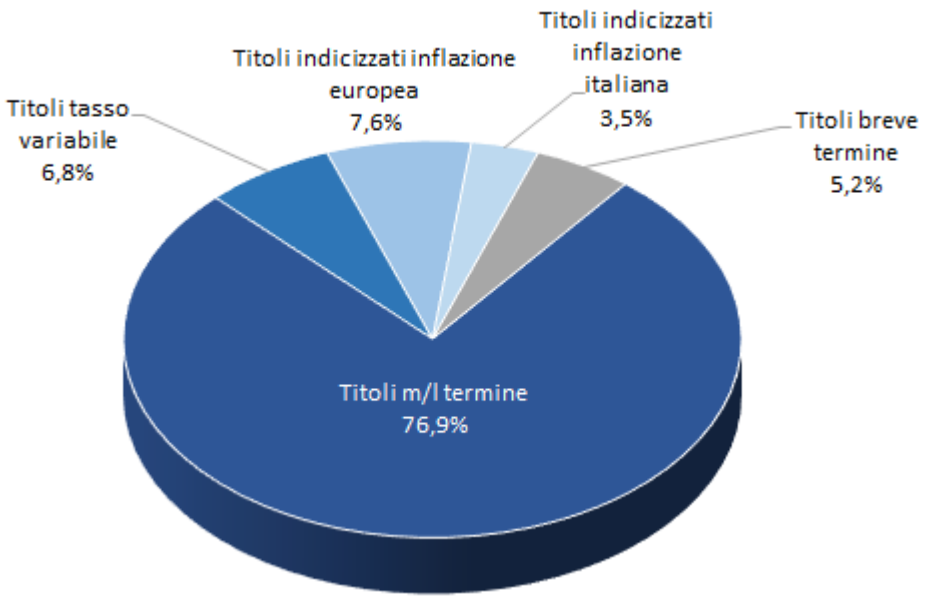
Le previsioni di base sulla spesa per interessi sono formulate utilizzando le ipotesi programmatiche del fabbisogno contenute nel DEF per il periodo 2022-25. Inoltre, per ciascun anno di simulazione viene ipotizzata una curva dei rendimenti coerente con le attese di mercato così come incorporate nei tassi *forward* rilevati al momento della predisposizione delle previsioni.

Utilizzando il modello di previsione della spesa per interessi dell'UPB è possibile valutare l'impatto sull'indebitamento netto di uno *shock* temporaneo e/o permanente sui tassi di interesse e sull'inflazione.

Gli effetti dello *shock* sono valutati attraverso l'analisi della differenza tra i risultati della simulazione e lo scenario base. Per le simulazioni si considera la parte di debito rappresentata da titoli di Stato domestici (che sono pari a circa l'84 per cento del debito totale delle Amministrazioni pubbliche). Sono quindi escluse, per esempio, le passività delle Amministrazioni pubbliche locali. Alla fine del 2021, i titoli a medio/lungo termine a tasso fisso rappresentavano circa il 77 per cento del totale dello stock di titoli di Stato, i titoli indicizzati all'inflazione circa l'11 per cento del totale (di cui 7,6 per cento indicizzati all'inflazione europea e il 3,5 per cento a quella italiana), i titoli a tasso variabile circa il 7 per cento e infine i titoli a breve termine il 5 per cento (fig. 2.1).

Nel primo esercizio illustrato in questo paragrafo viene stimato l'impatto sulle proiezioni della spesa per interessi di un incremento permanente di 100 punti base sulla curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani a partire dal 2023. I risultati mostrano che in questo scenario si registrerebbe un incremento del livello degli interessi passivi rispetto allo scenario base di circa 2,5 miliardi nel 2023, 6,7 miliardi nel 2024 e 10,1 miliardi nel 2025 (tab. 2.5).

Fig. 2.1 – Composizione dei titoli di Stato domestici al 31/12/2021



Tab. 2.5 – Variazione della spesa per interessi in seguito a un incremento di 100 punti base della curva dei tassi a partire dal 2023

(milioni)

	2023	2024	2025
Shock permanente +100 punti base ai tassi d'interesse	2.489	6.734	10.100

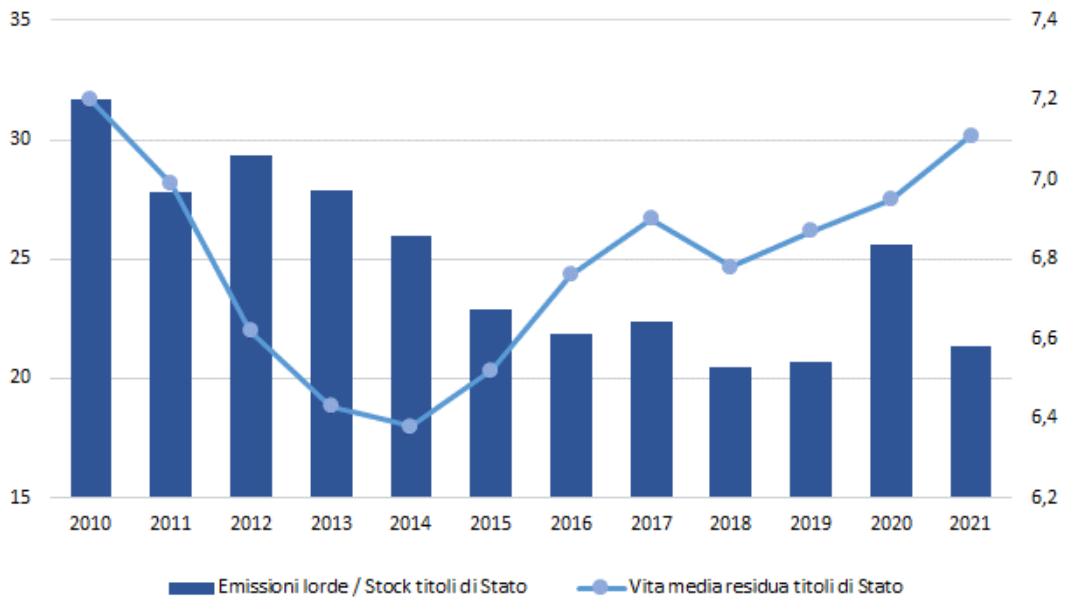
In rapporto al PIL, l'aumento della spesa per interessi sarebbe pari allo 0,13 per cento nel primo anno (2023), 0,33 per cento nel secondo anno e 0,48 per cento nel terzo anno (tab. 2.6, prima riga). Quindi, l'impatto sulla spesa per interessi di uno *shock* inatteso e permanente sulla curva dei rendimenti si distribuisce gradualmente nel tempo. Tale risultato è dovuto alla vita media residua dei titoli di Stato relativamente elevata (pari a 7,11 anni a fine 2021), e che risulta in costante aumento nell'ultimo triennio (fig. 2.2).

Se si osservano nel tempo le stime della sensitività della spesa per interessi ai rendimenti, si evidenzia una riduzione rispetto ai valori contenuti nel DEF 2021 (tab. 2.6, terza riga). Il motivo di tale differenza è dovuto al fatto che nel primo anno di simulazione del DEF 2021 (ovvero il 2021) era previsto un livello molto elevato di fabbisogno da finanziare (pari a circa 223 miliardi), che spiega l'aumento della sensitività rispetto alle stime pubblicate nei precedenti documenti. Per lo stesso motivo, l'attuale stima della sensitività appare superiore a quella registrata nel periodo pre-COVID (tab. 2.6, ultime quattro righe).

Tab. 2.6 – Variazione della spesa per interessi in seguito a un incremento di 100 punti base della curva dei tassi
(in percentuale del PIL)

	I° anno	II° anno	III° anno
UPB 04/2022 (I° anno=2023)	0,13	0,33	0,48
DEF 2022 (I° anno=2022)	0,13	0,31	0,45
DEF 2021 (I° anno=2021)	0,17	0,39	0,55
DEF 2019 (I° anno=2019)	0,12	0,27	0,39
DEF 2018 (I° anno=2018)	0,11	0,25	0,36
UPB 10/2017 (I° anno=2018)	0,10	0,26	0,37
DEF 2017 (I° anno=2017)	0,13	0,28	0,40

Fig. 2.2 – Andamento del rapporto tra emissioni lorde e *stock* nominale di titoli domestici e vita media residua dei titoli di Stato
(percentuali a sinistra, anni a destra)



Nel secondo esercizio di questo paragrafo, viene simulato un incremento temporaneo di un punto percentuale del tasso d'inflazione italiano ed europeo nel 2023 rispetto allo scenario di base (costituito dalle previsioni della spesa per interessi corrispondenti alle ipotesi programmatiche del DEF 2022); in questo caso la spesa per interessi aumenterebbe di circa 1,8 miliardi nello stesso anno (tab. 2.7, prima riga), ovvero 0,09 per cento di PIL (tab. 2.8, prima riga).

Tab. 2.7 – Variazione della spesa per interessi in seguito a un incremento temporaneo del tasso di inflazione nel 2023
(milioni)

	2023	2024	2025
Shock temporaneo +1% al tasso d'inflazione italiano ed europeo	1.830	16	15
Shock temporaneo +1% al tasso d'inflazione italiano ed europeo e *shock* differenziato decrescente ai tassi d'interesse (pari in media a +50 punti base)	3.338	2.019	1.389

Tab. 2.8 – Variazione della spesa per interessi in seguito a un incremento temporaneo del tasso di inflazione nel 2023
(in percentuale del PIL)

	2023	2024	2025
Shock temporaneo +1% al tasso d'inflazione italiano ed europeo	0,09	0,00	0,00
Shock temporaneo +1% al tasso d'inflazione italiano ed europeo e *shock* differenziato decrescente ai tassi d'interesse (pari in media a +50 punti base)	0,17	0,10	0,07

Si può inoltre ipotizzare che lo *shock* sul tasso d'inflazione si trasmetta, almeno parzialmente, sui tassi di interesse. Si ipotizza quindi che l'aumento di un punto percentuale del tasso di inflazione abbia un impatto dello stesso ammontare sul tasso di interesse a tre mesi mentre per le scadenze successive si ipotizza un impatto via via decrescente sulla curva fino ad annullarsi per il tasso di interesse a 30 anni. Come conseguenza di tale ipotesi, l'aumento dei tassi di interessi dell'intera curva è in media uguale a 50 punti base. In questo scenario, si osserverebbe un aumento della spesa per interessi di circa 3,3 miliardi nel 2023, 2 miliardi nel 2024 e 1,4 nel 2025 (tab. 2.7, seconda riga). In rapporto al PIL, gli interessi aumenterebbero di 0,17 punti percentuali nel primo anno, 0,10 nel secondo anno e 0,07 nel terzo anno (tab. 2.8, seconda riga).

2.4 L'evoluzione programmatica del debito

Nel 2021 il rapporto tra il debito pubblico e il PIL si è ridotto di 4,4 punti percentuali rispetto al 2020, attestandosi al 150,8 per cento (tab. 2.9). Tale valore, è risultato inferiore rispetto alla stima del 153,5 per cento pubblicata nella NADEF 2021, grazie soprattutto a un deficit delle Amministrazioni pubbliche più contenuto registrato a consuntivo.

Tab. 2.9 – Determinanti della variazione del rapporto tra il debito e il PIL (1)
(in percentuale del PIL e tassi di variazione)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Rapporto debito/PIL	155,3	150,8	147,0	145,2	143,4	141,4
Variazione rapporto debito/PIL	21,1	-4,4	-3,8	-1,9	-1,8	-2,0
Avanzo primario (2) (competenza economica)	**6,1**	**3,7**	**2,1**	**0,8**	**0,3**	**-0,2**
Effetto *snow-ball* (3), di cui:	**14,8**	**-6,8**	**-5,4**	**-3,4**	**-2,2**	**-1,6**
Spesa per interessi/PIL nominale	*3,5*	*3,5*	*3,5*	*3,1*	*3,0*	*3,0*
Contributo crescita PIL nominale	*11,3*	*-10,4*	*-8,9*	*-6,5*	*-5,2*	*-4,6*
p.m.: Costo medio del debito	*2,4*	*2,4*	*2,5*	*2,2*	*2,1*	*2,2*
p.m.: Indebitamento netto	*-9,6*	*-7,2*	*-5,6*	*-3,9*	*-3,3*	*-2,8*
Aggiustamento *stock*-flussi, di cui:	**0,2**	**-1,3**	**-0,5**	**0,7**	**0,1**	**-0,2**
Differenza cassa-competenza		*-1,1*	*-1,4*	*0,0*	*-0,3*	*-0,5*
Accumulazione netta di asset *finanziari, di cui:*		*0,0*	*1,0*	*0,6*	*0,5*	*0,4*
Introiti da privatizzazioni		*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Effetti di valutazione del debito		*-0,5*	*0,2*	*0,2*	*0,1*	*0,1*
Altro		*0,3*	*-0,2*	*-0,1*	*-0,2*	*-0,2*

Fonte: elaborazioni su dati DEF 2022.
(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 $(d_{t-1}/PIL_{t-1})x(-g_t/(1+g_t))$, 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.

In termini nominali, l'incremento dello *stock* di debito pari a 105,2 miliardi rispetto al 2020, da 2.573 a 2.678 miliardi, è il risultato sia di un fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche pari a circa 92,4 miliardi, che dell'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro per circa 5 miliardi; gli scarti e i premi all'emissione e al rimborso, la rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e la variazione del cambio hanno complessivamente accresciuto il debito per 7,8 miliardi[8]. Si evidenzia che il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche sottostante il debito è risultato inferiore di circa 14 miliardi rispetto al fabbisogno del Settore statale, un importo particolarmente rilevante in confronto a quelli registrati nei precedenti anni e che, pertanto, richiederebbe una chiara esplicitazione delle cause.

Alla fine dello scorso anno, la vita media del debito si è allungata a 7,6 anni, proseguendo la risalita dal valore di 7,2 a fine 2018 (fig. 2.3). Come noto, un aumento di tale indicatore segnala una mitigazione del rischio di rifinanziamento e una minore esposizione dell'emittente a rapidi incrementi dei tassi di interesse.

Nel 2021, il costo medio ponderato delle nuove emissioni è sceso ulteriormente dallo 0,59 per cento del 2020 allo 0,10 per cento (fig. 2.4). La spesa per interessi in valore assoluto registra un aumento del 9,7 per cento (+5,5 miliardi), arrestando la continua discesa dal 2013 fino al 2020. L'incidenza sul PIL degli interessi passivi è pari al 3,54 per cento nel 2021, lievemente più alta rispetto al 3,46 per cento dell'anno precedente.

[8] Si veda Banca d'Italia (2022), "Bollettino economico", n. 2, aprile.

Fig. 2.3 – Vita media residua del debito

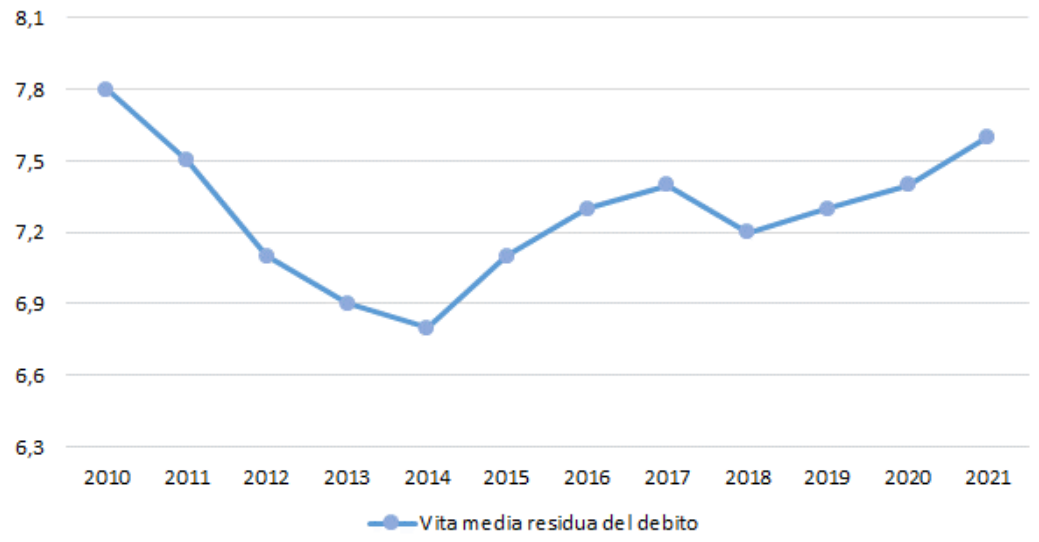
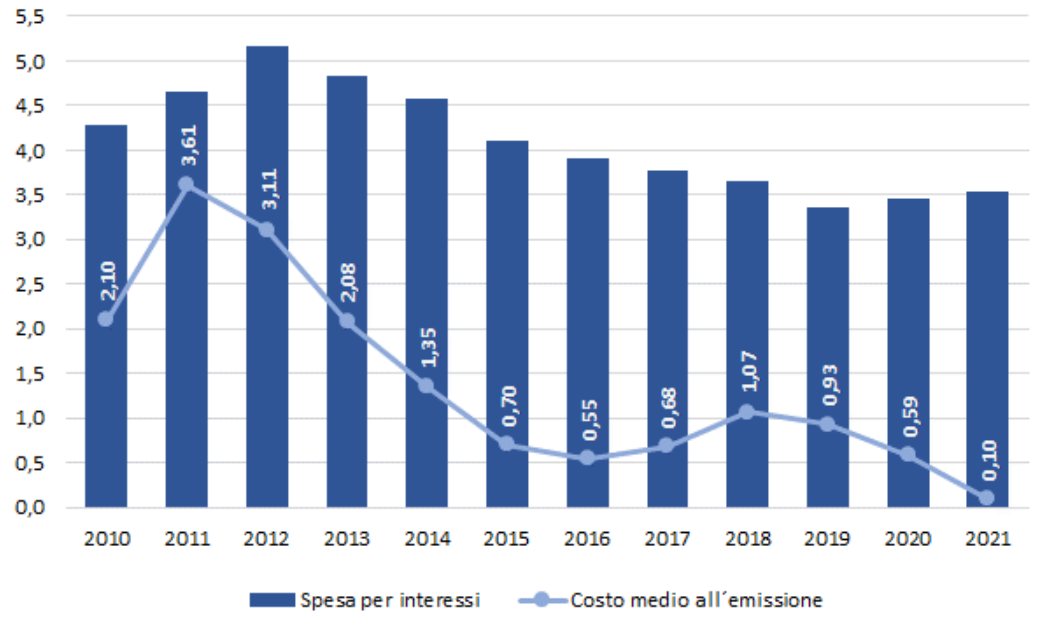


Fig. 2.4 – Spesa per interessi in percentuale del PIL e costo medio ponderato all'emissione



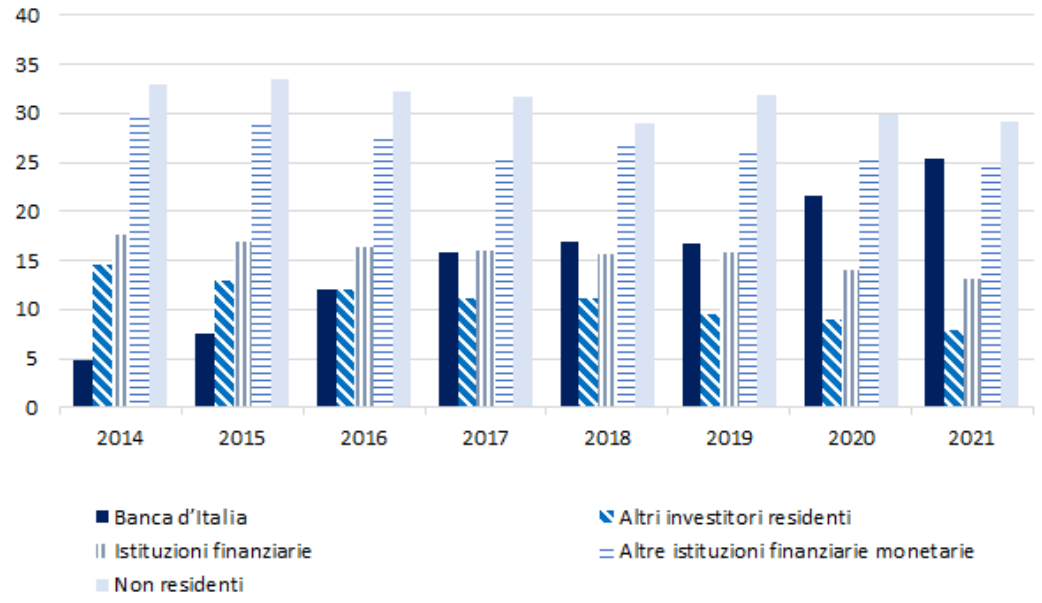
Per quanto riguarda la composizione per detentori del debito (fig. 2.5), a seguito dei programmi di acquisto da parte dell'Eurosistema dei titoli di Stato nel mercato secondario dal 2015 si osserva un notevole incremento della quota detenuta da Banca d'Italia, che passa dal 4,8 per cento nel 2014 al 25,3 a fine 2021. Nello stesso periodo, si rileva un decremento della quota per il resto degli altri investitori: in particolare, la

riduzione più marcata (6,7 punti percentuali) riguarda il settore degli altri investitori residenti (principalmente famiglie e imprese) – che a fine 2021 detengono il 7,9 per cento del debito – seguita dal settore delle altre istituzioni finanziarie monetarie (principalmente banche, 5,4 punti percentuali) e dalle istituzioni finanziarie (principalmente fondi comuni di investimento, 4,5 punti percentuali), che a fine 2021 detengono il 24,6 per cento e il 13,1 del debito pubblico rispettivamente. Infine, anche per il settore dei non residenti si rileva un leggero decremento della loro quota di debito dal 2014 (3,9 punti percentuali); la quota si attesta quindi al 29,1 per cento a fine 2021[9].

Secondo lo scenario programmatico del DEF nell'anno in corso il rapporto del debito sul PIL dovrebbe proseguire la discesa al 147 per cento di PIL, in riduzione di 3,8 punti percentuali rispetto al 2021. Negli anni successivi, è attesa una flessione meno marcata del rapporto, che passerebbe al 145,2 per cento nel 2023, al 143,4 per cento nel 2024 e al 141,4 per cento nel 2025. Pertanto, nell'orizzonte di previsione del DEF, la riduzione attesa è pari a 9,4 punti percentuali di PIL (tab. 2.9).

Il quadro programmatico del DEF peggiora di 0,2 punti percentuali il valore stimato a fine periodo per il debito nello scenario tendenziale, pari al 141,2 per cento del PIL.

Fig. 2.5 – Debito lordo: settori detentori
(in percentuale)



[9] Più in dettaglio, le "Altre istituzioni finanziarie monetarie" sono le banche e le altre istituzioni finanziarie monetarie residenti; le "istituzioni finanziarie" sono gli intermediari finanziari (SIM, SICAV e fondi comuni), gli ausiliari finanziari, le imprese di assicurazione e i fondi pensione. L'aggregato "Altri investitori residenti" include le famiglie e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, le società non finanziarie. L'aggregato dei "Non residenti" include tra l'altro i titoli acquisiti dall'Eurosistema, con l'eccezione di quelli detenuti da Banca d'Italia, nell'ambito dei programmi di acquisto di titoli di Stato nel mercato secondario.

Scomponendo la dinamica del rapporto tra debito e PIL nelle sue diverse determinanti, si evidenzia un impatto sfavorevole dell'avanzo primario nel quadriennio, che incide complessivamente per 3 punti percentuali di PIL. La componente dello *snow-ball,* legata al differenziale tra la spesa per interessi e il contributo del PIL nominale, determinerebbe una riduzione del debito in rapporto al PIL lungo tutto l'arco di previsione per circa 12,7 punti percentuali (25,3 punti percentuali dovuti alla ripresa del PIL nominale parzialmente compensati da 12,6 punti percentuali relativi alla spesa per interessi)[10]. Il costo medio del debito è atteso in aumento dal 2,4 per cento del 2021 al 2,5 per cento nel 2022, causato in larga parte dalla rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione, in riduzione fino al 2,1 per cento nel successivo biennio e in risalita al 2,2 per cento nell'ultimo anno di previsione. Infine, l'aggiustamento *stock*-flussi, comprensivo anche dell'impatto delle operazioni del cosiddetto "Patrimonio destinato", contribuirebbe sfavorevolmente nel quadriennio per complessivi 0,3 punti percentuali di PIL[11].

Nell'orizzonte di previsione del DEF è prevista una riduzione graduale delle giacenze liquide del Tesoro, da 47,5 miliardi registrati a fine 2021 a circa 35 miliardi nel 2025, per riportare il saldo del conto intorno al livello registrato a fine 2019, ovvero prima dell'inizio della crisi pandemica.

2.4.1 L'impatto del programma di acquisti dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani

Nel 2021 gli acquisti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema sul mercato secondario sono continuati a un ritmo sostenuto, sebbene ridotto rispetto al 2020. Se si sommano i vari interventi, l'Eurosistema ha acquistato circa 1.080 miliardi di controvalore di titoli pubblici e privati per tutta l'area dell'euro: in particolare, 240 miliardi nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* (APP) e 840 miliardi nell'ambito del *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). A questi, si aggiungono gli acquisti derivanti dal reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza dei programmi APP e PEPP nel portafoglio dell'Eurosistema. Per quanto riguarda i titoli di Stato italiani, sono stati acquistati complessivamente circa 150 miliardi di titoli nel mercato secondario, di cui 18 miliardi sotto il programma APP e 132 miliardi stimati sotto il PEPP.

Nel primo trimestre del 2022, il totale degli acquisti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema per tutta l'area dell'euro è stato pari a circa 182 miliardi, di cui 61 miliardi nell'ambito dell'APP e 121 miliardi per il PEPP.

---

[10] Lo scenario dei tassi d'interesse sottostante la stima della spesa per interessi incorpora un rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato, derivante dalle decisioni di politica monetaria della BCE in risposta alle forti pressioni inflazionistiche e alla maggiore volatilità dei mercati finanziari dovuta al conflitto in Ucraina.

[11] La stima del 2022 include il riacquisto di SACE per circa 4,3 miliardi; l'operazione è stata effettuata il 21 marzo 2022.

Mentre il PEPP si è concluso alla fine di marzo 2022, l'APP è previsto continuare fino a giugno 2022, con acquisti netti stimati pari a 40 miliardi ad aprile, 30 a maggio e 20 a giugno. Per il 2022, quindi, si stima che il totale degli acquisti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema per tutta l'area dell'euro sia pari a circa 272 miliardi, di cui 151 miliardi nell'ambito dell'APP e 121 miliardi per il PEPP.

Nella riunione del 10 marzo 2022 il Consiglio direttivo della BCE ha confermato la conclusione degli acquisti nell'ambito del PEPP a fine marzo e la prosecuzione degli acquisti netti nell'ambito dell'APP, rivedendone il profilo per i prossimi mesi: sono stati confermati 40 miliardi mensili ad aprile, ridotti a 30 miliardi a maggio e a 20 miliardi a giugno. Inoltre, il Consiglio direttivo prevede di terminare gli acquisti sotto l'APP nel terzo trimestre dell'anno, qualora saranno confermate le aspettative di un'inflazione sostenuta nel medio termine. Qualora, invece, le previsioni d'inflazione risultassero non coerenti con l'obiettivo del 2 per cento della BCE il Consiglio è pronto a rivedere la durata e l'importo degli acquisti netti sotto l'APP.

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 2022 e nello specifico valutare l'ammontare dei flussi netti di titoli restanti che dovranno essere assorbiti dagli investitori privati.

Per il 2022 le emissioni lorde dei titoli di Stato sono stimate in 449 miliardi, un ammontare inferiore rispetto a quello del 2021. Tale stima deriva da una previsione di copertura del fabbisogno del Settore statale pari a 90 miliardi, dell'ammontare dei titoli in scadenza stimato in 386 miliardi, al netto dei prestiti del RRF per circa 23 miliardi, e della variazione del conto disponibilità del Tesoro per circa 4 miliardi.

Per quanto riguarda gli acquisti dell'Eurosistema, oltre ai dati di consuntivo del primo trimestre 2022, si ipotizza – sulla base dei dati pubblicati a consuntivo relativi agli acquisti effettuati dall'inizio dell'emergenza da COVID-19 – che per gli acquisti dell'APP nel secondo trimestre del 2022 in media l'80 per cento sia destinato ai titoli pubblici emessi dai paesi dell'area dell'euro e che gli acquisti di titoli di Stato italiani siano condotti seguendo la *capital key* italiana (la quota dell'Italia sul capitale della BCE), che è 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 sulla base di alcune ipotesi elaborate a partire dalle informazioni pubblicate riguardanti lo *stock* e la vita media dei titoli in portafoglio.

Con queste ipotesi, per il 2022 gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario sono stimati in circa 97 miliardi (di cui 52 miliardi di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza), ovvero il 22 per

cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario (tab. 2.10). Rispetto all'anno precedente, la stima degli acquisti lordi dell'Eurosistema risulterebbe dunque dimezzata.

In questo scenario, le emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario ammonterebbero a 352 miliardi, un ammontare superiore di circa 73 miliardi rispetto a quello del 2021.

La stima delle emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario tornerebbe a essere positiva per 21 miliardi, mentre nel 2021 tale stima era risultata negativa per 51 miliardi (tab. 2.11).

Nel calcolo si considera anche il mancato reinvestimento da parte dell'Eurosistema dei titoli in scadenza nell'ambito del *Securities Markets Programme* (SMP), vale a dire il primo programma di intervento nell'ambito del mercato dei titoli di Stato per preservare la stabilità finanziaria dell'area dell'euro.

Tab. 2.10 – Emissioni lorde di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema

	2020	2021	2022
Fabbisogno del settore statale (a)	159	106	90
Rimborsi titoli di Stato (b)	376	387	386
Variazione conto disponibilità del Tesoro (c)	10	5	-4
Prestiti UE: *SURE* (d)	17	11	0
Prestiti UE: RRF (e)	0	16	23
Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario (f)=(a)+(b)+(c)-(d)-(e)	**528**	**471**	**449**
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (g)	175	151	45
Reinvestimento scadenze nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (h)	34	42	52
Acquisti lordi titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (i)=(g)+(h)	**209**	**193**	**97**
Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario al netto dei programmi APP e PEPP (l)=(f)-(i)	**320**	**279**	**352**

Fonte: elaborazioni su dati DEF 2022, BCE, Banca d'Italia e MEF.

Tab. 2.11 – Emissioni nette di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema

	2020	2021	2022
Fabbisogno del settore statale (a)	159	106	90
Variazione conto disponibilità del Tesoro (b)	10	5	-4
Prestiti UE: *SURE* (c)	17	11	0
Prestiti UE: RRF (d)	0	16	23
Emissioni nette titoli di Stato (e)=(a)+(b)-(c)-(d)	**152**	**84**	**64**
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (f)	175	151	45
Scadenze titoli di Stato del SMP (g)	-9	-15	-3
Acquisti netti titoli di Stato nel mercato secondario (h)=(f)+(g)	**166**	**135**	**42**
Emissioni nette titoli di Stato al netto acquisti dei programmi APP e PEPP e scadenze SMP (i)=(e)-(h)	**-14**	**-51**	**21**

Fonte: elaborazioni su dati DEF 2022, BCE, Banca d'Italia e MEF.

Si noti infine che la quota di debito detenuta dalla Banca d'Italia salirebbe ulteriormente dal 25,3 per cento del 2021 a circa il 26 per cento nel 2022.

Per stimare lo *stock* di debito detenuto dalla Banca d'Italia nel 2022, si sommano gli acquisti netti di titoli di Stato nel mercato secondario stimati per tale anno (tab. 2.11) allo *stock* di debito detenuto dalla Banca d'Italia a fine 2021. Si utilizza inoltre l'ipotesi semplificatrice che tutti gli acquisti di titoli di Stato nel 2022 da parte dell'Eurosistema siano effettuati dalla Banca d'Italia.

2.4.2 La 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 nel DEF rispetto a ipotesi alternative sul tasso di inflazione e di crescita reale.

Lo scenario di partenza dell'analisi ("scenario DEF") è rappresentato dall'evoluzione programmatica del rapporto tra il debito e il PIL delineata dal DEF per il periodo 2022-25. Lo scenario alternativo ("scenario UPB") è invece basato sulle previsioni di crescita del PIL reale e del deflatore del PIL elaborate dall'UPB per il medesimo periodo.

Nello scenario UPB, il rapporto tra saldo primario e PIL viene calcolato sulla base di una elasticità rispetto al differenziale di crescita reale tra lo scenario UPB e lo scenario DEF pari a 0,544, in linea con le stime aggiornate dalla Commissione europea nel 2019[12]. Al differenziale di inflazione tra i due scenari viene applicata un'elasticità del saldo primario pari a 0,15[13]. Viene inoltre ipotizzato che il differenziale della crescita dei prezzi si trasli parzialmente sui tassi di interesse fissi nominali e si tiene conto dell'impatto di tale differenziale sulla spesa per interessi relativa ai titoli indicizzati all'inflazione[14].

Il quadro macroeconomico dell'UPB prevede tassi di crescita reali leggermente più contenuti rispetto allo scenario del DEF (con differenze comprese tra i 2 e i 3 decimi di punto nel 2022-24, che tendono ad annullarsi nel 2025), mentre il deflatore del PIL avrebbe una dinamica più sostenuta su tutto l'orizzonte di previsione e in particolare nel 2023 (anno in cui il tasso di crescita dell'indice dei prezzi sarebbe di 6 decimi più alto

---

[12] 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.

[13] L'impatto di variazioni del tasso d'inflazione sul saldo primario è stato stimato a partire da Attinasi et al. (2016), "The effect of low inflation on public finances", Chapter 10 in S. Momigliano (Ed.), "Beyond the austerity dispute: New priorities for fiscal policy", Banca d'Italia, 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.

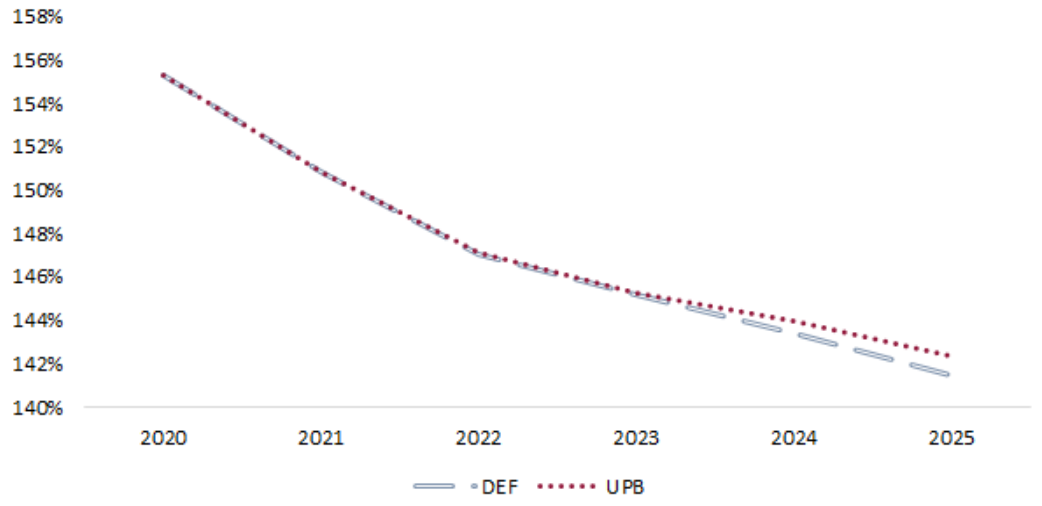
[14] Per i dettagli sul *framework* UPB per l'analisi di sostenibilità del debito pubblico, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2021), "Assessing Italy's public debt dynamics in the medium term with the PBO framework: Illustrative scenario analysis for the post-Covid period", Nota di lavoro n. 2, a cura di C. Gabbriellini, G. Nocella e F. Padrini.

rispetto a quanto previsto dal Governo). Complessivamente, l'evoluzione del PIL nominale risulterebbe simile nei due scenari.

Le ipotesi di simulazione appena descritte implicano una traiettoria del rapporto tra il debito e il PIL sostanzialmente sovrapponibile a quella prevista dal Governo, con differenze che superano il mezzo punto di PIL solo nel biennio 2024-25, quando il rapporto tra il debito e il PIL nello scenario alternativo supera di 0,6 punti percentuali (nel 2024) e 1 punto percentuale (nel 2025) quello indicato dal DEF, collocandosi al 142,4 per cento nell'ultimo anno di programmazione (fig. 2.6). Tale risultato deriva dal cumularsi dell'effetto (negativo) della minore crescita del PIL reale sul saldo primario e, in misura minore, dalla maggiore spesa per interessi associata alla più marcata accelerazione dei prezzi.

Per tenere conto dell'incertezza nelle previsioni, sono state effettuate delle simulazioni stocastiche, vale a dire simulazioni dove le variabili macroeconomiche che influenzano la dinamica del rapporto tra il debito e il PIL (tasso di crescita del PIL reale, tasso di crescita del deflatore del PIL, tasso di interesse a breve e differenziale tra i tassi di interesse a breve e a lungo termine) vengono sottoposte a *shock* temporanei, sulla base della loro variabilità e correlazione storica[15], al fine di ottenere un gran numero di scenari nell'orizzonte di previsione del DEF e determinarne intervalli di probabilità[16].

Fig. 2.6 – Sensitività del rapporto tra il debito e il PIL alle ipotesi di crescita e inflazione
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati del DEF 2022.

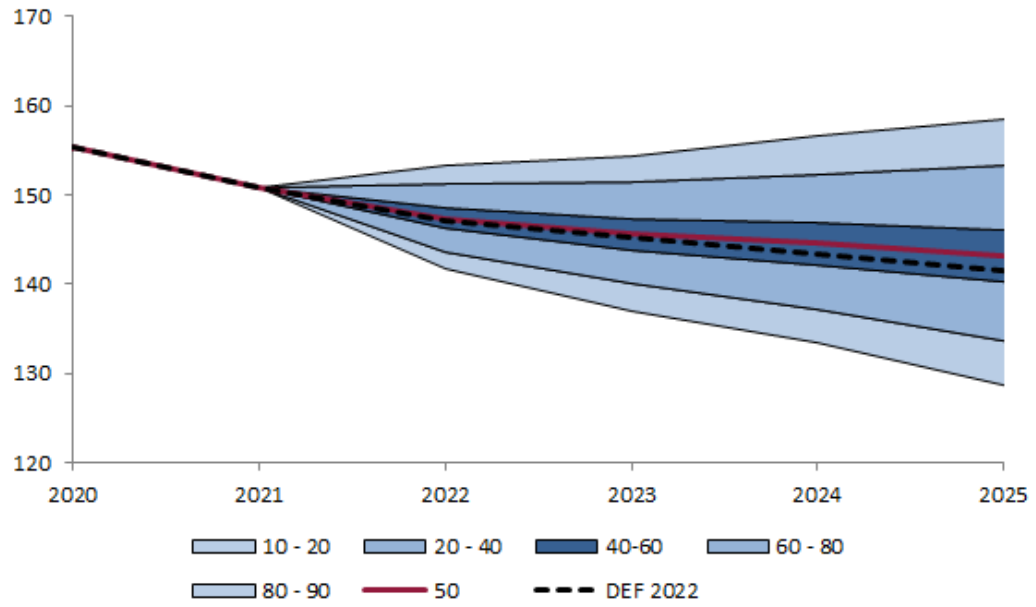
[15] Per la costruzione degli *shock*, si considerano i valori osservati fino alla fine del primo trimestre del 2020. Pertanto, nelle serie storiche sono escluse le osservazioni caratterizzate da forte volatilità riscontrate successivamente allo scoppio dell'emergenza da COVID-19.
[16] Si veda Berti, K. (2013), "Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries", European Commission, Economic Papers 480.

In particolare, vengono stimate 5.000 possibili traiettorie del rapporto tra il debito e il PIL prendendo come scenario di riferimento l'evoluzione del rapporto coerente con le previsioni macroeconomiche (crescita del PIL reale e del deflatore del PIL) elaborate dall'UPB, così come descritto nella prima parte di questo paragrafo.

Date queste ipotesi, tale procedura permette la costruzione di un ventaglio probabilistico del rapporto tra il debito e il PIL (fig. 2.7). La distribuzione ottenuta vede il rapporto dello scenario programmatico del DEF collocarsi su valori intorno alla mediana nei primi anni di previsione e su valori prossimi al quarantesimo percentile nell'ultimo anno: questo significa che oltre la metà degli scenari generati prevedrebbero una evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL su livelli più alti rispetto a quanto stimato nel DEF. Pertanto si rileva un rischio relativamente elevato che l'evoluzione del rapporto sia meno favorevole di quanto atteso nello scenario programmatico della DEF.

Da queste simulazioni stocastiche si può anche desumere la probabilità di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente[17] (fig. 2.8). In particolare, tale probabilità risulta poco sotto l'80 per cento nel biennio 2022-23 mentre scende intorno al 70 per cento negli ultimi due anni dell'orizzonte di previsione del DEF. Pertanto, l'analisi suggerisce che vi è una probabilità pari a circa il 20-30 per cento che il rapporto tra il debito e il PIL possa tornare su un sentiero di risalita nel periodo di programmazione.

Fig. 2.7 – Analisi stocastica dell'evoluzione del debito in rapporto al PIL
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2022.

[17] Per ogni anno del periodo di analisi, si osserva il numero di simulazioni dove il rapporto del debito sul PIL si riduce rispetto all'anno precedente e si rapporta tale numero al totale delle simulazioni effettuate.

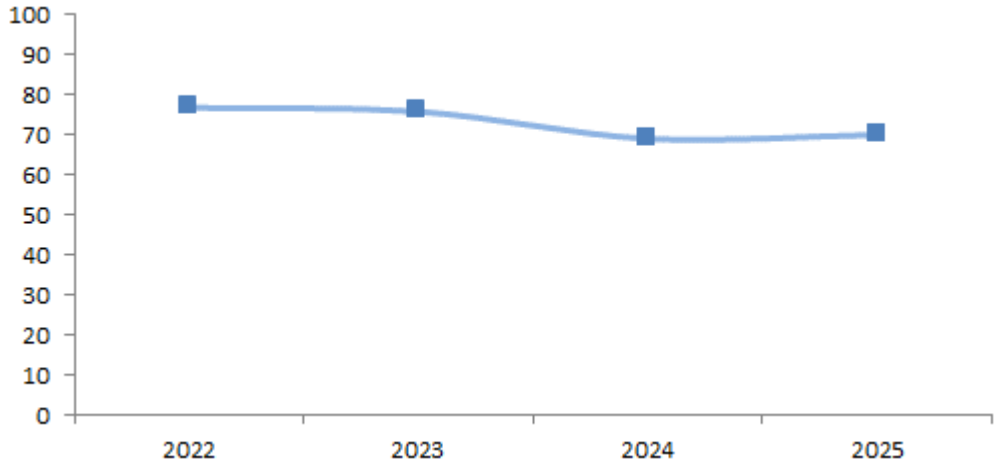



Fig. 2.8 – Probabilità implicite di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente
(punti percentuali)