

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

**nell'ambito dell'attività conoscitiva
preliminare all'esame
della Nota di aggiornamento del
Documento di economia e finanza 2022
e della relativa Integrazione**

**Commissioni speciali riunite
della Camera dei deputati e
del Senato della Repubblica**

9 novembre 2022



INDICE

1. Il quadro macroeconomico	5
1.1 La congiuntura mondiale e le ipotesi della NADEF sulle variabili internazionali	5
1.2 La congiuntura dell'economia italiana	7
1.3 Le prospettive macroeconomiche della NADEF	10
1.4 La validazione delle previsioni del Governo da parte dell'UPB	13
1.5 La validazione del quadro macroeconomico della NADEF	14
1.5.1 La validazione del quadro macroeconomico tendenziale	15
1.5.2 La validazione del quadro macroeconomico programmatico	20
1.5.3 Valutazioni generali sul biennio 2024-25	25
1.6 Alcuni fattori di rischio delle previsioni macroeconomiche per l'Italia	25
2. La finanza pubblica	27
2.1 Il quadro tendenziale rivisto	27
2.2 Il quadro programmatico	31
2.3 L'evoluzione programmatica del debito	37
2.3.1 Impatto del programma di acquisti dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani	39
2.3.2 La sensitività del rapporto tra il debito e il PIL alle ipotesi macroeconomiche	43
2.3.3 Scenari di evoluzione del debito in rapporto al PIL nel medio periodo	47
2.4 La Relazione del Governo al Parlamento	52

1. Il quadro macroeconomico

1.1 La congiuntura mondiale e le ipotesi della NADEF sulle variabili internazionali

L'invasione russa dell'Ucraina ha radicalmente modificato le prospettive globali, in misura sempre più intensa via via che la durata della guerra si estendeva. L'incremento dei prezzi delle materie prime energetiche, iniziato con la ripresa ciclica del 2021, ha subito una drammatica accelerazione dopo lo scoppio del conflitto, causando forti impatti stagflazionistici. Secondo quanto rilevato dall'indagine di *Standard & Poors Global* presso i direttori degli acquisti (*Purchasing Managers' Index* – PMI) tra agosto e ottobre l'attività economica globale sarebbe diminuita, per la prima volta dal primo semestre del 2020, all'apice della pandemia.

Secondo le più recenti previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI) l'espansione del prodotto globale quest'anno dovrebbe fermarsi al 3,2 per cento, scontando un ultimo trimestre particolarmente debole; il 2023 è atteso iniziare a rilento e nel complesso dovrebbe registrare una variazione del PIL (2,7 per cento) più contenuta di quella del 2022.

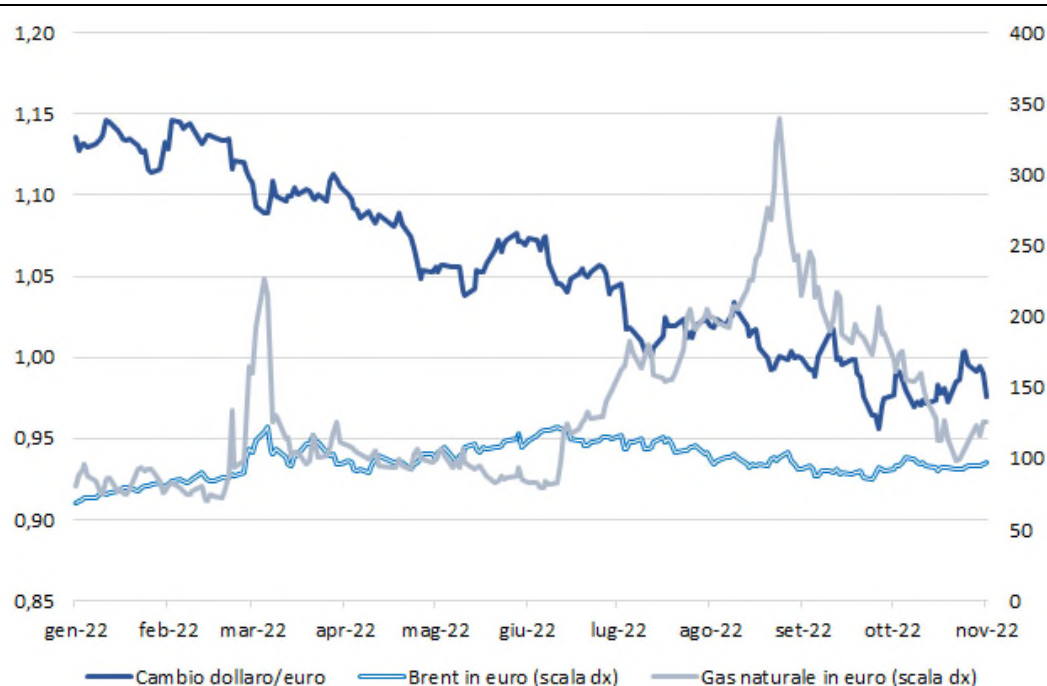
Negli Stati Uniti nei primi due trimestri di quest'anno il PIL si è ridotto di sei decimi di punto rispetto all'ultimo quarto del 2021, ma è tornato a espandersi in estate (2,6 per cento la variazione congiunturale annualizzata). Nello stesso periodo l'area dell'euro ha registrato tre trimestri di crescita economica, ma l'ultimo è stato poco più che stagnante (0,2 per cento congiunturale). In Cina i severi *lockdown*, conseguenza della politica di zero-COVID, hanno pesantemente influito sulla dinamica del PIL, che nei primi nove mesi del 2022 è aumentato del tre per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; in particolare, nel terzo trimestre, a una buona dinamica del settore primario e dell'industria ha fatto riscontro un minor vigore nei servizi.

A partire dalla fine dell'estate, le prospettive per l'economia globale si sono indebolite e, come anticipano le inchieste presso i direttori degli acquisti (PMI), lo scorcio del 2022 è atteso in arretramento, sia nell'industria sia nei servizi.

Gli scambi internazionali, che avevano recuperato un po' di vivacità nel primo semestre per via della ripresa e dell'allentamento delle difficoltà nelle catene degli approvvigionamenti, si sono indeboliti nei due successivi mesi estivi. La variazione acquisita per il 2022 dei primi otto mesi è comunque prossima alle due cifre (9,8 per cento la variazione calcolata sugli indici del *Central Plan Bureau*).

I prezzi delle materie prime energetiche (petrolio e gas), particolarmente bassi nella primavera del 2020, successivamente avevano intrapreso una tendenza crescente, poi acuitasi con lo scoppio del conflitto. In particolare le quotazioni del gas naturale sul mercato europeo (TTF) hanno fortemente risentito delle forniture a singhiozzo provenienti dalla Russia, tanto da raggiungere picchi di oltre trecento euro/MWh, un multiplo di quasi 100 volte rispetto ai minimi della pandemia (fig. 1.1).

Fig. 1.1 – Prezzi del gas, del petrolio e tasso di cambio (1)



Fonte: elaborazioni su dati S&P Global.

(1) La quotazione del gas naturale è riferita ai *futures* a un mese quotati al TTF.

Le politiche economiche hanno massicciamente sostenuto l'economia durante la crisi da COVID-19 concorrendo, unitamente agli squilibri tra domanda e offerta delle materie prime, all'incremento dell'inflazione; le banche centrali hanno risposto, avviando nel 2022 un rapido percorso di normalizzazione che incide sull'attività economica.

Lo scenario delle variabili esogene che viene delineato nel quadro macroeconomico (QM) della versione rivista e integrata della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) prevede per quest'anno un commercio mondiale ancora vivace, ma che subirebbe una rilevante decelerazione nel 2023; negli ultimi due anni di previsione il commercio è atteso nuovamente in ripresa e l'elasticità degli scambi al prodotto convergerebbe verso l'unità a fine periodo. Rispetto al Documento di economia e finanza (DEF) c'è una revisione al ribasso degli scambi nel 2022-23, moderata per l'anno in corso e consistente nel prossimo; per il biennio successivo le ipotesi sono invece migliorative, ma comunque non al punto da recuperare i livelli prefigurati nel DEF 2022.

Anche la dinamica dei mercati esteri rilevanti per l'Italia ha subito una revisione, concorde con quella del commercio internazionale, ma limitatamente al periodo 2023-25; per l'anno corrente le ipotesi restano sostanzialmente invariate rispetto allo scorso DEF.

L'ipotesi tecnica sui tassi di cambio recepisce il rafforzamento del dollaro nei confronti della valuta europea, iniziato nella primavera del 2021. Da un cambio bilaterale

lievemente sopra la parità in media per l'anno in corso si proietta un cambio appena sotto l'unità nel restante triennio di previsione. Rispetto al DEF 2022 di programmazione il rafforzamento del dollaro risulta nell'ordine di dieci punti percentuali nei confronti della valuta europea. Il dollaro si è apprezzato anche nel confronto con le altre principali valute, per cui il deprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro è stato inferiore a quello bilaterale con il dollaro.

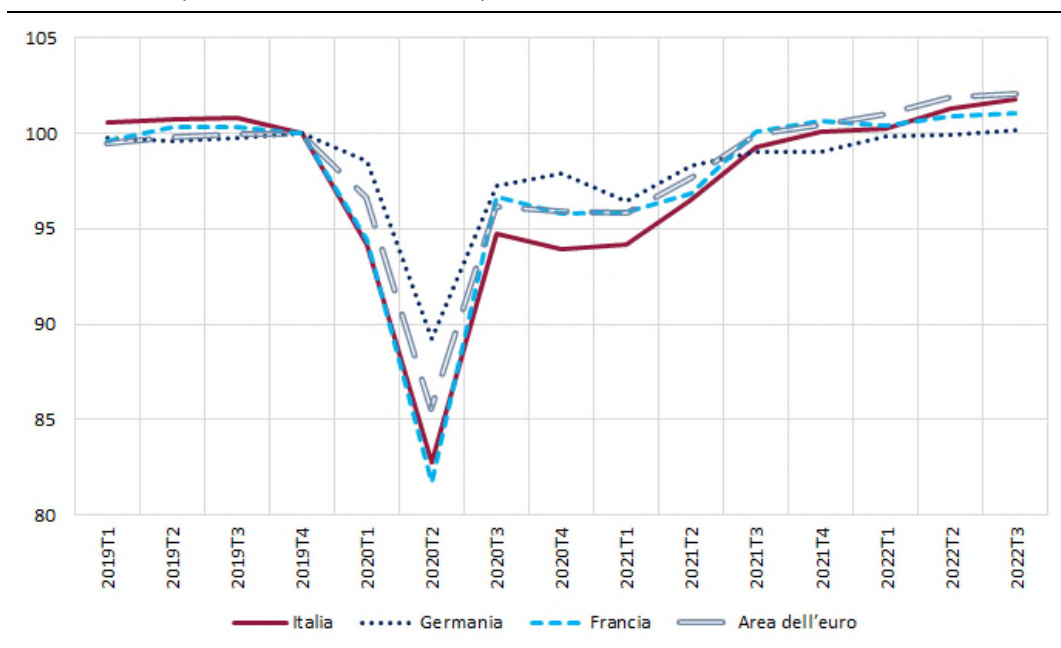
Le quotazioni del petrolio della NADEF, coerentemente con i valori osservati sui mercati *futures* al momento della formulazione delle ipotesi sulle esogene, non sono molto distanti da quelle del DEF 2022, risultando solo poco più favorevoli per il successivo triennio. I prezzi del gas invece sono stati fortemente rivisti rispetto al DEF, tenendo conto degli sviluppi sui mercati, per cui ora risultano circa doppi rispetto ai precedenti, tra il 2023 e il 2025.

Alla luce dei dati più recenti il quadro delle esogene internazionali della NADEF appare plausibile, considerato l'elevato grado di incertezza che caratterizza l'attuale fase ciclica. I diversi fattori di rischio che incombono sull'attività economica internazionale qualificano però rischi al ribasso sulla crescita dei prossimi anni. Il contesto globale resta gravato da forti incertezze su fattori che sfuggono alla logica economica, come la guerra in Ucraina e la pandemia, ma anche su variabili economiche che incidono fortemente sull'attività produttiva, come i prezzi delle materie prime e le strozzature nell'offerta e nella logistica internazionale. Sono poi di cruciale importanza gli orientamenti delle banche centrali; se il generalizzato incremento dell'inflazione non rientrasse, con le politiche monetarie già adottate e annunciate, si potrebbero rendere necessarie risposte più decise, che frenerebbero l'attività economica (si veda al riguardo il paragrafo 1.6 sui rischi).

1.2 La congiuntura dell'economia italiana

L'espansione dell'economia italiana, sospinta in primavera anche dall'eliminazione delle restrizioni per il contrasto al COVID-19, è proseguita in estate. Secondo la stima preliminare del PIL, diffusa dall'Istat il 31 ottobre scorso, nel terzo trimestre l'attività economica in Italia sarebbe aumentata in termini congiunturali dello 0,5 per cento (2,6 rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente). Il dato dell'Italia è stato più forte di quello dei principali paesi dell'area dell'euro (fig. 1.2), in quanto le stime preliminari del PIL di Germania, Francia e Spagna hanno riportato incrementi congiunturali compresi tra lo 0,2 e lo 0,3 per cento.

Fig. 1.2 – PIL dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: Eurostat.

La dinamica congiunturale italiana nel terzo trimestre è risultata in controtendenza rispetto alle attese dei previsori, che si orientavano su un profilo piatto o in lieve flessione. L'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) aveva prefigurato una modesta contrazione congiunturale, in tutto simile a quella delineata nella NADEF presentata dal Governo in settembre; anche la media delle previsioni più recenti degli analisti di mercato puntava verso una lieve flessione, coerentemente con l'andamento dei principali indicatori congiunturali disponibili sul periodo estivo. Secondo il comunicato dell'Istat l'espansione del PIL in estate ha comunque riguardato unicamente i servizi, a fronte delle flessioni per l'industria e l'agricoltura. Dal lato della domanda, si sarebbe avuto un contributo positivo della componente nazionale (al lordo delle scorte), in parte eroso dall'apporto negativo della componente estera netta.

Il tasso di variazione acquisito per l'anno in corso si mantiene positivo attestandosi al 3,9 per cento; la dinamica nei conti annuali potrebbe risultare più contenuta, in virtù del minore numero di giorni lavorativi rispetto al 2021 (252 contro 255).

Il quadro degli indicatori disponibili prefigura un rallentamento ciclico nella parte finale dell'anno in corso, a riflesso principalmente delle conseguenze dirette e indirette della guerra in Ucraina.

La produzione industriale, dopo il lieve incremento congiunturale in luglio (0,5 per cento) ha recuperato in agosto (2,3 per cento); ciononostante, la variazione acquisita per il terzo trimestre è poco più che positiva e le stime per settembre prefigurano una nuova contrazione. Le rilevazioni presso le imprese sono in marcato deterioramento; in ottobre il PMI della manifattura si è collocato ben al di sotto della soglia che separa le fasi di espansione da quelle di contrazione, per il quarto mese consecutivo, come conseguenza delle tensioni nella disponibilità dei materiali

e nei costi di produzione. Nello stesso mese, l'indice Istat sulla fiducia del comparto ha continuato a flettere, collocandosi poco al di sopra dei livelli di inizio 2021. Dopo i cali congiunturali nei mesi centrali dell'anno, la produzione delle costruzioni ha recuperato in agosto ma la variazione acquisita nel trimestre estivo risulta pari a -2,1 per cento rispetto alla media aprile-giugno. Anche nel terziario gli indicatori qualitativi recenti prospettano un indebolimento nel breve termine. Nella seconda metà dell'anno il PMI settoriale si è attestato sotto la soglia di demarcazione tra espansione e contrazione e gli indici di fiducia si sono nuovamente deteriorati. Nel commercio al dettaglio, il terzo trimestre ha registrato un calo marcato degli acquisti in volume (-0,5 per cento rispetto al periodo precedente). L'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali pubblicati dall'Istat, ha segnato in ottobre un ulteriore arretramento dopo il calo registrato nella media del terzo trimestre. Contestualmente s'intensifica l'incertezza di famiglie e imprese, che secondo la misura elaborata dall'UPB si è attestata nei mesi estivi sui valori prossimi a quelli della crisi del debito sovrano del 2012-13.

L'inflazione è progressivamente cresciuta in corso d'anno, sospinta principalmente dai prezzi dei beni energetici; le pressioni di matrice estera riflettono anche il rialzo dei costi di fornitura e di trasporto.

In ottobre, secondo le stime preliminari dell'Istat, l'indice generale nazionale dei prezzi al consumo è aumentato dell'11,9 per cento (dall'8,9 per cento di settembre), sospinto dalla componente dei beni energetici regolamentati e non regolamentati, che hanno segnato un incremento di circa il 28 per cento rispetto al mese precedente. Anche i beni alimentari (lavorati e non lavorati) hanno registrato forti rincari, a fronte di una lieve flessione dei prezzi dei servizi. L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, si è attestata al 5,3 per cento (dal 5,0 per cento di settembre), mentre quella al netto dei soli beni energetici al 5,8 per cento (dal 5,5 del mese precedente). Nel complesso l'inflazione acquisita per il 2022 è risultata pari all'8,0 per cento per l'indice generale e al 3,7 per la componente di fondo. Sulla base dell'indice armonizzato a tassazione costante l'inflazione sarebbe stata più elevata per almeno un punto percentuale senza le misure varate dal Governo per limitare gli impatti avversi dei rincari dell'energia. Secondo analisi dell'UPB gli interventi in favore delle famiglie attivati dal Governo tra il giugno 2021 e il settembre scorso avrebbero sostenuto la spesa media per circa il 3,7 per cento; le misure hanno inoltre avuto un sensibile effetto redistributivo, in quanto hanno attenuato in larga parte (88 per cento) l'impatto dell'inflazione sulle famiglie meno abbienti (nel primo decile della distribuzione)¹.

Nel terzo trimestre si è arrestata la crescita dell'occupazione, in quanto il numero di persone occupate è marginalmente diminuito in termini congiunturali (-0,1 per cento). Nello stesso periodo è comunque proseguito il calo del tasso di disoccupazione, che a settembre si è attestato al 7,9 per cento. Le retribuzioni contrattuali, in leggero rialzo nel secondo trimestre, hanno continuato a crescere nei mesi estivi, trainate principalmente dalla componente pubblica; in settembre, la quota di dipendenti in attesa di rinnovo contrattuale si è attestata al 50,7 per cento.

¹ Per i dettagli si veda Ufficio parlamentare di bilancio, (2022) "Gli effetti distributivi dell'aumento dei prezzi e delle misure di sostegno in favore delle famiglie", Flash n. 2.

1.3 Le prospettive macroeconomiche della NADEF

Il QM tendenziale prospetta una crescita del PIL sostenuta quest'anno, al 3,7 per cento, seguita da un deciso rallentamento nel prossimo (0,3 per cento) e da una ripresa nel 2024-2025. Rispetto al quadro programmatico del DEF 2022 le prospettive del PIL sono migliori per quest'anno (per poco più di mezzo punto percentuale), peggiori sul 2023 per oltre due punti percentuali e uguali nel 2024-25 (tab. 1.1). Già nella NADEF presentata in settembre dal Governo uscente si erano evidenziati miglioramenti per l'anno in corso e un deciso deterioramento sul 2023; a distanza di circa un mese si sono poi rese disponibili nuove informazioni, sia sulla congiuntura sia sul quadro internazionale, che hanno reso opportuna la revisione delle previsioni. Nello specifico, la stima preliminare del PIL del terzo trimestre del 2022 ha sorpreso in positivo tutte le stime, incluse quelle della NADEF di settembre; al contempo, nell'ultimo mese hanno continuato a deteriorarsi le prospettive globali, in particolare quelle europee.

Nel biennio 2022-23 lo scenario tendenziale della NADEF prefigura un'attività economica trainata dalle componenti interne della domanda, mentre le esportazioni nette forniscono un contributo negativo per l'anno in corso e sostanzialmente neutrale in seguito. La spesa per consumi delle famiglie cresce al 3,9 per cento quest'anno e nel 2023 decelera allo 0,4 per cento; l'accumulazione di capitale registra quest'anno un rallentamento, che proseguirebbe anche nel 2023.

Le previsioni sulle variabili nominali sono state riviste al rialzo rispetto al DEF, sia per l'anno in corso sia per i successivi, in considerazione del maggiore impulso esterno esercitato dai prezzi energetici, che si protrae più di quanto stimato in primavera. Una prima revisione era stata già apportata nella NADEF di settembre ma i recenti dati hanno reso necessario ampliarla, soprattutto per il 2023, essendo le pressioni inflazionistiche più persistenti. Le previsioni del Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) incorporano ora un balzo del deflatore dei consumi privati nel 2022, al 7,0 per cento, seguito da un rallentamento di circa un punto nel 2023. Il deflatore del PIL aumenta nella media del biennio al 3,6 per cento; nel 2022 la spinta al rialzo fornita dal balzo del

Tab. 1.1 – Sintesi del quadro tendenziale della NADEF 2022 Versione rivista e integrata e programmatico del DEF 2022

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

Fonte: DEF 2022 e NADEF 2022 Versione rivista e integrata.

deflatore dei consumi privati è comunque in larga parte compensata dalla netta perdita di ragioni di scambio, ascrivibile ai rincari delle materie prime importate e al deprezzamento dell'euro. Nel complesso, la dinamica del PIL nominale è sostenuta nel 2022 (6,8 per cento) e si attenua l'anno successivo (al 4,6 per cento) per effetto del rallentamento della crescita reale.

Le variabili relative al mercato del lavoro presentano una flessione del tasso di disoccupazione per l'anno in corso dovuta alla marcata accelerazione dell'occupazione, mentre il tasso di occupazione aumenta riportandosi al di sopra del 60 per cento nel 2023.

Nel biennio finale dell'orizzonte della NADEF l'attività economica si rafforza (con una variazione del PIL all'1,8 per cento nel 2024 e all'1,5 nel 2025), restando al termine del periodo più dinamica delle stime sul prodotto potenziale formulate prima della crisi pandemica, in parte a riflesso dello stimolo ascrivibile al PNRR. Il traino all'economia proviene ancora dalla domanda interna, mentre quella estera resta neutrale.

Le variazioni dei prezzi nel biennio finale della NADEF 2022 convergono verso l'obiettivo della politica monetaria unica e, tenendo conto della crescita del prodotto in volume, la dinamica del PIL nominale si colloca intorno al quattro per cento in media nei due anni. Con riferimento al mercato del lavoro il quadro nei due anni finali sconta l'indebolimento dell'attività economica, tuttavia la crescita dell'occupazione rimane intorno all'1,0 per cento in media e il tasso di disoccupazione si riduce fino al 7,5 per cento nell'ultimo anno di previsione.

Il quadro macroeconomico programmatico si differenzia da quello tendenziale in quanto considera l'espansione del bilancio pubblico prefigurata nella NADEF; oltre alla conferma delle politiche invariate, sono previste ulteriori misure volte a contenere l'impatto dei prezzi energetici sui bilanci delle famiglie e a supportare la competitività delle imprese. Circa gli interventi per il 2023-25, il Governo ha richiesto l'autorizzazione del Parlamento alla revisione degli obiettivi programmatici di indebitamento netto. Il nuovo sentiero programmatico comporta la disponibilità di risorse aggiuntive, per circa 24 miliardi di euro nel prossimo biennio, che saranno destinate a misure dirette al rafforzamento del contrasto del caro energia per famiglie e imprese (per una descrizione più articolata si veda il capitolo 2).

La manovra del Governo aumenta l'indebitamento netto rispetto a quello a legislazione vigente di oltre un punto percentuale di PIL nel triennio 2022-24 (0,5 nel 2022, 1,1 nel 2023 e 0,1 nel 2024), mentre è restrittiva (per 0,3 punti) nell'anno finale di programmazione. Lo stimolo di bilancio porterebbe la crescita del PIL del 2023 allo 0,6 per cento, tre decimi sopra lo scenario tendenziale; l'anno successivo l'impatto si limiterebbe a un decimo di punto di PIL (all'1,9 dall'1,8 del tendenziale) mentre sarebbe lievemente negativo nel 2025 (tab. 1.2).

Tab. 1.2 – Sintesi del quadro tendenziale e programmatico della NADEF 2022
Versione rivista e integrata

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

Fonte: NADEF 2022 Versione rivista e integrata.

Il rafforzamento dell'attività economica ascrivibile alla manovra nel 2023 si concentrerebbe sui consumi delle famiglie, che beneficiano di un maggiore potere d'acquisto in quanto le misure del Governo moderano l'inflazione. Le esportazioni e le importazioni sarebbero invece poco attivate, quindi nel complesso il saldo corrente della bilancia dei pagamenti in rapporto al PIL resterebbe invariato rispetto al quadro a legislazione vigente. La maggiore crescita del prodotto non produrrebbe effetti rilevanti sui prezzi e sui costi, anzi il deflatore dei consumi è atteso ridursi rispetto allo scenario tendenziale (per quattro decimi di punto percentuale) in conseguenza del rinnovo delle misure di mitigazione dei rincari dei beni energetici. Il deflatore del PIL si ridurrebbe lievemente rispetto al QM tendenziale, ma considerando anche la maggiore crescita reale il PIL nominale nel 2023 salirebbe del 4,8 per cento (dal 4,6 del tendenziale).

Nel biennio finale della previsione il quadro programmatico NADEF delinea tassi di variazione del PIL all'1,9 e 1,3 per cento, rispettivamente nel 2024 e 2025, maggiori di quelli delle medie storiche pre-crisi, come nel quadro tendenziale. Rispetto allo scenario a legislazione vigente nel 2024 gli investimenti aumenterebbero di 0,5 punti percentuali e i consumi privati di 0,3 punti. Nell'ultimo anno di previsione l'obiettivo ufficiale è di una lieve restrizione della politica di bilancio (per tre decimi di punto di PIL), di cui risentono sia i consumi sia gli investimenti; il contributo delle esportazioni nette tornerebbe invece lievemente positivo.

La dinamica dei prezzi sarebbe più sostenuta nel 2024 rispetto al QM tendenziale, in conseguenza del recupero della domanda interna, mentre risulta invariata nel 2025. L'evoluzione del PIL nominale andrebbe oltre quella del quadro tendenziale per quattro decimi di punto nel 2024, mentre a fine periodo di previsione si ridurrebbe di due decimi in seguito alla minor crescita reale.

La manovra indurrebbe anche un miglioramento delle variabili relative al mercato del lavoro, con un aumento dell'*input* di lavoro e una riduzione del tasso di disoccupazione, che a fine periodo sarebbe di quasi tre punti inferiore al livello pre-pandemia (7,4 per cento nel 2025 rispetto al 9,9 del 2019).

1.4 La validazione delle previsioni del Governo da parte dell'UPB

La normativa europea (in particolare il regolamento facente parte del cosiddetto *Two Pack*, Reg (UE) 473/2013) richiede che i programmi fiscali di medio termine e i documenti programmatici annuali di bilancio degli Stati membri dell'UE siano basati su previsioni macroeconomiche indipendenti, prodotte o validate (*endorsed* nella versione in lingua originale del *Two Pack*) da organismi indipendenti appositamente costituiti. L'attuazione nella legge italiana di tale normativa ha mantenuto nella sfera del Governo il compito di formulare le previsioni macroeconomiche e ha affidato all'UPB il ruolo di validarle.

L'attribuzione a un organismo indipendente del compito di validare le previsioni macroeconomiche ha l'obiettivo di evitare stime ufficiali poco realistiche e distorte in senso ottimistico, che possono compromettere l'efficacia della programmazione di bilancio e danneggiare quindi la credibilità dell'impegno alla sostenibilità delle finanze pubbliche. Il regolamento europeo prevede poi che gli organismi indipendenti, quindi l'UPB in Italia, abbiano la funzione di monitorare il rispetto delle regole di bilancio e di fornire valutazioni su una serie di aspetti della finanza pubblica. Da questa impostazione deriva una differenza di ruolo dell'UPB, a seconda che si tratti di previsioni macroeconomiche (da validare) o di analisi di finanza pubblica (da valutare). L'attività richiesta all'UPB per la validazione macroeconomica presuppone una interazione forte col Governo, con lo scambio di versioni preliminari delle previsioni ufficiali, normalmente riviste dal MEF per tenere conto dei rilievi dell'UPB. Il Protocollo d'intesa tra UPB e MEF del 13 maggio 2022 disciplina il processo di validazione delle previsioni macroeconomiche, che prende avvio con la definizione di un calendario dei lavori, concordato con largo anticipo dal MEF e dall'UPB².

La metodologia adottata per la validazione si basa sul confronto delle proiezioni del MEF con quelle dell'UPB e di un *panel* (composto dallo stesso UPB e quattro istituti indipendenti: CER, Oxford Economics, Prometeia, REF.ricerche), realizzate a partire da ipotesi comuni sulle variabili esogene internazionali.

L'esercizio consiste in un'analisi complessiva del quadro macroeconomico del MEF, attingendo da varie fonti informative: 1) le stime UPB circa gli andamenti di breve periodo del PIL e delle componenti di domanda; 2) le previsioni annuali dell'UPB, effettuate con il modello econometrico Istat, impiegato nell'ambito dell'Accordo-quadro sottoscritto con questo Istituto; 3) le previsioni annuali prodotte dall'UPB e dai quattro istituti indipendenti facenti parte del *panel* UPB; 4) il monitoraggio delle più recenti previsioni di altre istituzioni nazionali e internazionali. Si svolge un'analisi della coerenza interna del quadro elaborato dal MEF con l'insieme delle variabili esogene internazionali, che vengono recepite per tempo anche nelle previsioni del *panel*. La valutazione complessiva, incentrata sui predetti strumenti, tiene conto dei margini di incertezza che caratterizzano le stime. Ai fini di un confronto omogeneo con le

² Il calendario della procedura di validazione viene concordato in base al protocollo almeno 60 giorni prima della data di legge di presentazione della Nota di aggiornamento DEF al Parlamento (ex legge 196/2009). Si veda per maggiori dettagli

https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2022/05/Protocollo_d_intesa_MEF_UPB_signed-signed.pdf

previsioni del Governo il MEF normalmente fornisce all'UPB alcune indicazioni di massima sulla manovra di bilancio.

L'esercizio di validazione richiede l'utilizzo di diversi strumenti econometrici, sia da parte dell'UPB sia degli istituti che compongono il *panel*. Tale attività necessita quindi di una programmazione delle scadenze e di tempi tecnici adeguati, affinché venga svolta in maniera completa e accurata.

Le previsioni macroeconomiche del Governo sottoposte all'esame dell'UPB per la validazione si articolano normalmente in uno scenario tendenziale, basato sulle previsioni di finanza pubblica a legislazione vigente, e in uno programmatico che recepisce la manovra che il Governo intende attuare. La normativa europea richiede la validazione delle sole previsioni programmatiche. In accordo con il MEF, l'UPB estende l'esercizio della validazione anche alle previsioni dello scenario tendenziale. La validazione dell'UPB del quadro macroeconomico della NADEF concerne l'arco temporale minimo richiesto dalle normative europee per il Documento programmatico di bilancio (DPB), quindi l'anno in corso e il seguente (2022 e 2023 nel caso della NADEF 2022); per il biennio successivo l'UPB comunque valuta il realismo della previsione del Governo, che ha impatti sulle stime di finanza pubblica e sulla sostenibilità del debito³.

Una recente valutazione retrospettiva sulle previsioni macroeconomiche del Governo⁴ ha mostrato che le previsioni programmatiche del MEF sono complessivamente migliorate nella media del periodo in cui l'UPB ha svolto gli esercizi di validazione (a partire dalla metà del 2014) rispetto al passato. La distorsione delle attese verso l'alto, che segnala l'ottimismo, si è attenuata soprattutto con riferimento al PIL reale, mentre la riduzione è stata meno marcata sul PIL a valori correnti; è similmente migliorata l'accuratezza delle stime, riferita alla dimensione degli errori, sebbene vi siano ancora margini di miglioramento sul PIL nominale, soprattutto negli orizzonti più lunghi.

1.5 La validazione del quadro macroeconomico della NADEF

Nella NADEF di settembre, elaborata dal precedente Governo in carica per il disbrigo degli affari correnti, le previsioni erano limitate allo scenario a legislazione vigente, rimandando al successivo esecutivo la definizione degli obiettivi per il triennio 2023-25. L'UPB aveva quindi svolto l'esercizio di validazione solo sul quadro a legislazione vigente, validato il 23 settembre, facendo comunque presenti significativi rischi sul quadro

³ Nel 2020 il precedente Consiglio dell'UPB, sulla base dell'esperienza della consiliatura svolta, aveva auspicato che la validazione della NADEF si estendesse a tutto l'orizzonte previsivo, come già avviene con il DEF. La proposta è stata esplicitata in occasione dell'audizione sulla NADEF 2020, disponibile all'indirizzo <https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2020/10/Audizione-UPB-NADEF-2020.pdf>.

⁴ Si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2020), "Una valutazione storica delle previsioni macroeconomiche del MEF e dell'UPB", Focus tematico n. 1.

internazionale⁵. Ciò era avvenuto dopo che l'UPB aveva comunicato, il 19 settembre, i propri rilievi su una versione provvisoria delle previsioni governative, alla quale era seguita la revisione delle previsioni del Governo. Successivamente alla validazione, il 26 settembre, il MEF aveva prodotto un nuovo quadro macroeconomico nel quale cambiava, unicamente e marginalmente, le stime sulla crescita del PIL nel 2024 e del 2025 (aumentandola di 0,1 punti percentuali in entrambi gli anni); le modifiche riguardavano un periodo non compreso nell'orizzonte di validazione (2022-23), per cui l'UPB con lettera inviata al MEF in data 27 settembre aveva confermato l'esito della validazione comunicata il 23 settembre.

Nelle scorse settimane sono emerse novità, nelle variabili esogene come negli andamenti congiunturali, che hanno sorpreso rispetto alle stime più recenti, incluse quelle recepite nella NADEF. Il nuovo Governo ha approvato, la settimana scorsa, un aggiornamento del quadro tendenziale della NADEF, oltre che il quadro programmatico (inclusivo delle misure di politica economica che confluiranno nella legge di bilancio). L'UPB ha quindi provveduto a ripetere la procedura di validazione su questo nuovo documento, includendo questa volta anche il quadro programmatico.

Di seguito si riportano i tratti essenziali della validazione da parte dell'UPB della NADEF, nella versione rivista e integrata approvata dal Consiglio dei Ministri il 4 novembre scorso.

1.5.1 La validazione del quadro macroeconomico tendenziale

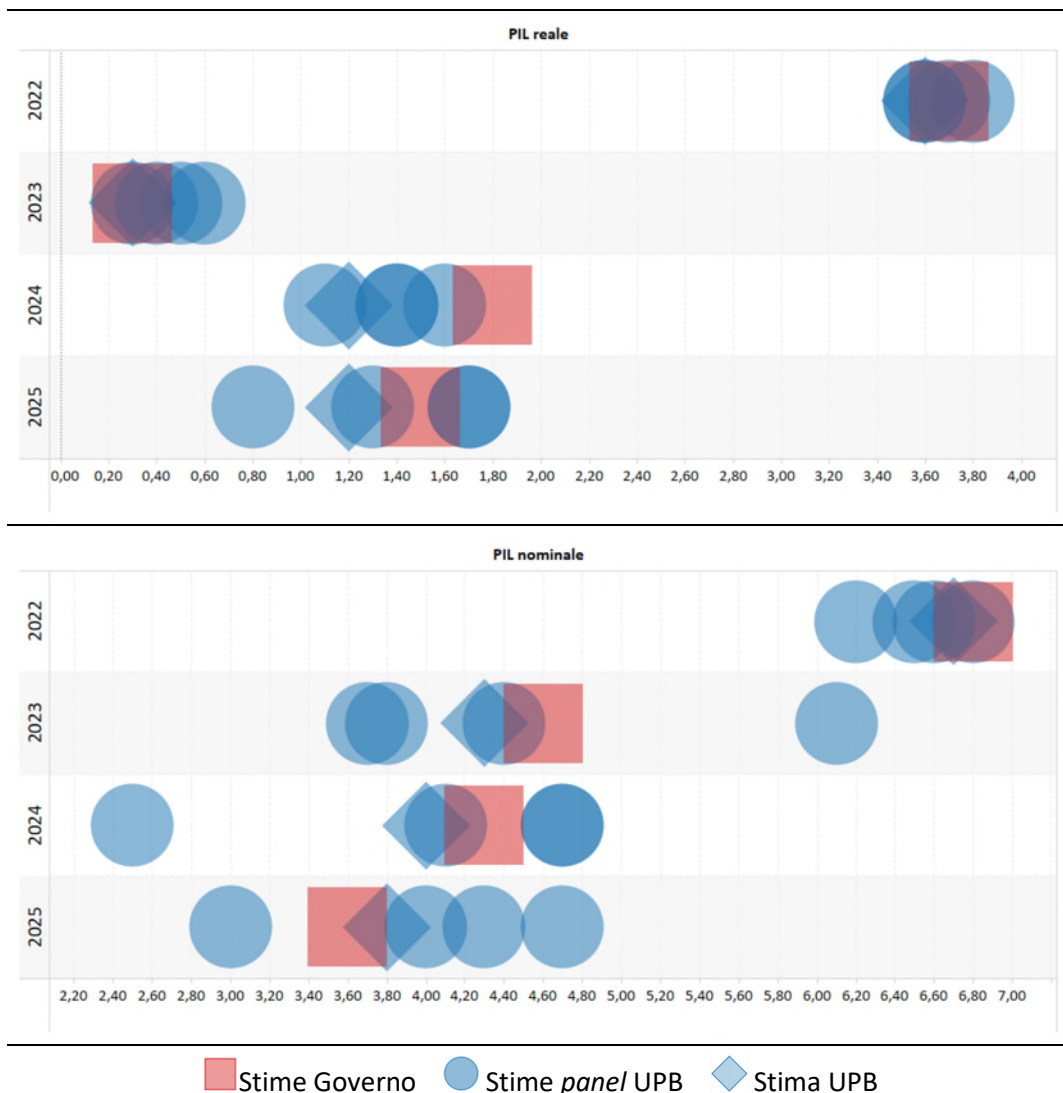
Il quadro macroeconomico tendenziale del Governo nel biennio di validazione 2022-23 risulta compreso all'interno di un adeguato intervallo di valutazione, in quanto le proiezioni delle principali variabili mostrano disallineamenti accettabili rispetto alla mediana delle previsioni del *panel* e rispetto al quadro dell'UPB, tenendo conto dell'aleatorietà dei modelli econometrici e della forte incertezza che caratterizza le prospettive economiche (figg. 1.3-1.5). La valutazione complessiva di ammissibilità delle stime tendenziali della NADEF 2022 si basa sui seguenti elementi: a) la variazione del PIL reale – che misura lo sviluppo del sistema economico – si discosta moderatamente dalle stime mediane del *panel* e da quelle dell'UPB; b) la crescita del PIL nominale, variabile direttamente rilevante per la finanza pubblica, eccede in misura accettabile la mediana del *panel* nel biennio 2022-23, pur posizionandosi sull'estremo superiore dell'intervallo di valutazione nell'anno in corso.

Di seguito si riassumono le osservazioni sugli anni 2022 e 2023, oggetto dell'esercizio di validazione, e si esprimono valutazioni generali sul biennio 2024-25.

⁵ La lettera di validazione è disponibile all'indirizzo

https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2022/09/Lettera-validazione-QMT-NADEF-2022_con-Allegato-e-Seguito.pdf.

Fig. 1.3 – Previsioni del PIL (reale e nominale) nei quadri macroeconomici tendenziali



2022-23

La stima del Governo sulla variazione del PIL dell'Italia nel 2022 è prossima alla mediana delle attese del *panel* e alla previsione dell'UPB (tab. 1.3). Il quadro della NADEF sottende un peggioramento della fase ciclica nello scorcio finale del 2022, simile a quello indicato dall'UPB e dai componenti del *panel*, sebbene alcuni prospettino una contrazione dell'economia più marcata nell'ultimo trimestre.

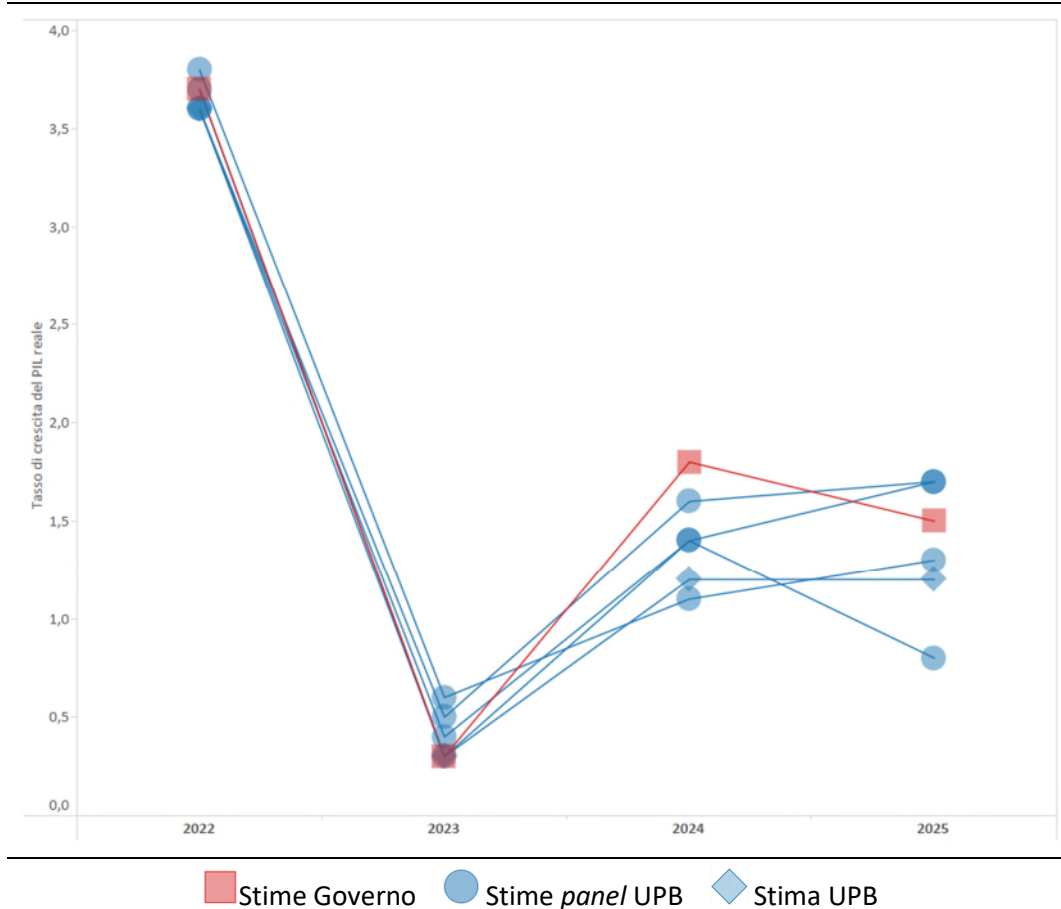
La previsione tendenziale relativa alla variazione del PIL nel 2023 è poco sotto la mediana delle stime del *panel*, tuttavia sul QM tendenziale del prossimo anno grava una forte incertezza, ascrivibile prevalentemente a fattori geopolitici o comunque di matrice esterna. Non si può escludere che nei prossimi mesi le prospettive possano cambiare,

anche rapidamente, per via degli sviluppi della guerra in Ucraina e delle ripercussioni sui rapporti commerciali con la Russia.

Fig. 1.4 – Previsioni sui quadri macroeconomici tendenziali – Anno 2023



Fig. 1.5 – Previsioni sul PIL nei quadri macroeconomici tendenziali



Tab. 1.3 – Previsioni dell'UPB: quadro tendenziale e programmatico per la validazione della NADEF 2022 Versione rivista e integrata

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

Con riferimento alle determinanti della crescita, nel quadro del Governo l'espansione dell'economia nel 2022 è trainata dalle componenti interne della domanda, come anche nelle stime del *panel* e dell'UPB, che tuttavia sono tendenzialmente più caute sui consumi privati. L'anno prossimo l'attività economica resterebbe sospinta dalla domanda interna privata, il cui apporto al PIL è sostanzialmente allineato al quadro

dell'UPB e alla mediana del *panel*. La decelerazione dei consumi delle famiglie e degli investimenti fissi lordi è condivisa da tutti i componenti del *panel*; tuttavia le dinamiche stimate nella NADEF per gli investimenti eccedono lievemente la mediana del *panel* e si collocano nella parte alta dell'intervallo delle stime. Le variabili relative al commercio estero sono invece caratterizzate da ritmi inferiori a quelli della mediana del *panel* UPB; le esportazioni nette forniscono un contributo nullo alla crescita del PIL, appena sotto la mediana del *panel* e la previsione dell'UPB.

L'insieme delle variabili relative a costi e prezzi nel biennio 2022-23 risulta complessivamente accettabile. Nel 2022 la spinta al rialzo del deflatore del PIL, esercitata dal brusco incremento della componente dei consumi privati, è in larga parte compensata dalla netta perdita di ragioni di scambio. Tale evoluzione è qualitativamente coerente con le valutazioni dell'UPB e del *panel*, seppure ampiamente eterogenee per via della forte incertezza sull'evoluzione dei prezzi. La variazione del deflatore del PIL prefigurata dal MEF per quest'anno appare lievemente più forte delle valutazioni del *panel* e dell'UPB, che sono più allineate all'acquisito desumibile dai conti nazionali dell'Istat; la proiezione del MEF sul 2022 sottende infatti una rapida accelerazione nel secondo semestre di quest'anno, che colloca la variazione annuale del deflatore del PIL lievemente sopra il margine superiore delle stime del *panel*. La dinamica dei prezzi induce una variazione del PIL nominale poco al di sopra della mediana del *panel*. Nel 2023 l'insieme dei prezzi del QM tendenziale della NADEF risulta coerente con le attese dei previsori del *panel*. Le proiezioni sulla variazione dei deflatori delle esportazioni e delle importazioni sono superiori alla mediana del *panel* ma comunque in misura accettabile, mentre la dinamica del deflatore dei consumi privati eccede l'estremo superiore dell'intervallo e le stime dell'UPB (per circa un punto). La crescita del deflatore del PIL nel 2023 è tuttavia superiore alle attese mediane del *panel* in misura accettabile. La variazione del PIL nominale si posiziona non lontano dalla mediana dell'intervallo di accettazione nel 2023 e, nel complesso del biennio 2022-23, l'incremento cumulato del prodotto nominale (11,4 per cento) è lievemente maggiore di quello mediano del *panel*.

Le variabili relative al mercato del lavoro ricadono nell'intervallo di variazione dei previsori UPB, a eccezione del costo del lavoro che eccede lievemente l'estremo superiore dell'intervallo delle stime. L'aumento dell'occupazione (in termini di ULA) per il 2022 è coerente con la mediana delle attese del *panel* e con l'acquisito dei dati trimestrali disponibili. La flessione delineata dal MEF sul tasso di disoccupazione del 2022, attribuibile soprattutto all'accelerazione dell'occupazione, coincide per lo più con la mediana delle dinamiche del *panel*. Anche le previsioni sull'occupazione e sul tasso di disoccupazione per il 2023 si collocano in prossimità dei valori mediani delle proiezioni del *panel*; il tasso di occupazione (15-64 anni) tende ad aumentare progressivamente nel periodo di previsione, analogamente alle attese dei previsori dell'UPB.

2024-25

Con riferimento al biennio 2024-25, che non è oggetto di validazione da parte dell'UPB, la variazione del PIL indicata nello scenario tendenziale del MEF (pari rispettivamente all'1,8 e all'1,5 per cento) è superiore alla mediana del *panel* e si configurano alcuni rischi. Nel 2024 la crescita del PIL è più elevata di quella indicata dall'UPB per circa mezzo punto percentuale ed eccede l'estremo superiore dell'intervallo del *panel*, seppure lievemente. Nel 2025 la dinamica del PIL del QM tendenziale appare maggiore delle stime sul prodotto potenziale formulate prima della crisi pandemica ed è superiore alle attese dell'UPB e di due componenti del *panel*.

Le proiezioni formulate dal MEF sulle componenti di domanda nel biennio 2024-25 sono nel complesso coerenti con quelle del *panel*; fanno eccezione le dinamiche degli investimenti, che eccedono i valori mediani e nel 2024 anche l'estremo superiore dell'intervallo di validazione.

Le variazioni dei prezzi nel biennio 2024-25 convergono verso l'obiettivo della politica monetaria unica e non sono disallineate rispetto alle previsioni del *panel*. Tenendo conto della crescita del prodotto in volume, la variazione del PIL nominale del QM tendenziale appare complessivamente accettabile.

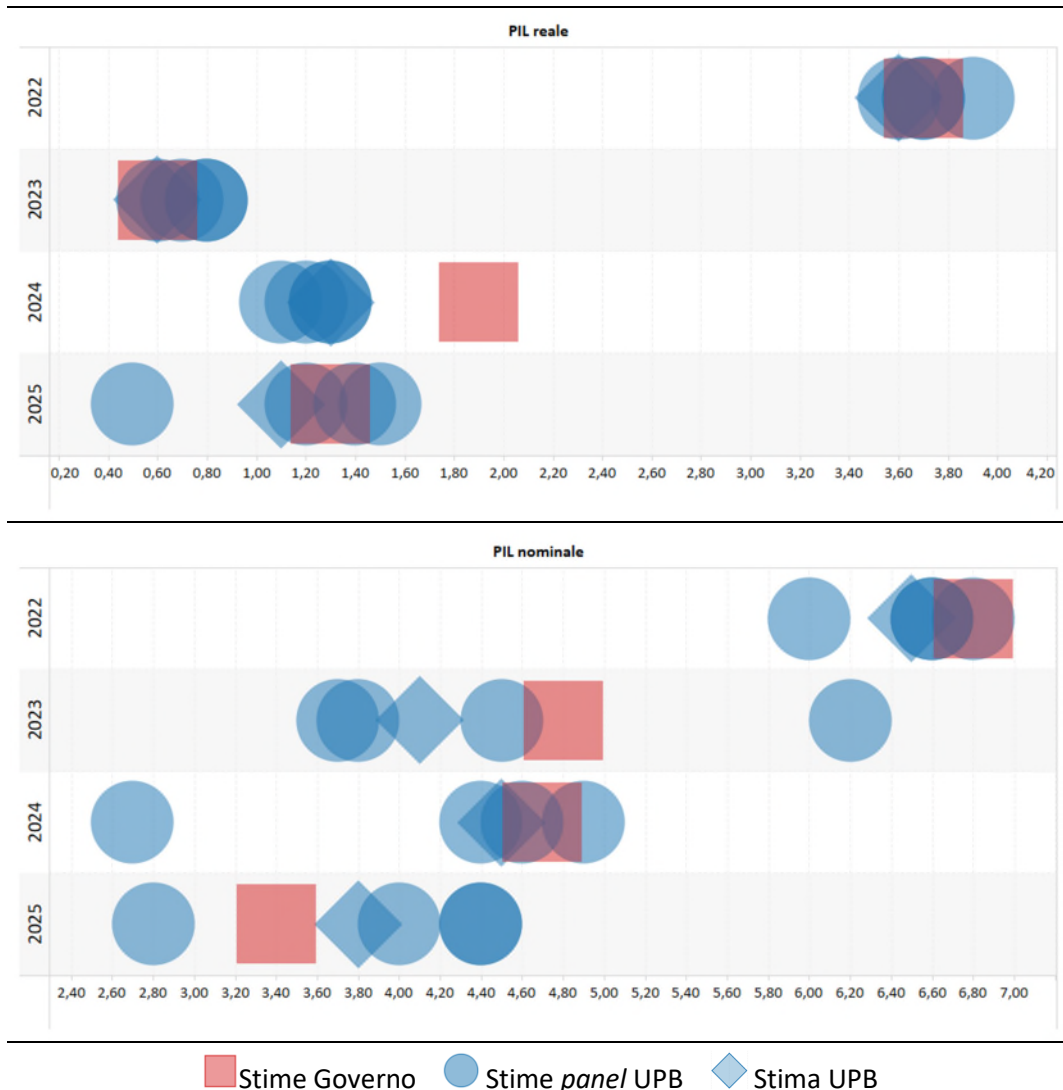
Con riferimento al mercato del lavoro, l'aumento dell'occupazione si situa sui valori più elevati del *panel* nel biennio 2024-25; il tasso di occupazione aumenta su tutto l'orizzonte della NADEF, per raggiungere al termine del periodo quasi il 62 per cento, un valore storicamente elevato. Le proiezioni sul tasso di disoccupazione si collocano in prossimità delle stime dell'UPB, poco sopra l'estremo inferiore dell'intervallo di accettazione del *panel*.

1.5.2 La validazione del quadro macroeconomico programmatico

La validazione del quadro programmatico della NADEF riguarda il biennio 2022-23, ma poiché gli effetti macroeconomici della manovra si manifestano dal 2023 e il quadro per il 2022 coincide con quello tendenziale (discusso nel paragrafo precedente) l'esercizio di validazione si concentra sul prossimo anno. La valutazione UPB tiene conto di informazioni di massima, fornite dal MEF, circa la composizione della manovra considerata nella NADEF; l'effettiva e specifica articolazione delle misure di finanza pubblica verrà precisata con la legge di bilancio per il 2023.

L'UPB ha valutato la previsione macroeconomica del Governo, decidendo di validare lo scenario programmatico in quanto i valori stimati per le principali variabili nel 2023 si collocano in un intorno accettabile rispetto alle stime dell'UPB e alla mediana delle previsioni del *panel* UPB (figg. 1.6-1.8).

Fig. 1.6 – Previsioni del PIL (reale e nominale) nei quadri macroeconomici programmatici



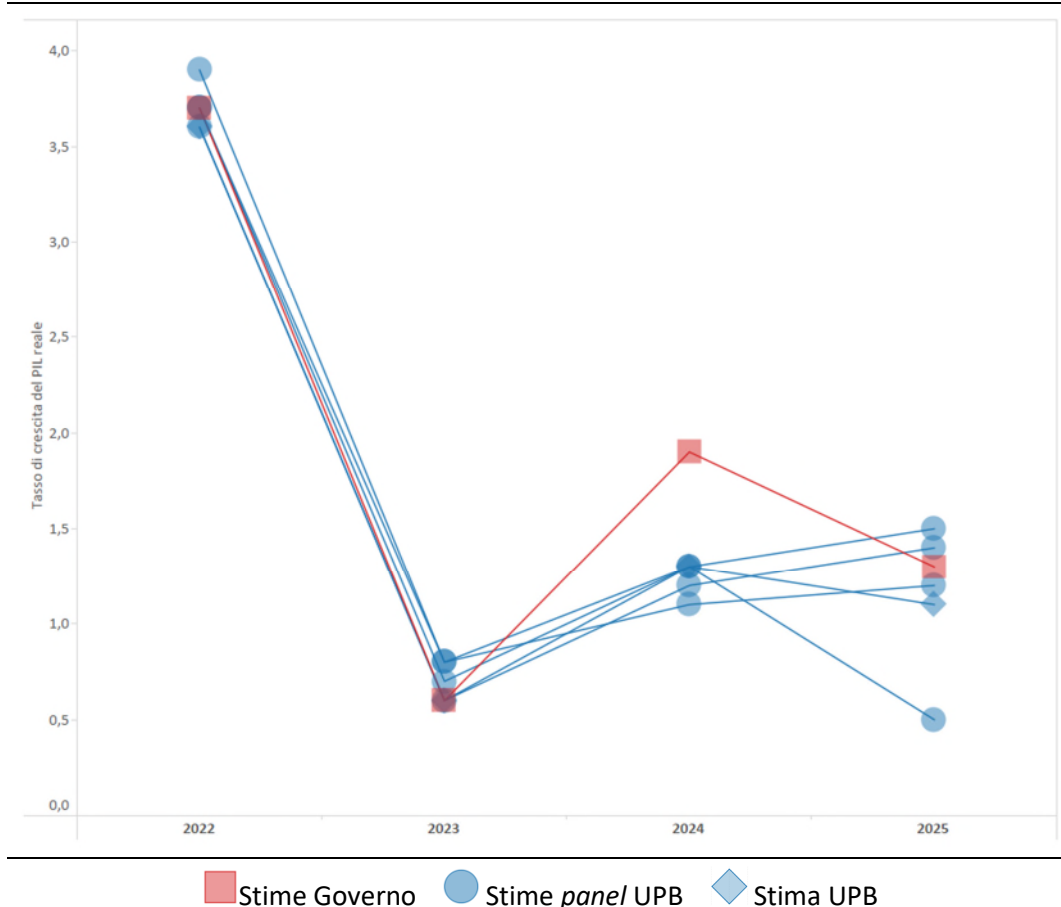
Più in dettaglio, il quadro macroeconomico programmatico della NADEF è validato in ragione dei seguenti riscontri: a) le previsioni sulla crescita nel 2023 del PIL reale (allo 0,6 per cento) sono prossime alla mediana dell'intervallo di validazione, che si caratterizza per la ridotta distanza tra l'estremo inferiore e superiore; b) l'aumento del PIL nominale (al 4,8 per cento) si attesta al di sopra della mediana delle previsioni del *panel* ma molto al di sotto del limite superiore dell'intervallo delle stime, che è particolarmente ampio alla luce della forte incertezza sulle previsioni di questa variabile; c) l'impatto della manovra di bilancio sull'attività economica nel 2023 è analogo a quello stimato dal *panel* UPB; d) la netta decelerazione del PIL prevista dal MEF tra il 2022 e il 2023 è anche prefigurata da tutti i componenti del *panel* UPB (fig. 1.8).

Fig. 1.7 – Previsioni sui quadri macroeconomici programmatici – Anno 2023



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

Fig. 1.8 — Previsioni sul PIL nei quadri macroeconomici programmatici



Il confronto con le previsioni recenti dei principali analisti (tab. 1.4) evidenzia che le previsioni macroeconomiche della NADEF si collocano nella fascia alta delle attese. Occorre tuttavia rilevare che gli scenari degli altri previsori al momento disponibili non incorporano la stima preliminare sulla crescita del PIL per il terzo trimestre (diffusa dall'Istat il 31 ottobre); poiché il dato ha sorpreso al rialzo è possibile che nelle prossime edizioni le previsioni degli altri istituti verranno migliorate, per lo meno nel breve termine. La migliore lettura della fase ciclica in atto potrebbe tradursi in un più elevato trascinarsi statistico sul 2023 o comunque in lievi revisioni al rialzo delle proiezioni anche sull'anno prossimo, per cui anche il differenziale tra i previsori esterni appare ragionevole.

Sullo scenario macroeconomico programmatico dell'economia italiana incidono molteplici fattori di rischio (si veda al riguardo il paragrafo 1.6), per cui lo stimolo espansivo della manovra potrebbe essere nel 2023 meno pronunciato di quanto atteso.

Si illustrano sinteticamente di seguito i principali elementi considerati nell'esercizio di validazione.

Tab. 1.4 – Previsioni di crescita del PIL e dell’inflazione dell’Italia a confronto (1)

		PIL			Inflazione		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Oxford Economics ⁽²⁾	26-ott	3,4	-0,3	1,4	7,9	4,5	0,4
Consensus Economics ⁽²⁾	18-ott	3,4	-0,1	1,3	7,7	5,0	1,7
Banca d’Italia ^{(2) (3)}	13-ott	3,3	0,3	1,4	8,5	6,5	2,3
Centro Studi Cofindustria	08-ott	3,4	0,0	-	7,5	4,5	-
OCSE	26-set	3,4	0,4		7,8	4,7	
Prometeia ⁽²⁾	20-set	3,4	0,1	1,0	7,3	4,4	1,8
Fondo monetario internazionale	26-lug	3,0	0,7				
Commissione europea ⁽³⁾	14-lug	2,9	0,9		7,4	3,4	
REF -Ricerche ⁽²⁾	01-lug	2,7	1,0	1,6	6,4	2,3	1,3
Istat ⁽⁴⁾	07-giu	2,8	1,9		5,8	2,6	
<i>Per memoria</i>							
MEF NADEF settembre ⁽⁴⁾	26-set	3,3	0,6	1,8	6,6	4,5	2,3
MEF DEF 2022 ⁽⁴⁾	06-apr	3,1	2,4	1,8	5,8	2,1	1,8

(1) Le previsioni riportate in tabella sono state elaborate prima della pubblicazione da parte dell’Istat, il 31 ottobre 2022, dei dati preliminari di contabilità nazionale sul terzo trimestre del 2022. – (2) Dato corretto per i giorni lavorativi. – (3) Per l’inflazione si considera l’indice dei prezzi armonizzato. – (4) Per l’inflazione si considera il deflatore dei consumi.

Con riferimento alle determinanti della crescita per il prossimo anno, il quadro macroeconomico programmatico della NADEF è caratterizzato dall’apporto fornito dalle componenti interne di domanda. La variazione dei consumi delle famiglie è compresa tra la mediana e l’estremo superiore delle previsioni del *panel*, mentre quella dell’accumulazione di capitale è in linea con le valutazioni mediane dei previsori UPB. La dinamica delle variabili relative al commercio estero si attesta tra la mediana e l’estremo inferiore del *panel* UPB, come già rilevato per il quadro a legislazione vigente. Il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL, sostanzialmente neutrale, è coerente con le valutazioni mediane del *panel*.

Le previsioni sui prezzi presentate nel QM programmatico della NADEF si collocano nella fascia alta dell’intervallo di validazione, in quanto ricadono tra la mediana e l’estremo superiore dell’intervallo definito dal *panel*; il deflatore dei consumi delle famiglie, analogamente al QM tendenziale, arriva anche a superare l’estremo superiore dell’intervallo di variazione, per oltre mezzo punto percentuale. La crescita del deflatore del PIL, più elevata di oltre mezzo punto percentuale rispetto alla mediana delle previsioni del *panel*, è tuttavia accettabile, in quanto si mantiene distante dall’estremo superiore dell’intervallo di validazione (lo scarto tra estremo superiore e inferiore è di quasi 2,5 punti percentuali, a conferma dell’elevata incertezza delle stime); ne consegue che anche la variazione del PIL nominale eccede, in misura contenuta, il valore mediano delle proiezioni dei previsori dell’UPB.

Con riferimento al mercato del lavoro, le previsioni programmatiche sul 2023 appaiono allineate con le attese dei previsori del *panel*, rispetto alle quali non si osservano scostamenti rilevanti.

1.5.3 Valutazioni generali sul biennio 2024-25

Il QM programmatico del MEF per il periodo 2024-25, che non è oggetto di validazione, appare ottimistico rispetto alle previsioni formulate dal *panel* UPB, soprattutto per quanto attiene al 2024: la crescita del PIL reale della NADEF (1,9 per cento) eccede infatti sia il valore massimo del *panel* in misura consistente (per oltre mezzo punto percentuale). Nel 2025 l'ampiezza dell'intervallo delle proiezioni aumenta, ma la variazione del PIL prospettata dal Governo si riconduce su valori più accettabili, in prossimità delle stime mediane e poco al di sopra di quelle dell'UPB. La crescita delle principali componenti della domanda interna nel 2024 appare sostenuta ed eccede, in misura non marginale, il limite superiore delle previsioni del *panel*, mentre l'evoluzione delle variabili relative al commercio estero è compresa nell'intervallo di validazione. Nel 2025 la dinamica delle componenti di domanda interna appare accettabile e appena superiore alla mediana delle proiezioni del *panel* UPB. Come già rilevato per il tendenziale si osserva che la dinamica del PIL stimata nel biennio 2024-25 è più sostenuta di quella registrata dall'economia italiana nel periodo pre-crisi, e dipende in misura cruciale dall'impulso di spesa e dell'azione di riforma riconducibili al PNRR. La tempistica e l'efficacia di questi interventi rappresentano quindi un fattore chiave nel supportare il quadro macroeconomico nel medio termine.

Le dinamiche dei prezzi nel biennio 2024-25 appaiono caute e comprese all'interno dell'intervallo di validazione. L'evoluzione del deflatore del PIL è lievemente inferiore alle valutazioni mediane dei previsori UPB nel 2024 mentre è più bassa del limite inferiore nell'anno finale della previsione. Per effetto della dinamica moderata del deflatore, la crescita del PIL nominale è sostanzialmente allineata alla mediana delle proiezioni del *panel* per il 2024 e anche più contenuta al termine dell'orizzonte della NADEF.

Con riferimento al mercato del lavoro, le stime sul biennio 2024-25 della NADEF risultano nel complesso coerenti con le proiezioni dei previsori UPB, a eccezione dell'occupazione che nel 2024 eccede appena il limite superiore dell'intervallo di validazione.

1.6 Alcuni fattori di rischio delle previsioni macroeconomiche per l'Italia

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana appare soggetto a rischi di varia natura, soprattutto di matrice internazionale. Non si possono escludere scenari favorevoli, ma nei giudizi del *panel* UPB prevalgono decisamente quelli avversi, per cui i rischi sono complessivamente orientati al ribasso.

La guerra in Ucraina e la crisi del mercato del gas. – Il conflitto in corso alle porte dell'Unione europea rappresenta certamente il rischio maggiore, su tutti gli orizzonti di previsione. La guerra ha determinato bruschi rincari delle materie prime, soprattutto

energetiche, con conseguenti tensioni sui mercati europei. La crisi ha messo in evidenza la dipendenza energetica dell'Italia da pochi paesi produttori di gas naturale, esponendola a *shock* negativi nel caso di interruzione delle forniture. Lo scenario di base dei QM, sia del MEF sia del *panel*, non considera rischi di razionamento del gas per il prossimo inverno, che tuttavia avrebbero ricadute rilevanti sull'attività economica. Quando le ostilità militari saranno concluse si aprirà comunque una fase di tensioni nei rapporti commerciali e negli scambi di materie prime, con inevitabili ripercussioni per un'economia fortemente dipendente dal resto del mondo come quella italiana.

L'evoluzione della pandemia. – Nell'orizzonte di previsione si assume che non si rendano necessarie restrizioni alla mobilità individuale e alle attività produttive per il contrasto alla pandemia, nell'ipotesi che il COVID-19 sia ormai endemico. Poiché tra i paesi in via di sviluppo la vaccinazione è ancora poco diffusa non si può escludere l'insorgenza di nuove varianti o comunque una recrudescenza nell'arco temporale delle previsioni del Governo.

Catene del valore e PNRR. – Nonostante il relativo allentamento delle frizioni nella logistica e dei colli di bottiglia nell'offerta, i fortissimi aumenti dei costi energetici e la carenza di alcuni materiali potrebbero incidere sull'ipotesi dell'integrale, tempestiva ed efficiente attuazione dei progetti di investimento del PNRR. Il settore delle costruzioni già mostra segnali di surriscaldamento del mercato del lavoro e nelle dinamiche dei prezzi.

L'inflazione. – I rischi sui prezzi, concentrati nel biennio 2022-23, dipendono principalmente dalle ipotesi sulle variabili esogene, che per le quotazioni delle materie prime sono basate sui mercati a termine, caratterizzati da una forte volatilità in questa fase. Il rientro delle dinamiche nominali dal prossimo anno appare quindi gravato da un'incertezza molto ampia e non si può ignorare la possibilità di scenari di prezzi ancora in veloce crescita.

Equilibri di medio termine: nuove politiche economiche. – Nel processo di riassorbimento degli squilibri causati dalla pandemia e dal conflitto in Ucraina eventuali sfasamenti nei cicli di ripresa tra paesi potranno incidere sulla stabilità finanziaria. I premi al rischio richiesti dagli investitori agli emittenti sovrani con un indebitamento particolarmente elevato potrebbero aumentare rapidamente, specialmente nel contesto di normalizzazione delle politiche monetarie. Per gli Stati dell'Unione europea tali rischi dipenderanno anche dalla nuova *governance* della UE, al momento in via di definizione.

2. La finanza pubblica

2.1 Il quadro tendenziale rivisto

Sulla base delle più recenti informazioni sugli andamenti macroeconomici e relativi ai conti pubblici, il Governo ha presentato un quadro tendenziale di finanza pubblica aggiornato rispetto alla NADEF presentata a fine settembre⁶, confermando i valori dei deficit in percentuale del PIL per il biennio 2022-23 ma prevedendo per il biennio successivo disavanzi appena più elevati (un decimo di punto percentuale di PIL in ognuno dei due anni). Nella versione della NADEF rivista e integrata ai primi di novembre, il disavanzo passerebbe dal 7,2 per cento del PIL registrato nel 2021 al 5,1 per cento nel 2022, per poi calare al 3,4 nel 2023, posizionarsi al 3,6 nel 2024 e al 3,3 nel 2025 (tab. 2.1).

Le nuove stime tendenziali di finanza pubblica incorporano gli esiti del monitoraggio degli ultimi mesi, gli effetti di composizione del DL 153/2022 (essendo i vari interventi coperti all'interno del decreto stesso)⁷, le nuove ipotesi circa le variabili esogene – in particolare relativamente al rialzo atteso dei tassi di interesse – e il nuovo quadro macroeconomico che sconta, oltre a una più elevata inflazione nel biennio 2022-23, una maggiore dinamica del PIL reale nell'anno in corso, una minore per il prossimo e un'invarianza della crescita nei due successivi. Come conseguenza di queste modifiche, le previsioni del PIL nominale in valore assoluto risultano più elevate lungo l'intero periodo di previsione. L'impatto di queste revisioni sulla finanza pubblica viene illustrato nella tabella 2.2, che riporta le differenze tra le attuali previsioni del conto delle Amministrazioni pubbliche e le stime contenute nella NADEF presentata a fine settembre scorso.

Con riferimento al monitoraggio in corso d'anno, i dati confermano un andamento favorevole degli incassi anche per il mese di ottobre, dovuto in particolare alla dinamica positiva dei contributi sociali e dell'IVA. A tutto ottobre il fabbisogno del Settore statale risulta in miglioramento di circa 37 miliardi rispetto all'analogo periodo del 2021.

Le principali differenze tra la NADEF rivista e integrata e quella dello scorso settembre emergono, dal lato delle entrate, nelle imposte dirette e indirette a partire dal 2023 – a causa di un più elevato PIL nominale (e soprattutto della componente relativa ai consumi delle famiglie nel prossimo anno) – e, dal lato delle uscite, nella spesa per interessi già dall'anno in corso e in quella per pensioni a partire dal 2024, dati gli effetti ritardati di un anno rispetto alla maggiore inflazione attesa soprattutto nel 2023 (tab. 2.2).

⁶ Per un'analisi del quadro tendenziale contenuto nella NADEF presentata a fine settembre, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2022), "[Prospettive della finanza pubblica](#)", Focus tematico n. 7, 25 ottobre.

⁷ Con il DL 153/2022 sono state contestualmente disposte le riduzioni di accise e IVA sui carburanti (e quindi una diminuzione delle imposte indirette di circa 500 milioni) e delle uscite, principalmente di natura corrente. Va inoltre ricordato che il nuovo tendenziale include gli effetti del DM n. 247 del 19 ottobre 2022 che ha stabilito la riduzione delle imposte sui prodotti energetici determinando un impatto netto sul saldo del 2022 inferiore a 100 milioni.

Più in dettaglio, rispetto alle previsioni tendenziali di fine settembre, le entrate tributarie sono state riviste al rialzo di 3,9 miliardi nel 2023, di 6,3 nel 2024 e di 6,5 nel 2025. La spesa per interessi risulta in media d'anno maggiore di 3,2 miliardi nel quadriennio 2022-25 e quella per pensioni di 590 milioni nel 2023, di 7,1 miliardi nel 2024 e di 5,6 nel 2025.

Tab. 2.1 – Conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali della NADEF 2022 Versione rivista e integrata

	Milioni di euro					Valori in % del PIL					Tassi di crescita			
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
SPESE														
Redditi da lavoro dipendente	176.548	188.236	187.104	185.238	186.053	9,9	9,9	9,4	8,9	8,6	6,6	-0,6	-1,0	0,4
Consumi intermedi	157.228	166.930	165.593	162.839	163.506	8,8	8,8	8,3	7,8	7,6	6,2	-0,8	-1,7	0,4
Prestazioni sociali di cui:	397.905	409.220	428.270	453.610	464.530	22,3	21,5	21,5	21,8	21,6	2,8	4,7	5,9	2,4
Pensioni	286.280	297.350	321.390	345.380	355.420	16,1	15,6	16,1	16,6	16,5	3,9	8,1	7,5	2,9
Altre prestazioni sociali	111.625	111.870	106.880	108.230	109.110	6,3	5,9	5,4	5,2	5,1	0,2	-4,5	1,3	0,8
Altre spese correnti	82.562	106.374	89.345	87.067	86.350	4,6	5,6	4,5	4,2	4,0	28,8	-16,0	-2,5	-0,8
Totale spese correnti al netto interessi	814.243	870.760	870.312	888.754	900.438	45,7	45,7	43,7	42,8	41,9	6,9	-0,1	2,1	1,3
Interessi passivi	63.753	77.234	81.559	80.325	87.098	3,6	4,1	4,1	3,9	4,0	21,1	5,6	-1,5	8,4
Totale spese correnti	877.996	947.994	951.871	969.079	987.536	49,3	49,8	47,8	46,7	45,9	8,0	0,4	1,8	1,9
Spesa sanitaria	127.834	133.998	131.724	128.708	129.428	7,2	7,0	6,6	6,2	6,0	4,8	-1,7	-2,3	0,6
Totale spese in conto capitale	108.172	81.707	100.753	94.728	101.617	6,1	4,3	5,1	4,6	4,7	-24,5	23,3	-6,0	7,3
Investimenti fissi lordi	50.846	49.035	66.072	72.513	78.503	2,9	2,6	3,3	3,5	3,6	-3,6	34,7	9,7	8,3
Contributi in c/capitale	21.952	22.629	26.964	18.002	18.862	1,2	1,2	1,4	0,9	0,9	3,1	19,2	-33,2	4,8
Altri trasferimenti	35.374	10.043	7.718	4.213	4.252	2,0	0,5	0,4	0,2	0,2	-71,6	-23,2	-45,4	0,9
Totale spese finali al netto di interessi	922.415	952.467	971.065	983.482	1.002.055	51,8	50,0	48,8	47,4	46,6	3,3	2,0	1,3	1,9
Totale spese finali	986.168	1.029.701	1.052.624	1.063.807	1.089.153	55,3	54,1	52,9	51,2	50,6	4,4	2,2	1,1	2,4
ENTRATE														
Totale entrate tributarie	527.629	568.435	584.079	596.784	618.150	29,6	29,9	29,3	28,7	28,7	7,7	2,8	2,2	3,6
Imposte di rette	267.492	284.456	274.445	280.008	291.663	15,0	14,9	13,8	13,5	13,6	6,3	-3,5	2,0	4,2
Imposte indirette	258.539	279.146	308.195	315.322	325.019	14,5	14,7	15,5	15,2	15,1	8,0	10,4	2,3	3,1
Imposte in c/capitale	1.598	4.833	1.439	1.454	1.468	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	202,4	-70,2	1,0	1,0
Contributi sociali	244.988	264.341	280.040	287.588	296.234	13,7	13,9	14,1	13,8	13,8	7,9	5,9	2,7	3,0
Contributi effettivi	240.501	259.560	275.185	282.659	291.204	13,5	13,6	13,8	13,6	13,5	7,9	6,0	2,7	3,0
Contributi figurativi	4.487	4.781	4.855	4.929	5.030	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	6,6	1,5	1,5	2,0
Altre entrate correnti	78.386	89.654	95.814	90.961	91.861	4,4	4,7	4,8	4,4	4,3	14,4	6,9	-5,1	1,0
Totale entrate correnti	849.405	917.596	958.494	973.878	1.004.777	47,7	48,2	48,2	46,9	46,7	8,0	4,5	1,6	3,2
Entrate in c/capitale non tributarie	6.263	9.717	24.140	13.019	12.793	0,4	0,5	1,2	0,6	0,6	55,1	148,4	-46,1	-1,7
Totale entrate in c/capitale	7.861	14.550	25.579	14.473	14.261	0,4	0,8	1,3	0,7	0,7	85,1	75,8	-43,4	-1,5
Totale entrate finali	857.266	932.146	984.073	988.351	1.019.037	48,1	49,0	49,4	47,6	47,4	8,7	5,6	0,4	3,1
p.m. Pressione fiscale						43,4	43,8	43,4	42,6	42,5				
SALDI														
Saldo primario	-65.149	-20.321	13.008	4.869	16.982	-3,7	-1,1	0,7	0,2	0,8				
Saldo di parte corrente	-28.591	-30.398	6.623	4.800	17.240	-1,6	-1,6	0,3	0,2	0,8				
Indebitamento netto	-128.902	-97.555	-68.551	-75.456	-70.116	-7,2	-5,1	-3,4	-3,6	-3,3				

Fonte: NADEF 2022 Versione rivista e integrata.

Tab. 2.2 – Conto economico delle Amministrazioni pubbliche: differenze tra previsioni tendenziali NADEF 2022 e NADEF 2022 Versione rivista e integrata
(milioni di euro)

	2022	2023	2024	2025
SPESE				
Redditi da lavoro dipendente	0	0	0	0
Consumi intermedi	-200	566	526	591
Prestazioni sociali, di cui:	-380	590	7.430	5.970
Pensioni	0	590	7.090	5.630
Altre prestazioni sociali	-380	0	340	340
Altre spese correnti	-400	-400	-410	-500
Totale spese correnti al netto interessi	-980	755	7.545	6.061
Interessi passivi	2.057	3.569	2.582	4.669
Totale spese correnti, di cui:	1.077	4.325	10.128	10.730
Spesa sanitaria	0	0	0	0
Totale spese in conto capitale	-662	-158	-143	-301
Investimenti fissi lordi	-150	242	257	299
Contributi in c/capitale	-65	0	0	-200
Altri trasferimenti	-447	-400	-400	-400
Totale spese finali al netto di interessi	-1.642	597	7.402	5.760
Totale spese finali	414	4.166	9.985	10.429
ENTRATE				
Totale entrate tributarie	-655	3.886	6.319	6.488
Imposte dirette	-577	525	2.868	2.677
Imposte indirette	-97	3.362	3.452	3.812
Imposte in c/capitale	19	-1	-1	-1
Contributi sociali	100	310	561	705
Contributi effettivi	100	310	561	705
Contributi figurativi	0	0	0	0
Altre entrate correnti	200	-951	625	698
Totale entrate correnti	-374	3.246	7.506	7.892
Entrate in c/capitale non tributarie	0	0	0	0
Totale entrate in c/capitale	19	-1	-1	-1
Totale entrate finali	-355	3.245	7.505	7.891
<i>p.m. Pressione fiscale</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>
SALDI				
Saldo primario	1.287	2.648	103	2.131
<i>in % di PIL</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>
Saldo di parte corrente	-1.451	-1.078	-2.621	-2.838
<i>in % di PIL</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>
Indebitamento netto	-769	-921	-2.480	-2.538
<i>in % di PIL</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>
PIL nominale tendenziale	7.149	10.953	12.200	14.483

Fonte: NADEF 2022 e NADEF 2022 Versione rivista e integrata.

Guardando all’andamento complessivo dei conti pubblici presente nella NADEF rivista e integrata, per l’anno in corso il disavanzo è atteso in consistente riduzione rispetto al 2021, nonostante la risalita della spesa per interessi legata all’evoluzione dell’inflazione e della curva dei tassi sui titoli di Stato. Il miglioramento dei conti deriva dall’andamento

particolarmente favorevole delle entrate – in larga misura connesso all’inflazione, soprattutto ai rincari energetici – e da una crescita più contenuta delle uscite primarie, dovuta a una marcata riduzione delle spese in conto capitale causata dal sostanziale venir meno dei contributi a fondo perduto concessi a sostegno delle imprese e dei titolari di partita IVA nel biennio 2020-21.

Questi fattori favorevoli, insieme alla riprogrammazione delle spese relative al PNRR, hanno peraltro consentito di finanziare i decreti successivi alla stesura del DEF, indirizzati principalmente al sostegno di famiglie e imprese a fronte del caro energia, che hanno utilizzato gli spazi di bilancio autorizzati dal Parlamento a seguito delle Relazioni (ai sensi dell’art. 6 della L. 243/2012) presentate dal Governo ad aprile – in concomitanza con la pubblicazione del DEF – e a luglio e settembre scorsi.

Nel 2023 le maggiori entrate connesse anche con il perdurare dell’inflazione, sebbene a livelli più contenuti, e la mancanza di interventi che caratterizza lo scenario a legislazione vigente consentirebbero di migliorare il deficit ancora in misura rilevante. Al contrario, il 2024 segnerebbe un’interruzione nella tendenza alla riduzione dei disavanzi, con un aumento del deficit sia in valore assoluto sia in percentuale del PIL, in conseguenza del combinarsi di una crescita delle uscite – seppure modesta e ascrivibile essenzialmente all’aumento delle prestazioni sociali – con una sostanziale stasi del complesso delle entrate sul livello dell’anno precedente, riconducibile anche agli effetti di una crescita più moderata delle basi imponibili a causa del rallentamento dei prezzi.

Guardando più in dettaglio alle principali componenti dei saldi rispetto al PIL, il disavanzo primario, vale a dire al netto della spesa per interessi, già ridottosi nel 2021 (al 3,7 per cento dal 6 del 2020), si contrarrebbe ancora nel 2022 (all’1,1 per cento); il saldo primario tornerebbe quindi in avanzo nei tre anni successivi (pari a 0,7 per cento del PIL nel 2023, 0,2 nel 2024 e 0,8 nel 2025), in anticipo di due anni rispetto al DEF di aprile, dove il saldo primario era previsto tornare positivo solo nel 2025.

Con riferimento ai principali aggregati, dopo i picchi del biennio 2020-21, le uscite al netto degli interessi in percentuale del PIL si ridurrebbero in tutti gli anni. Esse calerebbero infatti dal 50 per cento del PIL del 2022 al 46,6 per cento nel 2025, rispecchiando essenzialmente la riduzione delle spese correnti. Il complesso delle entrate in rapporto al PIL calerebbe dal 49 per cento del 2022 al 47,4 nel 2025, con un aumento iniziale al 49,4 nel 2023, dovuto anche alla consistente contabilizzazione in entrata, tra le altre entrate correnti e specialmente in quelle in conto capitale non tributarie, delle sovvenzioni RRF provenienti dalla UE.

La pressione fiscale scenderebbe dal 43,8 per cento del 2022 al 42,5 nel 2025. Su tale riduzione inciderebbe, in particolare, la diminuzione della componente relativa alle imposte dirette, dovuta in larga misura, dal 2023, all’accentuarsi degli effetti negativi dei crediti per *bonus* edilizi sul gettito Irpef e, in parte, al ridimensionamento delle principali basi imponibili rispetto al PIL nominale. Un altro fattore è costituito dal venir meno del contributo straordinario – registrato tra le imposte in conto capitale – sugli extraprofitti delle imprese operanti nei settori dell’energia elettrica, gas e petrolifero (seppure quanto incassato nel 2022 sia stato ampiamente inferiore alle attese).

La spesa per interessi in rapporto al PIL, dopo l’aumento atteso per il 2022 (al 4,1 per cento dal 3,6 del 2021), rimarrebbe sostanzialmente stabile negli anni successivi (ancora 4,1 per cento nel

2023, 3,9 nel 2024 e 4 nel 2025), durante i quali tuttavia sarebbe di un punto di PIL superiore alle previsioni del DEF.

2.2 Il quadro programmatico

Il quadro programmatico dei conti pubblici – non presente nella NADEF di fine settembre e inserito nella versione rivista e integrata – conferma un’impostazione della politica di bilancio orientata alla riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il PIL, in un contesto in cui il Governo ritiene comunque prioritario limitare il più possibile l’impatto negativo sui bilanci di famiglie e imprese del forte aumento dei prezzi. Esso si pone dunque in continuità con la programmazione precedente.

Il Governo ha deciso di ribadire per il 2022 l’obiettivo indicato nel DEF di aprile mentre per il triennio 2023-25 ha stabilito un nuovo sentiero programmatico.

Per quanto riguarda il 2022, sulla base degli andamenti in corso d’anno dei conti pubblici e degli aggiornamenti macroeconomici e data la conferma di un obiettivo programmatico al 5,6 per cento del PIL per il disavanzo del 2022, il Governo ha deciso di utilizzare lo spazio di bilancio per ulteriori interventi, pari allo 0,5 per cento del PIL (9,1 miliardi), soprattutto a sostegno delle famiglie e delle imprese per contrastare il caro energia.

Per il triennio successivo sono stati fissati nuovi obiettivi programmatici, in rialzo rispetto al DEF di aprile: al 4,5 per cento nel 2023 (3,9 nel DEF), al 3,7 nel 2024 (3,3 nel DEF) e al 3,0 nel 2025 (2,8 nel DEF) (tab. 2.3).

Con la Relazione al Parlamento (ex art. 6, L. 243/2012, si veda il paragrafo 2.4), il Governo ha quindi chiesto l’autorizzazione allo scostamento per l’anno in corso – al fine di utilizzare i menzionati 9,1 miliardi (pari a 0,5 punti percentuali del PIL) – e per il triennio successivo, per rivedere gli obiettivi di disavanzo di 0,6 punti percentuali del PIL

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

	NADEF 2022 Versione rivista e integrata					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Indebitamento netto tendenziale (a)	-9,5	-7,2	-5,1	-3,4	-3,6	-3,3
<i>Variazione (a')</i>		2,3	2,1	1,7	-0,2	0,4
Interventi netti manovra (b)			-0,5	-1,1	-0,1	0,2
Indebitamento netto programmatico (c=a+b)	-9,5	-7,2	-5,6	-4,5	-3,7	-3,0
<i>Variazione (c')</i>		2,3	1,6	1,1	0,8	0,7
<i>p.m.: Indebitamento netto programmatico del DEF</i>	-9,5	-7,2	-5,6	-3,9	-3,3	-2,8
Debito programmatico (d)	154,9	150,3	145,7	144,6	142,3	141,2
<i>p.m.: Debito programmatico del DEF</i>	155,3	150,8	147,0	145,2	143,4	141,4

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2022 Versione rivista e integrata.

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

nel 2023, 0,4 nel 2024 e 0,2 nel 2025, rispetto a quanto programmato nel DEF dello scorso aprile.

Pertanto, tenuto conto del rallentamento dell'economia atteso per i prossimi mesi e a fronte di una previsione tendenziale di deficit che peggiora nel biennio 2024-25 rispetto a quanto stimato nel DEF, il Governo ritiene necessario prevedere un rientro più graduale del disavanzo (tab. 2.4).

Tale peggioramento dei disavanzi è connesso con l'impatto dell'evento eccezionale legato ai rincari energetici che aumenta nel tempo diventando più ampio proprio nel periodo 2024-25, come recepito nei vari documenti programmatici. Ciò avviene soprattutto a causa dei rilevanti incrementi previsti per la spesa indicizzata all'inflazione come quella pensionistica e quella per interessi, che ha risentito negativamente anche dei cambiamenti delle ipotesi relative ai tassi di interesse.

Le previsioni sui disavanzi nominali fra il DEF e la NADEF di fine settembre sono aumentate dal 3,2 al 3,5 per cento del PIL nel 2024 e dal 2,7 al 3,2 per cento nel 2025, per essere poi ancora riviste al rialzo nella NADEF appena presentata, al 3,6 e 3,3 per cento del PIL. Inoltre la stima del disavanzo strutturale del 2021 è aumentata dal 6,1 al 6,3 per cento. In tale contesto, la scelta del Governo di confermare il disavanzo strutturale nel 2025 al 3,6 per cento ha richiesto un percorso di riduzione diverso, con saldi strutturali più elevati di 2 o 3 decimi di punto percentuale di PIL nel triennio 2022-24: il saldo strutturale del 2022 passerebbe dal 5,9 per cento del DEF al 6,1 della NADEF rivista, quello del 2023 dal 4,5 al 4,8, quello del 2024 dal 4,0 al 4,2.

Dopo la lieve crescita attesa per il 2023, l'andamento più favorevole dell'economia del 2024 mostrerebbe margini per un anticipo del miglioramento della finanza pubblica già a partire da quell'anno.

Tab. 2.4 – Saldi di finanza pubblica nei documenti programmatici (1)
(in percentuale del PIL; segno + = miglioramento del saldo)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<i>DEF 2022</i>						
Indebitamento netto tendenziale	-9,6	-7,2	5,1	-3,7	-3,2	-2,7
Indebitamento netto programmatico	-9,6	-7,2	5,6	-3,9	-3,3	-2,8
Saldo strutturale	-5,0	-6,1	-5,9	-4,5	-4,0	-3,6
<i>Variazione</i>	-3,0	-1,1	0,2	1,4	0,5	0,4
<i>NADEF 2022</i>						
Indebitamento netto tendenziale	-9,6	-7,2	-5,1	-3,4	-3,5	-3,2
<i>NADEF 2022 Versione rivista e integrata</i>						
Indebitamento netto tendenziale	-9,5	-7,2	-5,1	-3,4	-3,6	-3,3
Indebitamento netto programmatico	-9,5	-7,2	-5,6	-4,5	-3,7	-3,0
Saldo strutturale	-5,0	-6,3	-6,1	-4,8	-4,2	-3,6
<i>Variazione</i>	-3,1	-1,3	0,2	1,3	0,6	0,6

Fonte: DEF 2022, NADEF 2022 e NADEF 2022 Versione rivista e integrata.

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

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL, dopo essere aumentato di quasi ventuno punti percentuali nel 2020 (dal 134,1 per cento del 2019 al 154,9) ed essere diminuito significativamente nel 2021 (al 150,3), è previsto dal Governo continuare a scendere marcatamente anche nel 2022 (al 145,7) e a ritmi più contenuti in ognuno degli anni successivi (in media di 1,5 punti percentuali di PIL all'anno) sino ad attestarsi al 141,2 per cento nel 2025, grazie al sentiero di riduzione del deficit e alla crescita nominale del prodotto, posizionandosi a fine periodo a un livello appena al di sotto di quanto programmato nel DEF (tab. 2.3 e par. 2.3).

Nei programmi del Governo sono previsti interventi espansivi rispetto al tendenziale dal 2022 al 2024 e una correzione a fine periodo, necessaria a riportare il deficit al 3 per cento del PIL nel 2025. In particolare, sono programmati interventi netti di aumento del disavanzo pari allo 0,5 per cento del PIL nell'anno in corso, che crescono all'1,1 per cento nel prossimo, per poi ridursi allo 0,1 per cento nel 2024. Per il 2025 è programmata una manovra netta di riduzione del deficit pari allo 0,2 per cento del prodotto (tab. 2.3).

In base a quanto indicato nella NADEF, i 9,1 miliardi a disposizione nel 2022 saranno utilizzati per il finanziamento di interventi di contrasto agli effetti negativi dell'incremento dei prezzi dei prodotti energetici su famiglie, imprese ed enti, nonché ad altre misure inerenti al settore dell'energia. Tali interventi saranno disposti tramite un decreto legge in corso di perfezionamento (il cosiddetto "Aiuti quater").

Riguardo ai contenuti e agli interventi specifici della manovra con riferimento agli anni 2023-25, da attuare attraverso la legge di bilancio, la NADEF appena presentata non fornisce alcuna indicazione. Nella Relazione al Parlamento si evidenzia che le risorse nette a disposizione saranno pari a circa 21 miliardi nel 2023 e a 2,4 miliardi nel 2024 e che saranno destinate, con la prossima legge di bilancio, a misure volte al rafforzamento del contrasto del caro energia per famiglie e imprese. Sempre nella NADEF, si specifica che le risorse della manovra netta per il 2023 saranno impiegate per il contrasto al caro energia nei primi tre-quattro mesi dell'anno, periodo in cui allo stesso tempo saranno costantemente monitorati l'andamento dei prezzi energetici e il loro impatto su imprese e famiglie, al fine di valutare l'esigenza – al più tardi in occasione della predisposizione del prossimo DEF – di ulteriori interventi di calmierazione delle bollette e di aiuti a imprese e famiglie e di definire le relative misure di copertura finanziaria.

Pertanto, a fronte di interventi contro il caro energia per ora limitati ai primi mesi del 2023, con la Relazione al Parlamento si indicano – in anticipo – interventi destinati allo stesso scopo nel 2024 per 2,4 miliardi, pari allo 0,1 per cento di PIL, per cui si passa – nello stesso anno – da una previsione di deficit tendenziale del 3,6 per cento del prodotto a una programmata del 3,7 per cento. Tali intenzioni risultano apprezzabili in quanto vincolate a compensare effetti prolungati nel tempo dell'evento eccezionale di rincaro dei prezzi energetici verificatosi a partire dal 2022. Gli interventi potrebbero, ad esempio, essere volti a fronteggiare, ulteriormente rispetto a quanto già disposto nei

provvedimenti del 2022, le problematiche emerse con riferimento ai prezzi nella partecipazione ai bandi per la realizzazione delle opere pubbliche previste nel PNRR.

Per l'efficacia di questi interventi diretti a fronteggiare l'emergenza energetica, sarebbe importante che le misure siano, come richiesto anche dalla Commissione europea, temporanee, mirate a specifiche platee di individui e imprese e, dove possibile, di tipo *means-tested*.

Sulla base di quanto dichiarato dal Ministro dell'Economia e delle finanze nell'ambito della conferenza stampa tenuta al termine del Consiglio dei Ministri del 4 novembre, rientrerebbero nella manovra anche alcuni interventi relativi alle cosiddette politiche invariate e altre misure, di natura fiscale e previdenziale, che dovranno trovare coperture all'interno dello stesso settore di intervento, al fine di rispettare l'obiettivo di utilizzare tutte le risorse disponibili per fronteggiare il problema dell'energia, al quale – si ricorda – sono già stati destinati 63,1 miliardi, di cui 5,5 (pari allo 0,3 per cento del PIL) nel 2021 e 57,6 (pari al 3 per cento del PIL) nel corso del 2022.

Sempre secondo le dichiarazioni del Ministro nella medesima conferenza stampa, rientrano nell'ambito della manovra, dal lato della copertura, i risparmi riguardanti gli obiettivi di spesa per il periodo 2023-25 dei Ministeri, definiti ai sensi dell'articolo 22-bis, della legge 196/2009 e approvati al Consiglio dei Ministri del 4 novembre scorso. Si tratta di risparmi pari a 0,8 miliardi nel 2023, 1,2 miliardi nel 2024 e 1,5 miliardi a decorrere dal 2025, secondo una ripartizione tra Dicasteri individuata con un DPCM. La quantificazione complessiva delle riduzioni di spesa, si ricorda, è stata effettuata nell'ambito del DEF 2022 ai fini della procedura di "revisione della spesa all'interno del ciclo di bilancio" introdotta nel 2016 con una modifica della legge di contabilità e finanza pubblica (art. 22-bis, L. 196/2009) e attuata per la prima e unica volta nel 2018 nell'ambito del ciclo di programmazione 2018-2021⁸.

Si ricorda che per tale procedura potrebbero realizzarsi dei miglioramenti grazie all'inclusione del rafforzamento del processo di revisione e valutazione della spesa tra le riforme abilitanti del PNRR (riforma 1.13). Nell'ottica di un potenziamento delle strutture esistenti, della creazione di nuove e di un ricorso a professionalità specialistiche e di esperti anche esterni, rientra l'intervento del DL 152/2021 che, tra l'altro, ha previsto: i) l'istituzione di un Comitato scientifico, presieduto dal Ragioniere generale dello Stato, con funzioni di indirizzo e programmazione delle attività di analisi e valutazione della spesa; ii) l'istituzione di un'apposita Unità di missione, sempre presso la Ragioneria generale dello Stato (RGS), con funzioni di segreteria tecnica e di supporto; iii) la ripresa dell'attività dei Nuclei di analisi e valutazione della spesa; iv) il reclutamento di nuovo personale; v) la possibilità di attivare progetti e convenzioni con università ed enti di ricerca e di ricorrere a esperti. Secondo quanto previsto dalla riforma del PNRR, entro la fine del 2022 la RGS deve elaborare una relazione sulle prassi utilizzate da alcuni ministeri di

⁸ Per una sintesi del processo relativo alla prima applicazione della procedura, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2022), "Rapporto sulla programmazione di bilancio 2022", maggio 2022, Riquadro 2.1, pag. 61; per una valutazione della prima applicazione della procedura, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2019), "Audizione informale dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'attività conoscitiva concernente i risultati della prima attuazione dell'art. 22-bis della L. 196/2009 in materia di programmazione finanziaria e accordi tra ministeri", 13 marzo.

spesa per l'elaborazione e l'attuazione dei piani di risparmio e sulla loro efficacia, utile alla successiva formulazione di linee guida per il supporto delle Amministrazioni centrali dello Stato.

Allo stato attuale delle informazioni è possibile formulare alcune prime osservazioni di carattere generale.

Nella NADEF sono stati fissati i nuovi obiettivi programmatici e, date le previsioni tendenziali, i livelli della manovra netta nei vari anni di programmazione. Nessuna indicazione, tuttavia, è stata fornita in merito sia all'importo della manovra lorda, necessaria a consentire altri interventi del programma di politica economica del Governo, sia alle misure di copertura e ai loro ambiti di applicazione; nessun cenno è stato inoltre dato circa la tipologia delle misure correttive da intraprendere nel 2025 per centrare l'obiettivo di deficit al 3 per cento del PIL. Per prime informazioni circa i contenuti, la composizione della manovra e le specifiche quantificazioni (in percentuale del PIL) dei principali interventi occorrerà quindi attendere l'aggiornamento anche del Documento programmatico di bilancio 2023.

Per quanto riguarda le politiche invariate, che saranno finanziate nell'ambito della manovra di bilancio, si ricorda che solitamente al loro interno sono individuati specifici interventi riguardanti il finanziamento delle missioni internazionali, dei rinnovi contrattuali del pubblico impiego e altre misure relative a esigenze indifferibili che implicano spese sia di natura corrente che in conto capitale. A tale riguardo, si evidenzia che non sono ancora stati firmati tutti i contratti dei vari comparti relativi al triennio 2019-2021, come invece atteso nelle stime tendenziali per l'anno in corso.

Con riferimento all'unica indicazione fornita sulle misure di copertura finanziaria della manovra di bilancio, è da accogliere con favore la ripresa della procedura di "*spending review* all'interno del ciclo di bilancio", quale elemento di maggiore responsabilizzazione dei Ministeri nel predisporre le proposte di bilancio e per una più accorta riconsiderazione delle previsioni a legislazione vigente.

Relativamente al più generale andamento dei conti pubblici, è da valutare positivamente l'impegno sia di riportare il deficit al 3 per cento del PIL nel 2025 (grazie anche al ritorno ad avanzi primari, pari allo 0,2 per cento del prodotto nel 2024 e all'1,1 nell'anno successivo), sia di ridurre il rapporto del debito pubblico sul PIL. Tuttavia, elevati rischi di interruzione della discesa, ancorché temporanea, di quest'ultimo rapporto sono presenti per il prossimo anno (si veda il paragrafo 2.3.2); inoltre secondo le previsioni del Governo esso rimarrebbe a fine 2025 di oltre 7 punti percentuali più elevato rispetto a quello pre-pandemico del 2019. Peraltro, a causa della fine degli acquisti netti dei titoli di Stato da parte dell'Eurosistema, il settore privato nel suo complesso dovrà tornare, dopo alcuni anni, ad assorbire una certa quantità aggiuntiva di debito pubblico (si veda il paragrafo 2.3.1).

Particolare attenzione andrà quindi posta al monitoraggio dei conti pubblici del prossimo anno, con riferimento anche al rischio di dover disporre interventi aggiuntivi

contro il caro energia, dal momento che le misure inserite nella manovra riguarderebbero solo i primi tre-quattro mesi del 2023. Relativamente al 2024, è inoltre da evidenziare che le grandezze di finanza pubblica sono stimate sulla base di una crescita del PIL che, nelle valutazioni dell'UPB, appare ottimistica (si veda il paragrafo 1.5.3).

Inoltre, come evidenziato in precedenti contributi, si deve ribadire che le previsioni di crescita dell'intero periodo poggiano su un rilevante contributo espansivo da parte della politica di bilancio attraverso il pieno rispetto della tempistica di attuazione degli interventi infrastrutturali previsti dal PNRR. Tuttavia, ciò richiede un ulteriore rafforzamento della capacità amministrativa e una più decisa semplificazione dei processi autorizzativi. Inoltre, ai fini del rispetto dei nuovi cronoprogrammi di spesa, dovrà essere garantita l'attuazione degli interventi a fronte dei maggiori costi dell'energia e dei rincari dei materiali per le costruzioni.

Ritardi nell'attuazione del Piano possono quindi rappresentare un rilevante elemento di rischio. Occorre evitare che il profilo di spesa del PNRR venga ulteriormente riprogrammato, con conseguenze negative sul percorso di crescita dell'economia indicato nella NADEF. In tal senso, la realizzazione, in particolare, della crescita attesa per gli investimenti nel 2023 (34,7 per cento) necessiterà di uno sforzo straordinario da parte di tutti i soggetti attuatori.

Si ricorda che nella NADEF di fine settembre, rispetto al DEF di aprile, a fronte di un leggero incremento operato nelle contabilizzazioni del PNRR relative al biennio 2020-21 (di 1,2 miliardi), sono stati rivisti al ribasso gli importi per il triennio 2022-24 (rispettivamente di 14,4, 2,4 e 0,8 miliardi), con un contestuale spostamento in avanti delle spese al 2025 (6,1 miliardi) e al 2026 (10,5 miliardi).

Infine, si devono ribadire gli ulteriori ampi elementi di incertezza, soprattutto di matrice internazionale, che caratterizzano il quadro macroeconomico, sia sul lato delle grandezze reali che su quello dei prezzi, con il rischio maggiore riguardante la guerra in Ucraina e, in particolare, l'eventualità di un razionamento del gas per il prossimo inverno. Inoltre, non può essere ignorato il rischio connesso all'evoluzione della pandemia e al possibile ritorno di restrizioni alla mobilità individuale e alle attività produttive per contrastarla (si veda il paragrafo 1.6). Tutti fattori che, insieme a un'elevata variabilità dei tassi di interesse, costituiscono ancora un'incognita circa le possibili conseguenze in termini di finanza pubblica, anche in un contesto in cui dal 2024 è prevista venir meno la clausola di salvaguardia generale e rientreranno in vigore le regole di bilancio della UE, eventualmente riformate dopo il dibattito avviato dalla Commissione europea.

2.3 L'evoluzione programmatica del debito

La NADEF rivista e integrata conferma l'obiettivo di un percorso di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL per tutto il quadriennio di previsione. Per il 2022, è previsto un ritmo di discesa in linea con quello dell'anno precedente e pari a circa 4,6 punti percentuali, mentre nel triennio successivo la flessione risulterebbe meno marcata e pari in media annuale a circa 1,5 punti percentuali di PIL (tab. 2.5). Alla fine dell'anno in corso il debito dovrebbe attestarsi al 145,7 per cento del PIL; negli anni successivi, il rapporto si ridurrebbe al 144,6 per cento nel 2023, al 142,3 per cento nel 2024 e al 141,2 per cento nel 2025. Nell'orizzonte di previsione della NADEF, la riduzione attesa è pari, quindi, a oltre 9 punti percentuali di PIL rispetto al valore del 2021. Nonostante questi miglioramenti, a fine periodo il debito sarebbe più alto di 7 punti percentuali di PIL rispetto a quello registrato prima della crisi pandemica nel 2019.

In confronto agli obiettivi programmatici del DEF, il profilo aggiornato del rapporto del debito sul PIL, che include gli effetti della manovra, prevede un percorso più favorevole lungo tutto l'orizzonte di previsione 2022-25 grazie a un'evoluzione più sostenuta della crescita del PIL nominale e al miglioramento del saldo primario che più che compensano l'aumento della spesa per interessi passivi.

Se si scompone la dinamica del rapporto del debito sul PIL nelle sue diverse determinanti, l'avanzo primario fornisce nel complesso un contributo sfavorevole nel biennio 2022-23 per 1,9 punti percentuali; nel biennio successivo il contributo diviene favorevole e contribuisce a una riduzione del debito per 1,3 punti percentuali del PIL.

Tab. 2.5 – Determinanti della variazione programmatica del rapporto tra il debito e il PIL (1)
(in percentuale del PIL e variazioni)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Rapporto debito/PIL	154,9	150,3	145,7	144,6	142,3	141,2
Variazione rapporto debito/PIL	20,8	-4,6	-4,6	-1,1	-2,3	-1,1
Avanzo primario ⁽²⁾ (competenza economica)	6,0	3,7	1,5	0,4	-0,2	-1,1
Effetto snow-ball ⁽³⁾, di cui:	14,4	-7,0	-5,5	-2,6	-2,6	-0,6
Spesa per interessi/PIL nominale	3,5	3,6	4,1	4,1	3,9	4,1
Contributo crescita PIL nominale	11,0	-10,6	-9,6	-6,7	-6,5	-4,7
p.m. : Costo medio del debito	2,4	2,5	2,9	2,9	2,8	3,0
p.m. : Indebitamento netto	-9,5	-7,2	-5,6	-4,5	-3,7	-3,0
Aggiustamento stock-flussi, di cui:	0,3	-1,3	-0,6	1,1	0,5	0,5
Variazione disponibilità liquide del MEF	0,6	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Altro	-0,3	-1,6	-0,4	1,2	0,6	0,6

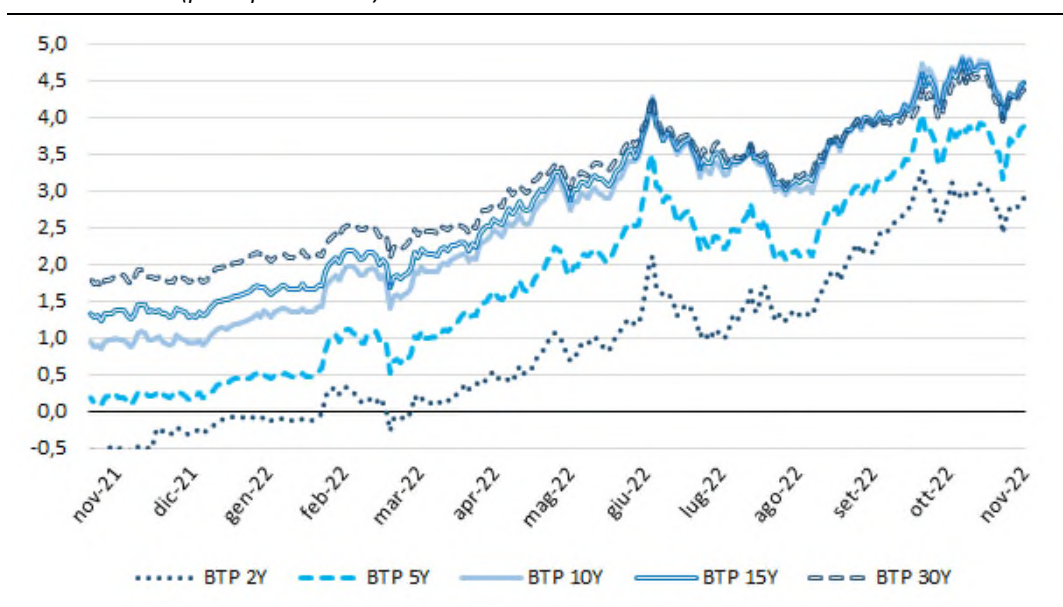
Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2022 Versione rivista e integrata.

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

In tutto l'orizzonte di previsione, la componente *snow-ball*, ovvero la componente legata al differenziale tra la spesa per interessi e il contributo del PIL nominale, continua a fornire un contributo favorevole alla riduzione del debito, per complessivi 11,2 punti percentuali di PIL, sebbene con impatti decrescenti nel tempo, di cui 27,4 dovuti alla crescita del PIL nominale parzialmente compensati da 16,2 relativi alla spesa per interessi, che incorpora l'aumento dei rendimenti degli ultimi mesi.

L'aumento dei tassi di politica monetaria in risposta alle pressioni inflazionistiche e le attese di ulteriori rialzi si sono tradotti in un marcato aumento dei rendimenti dei titoli di Stato. I tassi di interesse osservati nelle ultime settimane sul mercato secondario si collocano su livelli sensibilmente superiori rispetto a quelli prevalenti nel periodo di predisposizione del DEF (fig. 2.1). I più elevati rendimenti sui titoli di Stato a tasso fisso e la maggiore rivalutazione all'inflazione per i titoli indicizzati ai prezzi al consumo, implicano un rialzo del costo medio del debito che si manterrà in media intorno al 2,9 per cento lungo l'orizzonte di previsione, in peggioramento rispetto al 2,5 per cento registrato nel 2021; l'aumento dei tassi di interesse all'emissione si rifletterà sul costo medio del debito via via che vengono emessi nuovi titoli e l'impatto sarà graduale nel tempo grazie a un'elevata vita media del debito (che a fine 2021 era pari a 7,6 anni). La dinamica del costo medio del debito risulta più che compensata dall'evoluzione della crescita del PIL nominale che, pur in rallentamento nel periodo di previsione, si manterrebbe in media sopra il 4 per cento nel triennio 2023-25.

Fig. 2.1 – Rendimenti dei titoli di Stato (BTP a 2 anni, 5 anni, 10 anni, 15 anni e 30 anni)
(punti percentuali)



Fonte: Refinitiv.

Le stime della spesa per interessi sono basate sui tassi d'interesse attesi rilevati nel periodo di compilazione della NADEF rivista e integrata a inizio novembre; diversi fattori di incertezza, quali un peggioramento delle tensioni geopolitiche nonché eventuali modifiche nelle aspettative riguardo l'evoluzione del percorso di restrizione della politica monetaria, potrebbero comportare un rischio al rialzo dei tassi di interesse maggiore di quanto atteso attualmente.

Nel quadriennio di previsione, l'aggiustamento *stock-flussi* ha complessivamente un impatto sfavorevole per circa l'1,5 per cento di PIL; tuttavia, nell'anno in corso contribuisce alla discesa del debito per 0,6 punti di PIL, mentre nel triennio 2023-25 concorre all'aumento del debito per 2,1 punti di PIL. Tra le componenti dell'aggiustamento *stock-flussi*, le disponibilità liquide del Tesoro contribuiranno alla riduzione del debito per circa lo 0,2 per cento del PIL nel 2022 e per lo 0,1 per ciascun anno del triennio successivo, in modo da riportare il saldo del conto di disponibilità intorno al livello registrato a fine 2019, ovvero prima dell'inizio della crisi pandemica.

La NADEF rivista e integrata non riporta informazioni sufficienti per distinguere e quantificare gli altri elementi sottostanti la dinamica dell'aggiustamento *stock-flussi*. Si può ipotizzare che tra i fattori in grado di contribuire favorevolmente alla riduzione del debito nell'anno in corso dovrebbero essere compresi gli incassi delle sovvenzioni RRF. Gli impatti negativi, invece, dovrebbero derivare dall'operatività di Patrimonio Destinato, uno degli strumenti istituiti per contrastare gli effetti dell'emergenza pandemica.

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

Alla fine di settembre gli acquisti netti di titoli pubblici e privati nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* (APP) da parte dell'Eurosistema ammontavano complessivamente a 3.256 miliardi, mentre quelli condotti con il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) a 1.683 miliardi. I titoli pubblici italiani detenuti dall'Eurosistema erano pari a 443 miliardi nell'ambito dell'APP e a 288 miliardi nell'ambito del PEPP, per un totale di 731 miliardi.

Per contrastare le crescenti pressioni inflazionistiche, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha posto fine agli acquisti netti di attività finanziarie nell'ambito dell'APP dal 1° luglio 2022 (quelli del PEPP erano già stati interrotti a fine marzo 2022) e ha avviato il rialzo dei tassi di politica monetaria, procedendo con un primo incremento di 50 punti base dei tassi di interesse ufficiali nella riunione di luglio, con un secondo pari a 75 punti base nella riunione di settembre e con un terzo pari a ulteriori 75 punti base nella riunione di ottobre. Nel complesso, quindi, i tassi di riferimento della politica monetaria sono aumentati di 2 punti percentuali dal luglio scorso. Nelle prossime riunioni, il Consiglio della BCE prevede di aumentare ancora i tassi d'interesse per assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Inoltre, ha confermato che continuerà a reinvestire il capitale rimborsato sui

titoli in scadenza nell'ambito dell'APP per un prolungato periodo di tempo. Con riferimento al PEPP, ha dichiarato che intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza almeno sino alla fine del 2024 e che il reinvestimento avverrà in maniera flessibile (tra classi di attività, tra paesi e nel tempo) per contrastare i rischi di frammentazione dei mercati finanziari.

Sulla base di alcune ipotesi, si può stimare il possibile impatto dei programmi di acquisti e del reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza da parte dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani per il 2022 e 2023 e nello specifico valutare l'ammontare dei flussi netti di titoli restanti che dovranno essere assorbiti dagli investitori privati.

Per il 2022 le emissioni di titoli di Stato al lordo dei relativi rimborsi (nel resto del paragrafo per semplicità "emissioni lorde") sono stimate in 418 miliardi, un ammontare inferiore rispetto a quello del 2021 (tab. 2.6). Tale stima deriva da una previsione di copertura del fabbisogno del settore statale programmatico pari a 74 miliardi⁹ e dell'ammontare dei titoli in scadenza stimato in 369 miliardi, al netto dei prestiti del RRF per circa 22 miliardi¹⁰, e della riduzione del conto disponibilità del Tesoro per circa 4 miliardi.

Sulla base dei dati pubblicati a consuntivo dalla BCE, gli acquisti netti di titoli italiani da parte dell'Eurosistema nell'ambito dell'APP da gennaio a giugno del presente anno sono stati pari a circa 19 miliardi mentre quelli nell'ambito del PEPP da gennaio a marzo sono stati pari a circa 21 miliardi per un totale di 40 miliardi nel 2022.

Tab. 2.6 – Emissioni lorde di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema (1) (2)

	2021	2022	2023
Fabbisogno del settore statale (a)	106	74	98
Rimborsi titoli di Stato (b)	387	369	406
Variazione conto disponibilità del Tesoro (c)	5	-4	-2
Prestiti UE: SURE (d)	11	0	0
Prestiti UE: RRF (e)	16	22	23
Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario (f)=(a)+(b)-(c)-(d)-(e)	471	418	479
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (g)	151	40	0
Reinvestimento scadenze nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (h)	42	52	65
Acquisti lordi titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (i)=(g)+(h)	193	92	65
Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario al netto dei programmi APP e PEPP (l)=(f)-(i)	279	326	414

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2022 Versione rivista e integrata, BCE, Banca d'Italia e MEF.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) All'interno dei "Rimborsi titoli di Stato" (riga b) sono compresi i titoli in scadenza nell'ambito del *Securities Markets Programme* (SMP) dell'Eurosistema.

⁹ Pari al 3,9 per cento del PIL 2022, come indicato nella NADEF 2022 Versione rivista e integrata a pag. 20.

¹⁰ Pari all'1,2 per cento del PIL 2022, come indicato nella NADEF 2022 a pag. 64.

Per quanto riguarda la stima del reinvestimento delle scadenze per il 2022 e il 2023, si applica la *capital key* italiana (pari al 17 per cento) 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 portafoglio¹¹.

Con queste ipotesi, per il 2022 gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario sono stimati in circa 92 miliardi ovvero il 22 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario (tab. 2.6). Rispetto all'anno precedente, la stima degli acquisti lordi dell'Eurosistema risulterebbe più che dimezzata.

In questo scenario, le emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario ammonterebbero a 326 miliardi, un ammontare superiore di 47 miliardi rispetto a quello dello scorso anno, sebbene le emissioni lorde sul mercato primario si riducano di 54 miliardi nello stesso periodo.

La stima delle emissioni di titoli di Stato nel mercato primario al netto dei relativi rimborsi (nel resto del paragrafo per semplicità "emissioni nette") e al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario tornerebbe positiva e sarebbe pari a 12 miliardi, mentre lo scorso anno tale stima era risultata negativa per -51 miliardi (tab. 2.7).

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. 2.7 – Emissioni nette di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema (1)

	2021	2022	2023
Fabbisogno del settore statale (a)	106	74	98
Variazione conto disponibilità del Tesoro (b)	5	-4	-2
Prestiti UE: SURE (c)	11	0	0
Prestiti UE: RRF (d)	16	22	23
Emissioni nette titoli di Stato (e)=(a)+(b)-(c)-(d)	84	48	73
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (f)	151	40	0
Scadenze titoli di Stato del SMP (g)	-15	-3	0
Acquisti netti titoli di Stato nel mercato secondario (h)=(f)+(g)	135	37	0
Emissioni nette titoli di Stato al netto acquisti dei programmi APP e PEPP e scadenze SMP (i)=(e)-(h)	-51	12	73

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2022 Versione rivista e integrata, BCE, Banca d'Italia e MEF.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

¹¹ Si noti che a fine settembre 2022, gli acquisti netti di titoli italiani ammontavano a circa il 17,1 per cento nell'APP e al 17,6 per cento nel PEPP.

Per il 2023 le emissioni lorde dei titoli di Stato sono stimate in 479 miliardi, un ammontare superiore a quello del 2022, sia per un aumento del saldo di cassa che per un importo maggiore di titoli da rimborsare nell'anno (tab. 2.6). Infatti, tale stima deriva da una previsione di copertura del fabbisogno del settore statale programmatico pari a 98 miliardi¹² e dell'ammontare dei titoli in scadenza stimato in 406 miliardi, al netto dei prestiti del RRF per circa 23 miliardi¹³ e della riduzione del conto disponibilità del Tesoro per circa 2 miliardi.

Nel medesimo anno, gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario dovrebbero riguardare solamente il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza; essi sono stimati in circa 65 miliardi, ovvero il 14 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario.

Le emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario nel 2023 ammonterebbero quindi a 414 miliardi, un ammontare superiore di 88 miliardi rispetto al 2022. La stima delle emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario crescerebbe ulteriormente nel 2023 e sarebbe pari a circa 73 miliardi (tab. 2.7). In confronto, prendendo come riferimento la previsione del fabbisogno del settore statale dello scenario tendenziale pubblicata nella NADEF di settembre scorso, la stima delle emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario risulterebbe più bassa, ovvero pari a 42 miliardi per il 2023.

Se si considera come riferimento l'anno precedente alla crisi pandemica, ovvero il 2019, nel 2023 le emissioni lorde al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario risulterebbero superiori di circa 30 miliardi mentre le emissioni nette dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario risulterebbero superiori di circa 15 miliardi.

Infine, si evidenzia che a fine 2021 la quota di debito complessivo della PA detenuta dalla Banca d'Italia era pari al 25,3 per cento. Inoltre, dato l'ammontare complessivo di acquisti netti nell'ambito dell'APP e del PEPP da parte della BCE, si può stimare che a fine 2021 essa deteneva circa il 2,6 per cento del debito della PA. Quindi, in totale la quota di debito della PA detenuta dall'Eurosistema è stimata pari al 27,8 per cento. Sommando gli acquisti netti di titoli di Stato nel mercato secondario da parte dell'Eurosistema stimati per il 2022 e 2023, tale quota passerebbe al 28,2 per cento nel 2022 e tornerebbe intorno al 27,1 nel 2023.

¹² Pari al 4,9 per cento del PIL 2023, come indicato nella NADEF 2022 Versione rivista e integrata a pag. 20.

¹³ Pari all'1,2 per cento del PIL 2023, come indicato nella NADEF 2022 a pag. 64.

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

La sensitività del sentiero programmatico del rapporto tra il debito e il PIL della NADEF viene valutata rispetto a ipotesi alternative sul tasso di crescita reale del PIL e, per tenere conto dell'impatto dell'inflazione, rispetto a ipotesi alternative sul tasso di crescita del deflatore del PIL e del deflatore dei consumi.

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

Nello scenario UPB, il rapporto tra saldo primario e PIL viene rideterminato rispetto al dato programmatico del Governo moltiplicando il differenziale di crescita reale dell'UPB e dello scenario NADEF con l'elasticità dell'indebitamento netto a variazioni del ciclo economico che, secondo le stime aggiornate dalla Commissione europea nel 2019¹⁴, è per l'Italia pari a 0,544. Inoltre, per tenere conto dell'impatto dell'inflazione sul saldo primario, in ciascun anno del periodo 2022-25, al differenziale del tasso di crescita del deflatore del PIL e al differenziale del tasso di crescita del deflatore dei consumi risultante dai due scenari sono state applicate elasticità ottenute considerando in particolare le quote di entrate e spese maggiormente sensibili rispetto alle variazioni dei prezzi.

Più nello specifico, sul lato delle entrate è stato ipotizzato che il gettito IVA reagisca nel medesimo anno a variazioni del tasso di crescita del deflatore dei consumi mentre le restanti entrate si muovano in linea con variazioni contemporanee del tasso di crescita del deflatore del PIL. L'ipotesi di lavoro adottata relativamente alle spese assume che, in coerenza con la normativa relativa all'indicizzazione delle prestazioni previdenziali all'inflazione, la spesa per pensioni reagisca con un anno di ritardo rispetto a *shock* sul deflatore dei consumi. Relativamente alle restanti voci di spesa, per tenere conto delle modalità di aggiornamento degli stanziamenti, è stato ipotizzato che queste rispondano con un ritardo di un anno a *shock* positivi del tasso di crescita del deflatore del PIL mentre rimangano invariate in caso di *shock* negativi come riflesso delle rigidità verso il basso degli stanziamenti stessi.

In aggiunta, nello scenario UPB si assume che il differenziale della crescita dei prezzi al consumo rispetto allo scenario NADEF si trasli interamente sui tassi di interesse a breve e parzialmente, con un coefficiente di 0,5, sui tassi di interesse di lungo termine. Infine, si tiene conto dell'impatto del differenziale del tasso di crescita del deflatore dei consumi sulla spesa per interessi relativa ai titoli indicizzati all'inflazione sia italiana sia europea¹⁵.

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

¹⁵ Per ulteriori 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"*

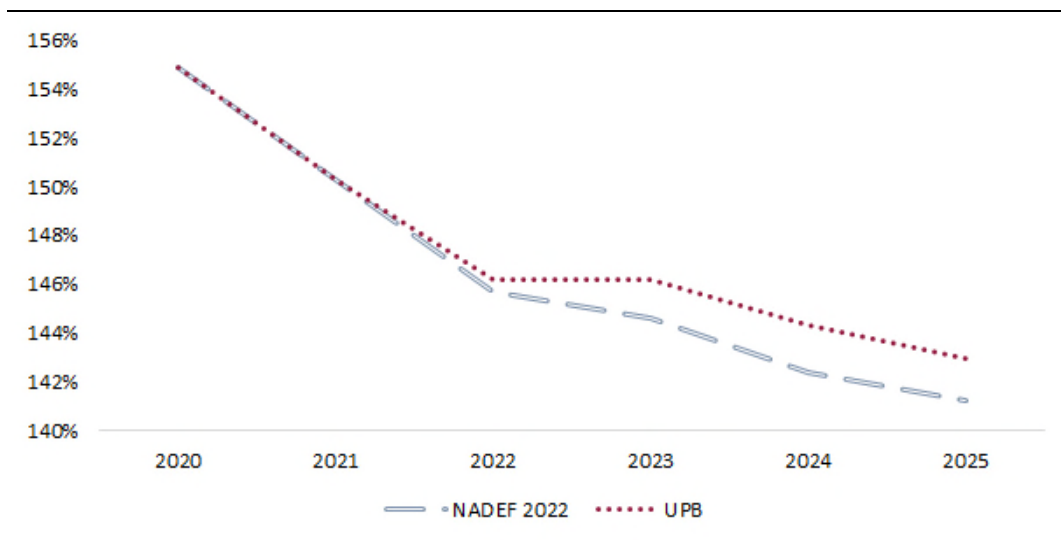
Nel 2022 e nel 2023, il quadro macroeconomico dell'UPB prevede tassi di crescita reali simili allo scenario della NADEF. Per contro, nel 2024, la crescita reale del PIL nello scenario UPB si attesta all'1,3 per cento, 0,6 punti percentuali al di sotto della previsione della NADEF mentre nel 2025 la crescita reale risulta essere 0,2 punti percentuali inferiore. Il deflatore del PIL avrebbe una dinamica meno sostenuta nel 2022 e nel 2023, risultando, rispettivamente, 0,2 e 0,6 punti percentuali al di sotto della previsione della NADEF. Per contro, nel 2024 e nel 2025 il tasso di crescita del deflatore del PIL previsto nello scenario UPB sarebbe rispettivamente, 4 decimi e 6 decimi di punto più alto rispetto a quanto previsto dal Governo. Nel complesso, l'evoluzione del PIL nominale risulterebbe essere più contenuta nello scenario UPB in tutti gli anni del periodo di previsione. Per quanto riguarda il deflatore dei consumi, lo scenario UPB prevede per il 2022 un tasso allineato alla proiezione del Governo mentre, per il 2023, il dato risulta essere di circa 1,1 punti più basso del corrispondente valore riportato nella NADEF. Per il 2024 e il 2025, la crescita del deflatore dei consumi dello scenario UPB risulta essere invece 4 decimi di punto al di sopra delle previsioni governative.

Le ipotesi di simulazione appena descritte implicano una traiettoria del rapporto tra il debito e il PIL che nello scenario UPB risulta collocarsi al di sopra di quella prevista dal Governo per tutti gli anni del periodo di previsione. Più nello specifico, lo scarto rispetto alla NADEF ammonterebbe a 0,5 punti percentuali nel 2022 e a 1,6 punti percentuali di PIL nel 2023. In quest'ultimo anno, il rapporto tra il debito e il PIL non calerebbe ma rimarrebbe sostanzialmente costante poco sopra il 146 per cento. Nei rimanenti due anni il rapporto tra debito e PIL, pur riprendendo a diminuire, si attesterebbe al 144,3 per cento nel 2024, valore superiore di circa 2 punti percentuali rispetto alla corrispondente previsione della NADEF, e al 142,9 per cento nel 2025, con uno scarto di circa 1,7 punti al di sopra dell'obiettivo del Governo. (fig. 2.2). Tale risultato deriva principalmente dalla più bassa crescita del deflatore del PIL dello scenario UPB prevista per il 2022 e 2023, la quale produce sia un più basso livello del PIL nominale, ovvero il denominatore del rapporto tra il debito e il PIL, sia un maggiore disavanzo primario; questi impatti sono solo in parte compensati dalla minore spesa per interessi legata alla previsione di tassi di inflazione al consumo più moderati. Per contro, negli anni 2024 e 2025, il più elevato livello del rapporto tra debito e PIL dello scenario UPB è principalmente il risultato del trascinamento del più alto *stock* di debito del 2023.

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

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 al *framework* descritto nella Nota di lavoro, nell'attuale configurazione viene fatta una distinzione tra l'impatto dello *shock* al deflatore del PIL e quello dello *shock* al deflatore dei consumi.

Fig. 2.2 – Sensitività del rapporto tra il debito e il PIL alle ipotesi di crescita e inflazione
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2022 Versione rivista e integrata.

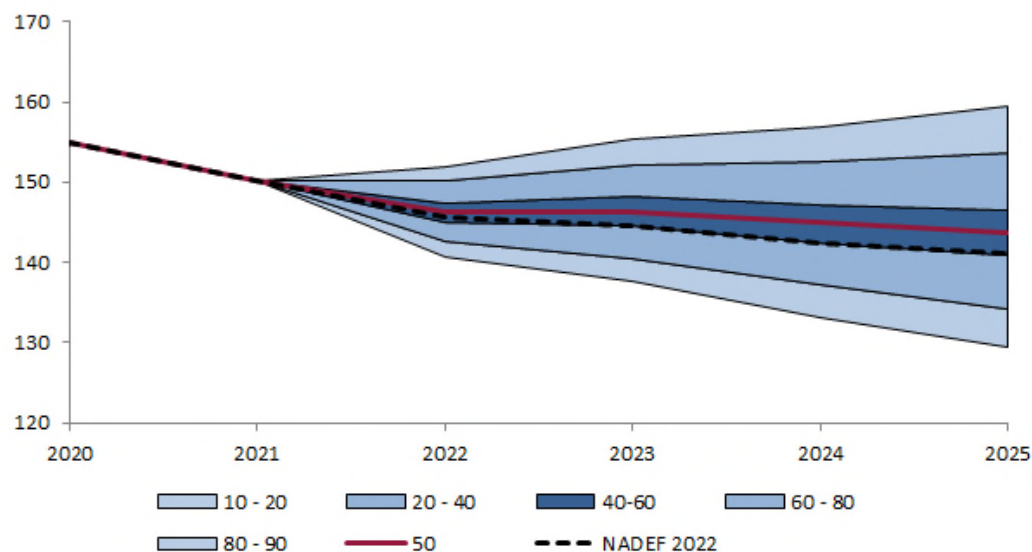
breve e a lungo termine) vengono sottoposte a *shock* temporanei, sulla base della loro variabilità e correlazione storica, al fine di ottenere un gran numero di scenari nell'orizzonte di previsione della NADEF e determinarne intervalli di probabilità¹⁶.

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 elaborate nello scenario 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. 2.3). La distribuzione ottenuta vede il rapporto dello scenario programmatico della NADEF collocarsi su valori prossimi al quarantesimo percentile per circa tutto l'orizzonte di previsione: 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 nella NADEF. Pertanto si rileva un rischio relativamente elevato che l'evoluzione del rapporto tra debito e PIL sia meno favorevole di quanto atteso nello scenario programmatico del Governo.

¹⁶ Nel contesto dell'analisi stocastica, l'approccio utilizzato per l'elaborazione dei vari scenari risulta semplificato rispetto al set di ipotesi impiegate per la predisposizione dello scenario UPB della figura 2.2. In particolare, allo stato attuale, la metodologia in uso ancora non si avvale della serie del deflatore dei consumi per la definizione degli *shock* sottostanti. Inoltre, i dati sulla struttura del debito ancora non distinguono per i titoli indicizzati all'inflazione italiana o dell'area euro. L'estensione del *framework* deterministico UPB a quello stocastico per tener conto dell'inflazione al consumo (oltre che del tasso di crescita del deflatore del PIL) è in via di definizione. Per maggiori dettagli sulla metodologia utilizzata, si veda Berti, K. (2013), "Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries", European Commission, Economic Papers 480.

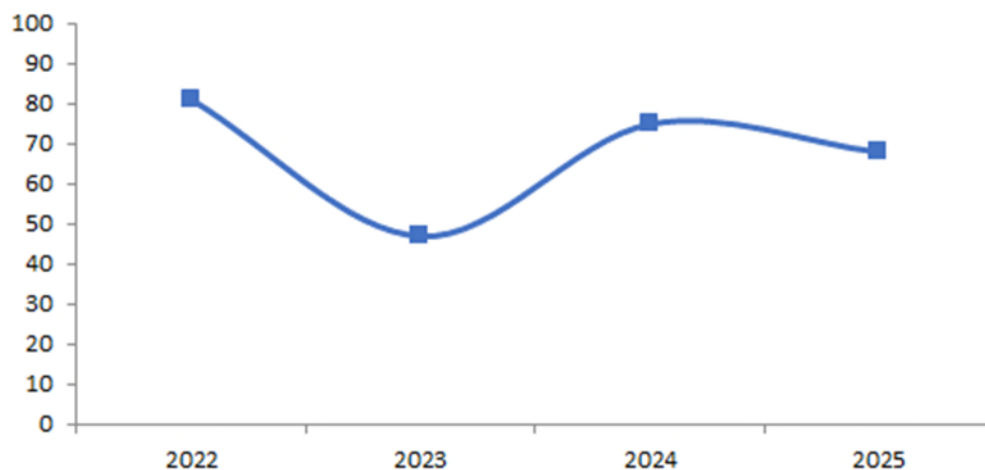
Fig. 2.3 – Analisi stocastica dell’evoluzione del debito in rapporto al PIL
(punti percentuali)



Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2022 Versione rivista e integrata.

Da queste simulazioni stocastiche si può anche desumere la probabilità di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all’anno precedente¹⁷ (fig. 2.4). In particolare, tale probabilità risulta intorno all’80 per cento nel 2022 mentre scende in modo marcato nel 2023 sotto il 50 per cento. Negli ultimi due anni dell’orizzonte di previsione della NADEF la probabilità che il rapporto tra il debito e il PIL diminuisca si colloca intorno al 70 per

Fig. 2.4 – Probabilità implicite di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all’anno precedente
(punti percentuali)



Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2022 Versione rivista e integrata.

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.

cento. Questi risultati confermano quindi il rischio che la dinamica di riduzione del debito in rapporto al PIL si arresti temporaneamente nel 2023 per poi riprendere con una probabilità relativamente elevata nei due anni successivi.

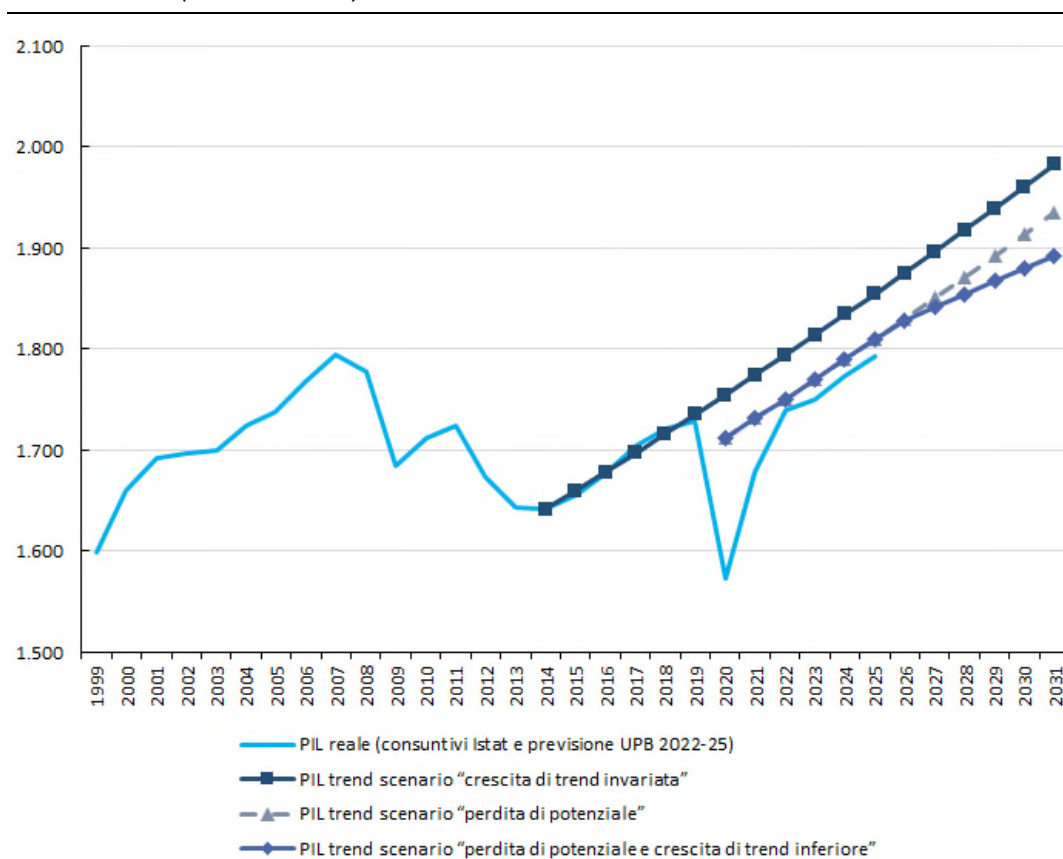
2.3.3 Scenari di evoluzione del debito in rapporto al PIL nel medio periodo

In questo paragrafo vengono presentate alcune proiezioni del rapporto debito/PIL nel medio periodo. Grazie a ipotesi sull'evoluzione delle variabili macroeconomiche e di finanza pubblica è possibile estrapolare lo scenario UPB descritto nel paragrafo 2.3.2 per costruire scenari illustrativi della dinamica del rapporto debito/PIL lungo un orizzonte che si estende oltre il periodo di previsione della NADEF, ossia dal 2026 fino al 2031.

Per quanto concerne la proiezione del PIL, in considerazione del fatto che la stima del prodotto potenziale è soggetta a forte volatilità e instabilità, soprattutto nelle fasi di inversione del ciclo o in presenza di dinamiche “anomale” del PIL effettivo (quali quelle dell'attuale periodo caratterizzato da incertezze sull'impatto che potrebbero avere avuto la crisi pandemica e geopolitica internazionale e, in direzione opposta, i programmi di investimento e riforma previsti nel PNRR), l'evoluzione di medio termine è stata costruita sulla base di ipotesi alternative applicate a un PIL di *trend*. Pertanto, si considerano tre scenari alternativi per l'andamento del PIL di *trend* (fig. 2.5):

- 1) lo scenario “crescita di *trend* invariata”, in cui si ipotizza un graduale ritorno del PIL al *trend* pre-COVID, ovvero al *trend* osservato nel periodo 2014-19 (nella fase espansiva precedente la crisi pandemica), durante il quale la crescita media è stata intorno all'1,1 per cento; questo scenario risulterebbe coerente con l'ipotesi che le misure messe in atto dal Governo nel 2020-22 abbiano contribuito a salvaguardare il potenziale dell'economia italiana dalle conseguenze economiche della pandemia;
- 2) lo scenario “perdita di potenziale”, in cui si ipotizza che il livello del PIL di *trend* sia inferiore a quello dello scenario “crescita di *trend* invariata” di circa 2,4 punti percentuali; tale valore corrisponde approssimativamente alla perdita media annua del PIL di *trend* registrata dopo la crisi degli anni 2008-2013; in questo scenario meno ottimistico le misure adottate dal Governo sarebbero riuscite solo in parte a evitare il deterioramento strutturale dell'economia imputabile agli effetti negativi della pandemia;
- 3) lo scenario “perdita di potenziale e crescita di *trend* inferiore”, nel quale si ipotizza che fino al 2025 il livello del PIL di *trend* sia identico a quello dello scenario “perdita di potenziale” dopodiché dal 2026 si ipotizza che il tasso di crescita converga entro il 2028 a un valore inferiore, pari allo 0,7 per cento, coerente con l'attuale stima di crescita di medio termine per l'Italia elaborata da *Consensus Forecast*.

Fig. 2.5 – Evoluzione del livello del PIL di trend in scenari alternativi
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione su dati del NADEF 2022 e Istat.

L'evoluzione del livello del PIL reale in ciascuno scenario si ottiene considerando l'ipotesi aggiuntiva di una chiusura graduale e lineare dell'*output gap* stimato per il 2025 in 6 anni, dal 2026 al 2031. Sulla base di queste ipotesi, nel periodo 2026-2031 la crescita media annua del PIL reale risulterebbe pari all'1,7 per cento nello scenario "crescita di *trend* invariata", all'1,3 per cento nello scenario "perdita di potenziale", allo 0,9 per cento nello scenario "perdita di potenziale e crescita di *trend* inferiore".

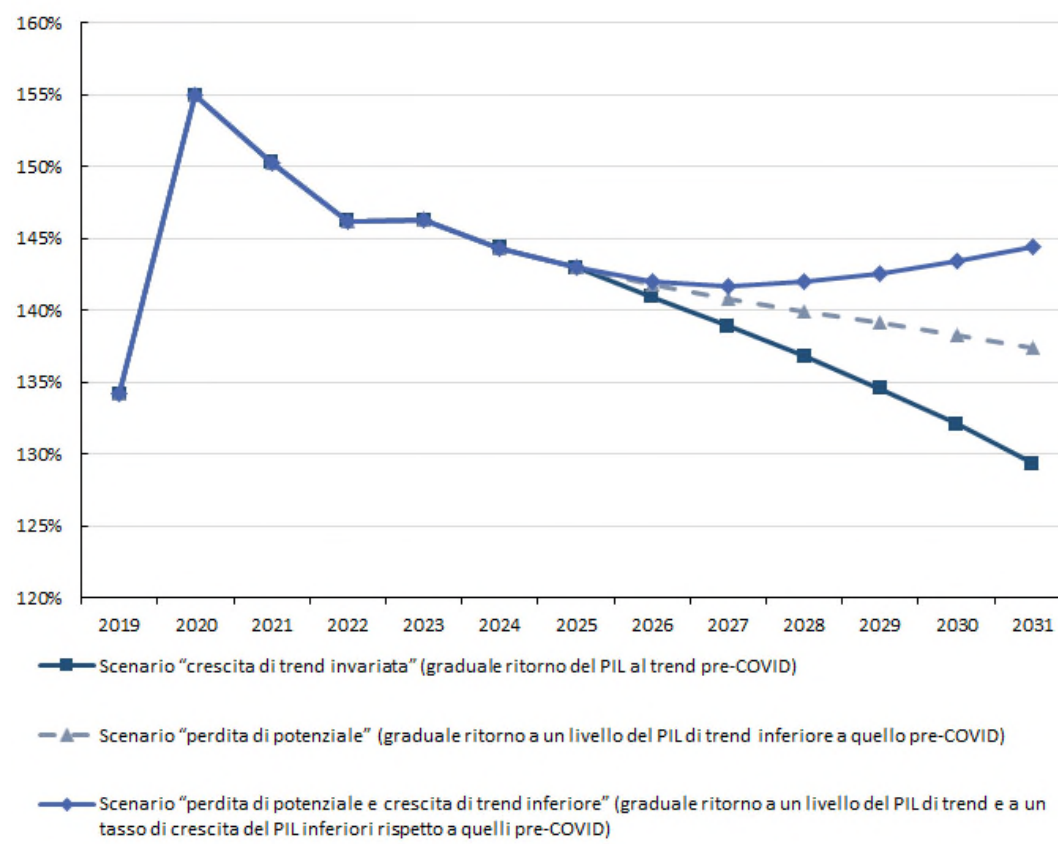
Per le altre determinanti non fiscali della dinamica del rapporto del debito sul PIL, le ipotesi di previsione per il periodo 2026-2031 sono le seguenti: i) la graduale convergenza dell'inflazione all'obiettivo della BCE pari al 2 per cento; ii) la graduale convergenza dei tassi d'interesse all'emissione all'1,9 per cento per i titoli di Stato a breve termine e al 3,1 per cento per quelli a lungo termine¹⁸; iii) un valore degli aggiustamenti *stock-flussi* in ciascun anno pari al valore mediano registrato tra il 1999 e il 2021 (0,3 per cento del PIL).

¹⁸ Per tasso di interesse a breve termine si intende una media dei tassi di interesse dei titoli con scadenza fino ad un anno; con tassi a lungo termine si intende una media dei tassi di interesse dei titoli con scadenza superiore a un anno. Tali valori sono coerenti con il ritorno del differenziale del tasso a breve rispetto alla crescita nominale del PIL e con il premio a termine sui tassi a lunga a valori pari al valore mediano dal 1999, ovvero dall'avvio dell'area dell'euro, al 2021.

Per quanto riguarda le ipotesi sul saldo primario, si assume che l'orientamento della politica di bilancio rimanga neutrale. Quindi, in linea con l'ipotesi di politiche invariate, negli scenari "crescita di *trend* invariata" e "perdita di potenziale", si assume che il saldo primario strutturale dal 2026 in poi rimanga costante e uguale a quello del 2025, ultimo anno di previsione della NADEF. Ciò equivale a ipotizzare che la crescita della spesa primaria sia in linea di massima simile alla crescita del PIL di *trend* e che non siano implementate misure discrezionali dal lato delle entrate. Per costruzione, nello scenario "perdita di potenziale e crescita di *trend* inferiore", la minore crescita di *trend* rispetto allo scenario "crescita di *trend* invariata" si traduce in un deterioramento del saldo primario strutturale senza che ciò implichi l'attuazione di misure espansive da parte del Governo.

Sulla base di queste ipotesi, nello scenario "crescita di *trend* invariata" il rapporto tra debito e PIL continuerebbe a ridursi dopo il 2025 (fig. 2.6), scendendo in media di 2,3 punti di PIL l'anno e raggiungendo nel 2031 un livello pari al 129,3 per cento, circa 4,8 punti percentuali al di sotto del debito pre-pandemia del 2019. Nello scenario "perdita di potenziale", il rapporto tra il debito e il PIL si ridurrebbe con una velocità sensibilmente ridotta, pari a circa 0,9 punti percentuali in media d'anno, passando dal livello del 142,9 per cento del 2025 fino al 137,4 per cento del PIL del 2031. Infine, nello

Fig. 2.6 – Evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL in scenari alternativi
(punti percentuali di PIL)

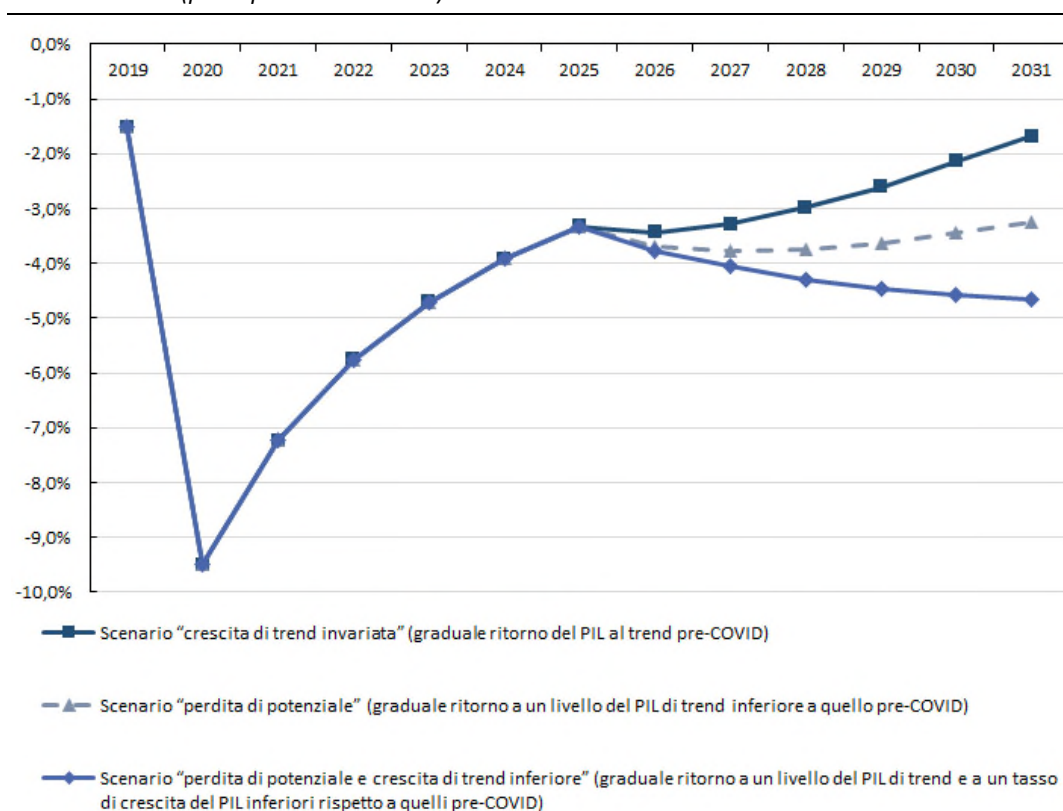


Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2022, Banca d'Italia e Istat.

scenario “perdita di potenziale e crescita di *trend* inferiore”, il debito diminuirebbe di circa 1,3 punti percentuali nel 2026 e nel 2027 e poi inizierebbe lentamente ad aumentare, attestandosi al 144,4 per cento del PIL nel 2031.

L’ipotesi di politiche invariate, coincidente con un orientamento neutrale della politica di bilancio dal 2026, implica un disavanzo nominale in rapporto al PIL in discesa dal 3,4 per cento del 2026 all’1,7 per cento nel 2031 nello scenario “crescita di *trend* invariata” (fig. 2.7); invece, nello scenario “perdita di potenziale”, il disavanzo si manterrebbe sostanzialmente costante intorno al 3,7 per cento del PIL negli anni 2026-2029 per poi ridursi fino al 3,2 per cento nel 2031. Nello scenario “perdita di potenziale e crescita di *trend* inferiore” il peggioramento del disavanzo sarebbe ancora più marcato, attestandosi al 4,7 per cento a fine periodo. Pertanto, in questi ultimi due scenari il disavanzo nominale rimarrebbe superiore alla soglia del 3 per cento fissata dal Patto di Stabilità e Crescita.

Fig. 2.7 – Evoluzione del saldo di bilancio in scenari alternativi
(punti percentuali di PIL)

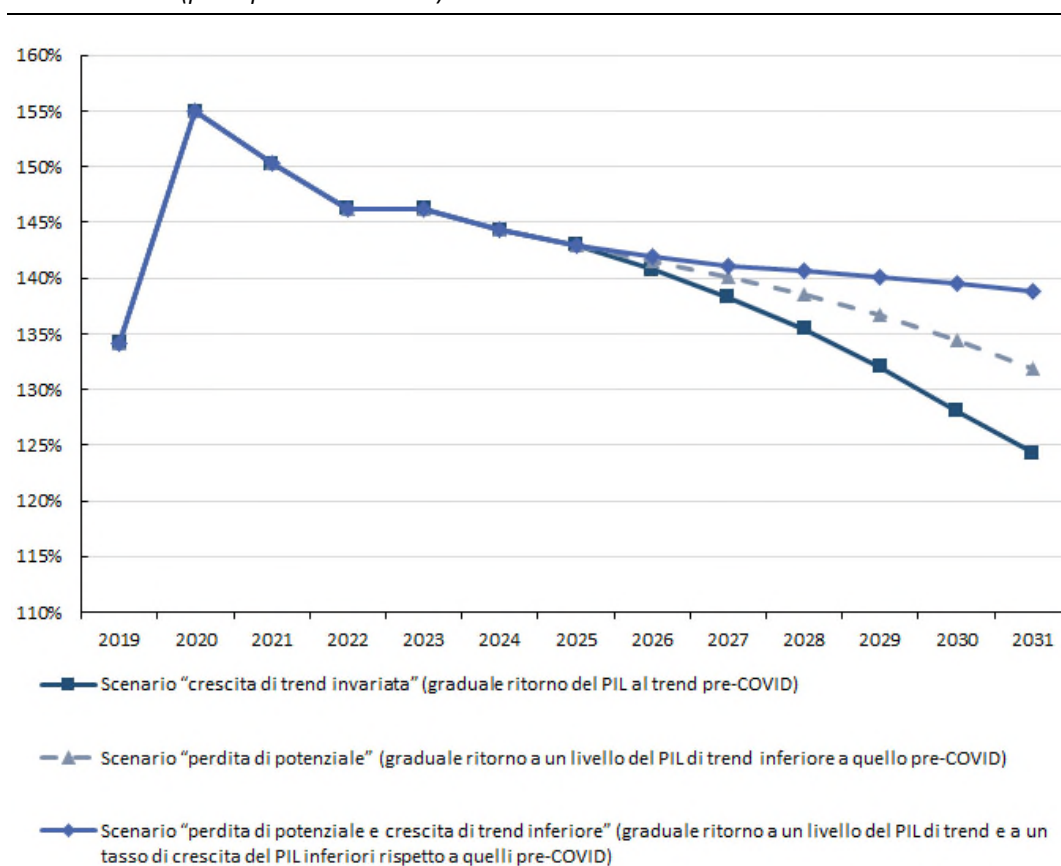


Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2022 e Istat.

In aggiunta alle proiezioni descritte finora, è interessante anche valutare la traiettoria del debito in scenari in cui si prevede un percorso di consolidamento di bilancio. A tal fine, a partire dal 2026, in ciascun scenario descritto precedentemente, si ipotizza in ogni anno un aggiustamento del saldo primario strutturale pari a mezzo punto percentuale di PIL¹⁹.

Nonostante si ipotizzi che le misure di consolidamento fiscale producano gli effetti di retroazione sulla crescita del PIL reale, il piano di aggiustamento determina un'evoluzione più favorevole della dinamica del rapporto debito sul PIL in tutti gli scenari rispetto all'ipotesi di un orientamento neutrale della politica di bilancio (fig. 2.8). Nello scenario "crescita di *trend* invariata", alla fine dell'orizzonte temporale il rapporto risulterebbe circa 5,0 punti percentuali inferiore rispetto al corrispondente livello dello scenario che non prevede un percorso di consolidamento fiscale e circa 10 punti percentuali al di sotto del livello pre-COVID del 2019. Nello scenario "perdita di

Fig. 2.8 – Evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL in scenari alternativi con aggiustamento di bilancio dal 2026
(punti percentuali di PIL)



Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2022, Banca d'Italia e Istat.

¹⁹ Si ipotizza inoltre che l'aggiustamento strutturale si interrompa una volta raggiunto l'obiettivo di medio termine.

potenziale”, il rapporto tra il debito e il PIL seguirebbe un profilo discendente fino a raggiungere il 131,8 per cento nel 2031, circa 2,3 punti inferiore rispetto al livello pre-COVID del 2019. Anche nello scenario “perdita di potenziale e crescita di *trend* inferiore” il rapporto tra debito e PIL mostrerebbe un profilo decrescente in tutto l’orizzonte di proiezione sebbene con decrementi relativamente modesti, attestandosi intorno al 138,8 per cento nel 2031²⁰.

2.4 La Relazione del Governo al Parlamento

Con la Relazione appena presentata, il Governo intende ricorrere alla procedura prevista dall’articolo 6 della L. 243/2012 per adottare misure urgenti atte a contrastare gli effetti negativi dell’aumento dei prezzi energetici e i rischi derivanti dalla situazione geopolitica internazionale, alla luce delle difficoltà per imprese e famiglie connesse con la crisi energetica.

L’articolo 6 della L. 243/2012 prevede, al comma 1, che scostamenti temporanei del saldo strutturale, ovvero il saldo complessivo corretto per gli effetti del ciclo economico al netto delle misure una tantum, dall’obiettivo programmatico siano consentiti in caso di eventi eccezionali. Al comma 2 vengono definiti eventi eccezionali, da individuare in coerenza con l’ordinamento della UE, i periodi di grave recessione economica e gli eventi straordinari, al di fuori del controllo dello Stato. Il comma 3 stabilisce che, se il Governo ritiene indispensabile discostarsi temporaneamente dall’obiettivo programmatico, sentita la Commissione europea, deve presentare alle Camere una Relazione con cui aggiorna gli obiettivi programmatici di finanza pubblica e una specifica richiesta di autorizzazione che indichi la misura e la durata dello scostamento, stabilisca le finalità alle quali destinare le risorse disponibili in conseguenza dello stesso e definisca il piano di rientro verso l’obiettivo programmatico. Il piano di rientro è attuato a decorrere dall’esercizio successivo a quelli per i quali è autorizzato lo scostamento per gli eventi eccezionali, tenendo conto dell’andamento del ciclo economico. La deliberazione con la quale ciascuna Camera autorizza lo scostamento e approva il piano di rientro è adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti. Il comma 5 prevede, inoltre, che il piano di rientro verso l’obiettivo programmatico possa essere aggiornato al verificarsi di ulteriori eventi eccezionali ovvero qualora, in relazione all’andamento del ciclo economico, il Governo intenda apportarvi modifiche. L’articolo 18 della L. 243/2012 prevede che, tra le altre funzioni, l’UPB effettui analisi, verifiche e valutazioni in merito agli scostamenti derivanti dal verificarsi degli eventi eccezionali.

Secondo il Governo, le ultime stime della crescita del PIL nel terzo trimestre rilevano un rallentamento rispetto agli andamenti della prima metà dell’anno e, nonostante sia stata rivista al rialzo la crescita del PIL per l’anno in corso, permangono rilevanti rischi al ribasso per la parte finale dell’anno, legati alle tensioni inflazionistiche e all’indebolimento del ciclo economico internazionale. Inoltre, a fronte di questi sviluppi, le prospettive di crescita dell’economia per il prossimo futuro appaiono più deboli e incerte. In tale contesto, secondo il Governo, la crisi energetica continuerà ad avere un

²⁰ Nell’interpretazione dei risultati è importante sottolineare che il miglioramento della dinamica del rapporto del debito sul PIL rispetto agli scenari a politiche invariate è inferiore a quanto atteso considerando l’aggiustamento del saldo strutturale “al valore facciale”. Infatti, l’aggiustamento strutturale ha un impatto sfavorevole sul ciclo e ciò si traduce in un effetto negativo di retroazione sulla finanza pubblica.

impatto negativo su imprese e famiglie e a costituire un freno per l'attività, specialmente nei settori ad alta intensità energetica.

Alla luce di tali premesse, tenuto conto del rischio di un rallentamento dell'economia nei prossimi mesi, il Governo ritiene necessario prevedere un rientro più graduale del deficit.

Con la Relazione, il Governo richiede quindi alle Camere l'autorizzazione al ricorso all'indebitamento nell'anno 2022 per l'utilizzo del margine di 9,1 miliardi di euro, quale differenza tra l'andamento tendenziale (5,1 per cento) e quello programmatico (5,6 per cento) da destinare al finanziamento di misure di contrasto all'incremento dei prezzi energetici su famiglie, imprese ed enti.

Inoltre, il Governo chiede, rispetto al quadro programmatico fissato nel DEF 2022 e confermato con le successive Relazioni al Parlamento, l'autorizzazione alla revisione degli obiettivi programmatici di indebitamento netto per un importo in termini percentuali di PIL pari a 0,6 per cento nel 2023, 0,4 per cento nel 2024 e 0,2 per cento nel 2025.

La Relazione ricorda che il DEF 2022 riportava un obiettivo programmatico dell'indebitamento netto in rapporto al PIL pari al 5,6 per cento nel 2022, 3,9 per cento nel 2023, 3,3 per cento nel 2024 e 2,8 per cento nel 2025, corrispondenti in termini strutturali al 5,9 per cento nel 2022, 4,5 per cento nel 2023, 4,0 per cento nel 2024 e 3,6 per cento nel 2025.

Quindi, come conseguenza della richiesta di autorizzazione della Relazione appena presentata, il livello programmatico di indebitamento netto in rapporto al PIL riportato dalla NADEF 2022 rivista e integrata sarebbe pari al 5,6 per cento nel 2022, 4,5 per cento nel 2023, 3,7 per cento nel 2024 e 3 per cento nel 2025, corrispondenti in termini strutturali al 6,1 per cento nel 2022, 4,8 per cento nel 2023, 4,2 per cento nel 2024 e 3,6 per cento nel 2025.

Alcune considerazioni

Per quanto riguarda la richiesta di ricorso all'indebitamento per il 2022, anche se non esplicitamente menzionato nel testo della Relazione, si deve ritenere che la sua giustificazione si basi sul verificarsi di eventi eccezionali individuati in coerenza con le indicazioni della normativa europea.

A questo riguardo, come in occasione dell'Audizione dell'UPB sulla Relazione del settembre scorso, si ricorda che nella Comunicazione "Semestre europeo 2022 –

Pacchetto di primavera” del 23 maggio 2022²¹, la Commissione europea ha ritenuto giustificabile la proroga della clausola di salvaguardia generale, attivata nel marzo 2020 a seguito della pandemia da COVID-19, fino a tutto il 2023, prendendo atto della crescente incertezza derivante dal conflitto in Ucraina, dei rischi di revisione al ribasso delle prospettive economiche, degli aumenti dei prezzi energetici e dei problemi nelle catene di approvvigionamento.

Al contempo, è importante ribadire che, in linea con le Raccomandazioni specifiche per il semestre europeo adottate dal Consiglio della UE il 12 luglio scorso, le misure annunciate dal Governo dovranno avere carattere temporaneo ed essere mirate a favore delle famiglie e delle imprese più colpite dal forte aumento dell’inflazione, evitando di compromettere la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio termine.

Le motivazioni per il ricorso all’indebitamento descritti nella Relazione appaiono dunque coerenti con gli eventi eccezionali, individuati in coerenza con l’ordinamento della UE.

Inoltre, dopo il ricorso al maggiore indebitamento nel 2022 e la revisione dei saldi programmatici, il piano di rientro proposto nella presente Relazione è atteso riprendere nel 2023 con una riduzione del disavanzo strutturale di 1,3 punti di PIL (dal 6,1 al 4,8 per cento), per poi proseguire nel 2024 e 2025 con una riduzione annuale del disavanzo strutturale di 0,6 punti di PIL (dal 4,8 per cento nel 2023 al 4,2 nel 2024 e al 3,6 nel 2025). Tale aggiustamento strutturale è quindi nel complesso pari a 2,5 punti percentuali (dal 6,1 per cento del 2022 al 3,6 del 2025), leggermente più elevato rispetto a quello già previsto nel DEF 2022 che era pari complessivamente a 2,3 punti percentuali (dal 5,9 per cento del 2022 al 3,6 del 2025). Ciò fa sì che il saldo strutturale già previsto nel DEF 2022 per il 2025 e pari al 3,6 per cento venga confermato nella NADEF 2022 rivista e integrata.

Anche se con una diversa scansione temporale, il piano di rientro in termini strutturali adesso presentato prevede quindi un percorso di avvicinamento all’obiettivo di medio termine coerente con quello del DEF 2022 e già autorizzato con le precedenti Relazioni.

²¹ Si veda <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022DC0600&from=EN>.