



**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 2023**

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

10 ottobre 2023

Indice

1.	<i>Le tendenze congiunturali e le esogene della previsione</i>	5
1.1	La congiuntura mondiale e le ipotesi della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza sulle variabili internazionali.....	5
1.2	La congiuntura dell'economia italiana	9
2.	<i>Il quadro tendenziale della NADEF</i>	12
2.1	Il quadro macroeconomico tendenziale.....	12
2.1.1	La validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali.....	13
2.2	Il quadro tendenziale di finanza pubblica.....	20
3.	<i>Il quadro programmatico della NADEF</i>	28
3.1	Il quadro programmatico di finanza pubblica	28
3.2	Il quadro macroeconomico programmatico.....	31
3.2.1	La validazione delle previsioni macroeconomiche programmatiche.....	32
3.2.2	Alcuni fattori di rischio delle previsioni macroeconomiche per l'Italia.....	39
3.3	L'evoluzione programmatica del debito	40
3.3.1	L'impatto dei programmi dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani	43
3.3.2	La sensitività del rapporto tra il debito e il PIL.....	46
4.	<i>Il quadro programmatico di finanza pubblica alla luce delle regole di bilancio</i>	51
4.1	La Relazione del Governo al Parlamento.....	51
4.2	Le indicazioni da parte della UE per la politica di bilancio	53
4.2.1	Le indicazioni da parte della UE per la politica di bilancio degli Stati membri	53
4.2.2	Le Raccomandazioni specifiche sulla politica di bilancio indirizzate all'Italia	55
4.3	Gli obiettivi di finanza pubblica della NADEF alla luce delle indicazioni da parte della UE	56
4.3.1	La regola sul disavanzo	56
4.3.2	La variazione del saldo strutturale nel 2024	57
4.4	Scenari di finanza pubblica nel contesto del nuovo quadro di regole proposto dalla Commissione europea	57

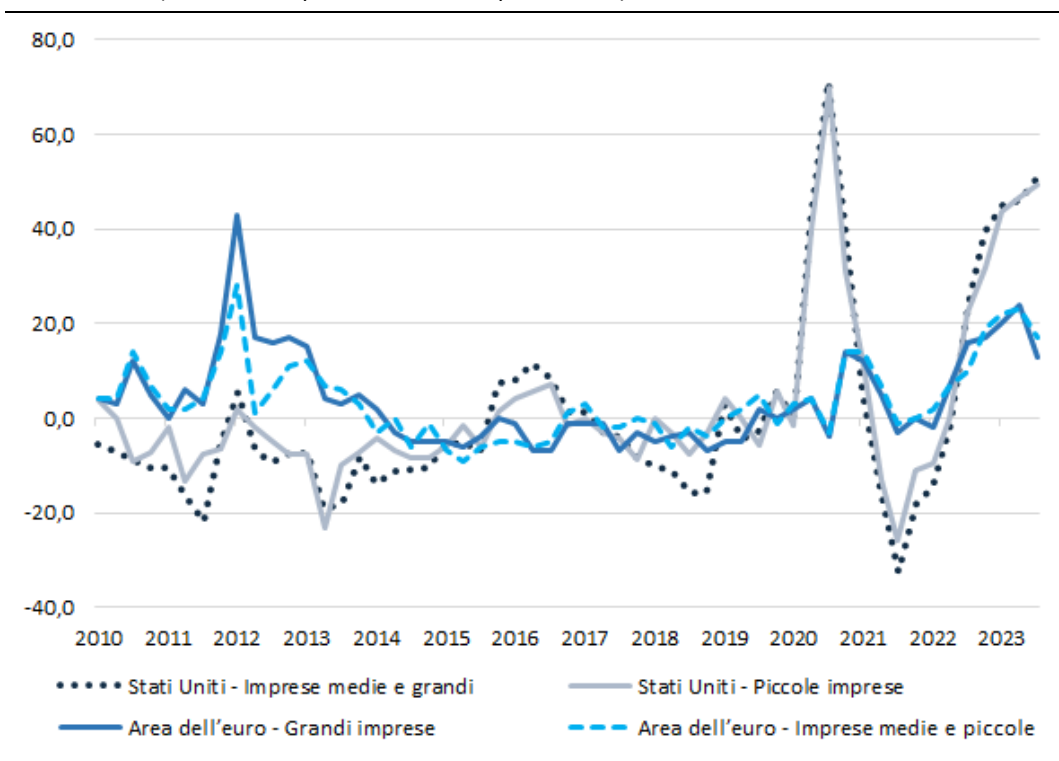
1. Le tendenze congiunturali e le esogene della previsione

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

L'economia mondiale sta rallentando, anche a causa dell'orientamento restrittivo delle politiche monetarie. Nei primi sei mesi dell'anno le banche centrali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro, che già nel 2022 avevano intrapreso un percorso di restrizione delle condizioni monetarie, hanno rialzato ulteriormente i tassi di riferimento portandoli a livelli massimi dall'avvio degli anni duemila. Le restrizioni hanno iniziato a produrre i risultati attesi sulla dinamica dei prezzi, tuttavia hanno rallentato la domanda aggregata rendendo l'accesso al credito per le famiglie e le imprese più costoso (fig. 1.1). L'economia cinese, gravata dai problemi del settore delle costruzioni, sperimenta una fase di deflazione dei prezzi, per cui la banca centrale ha ridotto i tassi di riferimento, due volte dallo scorso maggio.

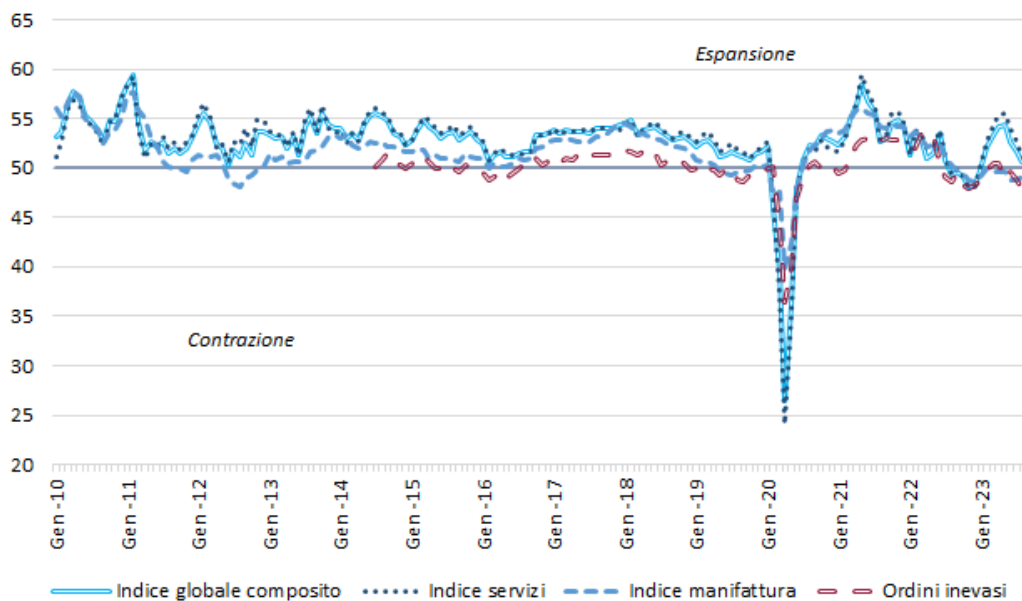
Gli indicatori più recenti e tempestivi, quali gli indici PMI dei direttori acquisti, anticipano un indebolimento dell'attività su scala internazionale nella seconda parte dell'anno, specialmente nel settore manifatturiero (fig. 1.2). Le prospettive desumibili dai PMI sono divergenti: a un'area dell'euro in contrazione si affiancano gli Stati Uniti in stagnazione e i paesi emergenti in moderata espansione.

Fig. 1.1 – Criteri di accesso al credito – Percentuale netta di imprese che riportano criteri più (dato positivo) o meno (dato negativo) restrittivi (variazioni rispetto al trimestre precedente)



Fonte: Federal Reserve e BCE.

Fig. 1.2 – Indice JP Morgan Globale PMI



Fonte: S&P Global.

Le maggiori economie mondiali attraversano fasi cicliche differenziate. Nei primi due trimestri del 2023 negli Stati Uniti la crescita congiunturale del PIL è rimasta positiva (0,5 per cento medio), mentre nell'area dell'euro è risultata pressoché stagnante (0,1 per cento). In Cina l'espansione del PIL tra gennaio e giugno, sebbene superiore al cinque per cento in termini tendenziali, è stata la più bassa dal 1990. Il Giappone ha fatto eccezione, nella prima metà dell'anno l'attività ha accelerato ma si attende a breve termine un deterioramento della fase ciclica.

Manca il traino del commercio internazionale e flettono i prezzi delle materie prime. Il freno dell'attività manifatturiera, unitamente a provvedimenti di ostacolo al libero commercio, ha determinato una battuta d'arresto degli scambi internazionali. Quest'anno i flussi di commercio dovrebbero aumentare meno del prodotto mondiale, riducendo l'elasticità apparente al di sotto dell'unità. La decelerazione dell'attività economica ha contribuito a moderare i prezzi di molte materie prime, su valori più prossimi a quelli che hanno caratterizzato il periodo pre-pandemia. Dall'inizio dell'estate si sono tuttavia riaccese le tensioni sui prezzi del gas e del petrolio. I mercati del metano sono volatili ed estremamente reattivi a fattori contingenti; ad esempio, gli scioperi in Australia hanno ridotto marginalmente l'offerta ma hanno esercitato un forte impatto sui prezzi. Sulle quotazioni del greggio hanno inciso le decisioni di ridurre l'offerta da parte dei produttori appartenenti al cartello OPEC+, in particolare dell'Arabia Saudita e della Russia.

Si riduce lo stimolo fiscale, tuttavia il Fondo monetario internazionale (FMI) anticipa un recupero del commercio mondiale l'anno prossimo. L'orientamento espansivo delle politiche di bilancio, che avevano supportato la gran parte degli Stati nell'uscire dalla pandemia nel biennio scorso, si sta attenuando. Le prospettive per gli scambi

internazionali però restano favorevoli. Il FMI nelle previsioni di luglio prevedeva una crescita del PIL mondiale di tre punti percentuali sia nel 2023 sia nel 2024. Dopo la consistente frenata in atto, il commercio internazionale dovrebbe rapidamente recuperare nel 2024, a un ritmo superiore rispetto a quello del prodotto mondiale.

L'insieme delle variabili esogene internazionali della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) appare nel complesso accettabile; la dinamica attesa per il commercio internazionale è coerente con quella prefigurata dalle principali organizzazioni internazionali. La NADEF prevede per quest'anno un indebolimento del commercio mondiale, allo 0,6 per cento, seguito da un'accelerazione nel 2024 (2,7 per cento); negli ultimi due anni dell'orizzonte temporale della NADEF gli scambi sono attesi in ulteriore rafforzamento (4,8 e 4,0 per cento) con l'elasticità del commercio al prodotto che tornerebbe sopra l'unità. Rispetto all'ultimo Documento di economia e finanza (DEF) si registrano differenze minime sugli scambi per quest'anno e il biennio finale, mentre per il 2024 l'entità del recupero viene rivista al ribasso (1,5 punti percentuali). Per quanto riguarda i mercati esteri rilevanti per l'Italia, nel periodo 2024-26 le revisioni appaiono appena maggiori di quelle effettuate per il commercio mondiale; per l'anno in corso, invece, la previsione peggiora di oltre due punti percentuali. La ripresa del commercio mondiale, indicata nella NADEF per il 2024, è condivisa dal FMI (tab. 1.1) oltre che dalle altre maggiori istituzioni internazionali.

Le ipotesi sul tasso di cambio non si discostano molto da quelle di mercato. L'ipotesi tecnica adottata per proiettare il tasso di cambio (costante sul valore medio degli ultimi 10 giorni lavorativi precedenti il 31 agosto) determina un rapporto tra la valuta europea e quella statunitense pari a 1,09 dollari per euro per quest'anno e 1,08 per il restante triennio (tab. 1.2). Tale ipotesi comporta un lieve apprezzamento della nostra valuta rispetto alle proiezioni del DEF 2023.

Si attende un allentamento dei vincoli all'offerta delle materie prime energetiche, ma i mercati restano volatili. Il prezzo del petrolio ipotizzato nella NADEF, determinato sulla base delle quotazioni a termine, dovrebbe collocarsi in media sugli 81,5 dollari per barile nel 2023-24, per poi scendere nei successivi due anni fino a 74,4 dollari (tab. 1.3).

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

	2022	2023	2024	2025	2026
Prodotto mondiale					
NADEF	3,1	2,5	2,0	2,9	3,0
FMI	3,5	3,0	3,0	-	-
Commercio mondiale					
NADEF	5,6	0,6	2,7	4,8	4,0
FMI	5,2	2,0	3,7	-	-

Fonte: NADEF 2023 e Fondo monetario internazionale (2023), *World Economic Outlook*, luglio.

Tab. 1.2 – Cambio dollaro/euro

	2022	2023	2024	2025	2026
NADEF (tasso di cambio costante alla media dei 10 giorni terminati il 31 agosto)	1,05	1,09	1,08	1,08	1,08
Tasso di cambio costante alla media dei 10 giorni terminati il 3 ottobre	1,05	1,07	1,06	1,06	1,06
Quotazioni <i>forward</i> medie rilevate nei 10 giorni terminati il 3 ottobre		1,08	1,07	1,09	1,10

Fonte: NADEF 2023, BCE e S&P Global.

Tab. 1.3 – Prezzo del petrolio (Brent)

	2022	2023	2024	2025	2026
NADEF (quotazioni <i>futures</i> rilevate negli ultimi 10 giorni lavorativi terminati il 31 agosto)					
Livello, dollari per barile	101,0	81,6	81,4	77,5	74,4
Variazione %		-19,3	-0,2	-4,7	-4,0
Quotazioni <i>futures</i> rilevate negli ultimi 10 giorni lavorativi terminati il 3 ottobre					
Livello, dollari per barile	101,0	84,5	85,2	79,9	76,3
Variazione %		-16,3	0,8	-6,2	-4,5

Fonte: NADEF 2023 e S&P Global.

Tali attese sono lievemente più elevate di quelle del DEF nel triennio 2024-26, ma sono comunque inferiori a quelle più recenti dei mercati a termine, per circa tre dollari per barile nella media del periodo di previsione. I prezzi del gas sul mercato europeo, dopo avere registrato dei picchi in seguito al conflitto russo-ucraino, hanno mostrato quest'anno una tendenza alla normalizzazione, beneficiando della strategia europea di stoccaggio e diversificazione degli approvvigionamenti. Nel corso degli ultimi 12 mesi le quotazioni sul mercato TTF sono passate da oltre 200 euro per MWh a circa 40. Oscillazioni di prezzo forti e repentine, in risposta anche a fenomeni apparentemente marginali, testimoniano condizioni di instabilità del mercato. Rispetto al DEF 2023 le revisioni apportate nella NADEF al profilo del prezzo del gas appaiono limitate a qualche euro per MWh in più nel periodo 2024-26. Per l'anno corrente invece si delinea una correzione al ribasso più ampia (circa otto euro per MWh), in gran parte già acquisita nei dati storici.

Il profilo dei tassi d'interesse a breve termine della NADEF è superiore a quello del DEF 2023. Secondo gli analisti di mercato i tassi ufficiali della Banca centrale europea (BCE) dovrebbero raggiungere il picco quest'anno per poi iniziare a scendere nel 2024. Tale profilo non si riscontra nelle ipotesi della NADEF, in quanto esse vengono definite sulla base delle attese di collocamento dei titoli di stato, che considerano anche le componenti di mercato come il premio a rischio. I rendimenti a breve termine si collocherebbero intorno al quattro per cento nel 2023, per poi diminuire lievemente l'anno prossimo e il

successivo. I tassi a lungo termine hanno invece un andamento costantemente in crescita, fino a circa il cinque per cento nel 2026. Rispetto all'ultimo DEF i tassi d'interesse a lungo termine presentano correzioni marginali, quelli a breve sono stati aumentati in misura maggiore nel 2023-24 (mediamente per circa mezzo punto percentuale), mentre per l'ultimo biennio si conferma sostanzialmente quanto anticipato in primavera.

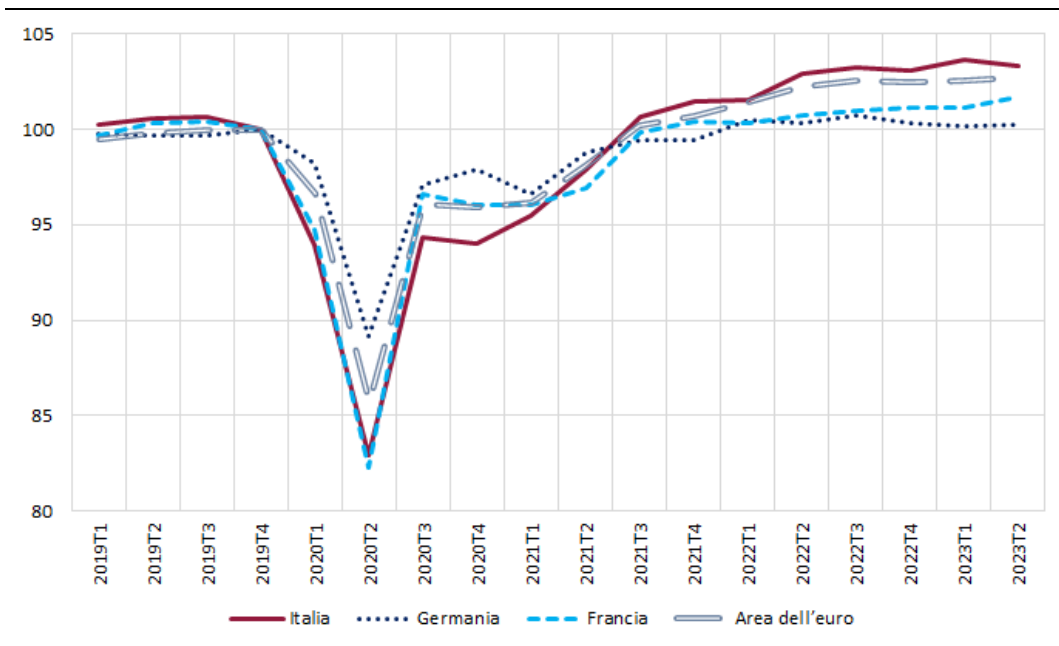
1.2 *La congiuntura dell'economia italiana*

Il PIL in Italia ha segnato una battuta di arresto in primavera. Nel secondo trimestre del 2023 il PIL si è ridotto dello 0,4 per cento sul periodo precedente, corrispondente a una variazione tendenziale positiva dello 0,3 per cento; la crescita acquisita per il 2023 è dello 0,7 per cento. La fase ciclica è debole, in quanto il PIL sostanzialmente non aumenta dall'estate del 2022. La battuta d'arresto della primavera scorsa ha riflesso la diminuzione congiunturale degli investimenti fissi lordi (-1,7 per cento) e delle esportazioni (-0,6 per cento), a fronte di una stazionarietà dei consumi finali e delle importazioni. In virtù di tali andamenti, la domanda nazionale al netto delle scorte ha sottratto 0,4 punti percentuali alla variazione del PIL, quella estera netta ha inciso per ulteriori due decimi di punto. La variazione delle scorte ha invece fornito un apporto al PIL di 0,3 punti percentuali. Dal lato dell'offerta si registrano andamenti congiunturali in contrazione per tutti i principali comparti produttivi; nel secondo trimestre il valore aggiunto dell'industria in senso stretto (-0,8 per cento) ha registrato la quarta flessione consecutiva, quello delle costruzioni si è ridotto bruscamente (-2,6 per cento). La battuta d'arresto dell'economia italiana nel secondo trimestre è dipesa in larga misura da fattori interni, risultando in controtendenza rispetto agli andamenti dei maggiori paesi in Europa: il PIL nell'area dell'euro e in Francia nello stesso periodo ha segnato incrementi congiunturali, rispettivamente compresi dello 0,1 e 0,5 per cento; l'attività in Germania ha ristagnato. Nonostante il disallineamento nel secondo trimestre il recupero dell'economia italiana rispetto ai valori precedenti la pandemia resta maggiore di quello degli altri partner europei (fig. 1.3), anche alla luce delle recenti revisioni storiche delle serie di contabilità nazionale, che sono state rese note in estate per diversi paesi.

Il clima di fiducia delle famiglie e delle imprese si sta deteriorando. Il quadro degli indicatori congiunturali disponibili prefigura un moderato miglioramento dei ritmi produttivi nella seconda metà dell'anno, sebbene la fiducia di famiglie e imprese stia peggiorando.

La produzione industriale, dopo il recupero in maggio e giugno ha registrato in luglio una nuova flessione congiunturale (-0,7 per cento). La variazione acquisita per il terzo trimestre è pari allo 0,2 per cento e l'indice resta al di sotto del valore immediatamente precedente la pandemia (febbraio 2020), per circa un punto percentuale. In settembre il PMI è rimasto al di sotto della soglia che separa le fasi di espansione da quelle di contrazione per il sesto mese consecutivo; le imprese segnalano la debolezza del ciclo globale della manifattura, nonché le tensioni nella disponibilità dei materiali e nei costi di produzione. Nello stesso mese, l'indice dell'Istat sulla fiducia del comparto

Fig. 1.3 – PIL dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: Eurostat.

ha continuato a flettere, collocandosi su valori prossimi a quelli di fine 2020. Anche la produzione delle costruzioni è diminuita in luglio (-1,6 per cento) confermando la fase di flessione che perdura dalla primavera dello scorso anno. Il clima di fiducia dell'edilizia rilevato dall'Istat resta su valori prossimi ai massimi storici, tuttavia il PMI settoriale si colloca su livelli coerenti con una contrazione dallo scorso agosto. Nel settore terziario il PMI ha proseguito la fase di debolezza ciclica iniziata in primavera, attestandosi sotto la soglia di demarcazione tra espansione e contrazione per la prima volta da dicembre 2022; anche gli indici di fiducia dell'Istat si sono nuovamente deteriorati, collocandosi su valori al di sotto di quelli di inizio anno. Nell'insieme dei comparti produttivi, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come aggregazione dei climi settoriali pubblicati dall'Istat, ha segnato nel terzo trimestre un ulteriore arretramento. Nel periodo luglio-settembre l'incertezza misurata dall'indice dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) si è intensificata, in maggior misura tra le imprese rispetto alle famiglie, interrompendo la fase di ripiegamento che aveva caratterizzato la prima metà del 2023. Segnali di tenuta della fase ciclica emergono dalle variabili quantitative mensili tempestive. In estate i consumi elettrici hanno segnato un marcato incremento congiunturale, sebbene in parte ascrivibile alle temperature sopra la media del periodo. Similmente, il consumo di gas per usi industriali si è collocato su valori elevati, pur mantenendosi decisamente al di sotto di quelli precedenti l'emergenza sanitaria anche in virtù della riconversione operata dalle imprese per fronteggiare i rincari. Il traffico aereo di passeggeri in luglio-agosto ha completato la fase di recupero, portandosi su livelli storicamente elevati. Le immatricolazioni di nuove autovetture hanno mostrato segnali di ripresa, beneficiando dell'allentamento delle restrizioni nelle catene di fornitura, ma permangono margini di incremento rispetto ai livelli pre-pandemia.

Prosegue la flessione dell'inflazione, che interessa anche la componente di fondo. Le pressioni sui prezzi dei beni alimentari e di alcuni servizi, soprattutto quelli legati al turismo, restano però sostenute.

Sulla base delle stime preliminari dell'Istat, in settembre è proseguita la fase di diminuzione dell'inflazione (al 5,3 per cento dal 5,4 di agosto). La lieve decelerazione su base annua dei prezzi

al consumo del mese scorso ha riflesso la dinamica dei beni che più erano aumentati in precedenza, come gli alimentari, parzialmente compensata da quella dei beni energetici e dei servizi di trasporto. L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, si è attestata in settembre al 4,6 per cento (dal 4,8 di agosto), mentre quella al netto dei soli beni energetici è lievemente superiore (4,8 per cento, dal 5,0 per cento del mese precedente). Nel complesso del terzo trimestre l'indice dei prezzi ha segnato un incremento congiunturale dello 0,4 per cento rispetto alla media aprile-giugno, in linea con la crescita registrata nel periodo precedente. L'inflazione acquisita per il 2023 è pari al 5,7 per cento per l'indice generale (5,2 per cento per la componente di fondo).

Nel secondo trimestre del 2023 le ore lavorate sono diminuite; in estate l'occupazione ha tenuto. In primavera il monte ore si è ridotto nell'agricoltura e, in misura meno marcata, nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni, mentre nei servizi ha ristagnato. Il numero delle persone occupate nello stesso periodo è però cresciuto rispetto al primo trimestre (129.000 unità, corrispondente a un incremento dello 0,6 per cento), ancora una volta al traino della componente permanente che ha più che compensato la riduzione di quella a termine. Nel bimestre luglio-agosto l'occupazione si è mantenuta pressoché stabile rispetto ai mesi primaverili. Il tasso di disoccupazione continua a ridursi, attestandosi ad agosto al 7,3 per cento, dal 7,7 per cento nella media del primo semestre. Nel secondo trimestre, il costo del lavoro per unità di lavoro dipendente è lievemente aumentato rispetto al periodo precedente, a riflesso di una crescita delle retribuzioni e di una riduzione della produttività.

2. Il quadro tendenziale della NADEF

2.1 Il quadro macroeconomico tendenziale

Lo scenario tendenziale della NADEF prospetta una crescita moderata quest'anno, che si rafforza successivamente. Il quadro macroeconomico tendenziale (QMT) del Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) anticipa un recupero del PIL nel secondo semestre di quest'anno, dopo la flessione congiunturale occorsa in primavera. Nel complesso del 2023 il QMT stima un aumento del PIL dello 0,8 per cento, appena superiore alla variazione acquisita nei dati della contabilità nazionale trimestrale. La crescita del prodotto è attesa rafforzarsi gradualmente nel prossimo anno (1,0 per cento) e nel 2025 (1,3 per cento), mentre al termine dell'orizzonte di previsione si ridurrebbe all'1,2 per cento; tale valore appare superiore rispetto alle stime sul prodotto potenziale formulate prima della crisi pandemica, per cui per essere realizzato necessita pienamente dello stimolo del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

Il peggioramento delle previsioni rispetto a quelle del DEF nel 2024 riflette le esogene internazionali. La crescita dell'economia italiana nel QMT della NADEF è inferiore di due decimi di punto percentuale rispetto a quella indicata nel DEF per quest'anno e di cinque decimi per il prossimo (tab. 2.1); le dinamiche del PIL sul 2025 sono state confermate, mentre sono appena maggiori nel 2026, anche in virtù della rimodulazione temporale degli investimenti previsti dal PNRR. In base alle simulazioni dei modelli econometrici del MEF la revisione delle ipotesi sulle esogene internazionali incide negativamente per 0,6 punti percentuali nel 2024, principalmente per il deterioramento delle attese sul commercio internazionale, oltre che per il rafforzamento del cambio e gli aumenti nei tassi d'interesse.

Nel QMT della NADEF la crescita è prevalentemente sospinta dalle componenti interne della domanda. La spesa per consumi delle famiglie nel 2023 mostrerebbe un rallentamento rispetto allo scorso anno, risultando comunque più robusta di quella prospettata dal MEF in primavera per il buon andamento del mercato del lavoro.

Tab. 2.1 – Le principali variabili del quadro programmatico nel DEF 2023 e del tendenziale nella NADEF 2023
(variazioni percentuali e contributi alla crescita)

	2023		2024		2025		2026	
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF
PIL	1,0	0,8	1,5	1,0	1,3	1,3	1,1	1,2
Contributi alla crescita del PIL								
Esportazioni nette	0,3	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Scorte	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	0,9	0,9	1,3	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1
Deflatore PIL	4,8	4,5	2,7	2,9	2,0	2,1	2,0	2,0
Deflatore consumi	5,7	5,6	2,7	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0
PIL nominale	5,8	5,3	4,3	3,9	3,4	3,4	3,1	3,2

Fonte: DEF 2023 e NADEF 2023.

Nel resto dell'orizzonte previsivo gli acquisti delle famiglie avrebbero ritmi di crescita coerenti con le medie storiche osservate prima della pandemia. Dopo i forti incrementi dello scorso biennio, l'accumulazione di capitale nello scenario tendenziale del MEF rallenta nel 2023, ma poi mostra una decisa accelerazione nel prossimo anno, soprattutto per il traino della componente delle costruzioni. Tale incremento, in massima parte ascrivibile all'attuazione del PNRR, sottende una quota degli investimenti in volume in rapporto al PIL intorno al 22 per cento, un valore mai raggiunto dalla metà degli anni settanta. Nel biennio finale di previsione la spesa in beni capitali è attesa proseguire con ritmi mediamente prossimi a quelli osservati nel periodo pre-pandemico. Le previsioni sulle esportazioni italiane appaiono in linea con quelle della domanda internazionale, in rallentamento per quest'anno e su una dinamica al di sopra del tre per cento nella media del successivo triennio. Le dinamiche del QMT sulle importazioni sono coerenti con quelle delle variabili di domanda che maggiormente le attivano.

Lo scenario tendenziale del MEF prospetta una convergenza dei prezzi verso l'obiettivo della BCE al termine del periodo di previsione. Il QMT della NADEF incorpora una variazione del deflatore dei consumi privati ancora elevata nel 2023 (5,6 per cento), che si riduce al 2,4 per cento l'anno prossimo e si stabilizza sul valore obiettivo della BCE nel biennio finale di previsione; tali proiezioni sono state riviste al ribasso rispetto al DEF per il 2023 e il 2024, per effetto della graduale normalizzazione dei prezzi delle materie prime, in particolare di quelle energetiche. Le dinamiche nominali del QMT nel biennio finale delle proiezioni sono invece analoghe a quelle del DEF. Il deflatore del PIL è stimato quest'anno in aumento del 4,5 per cento e in rallentamento nel 2024 al 2,9 per cento, appena più di quanto atteso nel DEF. Tenendo conto della componente reale, la dinamica del PIL nominale nel QMT (al 5,3 e 3,9 per cento rispettivamente nel 2023 e nel 2024) è stata rivista al ribasso rispetto al DEF per circa mezzo punto percentuale nella media del biennio di validazione, mentre resta sostanzialmente invariata nella parte finale dell'orizzonte di previsione.

Nel QMT della NADEF l'occupazione aumenta in linea con l'attività economica. Nello scenario tendenziale della NADEF il numero degli occupati, secondo la definizione della Rilevazione sulle forze di lavoro, cresce nella media del 2023-26 di circa un punto percentuale, marginalmente al di sotto del PIL. Nel QMT il tasso di occupazione aumenta rispetto al 2022 di oltre tre punti percentuali al termine dell'orizzonte previsivo, corrispondente a una diminuzione del tasso di disoccupazione, proiettato dal MEF al 7,2 per cento nel 2026.

2.1.1 La validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali

L'UPB ha svolto nelle scorse settimane l'esercizio di validazione del quadro macroeconomico tendenziale. In coerenza con il suo mandato l'UPB ha sottoposto a validazione le previsioni macroeconomiche pubblicate nella NADEF 2023, articolate in uno

scenario tendenziale a legislazione vigente e in uno scenario programmatico, che incorpora alcune ipotesi sulla manovra che il Governo preciserà nella legge di bilancio. La normativa europea richiede la validazione delle previsioni programmatiche ma, in accordo con il MEF, l'UPB estende l'esercizio allo scenario tendenziale. L'orizzonte della validazione concerne l'arco temporale minimo richiesto dalle normative europee per il Documento programmatico di bilancio (DPB), quindi il biennio 2023-24. Per i due anni successivi (2025-26) l'UPB comunque valuta il realismo della previsione del Governo, che ha rilevanti impatti sulle stime di finanza pubblica e sulla sostenibilità del debito. La validazione delle previsioni della NADEF 2023 è stata condotta dall'UPB con la consueta metodologia, basata sul confronto dei quadri del MEF con cinque distinte previsioni indipendenti, assumendo ipotesi comuni sulle variabili esogene internazionali, sulla manovra di finanza pubblica e sull'attuazione del PNRR, ai fini di un confronto omogeneo con le previsioni del MEF.

L'esercizio viene effettuato attraverso l'analisi complessiva dei quadri macroeconomici del MEF, attingendo da varie fonti informative: 1) le stime UPB circa gli andamenti di breve periodo del PIL e delle componenti di domanda; 2) le previsioni annuali dell'UPB, effettuate con il modello econometrico Istat, impiegato nell'ambito dell'Accordo-quadro sottoscritto con questo Istituto; 3) le previsioni annuali prodotte dagli istituti indipendenti (CER, Oxford Economics, Prometeia, REF.ricerche) che insieme all'UPB costituiscono il *panel* UPB; 4) il monitoraggio delle più recenti previsioni di altre istituzioni nazionali e internazionali. È stata inoltre condotta un'analisi della coerenza interna dei quadri elaborati dal MEF con l'insieme delle variabili esogene internazionali. La valutazione complessiva, incentrata sui predetti strumenti, tiene naturalmente conto dei margini di incertezza che caratterizzano le stime.

L'UPB ha trasmesso lo scorso 21 settembre la lettera di validazione del quadro macroeconomico tendenziale, avvenuta come di consueto dopo la comunicazione dei propri rilievi su una versione provvisoria del QMT. Successivamente il MEF ha inviato all'UPB il QMT coerente con la revisione dei conti annuali, pubblicati dall'Istat il 22 settembre, che tuttavia non si discosta dal precedente (in termini di dinamica delle variabili macroeconomiche) e pertanto non richiede modifiche alla validazione.

Lo scenario tendenziale del Governo nel biennio 2023-24 è validato dall'UPB, in quanto le proiezioni sulle principali variabili sono accettabili nel confronto con quelle del *panel* e dell'UPB stesso (figg. 2.1-2.3). La valutazione complessiva di accettabilità delle stime tendenziali della NADEF 2023 tiene conto dei seguenti elementi: a) la variazione del PIL reale si discosta in misura modesta dalle stime mediane del *panel* UPB e da quelle dell'UPB su tutto l'orizzonte di previsione e comunque non supera in nessun anno l'estremo superiore dell'intervallo definito dal *panel*; b) la crescita del PIL nominale, variabile direttamente rilevante per la finanza pubblica, è prossima a quella della mediana del *panel* e del quadro dell'UPB e non eccede l'estremo superiore definito dal *panel*. Di seguito si riassumono le osservazioni sulla previsione degli anni 2023 e 2024, oggetto dell'esercizio di validazione, e si esprimono valutazioni generali sul biennio 2025-26.

Fig. 2.1 – Scenari di previsione tendenziale del Governo e del *panel* UPB



2023

La stima della NADEF sulla crescita del PIL nel 2023 (0,8 per cento) è prossima alla mediana delle previsioni del *panel* UPB e coincide con quella dell'UPB. Il QMT della NADEF sottende un recupero della fase ciclica nella seconda metà di quest'anno, che segue la flessione del PIL occorsa nel trimestre primaverile; tale evoluzione è qualitativamente condivisa dal *panel* UPB che tuttavia prospetta in media una dinamica del prodotto lievemente inferiore. Con riferimento alle determinanti della crescita, nel QMT del MEF l'economia italiana nel 2023 è prevalentemente trainata dalle componenti interne della domanda; tale visione è condivisa dall'UPB e dal *panel* nel suo complesso. Nel QMT del Governo la spesa per consumi delle famiglie rallenta, come atteso dalla generalità dei previsori del gruppo di validazione, ma la variazione prevista dal MEF eccede lievemente il limite superiore delle stime del *panel*, sul quale si colloca l'UPB.

L'accumulazione di capitale nel QMT registra un deciso rallentamento, ma è comunque stimata poco al di sotto dell'estremo superiore dei previsori del gruppo di validazione. La crescita delle esportazioni appare coerente con la variazione del commercio internazionale, quella delle importazioni segue le variabili di domanda che l'attivano maggiormente.

L'insieme delle variabili relative ai prezzi e all'occupazione per il 2023 non presenta particolari deviazioni rispetto alle attese del *panel* UPB; la variazione del prodotto nominale non eccede la mediana del *panel* ed è prossima a quella dell'UPB. Il deflatore dei consumi privati nel QMT decelera al 5,6 per cento e si colloca nella parte alta delle previsioni del *panel*. Il deflatore del PIL invece accelera (al 4,5 per cento), in quanto sospinto dalle ragioni di scambio che beneficiano del ribasso dei prezzi delle materie prime importate. Tale evoluzione sui deflatori è qualitativamente coerente con le valutazioni del *panel*. La variazione attesa nel QMT per il PIL nominale di quest'anno (5,3 per cento) è simile a quella dell'UPB e non eccede la mediana del *panel*. Nel 2023 l'aumento dell'occupazione (in termini di ULA) è in linea con le stime del *panel* e con l'acquisito dei dati trimestrali disponibili al momento; nello stesso periodo il tasso di disoccupazione, in diminuzione nel QMT dal MEF, è prossimo alla valutazione mediana del *panel*.

2024

Per il 2024 lo scenario tendenziale del Governo indica una crescita del PIL dell'Italia all'1,0 per cento, appena sopra la mediana del *panel* UPB e la previsione dell'UPB. Il quadro macroeconomico per il 2024 è contrassegnato da una elevata incertezza, ascrivibile in massima parte all'instabilità dello scenario economico globale e ai numerosi rischi, discussi nel paragrafo 3.2.2. La crescita del PIL del 2024 nel QMT della NADEF è in massima parte sostenuta dalla domanda interna, come per il *panel* UPB, ma su ordini di grandezza un po' più elevati. La dinamica dei consumi delle famiglie (1,0 per cento) si attesta poco sotto l'estremo superiore dell'intervallo del *panel*. L'accumulazione di capitale prospettata dal MEF mostra un profilo in accelerazione, mentre è attesa in rallentamento dalla maggior parte dei previsori del gruppo di validazione. Ne consegue che la variazione degli investimenti fissi lordi nel QMT eccede in misura non trascurabile l'estremo superiore delle proiezioni del *panel* e quelle specifiche dell'UPB, soprattutto nella componente delle costruzioni. Gli investimenti rappresentano la variabile di domanda aggregata per la quale si osserva la maggiore eterogeneità tra le previsioni del *panel* (fig. 2.2); si evidenzia quindi un'incertezza molto pronunciata sul processo di accumulazione del prossimo anno. Con riferimento alle variabili relative al commercio estero, invece, si osserva nel QMT del MEF una dinamica inferiore alla mediana del *panel* UPB per le esportazioni e superiore a essa per le importazioni; di conseguenza le esportazioni nette nel QMT del Governo forniscono un contributo negativo alla crescita del PIL, a fronte di una stima mediana del *panel* UPB marginalmente positiva.

Fig. 2.2 – Previsioni sui quadri macroeconomici tendenziali – Anno 2024



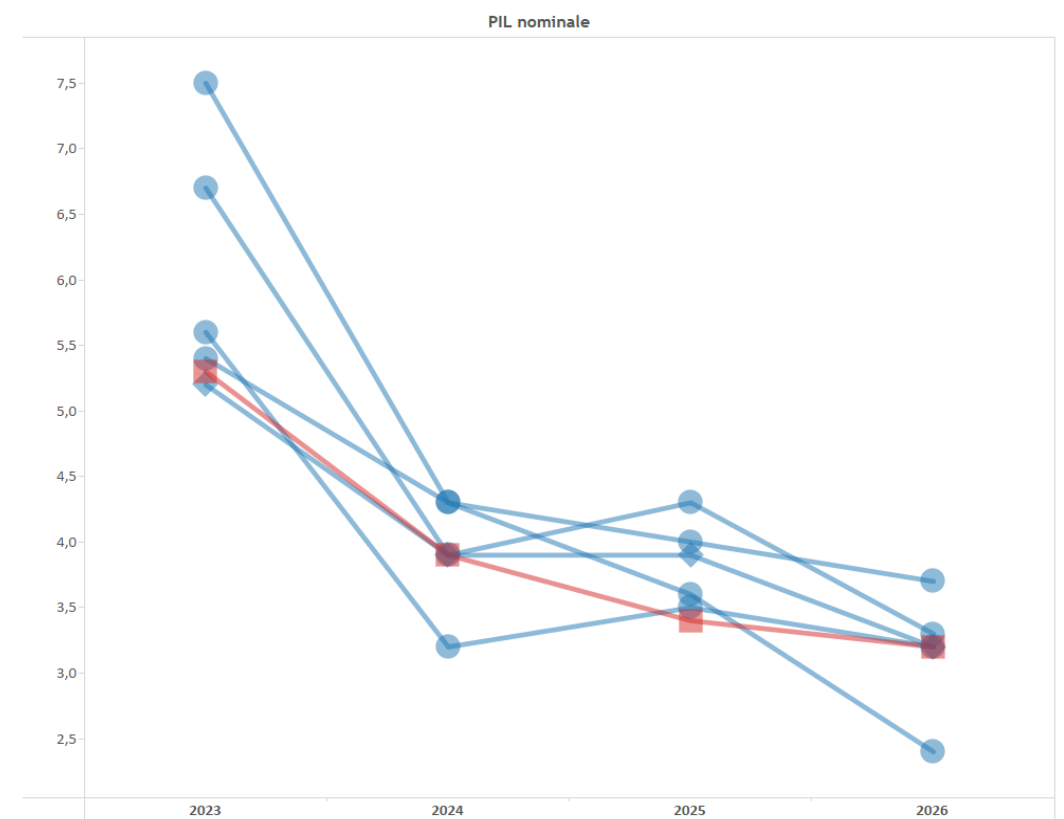
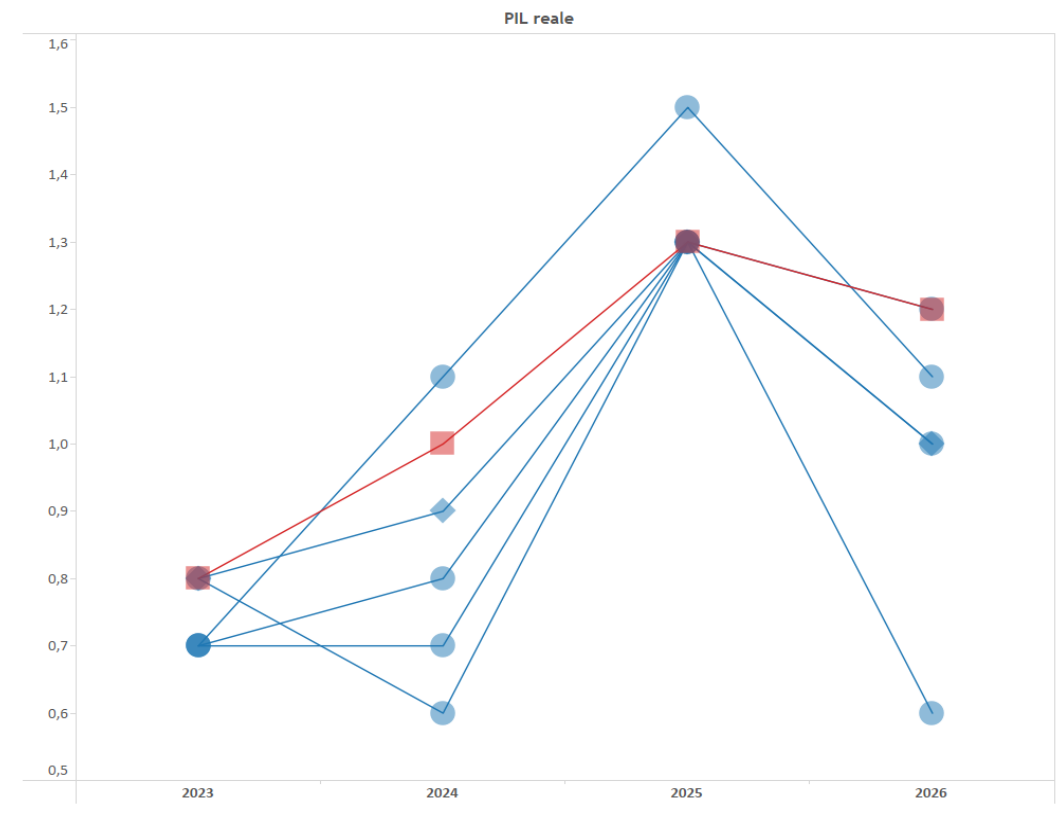
■ Stime del Governo
 ● Stime degli altri previsori del *panel* UPB
 ◆ Stime dell'UPB

Le dinamiche nominali e dell'occupazione del 2024 nel QMT della NADEF sono allineate a quelle del *panel*. Per il prossimo anno il QMT del MEF delinea una decelerazione del deflatore dei consumi privati (al 2,4 per cento), similmente alla mediana del *panel* UPB. Le attese sui prezzi al consumo sono differenziate tra i previsori, in ragione dell'elevata incertezza sulle variabili di prezzo dei prossimi trimestri. Se l'UPB e due istituti scontano un veloce rientro dell'inflazione al consumo verso l'obiettivo della BCE nel 2024, altri due componenti del *panel* prefigurano ancora valori intorno al tre per cento. Il QMT del MEF prospetta un ridimensionamento delle ragioni di scambio nel 2024, analogamente alle previsioni del *panel* UPB, per cui la proiezione del MEF sulla variazione del deflatore del PIL si colloca sulla mediana delle proiezioni del *panel*. Nel complesso, la variazione del PIL nominale dello scenario tendenziale del Governo per il 2024 (3,9 per cento) coincide con quella indicata dall'UPB e con la mediana del *panel*. Le variabili relative al mercato del lavoro nel 2024 ricadono nell'intervallo di variazione del *panel*; la proiezione sull'occupazione si situa sui valori mediani delle proiezioni del *panel* UPB, quella sul tasso di disoccupazione è compresa tra il limite inferiore e la mediana delle attese del *panel*; il tasso di occupazione (15-64 anni) tende a incrementarsi progressivamente nel periodo di validazione, similmente alla mediana delle proiezioni del *panel*.

2025-26

Con riferimento al biennio 2025-26, che non è oggetto di validazione da parte dell'UPB, la previsione tendenziale appare accettabile. La variazione del PIL indicata nello scenario tendenziale del MEF per il 2025 (1,3 per cento) coincide con il valore mediano del *panel* UPB, per il 2026 (1,2 per cento) non eccede l'estremo superiore dell'intervallo (fig. 2.3). Le dinamiche delle componenti di domanda del QMT nel biennio finale della NADEF 2023 appaiono accettabili in rapporto a quelle del *panel* UPB. Le variazioni dei prezzi nel biennio 2025-26 convergono verso l'obiettivo della politica monetaria dell'euro e sono complessivamente coerenti con quelle del *panel*. Tenendo conto di quanto rilevato sulla crescita del prodotto in volume, la variazione del PIL nominale del MEF è accettabile rispetto all'intervallo del *panel*. Con riferimento al mercato del lavoro, l'aumento dell'occupazione si situa sui valori mediani del *panel* nel biennio 2025-26. Il tasso di occupazione aumenta, fino al 63,6 per cento nel 2026, sostanzialmente in linea con la mediana del *panel* UPB; le previsioni sul tasso di disoccupazione si situano lievemente al di sotto della mediana del *panel*.

Fig. 2.3 – Previsioni sul PIL nei quadri macroeconomici tendenziali



■ Stime del Governo
 ● Stime degli altri previsori del *panel* UPB
 ◆ Stime dell'UPB

2.2 Il quadro tendenziale di finanza pubblica

La NADEF 2023 rivede al rialzo il deficit tendenziale in ogni anno del periodo 2023-26 rispetto al DEF 2023. Le previsioni aggiornate indicano un disavanzo pubblico pari al 5,2 per cento del PIL nel 2023, al 3,6 nel 2024, al 3,4 nel 2025 e al 3,1 nel 2026 (tab. 2.2), con un incremento rispetto a quanto previsto nel DEF rispettivamente di otto decimi di punto percentuale di PIL per l'anno in corso, di un decimo per il prossimo, di quattro decimi per il 2025 e di sei decimi per l'ultimo anno di previsione (tab. 2.3).

Il nuovo profilo tendenziale sconta la revisione apportata dall'Istat ai dati di consuntivo della contabilità nazionale, i risultati del monitoraggio in corso d'anno dei conti pubblici, gli effetti finanziari dei provvedimenti legislativi approvati successivamente alla pubblicazione del DEF (in particolare, l'impatto finanziario del DL 48/2023), nonché altri fattori specifici.

I cambiamenti ai dati di consuntivo degli anni precedenti possono essere trascinati, almeno in parte, agli anni successivi; rileva inoltre la revisione al rialzo della spesa relativa ai bonus edilizi dello scorso anno, che ha effetti sul debito dell'anno in corso e di quelli successivi.

L'Istat ha pubblicato il 22 settembre scorso revisioni del conto delle risorse e degli impieghi e di quello delle Amministrazioni pubbliche del triennio 2020-22 per tenere conto delle informazioni acquisite dopo la stima diffusa nell'aprile precedente, in occasione dell'invio a Eurostat della Notifica su deficit e debito pubblico.

Le nuove stime di contabilità nazionale hanno comportato correzioni dell'indebitamento netto in percentuale del PIL nel biennio 2020-21. Con riferimento al 2020, grazie a una revisione al rialzo delle entrate, il deficit è risultato in miglioramento dal 9,7 al 9,6 per cento del prodotto. Per il 2021, le revisioni hanno avuto come conseguenza un miglioramento del disavanzo dal 9 all'8,8 per cento del PIL. Ciò è dipeso da una riduzione in valore assoluto di 1,3 miliardi – dovuta a maggiori entrate (per 2,7 miliardi) solo parzialmente compensate da maggiori uscite (per 1,4 miliardi) – e da una consistente revisione al rialzo del denominatore (per 34,7 miliardi).

Per quanto riguarda il risultato del 2022, il rapporto tra il deficit e il PIL è rimasto all'8 per cento, in quanto l'effetto positivo generato dal più elevato denominatore è stato controbilanciato dall'aumento in valore assoluto del disavanzo. Ciò è il risultato di una revisione al rialzo delle uscite (per 8,2 miliardi) superiore a quella delle entrate (per 3,7 miliardi). Nell'ambito delle prime, l'aumento più consistente ha riguardato i contributi agli investimenti (per 4,6 miliardi) e, in particolare, la spesa sostenuta per il Superbonus e il Bonus facciate (per oltre 4 miliardi), facendo passare il valore complessivo di tali bonus per il 2022 dal 2,6 al 2,8 per cento del PIL.

Tab. 2.2 – Conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali

	Milioni di euro					Valori in % del PIL					Tassi di crescita			
	2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
SPESE														
Redditi da lavoro dipendente	187.233	188.709	186.651	188.604	188.373	9,6	9,2	8,8	8,6	8,3	0,8	-1,1	1,0	-0,1
Consumi intermedi	167.313	170.871	171.025	173.182	172.731	8,6	8,3	8,0	7,9	7,6	2,1	0,1	1,3	-0,3
Prestazioni sociali, di cui:	406.901	424.020	448.830	459.440	471.670	20,9	20,7	21,1	20,9	20,7	4,2	5,9	2,4	2,7
Pensioni	297.190	317.490	340.560	350.240	361.240	15,3	15,5	16,0	15,9	15,9	6,8	7,3	2,8	3,1
Altre prestazioni sociali	109.711	106.530	108.270	109.200	110.430	5,6	5,2	5,1	5,0	4,9	-2,9	1,6	0,9	1,1
Altre spese correnti	96.678	96.428	88.572	85.854	84.394	5,0	4,7	4,2	3,9	3,7	-0,3	-8,1	-3,1	-1,7
Totale spese correnti al netto di interessi	858.125	880.029	895.078	907.080	917.168	44,1	42,9	42,0	41,2	40,3	2,6	1,7	1,3	1,1
Interessi passivi	82.888	78.377	88.970	94.442	103.561	4,3	3,8	4,2	4,3	4,6	-5,4	13,5	6,2	9,7
Totale spese correnti, di cui:	941.013	958.406	984.047	1.001.522	1.020.729	48,3	46,7	46,2	45,5	44,9	1,8	2,7	1,8	1,9
Spesa sanitaria	131.103	134.734	132.946	136.701	138.972	6,7	6,6	6,2	6,2	6,1	2,8	-1,3	2,8	1,7
Totale spese in conto capitale	150.517	129.027	94.571	106.335	102.830	7,7	6,3	4,4	4,8	4,5	-14,3	-26,7	12,4	-3,3
Investimenti fissi lordi	52.226	58.730	69.183	74.102	72.235	2,7	2,9	3,2	3,4	3,2	12,5	17,8	7,1	-2,5
Contributi in c/capitale	81.442	64.907	23.639	27.672	26.120	4,2	3,2	1,1	1,3	1,1	-20,3	-63,6	17,1	-5,6
Altri trasferimenti	16.849	5.391	1.749	4.562	4.476	0,9	0,3	0,1	0,2	0,2	-68,0	-67,6	160,8	-1,9
Totale spese finali al netto di interessi	1.008.642	1.009.056	989.648	1.013.416	1.019.998	51,8	49,2	46,5	46,0	44,9	0,0	-1,9	2,4	0,6
Totale spese finali	1.091.530	1.087.434	1.078.618	1.107.857	1.123.559	56,1	53,0	50,6	50,3	49,4	-0,4	-0,8	2,7	1,4
ENTRATE														
Totale entrate tributarie	569.507	601.246	611.369	627.320	643.963	29,3	29,3	28,7	28,5	28,3	5,6	1,7	2,6	2,7
Imposte dirette	291.037	309.236	305.425	313.634	322.275	15,0	15,1	14,3	14,2	14,2	6,3	-1,2	2,7	2,8
Imposte indirette	276.760	290.388	304.393	312.120	320.109	14,2	14,2	14,3	14,2	14,1	4,9	4,8	2,5	2,6
Imposte in c/capitale	1.710	1.622	1.551	1.566	1.579	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-5,1	-4,4	1,0	0,8
Contributi sociali	260.941	269.547	289.888	298.910	307.670	13,4	13,1	13,6	13,6	13,5	3,3	7,5	3,1	2,9
Contributi	256.932	265.300	285.544	294.471	303.142	13,2	12,9	13,4	13,4	13,3	3,3	7,6	3,1	2,9
Contributi figurativi	4.009	4.247	4.344	4.439	4.528	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	5,9	2,3	2,2	2,0
Altre entrate correnti	88.216	89.909	91.386	93.710	91.019	4,5	4,4	4,3	4,3	4,0	1,9	1,6	2,5	-2,9
Totale entrate correnti	916.954	959.080	991.092	1.018.374	1.041.073	47,1	46,8	46,5	46,2	45,8	4,6	3,3	2,8	2,2
Entrate in c/capitale non tributarie	16.424	20.443	9.230	12.292	10.202	0,8	1,0	0,4	0,6	0,4	24,5	-54,8	33,2	-17,0
Totale entrate in c/capitale	18.134	22.065	10.781	13.858	11.781	0,9	1,1	0,5	0,6	0,5	21,7	-51,1	28,5	-15,0
Totale entrate finali	935.088	981.145	1.001.873	1.032.232	1.052.854	48,0	47,8	47,0	46,9	46,3	4,9	2,1	3,0	2,0
<i>p.m. Pressione fiscale</i>						42,7	42,5	42,3	42,0	41,8				
SALDI														
Saldo primario	-73.554	-27.911	12.225	18.816	32.856	-3,8	-1,4	0,6	0,9	1,4				
Saldo di parte corrente	-24.059	674	7.045	16.852	20.344	-1,2	0,0	0,3	0,8	0,9				
Indebitamento netto	-156.442	-106.290	-76.745	-75.625	-70.705	-8,0	-5,2	-3,6	-3,4	-3,1				

Fonte: NADEF 2023.

Tab. 2.3 – Conto economico delle Amministrazioni pubbliche: differenze tra previsioni tendenziali NADEF 2023 e DEF 2023
(milioni di euro)

	2022 ⁽¹⁾	2023	2024	2025	2026
SPESE					
Redditi da lavoro dipendente	317	-528	421	1.257	626
Consumi intermedi	1.299	-2.331	4.393	4.891	654
Prestazioni sociali, di cui:	-20	-710	-230	-830	-790
Pensioni	192	-500	-140	-710	-650
Altre prestazioni sociali	-212	-210	-90	-120	-140
Altre spese correnti	1.116	-2.679	4.133	1.870	2.419
Totale spese correnti al netto di interessi	2.712	-6.246	8.717	7.188	2.909
Interessi passivi	-318	2.734	3.782	2.833	2.957
Totale spese correnti, di cui:	2.394	-3.512	12.498	10.022	5.866
Spesa sanitaria	0	-1.309	209	1.667	573
Totale spese in conto capitale	5.806	16.930	-10.692	-3.617	5.766
Investimenti fissi lordi	761	-7.828	-9.776	-6.702	-2.990
Contributi in c/capitale	4.572	23.962	-753	2.940	8.817
Altri trasferimenti	473	797	-163	146	-60
Totale spese finali al netto di interessi	8.518	10.684	-1.976	3.572	8.675
Totale spese finali	8.200	13.419	1.806	6.405	11.632
ENTRATE					
Totale entrate tributarie	858	1.033	-4.042	-8.265	-7.696
Imposte dirette	640	14.076	6.250	3.909	4.061
Imposte indirette	217	-12.757	-10.258	-12.143	-11.728
Imposte in c/capitale	1	-286	-34	-31	-29
Contributi sociali	-63	-4.372	1.505	1.776	2.502
Contributi effettivi	0	-4.372	1.505	1.776	2.502
Contributi figurativi	-63	0	0	0	0
Altre entrate correnti	2.347	1.847	3.336	3.704	2.544
Totale entrate correnti	3.141	-1.206	833	-2.754	-2.621
Entrate in c/capitale non tributarie	516	-3.554	-1.809	-368	464
Totale entrate in c/capitale	517	-3.840	-1.843	-399	435
Totale entrate finali	3.658	-5.046	-1.010	-3.153	-2.186
<i>p.m. Pressione fiscale</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,8</i>
SALDI					
Saldo primario	-4.860	-15.730	966	-6.727	-10.862
<i>in % di PIL</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,8</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,5</i>
Saldo di parte corrente	747	2.306	-11.665	-12.776	-8.487
<i>in % di PIL</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,4</i>
Indebitamento netto	-4.542	-18.466	-2.816	-9.559	-13.818
<i>in % di PIL</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,6</i>
PIL nominale tendenziale	37.326	32.554	27.640	29.746	32.888

Fonte: NADEF 2023 e DEF 2023.

(1) Le differenze relative al 2022 sono dovute alla revisione dell'Istat effettuata il 22 settembre 2023.

Il monitoraggio in corso d'anno ha influito principalmente sulla stima delle imposte con ripercussioni anche sugli anni successivi. Sono state riviste al rialzo le imposte dirette soprattutto dei primi anni e al ribasso quelle indirette per l'intero orizzonte previsivo; nel complesso, l'aggiornamento migliora il deficit nel 2023 ma lo peggiora nel triennio 2024-26. Verosimilmente, sono state accresciute le stime dell'Ires e delle ritenute sugli utili

distribuiti relative al 2023 e, in misura più limitata, al 2024 – in entrambi i casi per un andamento dei profitti più favorevole delle attese – e quelle dell'Irpef a causa di una più puntuale "lordizzazione" degli effetti dei bonus edilizi. La revisione al ribasso delle imposte indirette dovrebbe invece aver interessato soprattutto l'IVA, a causa di un aumento significativo delle compensazioni e dell'accumulo di crediti che plausibilmente si rifletterà in un incremento dei rimborsi nei prossimi anni; riduzioni dovrebbero aver riguardato anche le accise sugli olii minerali, per la riduzione dei consumi, e altre imposte minori.

Guardando alle innovazioni normative rispetto al DEF 2023, le previsioni della NADEF scontano in particolare gli effetti del DL 48/2023. Esso dispone un peggioramento del deficit pari a circa 3,4 miliardi nel 2023, a 4,5 miliardi nel 2024 e a 0,3 miliardi nel 2025 e nel 2026; si tratta dell'utilizzo del maggiore indebitamento conseguente all'autorizzazione concessa dal Parlamento al Governo di rivedere il piano di rientro verso l'obiettivo di medio termine (OMT) tramite la Relazione ex art. 6 della L. 243/2012 presentata il 27 aprile scorso contestualmente al DEF. L'impatto sull'indebitamento del DL 48/2023 è dovuto principalmente a due interventi¹: l'aumento, dal 1° luglio al 31 dicembre 2023, di 4 punti percentuali – rispettivamente a 6 e a 7 punti – dell'esonero contributivo a favore dei lavoratori con retribuzioni imponibili mensili non superiori a 2.692 e a 1.923 euro; l'incremento del Fondo per la riduzione della pressione fiscale, di cui all'art. 1, c. 130 della L. 197/2022. Tali norme sono sostanzialmente alla base delle modifiche al conto tendenziale riguardanti i contributi sociali del 2023 e delle altre uscite correnti del 2024 (tab. 2.3).

Gli altri provvedimenti normativi presentati dopo il DEF non hanno sostanzialmente impatto sul disavanzo delle Amministrazioni pubbliche ma determinano una ricomposizione delle poste del conto economico. In particolare, gli interventi più consistenti sono stati volti a fronteggiare l'emergenza provocata dagli eventi alluvionali che hanno interessato i territori dell'Emilia-Romagna, della Toscana e delle Marche a partire dal 1° maggio 2023 (DL 61/2023).

Influisce inoltre sull'aggiornamento delle previsioni il combinarsi di ulteriori fattori: il peggioramento dello scenario macroeconomico, l'andamento più sfavorevole dei tassi di interesse, un diverso profilo temporale di utilizzo delle risorse *Next generation EU* (NGEU) nell'ambito del PNRR e il recente parere dell'Eurostat sulla contabilizzazione dei bonus edilizi.

Il rallentamento atteso del PIL determina un impatto sfavorevole sull'evoluzione delle entrate tributarie; i contributi sociali risentono invece positivamente della maggiore dinamica attesa per la massa retributiva dell'intera economia nel 2023. Nel nuovo quadro macroeconomico tendenziale la crescita è stata rivista al ribasso dallo 0,9 allo 0,8

¹ Il DL 48/2023 prevede inoltre l'introduzione, resa possibile dalla cancellazione del Reddito di cittadinanza a fine 2023, dell'Assegno di inclusione per il contrasto alla povertà (dal 1° gennaio 2024) e del Supporto per la formazione e il lavoro per gli "occupabili" in condizioni di difficoltà economiche (dal 1° settembre 2024).

per cento nel 2023 e dall'1,4 all'1,0 nel 2024; resta all'1,3 nel 2025 e sale dall'1,1 all'1,2 nel 2026.

La nuova curva dei tassi di interesse sottostante alle previsioni accentua la tendenza alla crescita della spesa per interessi cominciata dall'inizio della crisi pandemica, raggiungendo il 4,6 per cento del PIL nel 2026. Rispetto a quanto previsto nel DEF, viene stimato un aumento dell'onere medio del debito di circa 3 miliardi annui e un maggiore esborso complessivo di oltre 12 miliardi nei quattro anni di riferimento.

È stato nuovamente modificato il profilo di attuazione degli interventi del PNRR ed è stata rivista la relativa composizione per voci economiche. In particolare, è stato previsto uno spostamento dell'attuazione del Piano dal biennio 2023-24 a quello successivo. È stata operata una ricomposizione tra poste economiche delle uscite in cui tali interventi sono contabilizzati e, conseguentemente, è cambiato il profilo temporale delle entrate per sovvenzioni. Sostanzialmente, è stata ridotta la spesa relativa agli investimenti a fronte di un aumento dei contributi agli investimenti e, in misura minore, dei consumi intermedi. Inoltre, a causa della rimodulazione degli interventi finanziati con prestiti, la modifica implicherebbe un minore deficit per 0,3 punti percentuali di PIL nel 2023 e per 0,1 punti nel 2024, con conseguente peggioramento di 0,2 punti in ognuno dei due anni successivi.

Con riferimento ai bonus edilizi, sulla base del parere di Eurostat, pubblicato lo scorso 26 settembre dopo uno scambio di informazioni con l'Istat, è stata effettuata una diversa classificazione contabile del Superbonus rispetto al DEF, che ha avuto come conseguenza un miglioramento del disavanzo nel biennio 2024-25 e un peggioramento nel 2026. Nel DEF erano stati contabilizzati per competenza, tra i contributi agli investimenti delle famiglie, sia i bonus maturati nel 2023 sia quelli – più limitati – attesi per il 2024 e il 2025. Si era di fatto seguita l'indicazione del parere di Eurostat dello scorso febbraio. Nella NADEF, a seguito delle interlocuzioni tra Istat ed Eurostat, sono stati invece contabilizzati ancora come pagabili (tra i contributi agli investimenti delle famiglie) solo gli incentivi edilizi del 2023; per gli anni successivi essi sono stati considerati come non pagabili, con conseguente classificazione diluita nel tempo a riduzione dell'Irpef. Di conseguenza, la nuova contabilizzazione ha migliorato il deficit di 0,3 punti percentuali di PIL nel 2024 e di 0,2 punti nel 2025 mentre lo peggiora di 0,1 punti nel 2026. Tuttavia, Eurostat ha sottolineato che questi criteri di contabilizzazione sono fondati sull'ipotesi che l'ammontare dei crediti di imposta maturati nel quadriennio 2020-23 eventualmente persi dai beneficiari sia trascurabile. In prospettiva, rimane aperta la valutazione complessiva dell'entità di tale perdita che potrebbe risentire degli eventuali crediti incagliati.

Di seguito vengono esposti sinteticamente, per ciascun anno dell'orizzonte previsivo, i motivi principali, oltre all'aumento della spesa per interessi nell'intero quadriennio, del peggioramento del deficit tendenziale rispetto al DEF dello scorso aprile.

Rispetto al DEF, il peggioramento del disavanzo del 2023 deriva dalle maggiori spese per i bonus edilizi emerse dal monitoraggio in corso d'anno. Al netto di quest'ultime, nonostante il peggioramento macroeconomico e gli effetti dei minori contributi sociali legati al taglio del cuneo fiscale previsto dal DL 48/2023, la stima del deficit sarebbe risultata inferiore a quanto atteso nel DEF per il venire meno di interventi del PNRR relativi principalmente agli investimenti.

Il maggiore disavanzo del 2024 rispetto alle previsioni del DEF è ascrivibile unicamente alla più elevata spesa per interessi. L'avanzo primario, ovvero al netto della spesa per interessi, migliora leggermente in quanto le minori entrate connesse al rallentamento della crescita e le spese accantonate sul fondo destinato alla riduzione della pressione fiscale come disposto dal DL 48/2023 sono compensate dagli effetti di contenimento del deficit connessi sia con la rimodulazione degli interventi del PNRR sia, e soprattutto, con la diversa contabilizzazione dei bonus edilizi.

Il disavanzo più elevato del 2025 deriva dall'effetto di trascinamento delle minori imposte indirette. L'impatto dovuto ai maggiori interventi del PNRR rinviati dagli anni precedenti è infatti compensato dagli effetti positivi della riclassificazione dei bonus edilizi.

Il deficit più alto del 2026 è dovuto, oltre al menzionato effetto di trascinamento delle imposte indirette, alla ritardata realizzazione degli interventi del PNRR cui si aggiungono gli effetti, divenuti sfavorevoli, dei bonus edilizi.

Nel resto del paragrafo vengono forniti maggiori dettagli sullo scenario tendenziale della NADEF.

Le stime per il 2023. – L'indebitamento netto è stimato al 5,2 per cento del PIL, in discesa dall'8 per cento registrato nel 2022. Data la lieve flessione rispetto all'anno precedente dell'incidenza delle entrate sul prodotto (dal 48 al 47,8 per cento), la riduzione del deficit riflette essenzialmente quella delle uscite (dal 56,1 al 53 per cento), che diminuiscono anche in valore assoluto. In particolare, sono attese a un livello inferiore in valore assoluto rispetto al 2022 le spese in conto capitale, le prestazioni sociali diverse dalle pensioni e la spesa per interessi (tab. 2.2).

Nell'ambito delle uscite in conto capitale, sono previste consistenti diminuzioni dei contributi agli investimenti e delle altre spese in conto capitale: i primi risentono dei minori effetti derivanti dagli incentivi edilizi esigibili che, dopo i circa 55 miliardi del 2022, dovrebbero ridursi a circa 37 miliardi nell'anno in corso; le altre spese scontano il venire meno dei trasferimenti al Monte dei Paschi di Siena e delle spese connesse all'acquisto di scorte di gas naturale a fini di stoccaggio da parte del Gestore dei servizi energetici (GSE) e della Società nazionale metanodotti (SNAM). Tra le uscite primarie correnti, le prestazioni sociali diverse da quelle pensionistiche dovrebbero ridursi anche per il venir

meno delle indennità *una tantum* a favore di lavoratori e pensionati, percettori di NASPI, DIS-COLL e reddito di cittadinanza.

Infine, la spesa per interessi – come già ricordato – è stimata in diminuzione nel 2023 in coerenza con la progressiva discesa del tasso d'inflazione italiano ed europeo, che riduce la rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione.

In crescita sostenuta sono invece previsti i trattamenti pensionistici, indicizzati all'elevata inflazione, e le spese per investimenti, che scontano un incremento degli interventi del PNRR rispetto a quanto realizzato nel 2022.

Sul versante delle entrate, la riduzione dell'incidenza sul PIL deriverebbe essenzialmente dai contributi sociali. Quanto alle dinamiche, la crescita più sostenuta riguarda l'imposizione diretta e rispecchierebbe andamenti favorevoli di varie imposte, tra cui soprattutto l'Ires e le ritenute sugli utili distribuiti dalle società, e in misura minore l'Irpef e la cedolare secca sugli affitti. L'aumento delle imposte indirette rifletterebbe il minor impatto rispetto al 2022 degli interventi contro il caro energia in termini di IVA, accise su benzina e gasolio e oneri di sistema sulle utenze elettriche. L'evoluzione dei contributi sociali sarebbe contenuta a causa degli interventi normativi di riduzione di quelli dovuti dai lavoratori. Le entrate in conto capitale risulterebbero ancora elevate e in forte crescita riflettendo le sovvenzioni associate al PNRR.

A fronte di tali dinamiche, nel 2023 il disavanzo primario si ridurrebbe dal 3,8 all'1,4 per cento del PIL e il saldo corrente tornerebbe in sostanziale pareggio (tab. 2.2).

Le stime per il triennio 2024-26. – Il disavanzo tendenziale scenderebbe dal 5,2 per cento del PIL atteso per il 2023 al 3,6 nel 2024, per poi diminuire al 3,4 nel 2025 e al 3,1 nel 2026.

Dopo quattro anni, si tornerebbe ad avanzi primari (e in conto corrente) crescenti, grazie a una riduzione delle spese primarie in percentuale del PIL più accentuata di quella delle entrate. Le prime calerebbero dal 49,2 per cento del PIL del 2023 al 44,9 del 2026, le seconde dal 47,8 al 46,3. Le spese primarie si ridurrebbero anche in valore assoluto nel 2024.

Questi andamenti sarebbero ascrivibili in generale alla natura tendenziale della previsione – quindi alla mancata considerazione dell'impatto della manovra comprensiva delle politiche invariate – e, per le uscite, al venire meno dal 2024 sia degli interventi disposti per fronteggiare l'aumento dei prezzi energetici, sia degli effetti dei bonus edilizi, con impatto, rispettivamente, su varie poste della spesa corrente e delle imposte indirette e sui contributi agli investimenti.

Tra le uscite primarie, solo le pensioni e gli investimenti pubblici crescerebbero in percentuale del PIL. Le prime risentono ancora degli effetti dell'inflazione elevata del 2023 sulla loro indicizzazione. I secondi, venendo influenzati anche dalle ipotesi di spostamento in avanti e di piena realizzazione degli interventi del PNRR entro il 2026, salirebbero dal

2,9 per cento del PIL atteso per il 2023 al 3,2-3,4 per cento ipotizzato per gli anni successivi.

La spesa per interessi è l'unica altra posta delle uscite a mostrare aumenti in rapporto al PIL. L'incremento sarebbe progressivo negli anni e si passerebbe dal 3,8 per cento del prodotto nel 2023 al 4,6 nell'ultimo anno di previsione.

Sul versante delle entrate, la pressione fiscale passerebbe dal 42,5 per cento del 2023 al 41,8 del 2026, calando di 0,2 punti percentuali in media ogni anno come conseguenza della flessione dell'incidenza sul PIL delle imposte dirette (dal 15,1 al 14,2 per cento), concentrata pressoché interamente nel 2024. La riduzione di tali imposte nel 2024 è ascrivibile a più elementi. In primo luogo, il venir meno del contributo a titolo di prelievo straordinario a carico dei soggetti che esercitano l'attività di produzione di energia elettrica, di gas metano o di estrazione di gas naturale. Influirebbe inoltre una dinamica contenuta dell'Irpef, data da un'espansione della massa retributiva dell'intera economia ben inferiore a quella del PIL nominale. Peserebbero infine riduzioni in valore assoluto dell'Ires e delle ritenute sugli utili distribuiti dalle società – dopo le consistenti crescite attese per il 2023 – nonché della nuova imposta sostitutiva sulla rivalutazione dei beni aziendali, per il venir meno degli effetti del DL 104/2020.

L'andamento delle "altre entrate", correnti e in conto capitale non tributarie, rispecchierebbe essenzialmente l'impatto delle sovvenzioni – sia RRF che *ReactEu* – appostate a copertura degli effetti ipotizzati per gli interventi del PNRR.

3. Il quadro programmatico della NADEF

3.1 Il quadro programmatico di finanza pubblica

Nelle intenzioni del Governo la manovra di bilancio per il triennio 2024-26 sarà orientata a sostenere la crescita e l'occupazione, al contempo assicurando il consolidamento dei conti pubblici. In particolare, secondo quanto indicato nella NADEF, dovrebbe essere trovato il giusto equilibrio tra l'esigenza di fornire nell'immediato l'impulso necessario all'economia attraverso misure mirate e l'obiettivo di assicurare sia il rientro del deficit al di sotto della soglia del 3 per cento del PIL sia un percorso di riduzione graduale e duraturo del rapporto tra il debito pubblico e il PIL.

In tale quadro il Governo ha chiesto, con una Relazione al Parlamento ai sensi dell'art. 6 della L. 243/2012, l'autorizzazione a rivedere il piano di rientro verso l'OMT ponendo gli obiettivi programmatici del rapporto tra il deficit e il PIL su livelli più elevati rispetto a quanto indicato nel DEF della scorsa primavera (si veda il paragrafo 4.1). La Relazione individua la richiesta di revisione del piano di rientro nella necessità di introdurre misure urgenti per ridare slancio all'economia e contrastare gli effetti sul potere di acquisto delle famiglie e sulla competitività delle imprese dovuti al rallentamento congiunturale registrato negli ultimi mesi, il deterioramento delle prospettive di crescita a livello globale e una dinamica dei prezzi ancora sostenuta.

I nuovi obiettivi di disavanzo della NADEF sono superiori a quelli del DEF di 0,6 punti percentuali di PIL in media annua. I disavanzi in rapporto al PIL sono pari al 5,3 per cento nel 2023, al 4,3 nel 2024, al 3,6 nel 2025 e al 2,9 nel 2026. Nel DEF erano pari, rispettivamente, al 4,5 per cento per l'anno in corso, al 3,7 per il prossimo, al 3,0 per il 2025 e al 2,5 per l'anno successivo (tab. 3.1).

Viene differito di un anno, dal 2025 al 2026, il raggiungimento di un deficit inferiore al 3 per cento del PIL e, dal 2024 al 2025, il ritorno a un avanzo primario. Nel 2026 quest'ultimo saldo tornerebbe in percentuale del PIL a un livello simile a quelli pre-pandemici.

Tab. 3.1 – Indicatori di finanza pubblica (1)
(in percentuale del PIL; segno + = miglioramento del saldo)

	NADEF 2023					
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Indebitamento netto tendenziale (a)	-8,8	-8,0	-5,2	-3,6	-3,4	-3,1
<i>Variazione (a')</i>		0,7	2,9	1,6	0,2	0,3
Interventi netti manovra (b)			-0,2	-0,7	-0,2	0,2
Indebitamento netto programmatico (c=a+b)	-8,8	-8,0	-5,3	-4,3	-3,6	-2,9
<i>Variazione (c')</i>		0,7	2,7	1,0	0,7	0,7
<i>Per memoria: indebitamento netto programmatico del DEF</i>	-9,0	-8,0	-4,5	-3,7	-3,0	-2,5
Debito programmatico (d)	147,1	141,7	140,2	140,1	139,9	139,6
<i>Per memoria: debito programmatico del DEF</i>	149,9	144,4	142,1	141,4	140,9	140,4

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2023.

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

La manovra è finanziata parzialmente in deficit nel triennio 2023-25, più consistentemente nel 2024, e diviene correttiva nell'ultimo anno di programmazione.

Nei programmi del Governo sono previsti interventi espansivi rispetto al tendenziale nel primo triennio e una correzione nell'anno successivo, necessaria a riportare il deficit al di sotto del 3 per cento del PIL nel 2026. In particolare, sono programmati interventi netti di aumento del disavanzo pari allo 0,2 per cento del PIL nell'anno corrente, che crescono allo 0,7 per cento nel prossimo, per poi tornare allo 0,2 per cento nel 2025. Per il 2026 è programmata una manovra netta di riduzione del deficit pari allo 0,2 per cento del prodotto (tab. 3.1). Nella Relazione al Parlamento sono indicati i valori assoluti degli spazi disponibili, dati dalle differenze tra andamenti programmatici e tendenziali, comprensive della maggiore spesa per interessi dovuta al disavanzo più elevato: si tratta di 3,2 miliardi nel 2023, 15,7 nel 2024 e 4,6 nel 2025; per il 2026 è prospettata una correzione di 3,8 miliardi.

La NADEF fornisce solo informazioni di carattere generale sui provvedimenti della manovra; per maggiori dettagli occorrerà attendere il Documento programmatico di bilancio di metà ottobre.

Le maggiori risorse saranno dedicate nel 2024 alla riduzione del cuneo fiscale a favore dei lavoratori dipendenti, riproponendo quanto già disposto per l'anno in corso. Sarà avviata dal 2024 la riforma del sistema fiscale, per la quale è stata approvata apposita delega (L. 111/2023). Nel triennio 2024-26 saranno inoltre destinati stanziamenti a favore del personale sanitario e a incentivi agli investimenti nel Mezzogiorno. Infine, sono previste risorse per le cosiddette politiche invariate, come quelle relative ai rinnovi contrattuali della pubblica amministrazione o volte a preservare la continuità di servizi pubblici che annualmente vengono finanziati tramite legge di bilancio. Nella Relazione al Parlamento si evidenzia inoltre che per il 2023, con un provvedimento di urgenza, saranno indirizzate risorse, in particolare, al conguaglio anticipato dell'adeguamento Istat per i trattamenti pensionistici previsto per il 2024, a misure per il personale delle pubbliche amministrazioni e alla gestione dei flussi migratori.

Anche sul versante delle coperture finanziarie le indicazioni della NADEF sono di carattere generale:

le misure verrebbero finanziate, oltre che con il ricorso al deficit, con risorse da individuare all'interno del bilancio pubblico. A tale scopo vengono menzionate l'attività di valutazione e di revisione della spesa dei Ministeri e misure di revisione dei sussidi e delle spese fiscali. Altre risorse dovrebbero derivare dalla riduzione del *tax-gap*, tramite attività di contrasto dell'evasione volte a migliorare il rispetto degli adempimenti fiscali dei contribuenti e il rafforzamento dei controlli mirati, indirizzandoli verso i soggetti più a rischio.

È previsto un rallentamento nel percorso di riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL: una diminuzione cumulata di 2,1 punti percentuali, quasi dimezzata rispetto a quella di 4 punti attesa nel DEF (si veda il paragrafo 3.3). Tuttavia, il rapporto dovrebbe attestarsi in ogni anno al di sotto di quello programmato nel DEF, grazie all'effetto denominatore determinato dal trascinarsi in avanti della revisione al rialzo del PIL del biennio 2021-22 apportata dall'Istat. Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL

dovrebbe diminuire dal 141,7 per cento registrato nel 2022 al 140,2 nell'anno in corso e continuare a scendere a ritmi contenuti in ognuno degli anni successivi sino ad attestarsi al 139,6 per cento nel 2026.

La diminuzione del rapporto sarebbe condizionata, già a partire dal 2024, dall'avvio di un nuovo programma di privatizzazioni e dall'utilizzo di una parte delle disponibilità liquide del Tesoro; influirebbe inoltre positivamente il parziale rimborso anticipato dei prestiti bilaterali da parte della Grecia. Sono in particolare previsti proventi da dismissioni di partecipazioni pubbliche pari ad almeno l'1,0 per cento del PIL nel triennio 2024-26. Secondo la NADEF, il sentiero programmatico di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL è coerente con l'obiettivo – già enunciato nei precedenti documenti programmatici – di riportare tale rapporto su livelli prossimi a quello pre-crisi entro la fine del decennio.

Sulla base di quanto contenuto nella NADEF e in attesa della definizione della manovra e delle informazioni che saranno necessarie per una valutazione complessiva, si riportano alcune considerazioni di carattere generale.

Il conseguimento di un avanzo primario su livelli simili a quelli pre-pandemici viene allontanato nel tempo. L'integrale utilizzo dello spazio di bilancio disponibile espone al rischio di non avere ulteriori risorse per sostenere l'economia in caso di deterioramento delle condizioni cicliche. Per il primo anno di programmazione il deficit è rivisto al rialzo rispetto al tendenziale in maniera più rilevante di quanto fissato nei programmi dello scorso aprile e viene rimandata a fine periodo l'azione correttiva per il raggiungimento di un deficit inferiore al 3 per cento del PIL. In prospettiva la riforma della *governance* europea, attualmente in discussione, richiederà la predisposizione di piani pluriennali strutturali che devono essere mantenuti nel tempo, superando l'orientamento a breve della politica di bilancio. In attesa dell'approvazione e attuazione della riforma, secondo quanto indicato dalla Commissione europea nella Comunicazione del maggio scorso, il risultato del disavanzo del 2023 sarà valutato dalla stessa nella primavera del prossimo anno; vi è quindi la possibilità che venga proposta al Consiglio l'apertura di una procedura per disavanzi eccessivi (PDE) per l'Italia (si veda il paragrafo 4.3.1).

Sull'entità dei deficit dei prossimi anni, sebbene non sul livello del debito, esistono elementi di incertezza connessi con quanto emergerà dalle decisioni di Eurostat sulla registrazione dei bonus edilizi. L'Autorità statistica europea ritiene necessario un ulteriore approfondimento al fine di valutare in via definitiva il valore complessivo della perdita associata ai crediti legati al Superbonus, ovvero l'ammontare dei crediti non utilizzati da parte dei beneficiari. Tale valutazione, basata sulle evidenze quantitative via via disponibili, potrà coinvolgere i crediti maturati a partire dal 2020. Secondo quanto indicato dall'Istat, il valore della perdita per il 2023 è stato valutato sino a fine settembre come non significativo. La definizione dei profili contabili per il 2024 richiederà ulteriori approfondimenti. Sulla effettiva entità della perdita inciderà l'evoluzione nel tempo delle compensazioni dei crediti ceduti. Qualora il valore delle mancate compensazioni dovesse

risultare significativo, l'intero ammontare dei crediti verrebbe ritenuto "non pagabile" con conseguente riclassificazione – anche nel conto delle Amministrazioni pubbliche – per cassa, a riduzione dell'Irpef, e distribuzione anche negli anni a venire di quanto sinora contabilizzato per competenza dal 2020 al 2023.

La sostanziale stabilizzazione del rapporto tra il debito e il PIL si basa sulla realizzazione di ipotesi soggette a margini di incertezza. Uno sforzo di bilancio maggiore di quanto previsto nella NADEF si renderà necessario qualora una delle ipotesi dovesse realizzarsi solo parzialmente (si veda il paragrafo. 3.3.2). In particolare, su tali prospettive influiranno la piena attuazione degli interventi del PNRR (essendo esauriti i margini per ulteriori rinvii) e gli eventuali cambiamenti in corso d'opera che potrebbero derivare dalla revisione del Piano – con annesso capitolo *REPowerEU* – recentemente inviata alla Commissione europea. Vi è inoltre incertezza sull'effettiva realizzazione del programma di dimissioni mobiliari annunciato nella NADEF, dal quale dovrebbero derivare proventi per almeno l'1,0 per cento del PIL entro il 2026. Si tratta di importi rilevanti se si osservano i dati sulle privatizzazioni degli anni immediatamente precedenti la crisi pandemica.

3.2 Il quadro macroeconomico programmatico

La NADEF 2023 incorpora una revisione al rialzo degli obiettivi di deficit programmatico rispetto all'ultimo DEF. Le misure espansive comportano un indebitamento netto più elevato del tendenziale di un decimo di punto di PIL nell'anno in corso (al 5,3 per cento del PIL), di sette decimi nel 2024 e di due decimi nel 2025 (al 4,3 e 3,6 per cento, rispettivamente). Il Governo prefigura invece una restrizione di bilancio rispetto al QMT di 0,2 punti di PIL nel 2026, con un indebitamento netto programmato appena al di sotto della soglia del tre per cento, quasi mezzo punto in più rispetto al DEF.

Le misure prospettate nella NADEF per il 2024 sono volte a sostenere il potere d'acquisto delle famiglie e il mercato del lavoro, attraverso la riduzione del cuneo fiscale. La manovra include inoltre interventi per l'attuazione della prima fase della riforma fiscale, il sostegno alle famiglie più numerose, oltre alle misure destinate al sistema sanitario e a incentivare gli investimenti nel Mezzogiorno. Il Governo intende inoltre finanziare le cosiddette politiche invariate, che consistono in larga misura nei rinnovi contrattuali della pubblica amministrazione e in altre spese necessarie per la continuità dei servizi pubblici. Dal lato delle coperture, si considerano la revisione della spesa dei Ministeri, la rimodulazione di taluni sussidi e interventi volti a migliorare la *tax compliance* dei contribuenti.

L'impatto sulla crescita dell'economia italiana stimato nel quadro macroeconomico programmatico (QMP) del MEF è espansivo per due decimi di punto percentuale nel 2024 e per un decimo nel 2025 (tab. 3.2), mentre è restrittivo per 0,2 punti nel 2026.

Tab. 3.2 – Le principali variabili del quadro programmatico e tendenziale della NADEF 2023
(variazioni percentuali e contributi alla crescita)

	2023		2024		2025		2026	
	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.
PIL	0,8	0,8	1,2	1,0	1,4	1,3	1,0	1,2
Contributi alla crescita del PIL								
Esportazioni nette	0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Scorte	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	0,9	0,9	1,3	1,1	1,3	1,2	1,0	1,1
Deflatore PIL	4,5	4,5	2,9	2,9	2,1	2,1	2,1	2,0
Deflatore consumi	5,6	5,6	2,3	2,4	2,0	2,0	2,1	2,0
PIL nominale	5,3	5,3	4,1	3,9	3,6	3,4	3,1	3,2

Fonte: NADEF 2023.

L'incremento del PIL rispetto allo scenario tendenziale nel periodo 2024-25 è riconducibile alla domanda interna, in particolare ai consumi delle famiglie e agli investimenti in macchinari; nel 2026 il contributo della domanda interna alla crescita del prodotto è inferiore rispetto allo scenario tendenziale, per un decimo di punto. L'apporto delle esportazioni nette non si differenzia da quello prospettato nello scenario tendenziale, analogamente al contributo delle scorte, che resta neutrale nel biennio finale della NADEF.

La variazione del deflatore del PIL è prossima a quella del QMT, quindi le differenze sul PIL nominale rispecchiano la diversa crescita dell'economia. Nello scenario programmatico del Governo il PIL nominale aumenta del 5,3 per cento nel 2023, per poi rallentare in misura graduale nei prossimi anni, al 4,1 per cento nel 2024 e successivamente al 3,6 e al 3,1 per cento. Rispetto al QMT si riscontra una maggiore variazione del PIL nominale di 0,2 punti percentuali nel 2024 e nel 2025, che riflette principalmente le differenze sul prodotto in volume; nel 2026 la variazione è infatti appena inferiore a quella tendenziale, per via della restrizione di bilancio.

La maggiore crescita attiva moderatamente l'occupazione. L'occupazione, misurata dalle ULA, aumenta marginalmente rispetto al QMT nel 2024-25. Analogamente, il tasso di disoccupazione è atteso in ulteriore calo rispetto al QMT nell'orizzonte di previsione, sfiorando il 7,0 per cento a fine periodo.

3.2.1 La validazione delle previsioni macroeconomiche programmatiche

L'UPB ha concluso la procedura di validazione del QMP della NADEF 2023. L'esercizio di validazione riguarda il 2024, quando si esplicheranno gli effetti degli interventi previsti di politica economica (il quadro del Governo per il 2023 coincide con quello tendenziale, discusso nel paragrafo 2.1). Occorre ricordare che la valutazione UPB si basa su alcune informazioni di massima, fornite dal MEF, circa la composizione della manovra anticipata

nella NADEF. L'effettiva e specifica articolazione dei provvedimenti di finanza pubblica verrà precisata nella legge di bilancio. Si considerano in particolare le misure prospettate nella NADEF per il 2024, volte a sostenere il potere d'acquisto delle famiglie e a fornire un impulso al mercato del lavoro attraverso la riduzione del cuneo fiscale.

Similmente al QMT, le previsioni programmatiche del MEF per il 2024 sono validate in quanto sono coerenti con quelle del *panel*, pur situandosi nella fascia alta dell'intervallo. La previsione macroeconomica del Governo è stata valutata dall'UPB, che ha validato lo scenario programmatico per il 2024 in quanto i valori stimati per le principali variabili ricadono all'interno dell'intervallo di accettabilità definito dal *panel* UPB (figg. 3.1 e 3.2). La validazione del QMP della NADEF si basa prevalentemente sulle seguenti evidenze: a) la previsione sulla crescita nel 2024 del PIL reale (all'1,2 per cento) si colloca nell'intervallo di validazione del *panel*, sebbene in prossimità del valore superiore delle attese dei previsori del gruppo di analisi; b) la stima sulla dinamica del PIL nominale (al 4,1 per cento nel 2024) appare cauta, in quanto si attesta al di sotto della mediana del *panel*; c) l'impatto della manovra di bilancio sull'attività economica nel 2024 è in linea con il valore medio indicato dal *panel* e coincide con quello stimato dall'UPB.

Il QMP è contrassegnato da fattori di rischio simili a quelli delineati per lo scenario tendenziale (si veda al riguardo il paragrafo 3.2.2). Un ulteriore elemento aleatorio concerne l'effetto della riduzione dei contributi sociali della manovra, in quanto è temporanea e consiste di fatto in una proroga di una decontribuzione già esistente; gli effetti macroeconomici dipendono quindi dalle aspettative dei lavoratori, sia quelle preesistenti sull'estensione al 2024 sia quelle attuali sull'eventuale rinnovo nel 2025. Da un lato i beneficiari della misura potrebbero avere già scontato che sarebbe stata con ogni probabilità rinnovata, per cui non avrebbero ragione di aumentare la spesa. Specularmente, coloro che invece non prefiguravano la proroga nel 2024 potrebbero reagire comunque moderatamente, in quanto per loro non si tratta di un incremento duraturo del potere d'acquisto. Il confronto con le previsioni recenti di altre istituzioni e analisti privati (tab. 3.3) evidenzia che le proiezioni macroeconomiche della NADEF appaiono allineate per quest'anno, ma non altrettanto per il triennio 2024-26, quando si collocano nella fascia alta delle attese.

Si illustrano di seguito sinteticamente i principali elementi considerati nell'esercizio di validazione sul 2024 e si riportano in seguito valutazioni generali per il biennio 2025-26, che non è oggetto di validazione.

2024

L'attività economica nel QMP del MEF nel 2024 è interamente trainata dalla domanda interna, il cui apporto eccede le valutazioni più elevate del *panel* UPB; il contributo delle esportazioni nette è invece coerente con le stime mediane del *panel*. Con riferimento

alle determinanti della crescita per il prossimo anno, il quadro programmatico della NADEF si caratterizza per il marcato sostegno delle componenti interne di domanda. Tale attesa è coerente con quelle del *panel*; tuttavia, nelle stime del MEF, l'impulso alla crescita fornito dalla domanda interna si situa oltre il limite superiore dell'intervallo di variazione dei previsori. Vi contribuisce in massima parte il processo di accumulazione di capitale, in particolare di costruzioni che, come per il quadro macroeconomico a legislazione vigente, eccede il margine superiore delle stime dei previsori del *panel*. La proiezione per il 2024 della spesa per consumi delle famiglie nel QMP è invece pienamente accettabile. La dinamica delle variabili relative al commercio estero si attesta appena al di sotto della mediana del *panel* per le esportazioni mentre è più elevata per le importazioni. Ne consegue che il contributo delle esportazioni nette alla variazione del PIL è appena superiore alla mediana delle attese del *panel*.

Fig. 3.1 – Scenari di previsione programmatica del Governo e del *panel* UPB



Fig. 3.2 – Previsioni sui quadri macroeconomici programmatici – Anno 2024



■ Stime del Governo ● Stime degli altri previsori del *panel* UPB ◆ Stime dell'UPB

Tab. 3.3 – Previsioni sulla crescita del PIL e sull’inflazione al consumo in Italia

		PIL				Inflazione			
		2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Prometeia ⁽¹⁾	29-set	0,7	0,4	0,8	0,9	5,7	2,4	2,1	2,2
Consensus Economics ⁽¹⁾	22-set	0,8	0,6	1,1		6,1	2,3	1,9	
Oxford Economics ⁽¹⁾	22-set	0,7	0,6	1,2	0,8	5,8	1,9	1,5	1,4
OCSE	19-set	0,8	0,8			6,1	2,5		
Commissione europea ⁽²⁾	11-set	0,9	0,8			5,9	2,9		
Fondo monetario internazionale	25-lug	1,1	0,9						
Banca d’Italia ^{(1) (2)}	14-lug	1,3	0,9	1,0		6,0	2,3	2,2	
REF -Ricerche ⁽¹⁾	04-lug	1,1	0,8	1,0		5,8	2,4	2,2	
<i>Per memoria</i>									
MEF NADEF 2023 ⁽³⁾	27-set	0,8	1,2	1,4	1,0	5,6	2,3	2,0	2,1

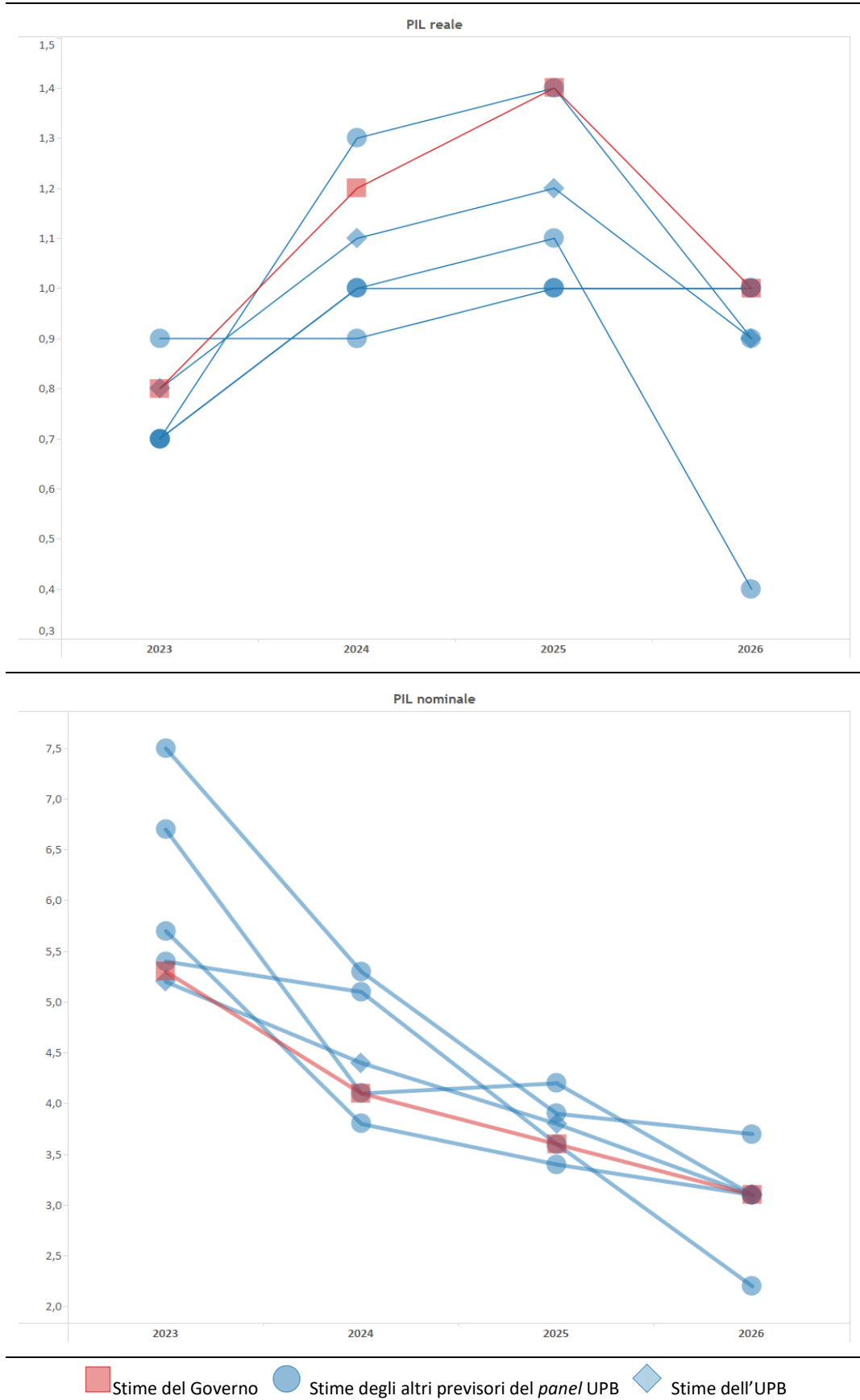
(1) Dato del PIL corretto per i giorni lavorativi. – (2) Indice dei prezzi al consumo armonizzato. – (3) Deflatore dei consumi.

Le variabili di prezzo non eccedono le attese mediane del *panel* UPB; la dinamica del prodotto nominale appare cauta. Le proiezioni sui prezzi formulate nel QMP della NADEF si collocano nella fascia bassa dell’intervallo di validazione, tra l’estremo inferiore e la mediana. La variazione del deflatore dei consumi delle famiglie delineata dal MEF è appena più contenuta della stima mediana del *panel* UPB, che corrisponde alla previsione UPB. Essa risulta inoltre coerente con la media delle proiezioni più recenti dei principali previsori esterni, che tuttavia si riferiscono all’indice dei prezzi al consumo (tab. 3.3). La crescita del deflatore del PIL prefigurata dal MEF si attesta poco al di sopra dell’estremo inferiore dell’intervallo di validazione. Nel QMP la dinamica in rallentamento del deflatore delle esportazioni e quella in recupero dei prezzi delle importazioni determinano un guadagno delle ragioni di scambio, per cui la crescita del deflatore del PIL eccede quella del deflatore dei consumi privati; tale ipotesi è condivisa dal *panel*. Tenuto conto delle proiezioni sull’andamento del PIL reale e del relativo deflatore, la dinamica programmatica del PIL nominale risulta prudente, in quanto si situa tra l’estremo inferiore e la mediana delle proiezioni del *panel*, che coincide con la previsione dell’UPB. Con riferimento alle variabili sul mercato del lavoro, la crescita dell’occupazione (in termini di ULA) del QMP è prossima alla mediana del *panel*, similmente al valore atteso per il tasso di occupazione. Il tasso di disoccupazione previsto dal Governo è invece di poco inferiore alle valutazioni mediane del gruppo di previsori dell’UPB.

2025-26

Nel biennio 2025-26, che non è oggetto di validazione, il QMP della NADEF appare accettabile, seppure al limite in quanto la crescita del PIL reale coincide con l’estremo superiore delle attese del *panel* (fig. 3.3). Il Governo prevede un’accelerazione del PIL nel 2025 (all’1,4 per cento), come anche la maggioranza dei previsori dell’esercizio di validazione, che però prefigura tassi di variazione più moderati. Nel 2026 il QMP delinea

Fig. 3.3 – Previsioni sul PIL nei quadri macroeconomici programmatici



un aumento del PIL all'1,0 per cento, che coincide con il valore massimo delle attese dei previsori del *panel*, ma appare accettabile poiché eccede di poco la mediana del *panel* e la stima dell'UPB. Con riferimento agli impatti macroeconomici della manovra nel biennio finale di previsione, l'indicazione di modesti effetti recessivi da parte del Governo è ritenuta condivisibile, in quanto trova riscontro nelle valutazioni del *panel* e dell'UPB.

Anche nel 2025-26 la domanda interna fornisce il principale apporto alla crescita dell'economia, come nelle valutazioni del *panel* UPB. Nel QMP del MEF la crescita del prodotto è soprattutto trainata dalle componenti interne di domanda, coerentemente con le attese del *panel*. La dinamica dei consumi finali per il 2025 eccede lievemente il margine superiore delle proiezioni dei previsori del gruppo di analisi, mentre si colloca sul valore più elevato previsto dal *panel* nell'anno finale. L'accumulazione di capitale risulta prossima ai valori mediani del *panel* nel 2025, mentre li eccede nell'anno successivo, in buona parte per l'impulso degli investimenti in costruzioni che incorporano gli effetti dell'attuazione del PNRR.

Le previsioni sulle variabili di prezzo nel biennio finale della NADEF sono coerenti con le attese dei previsori dell'UPB; la variazione del prodotto nominale è inferiore alla mediana delle previsioni del *panel* nel 2025 mentre coincide con la mediana e con la stima dell'UPB nel 2026. Le dinamiche dei prezzi nel biennio 2025-26 risultano ricomprese all'interno dell'intervallo di accettazione del *panel*, che si caratterizza per una ridotta variabilità dovuta all'aspettativa diffusa di convergenza verso l'obiettivo della BCE al termine del periodo di previsione. La variazione del deflatore dei consumi nel QMP della NADEF è sostanzialmente allineata alla mediana delle stime del *panel* in ciascun anno del biennio. Le proiezioni per il deflatore delle esportazioni si collocano nell'intervallo di accettazione ma oltre i valori mediani del *panel* UPB; una evidenza simile si riscontra per i prezzi delle importazioni, la cui dinamica nel 2026 eccede l'estremo superiore dell'intervallo di variazione. La crescita del deflatore del PIL nel 2025 si attesta nella parte bassa delle proiezioni del *panel* e risulta simile a quella del deflatore dei consumi, nonostante i guadagni delle ragioni di scambio. Nel 2026 la variazione del deflatore del PIL è prossima alla mediana del *panel*. Tenuto conto della variazione del PIL reale e di quella del corrispondente deflatore, la crescita del prodotto nominale per il 2025 è più bassa della mediana delle proiezioni del *panel* mentre coincide con i valori mediani del *panel* e con la proiezione dell'UPB nel 2026.

Le previsioni sul mercato del lavoro nel biennio finale del QMP sono complessivamente accettabili. Con riferimento al mercato del lavoro, le stime sull'occupazione (in termini di ULA) della NADEF risultano accettabili; nel 2025 eccedono la mediana delle previsioni del *panel*, ma si riportano nell'intorno dei valori mediani nel successivo. Il tasso di disoccupazione è inferiore alla mediana delle stime del *panel* UPB in ciascun anno del biennio, pur risultando ancora distante dall'estremo inferiore delle proiezioni. Il tasso di occupazione a fine periodo raggiungerebbe il 63,7 per cento, un valore storicamente elevato che si avvicina al limite superiore delle attese del *panel* UPB.

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

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana appare soggetto a rischi di varia natura, prevalentemente esogeni o di matrice internazionale, nel complesso orientati al ribasso.

PNRR e investimenti pubblici. – Permangono criticità connesse con l'ipotesi alla base delle previsioni che vi sia l'integrale, tempestivo ed efficiente utilizzo da parte dell'Italia dei fondi europei del programma NGEU. Nei primi due anni del programma l'attivazione di investimenti pubblici è stata modesta e il Governo ha quest'estate delineato delle proposte di modifica del Piano. In un contesto di inasprimento delle condizioni di accesso al credito, affinché lo stimolo all'attività produttiva sia significativo e duraturo occorre avanzare speditamente con l'attuazione degli interventi e con le riforme strutturali. La concentrazione delle opere del PNRR nei due anni finali del programma, oltre a non lasciare ulteriori margini di rinvio, potrebbe alimentare strozzature nell'offerta, sia con riferimento alle competenze necessarie per gestire e avviare le opere, sia per lo spiazzamento di altri investimenti.

Le guerre in atto e le prospettive della Germania e della Cina. – I conflitti alle porte dell'Unione rappresentano un rischio rilevante, in quanto espongono il sistema delle relazioni internazionali a *shock* avversi difficilmente prevedibili. L'industria tedesca ha già mostrato segni di debolezza, che se persistenti inciderebbero fortemente sui sistemi produttivi molto integrati con la Germania quale quello italiano. Inoltre l'economia cinese attraversa una fase critica, non soltanto per le difficoltà nel settore immobiliare, per cui rischia di frenare il recupero del commercio mondiale ipotizzato nelle previsioni.

La persistenza dell'inflazione. – La netta flessione dell'inflazione l'anno prossimo è un cardine su cui poggia l'intero quadro macroeconomico. Tale attesa è condivisibile ma è gravata da diversi rischi. Le variabili esogene sono costruite basandosi su prezzi dei mercati a termine delle materie prime, estremamente volatili; a tale riguardo, non si possono escludere nuovi *shock*, ad esempio a seguito delle strategie di offerta dei paesi produttori di combustibili e a nuove tensioni geo-politiche. Queste ultime potrebbero altresì spingere al rialzo le quotazioni all'ingrosso di diverse materie prime, con impatti rilevanti sui prezzi al consumo. Eventuali nuovi rincari inciderebbero direttamente sul reddito disponibile e quindi sulle possibilità di spesa delle famiglie.

Rischi finanziari e politiche economiche. – Eventuali sfasamenti nei cicli di ripresa tra paesi e il possibile repentino aumento dell'avversione al rischio degli operatori di mercato rischiano di generare nuove tensioni finanziarie globali, con impatti rilevanti per un'economia aperta ad alto debito pubblico, come quella italiana. Un'ulteriore fonte di rischi su scala internazionale riguarda le prossime evoluzioni negli orientamenti della politica monetaria, al momento restrittiva per i principali paesi avanzati, ma espansiva per la Cina che è in deflazione.

Rischi ambientali e climatici. – Restano sullo sfondo i rischi ambientali, dell’evoluzione climatica e del territorio, che oltre a incidere sui prezzi dei beni alimentari e dell’energia, possono nuocere direttamente al tessuto produttivo in caso di eventi estremi.

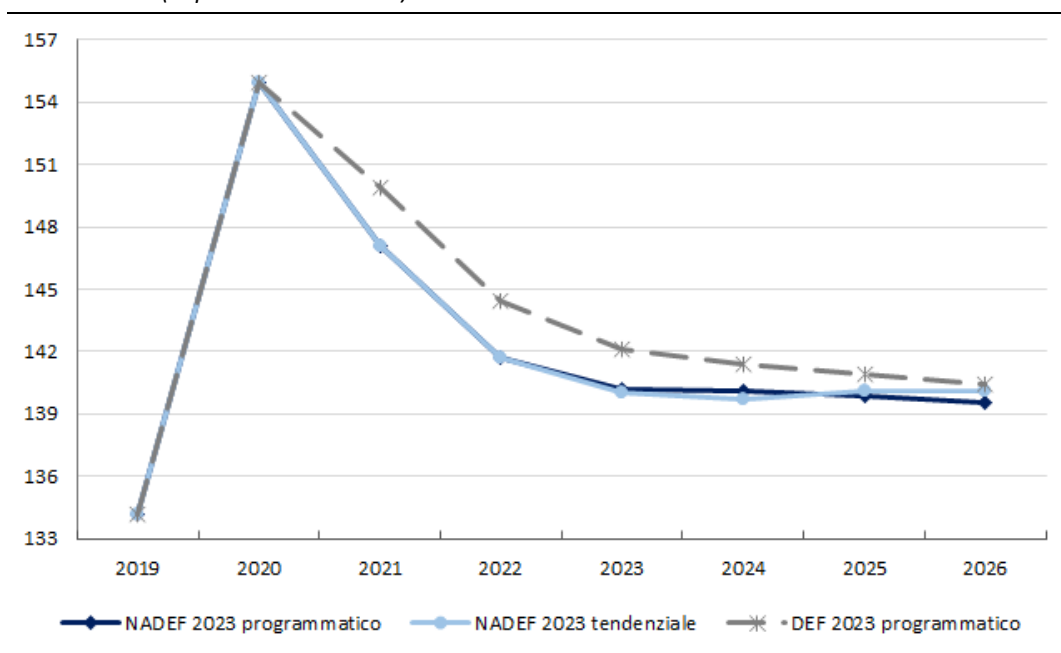
3.3 L’evoluzione programmatica del debito

Il rapporto tra il debito e il PIL è inferiore a quanto pubblicato nel DEF lo scorso aprile.

La recente revisione al rialzo della stima da parte dell’Istat² del PIL nominale degli ultimi due anni, pari all’1,9 per cento per il 2021 e al 2,0 per cento per il 2022, ha comportato una riduzione del rapporto tra il debito e il PIL, che si attesta ora al 147,1 per cento a fine 2021 e al 141,7 per cento a fine 2022, ovvero a un livello rispettivamente inferiore di 2,8 e 2,7 punti percentuali ai valori indicati nel DEF dello scorso aprile (fig.3.4).

Lo scenario programmatico della NADEF prevede una marcata riduzione del rapporto tra il debito e il PIL nel 2023 e una lieve discesa nel triennio successivo. In particolare, per l’anno in corso il debito dovrebbe diminuire al 140,2 per cento del PIL, in riduzione di 1,5 punti percentuali rispetto al 2022. Nel triennio successivo, il rapporto diminuirebbe al 140,1 per cento nel 2024, al 139,9 nel 2025 e al 139,6 nel 2026.

Fig. 3.4 – Evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL
(in percentuale del PIL)



Fonte: NADEF 2023 e DEF 2023.

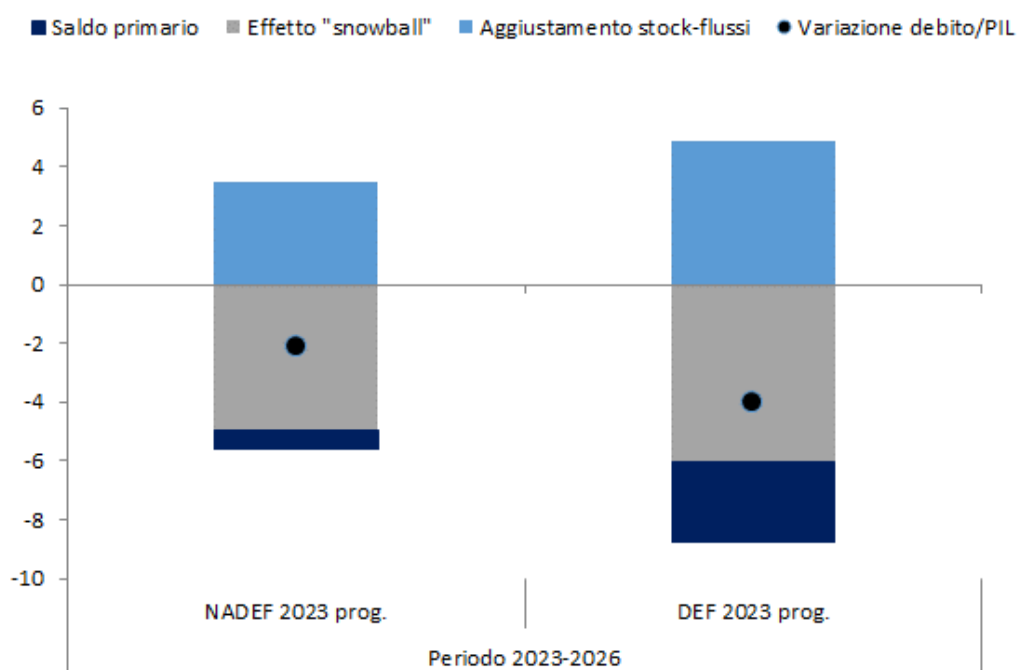
² Si veda il comunicato stampa Istat “Conti Economici Nazionali” del 22 settembre 2023.

Rispetto al tendenziale, il quadro programmatico della NADEF peggiora il valore stimato per il debito nel biennio 2023-24, in media di 0,3 punti percentuali di PIL, mentre lo migliora nel biennio 2025-26 quando il livello del debito a legislazione vigente è previsto stabile al 140,1 per cento del PIL.

La riduzione attesa nell'orizzonte di programmazione della NADEF (dal 2023 al 2026) è pari complessivamente a circa 2,1 punti percentuali di PIL, meno intensa rispetto a quella prevista nel DEF, quando era stimata in 4 punti percentuali. Sul rallentamento del ritmo di discesa incidono i seguenti fattori: il minore contributo del saldo primario alla riduzione del debito per 2,1 punti percentuali e l'andamento più sfavorevole dell'effetto *snow-ball* per 1,1 punti percentuali, sia a causa dell'aumento della spesa per interessi maggiore del previsto che per la minore crescita economica; tali effetti sono in parte controbilanciati da un più favorevole andamento dell'aggiustamento *stock-flussi* per 1,4 punti percentuali di PIL (fig. 3.5).

Il valore finale del rapporto tra debito e PIL è atteso leggermente inferiore rispetto a quanto previsto in precedenza, ovvero pari al 139,6 per cento nel 2026, a fronte del 140,4 stimato nel DEF (fig. 3.4). Ciò riflette l'effetto di trascinamento della revisione al rialzo del PIL nel biennio 2021-22.

Fig. 3.5 – Determinanti della variazione del rapporto tra il debito e il PIL
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2023 e DEF 2023.

Alla fine del periodo di programmazione, il rapporto risulterebbe inferiore di oltre 15 punti percentuali rispetto al picco del 2020 (154,9 per cento), ma superiore di oltre 5 punti rispetto alla situazione pre-pandemica del 2019, quando il debito era pari al 134,2 per cento del prodotto. Per raggiungere tale livello entro la fine del decennio – obiettivo rimarcato nella NADEF – dovrebbero realizzarsi ulteriori riduzioni del rapporto nel quadriennio 2027-2030 pari, in media, a circa 1,4 punti percentuali di PIL all’anno, superiori alle diminuzioni programmate per il triennio 2024-26.

Se si scompone la dinamica annuale del rapporto del debito sul PIL nelle sue diverse determinanti, il saldo primario fornisce complessivamente un contributo favorevole alla riduzione del debito per 0,6 punti percentuali di PIL nell’orizzonte di previsione. In particolare, nel biennio 2023-24 il disavanzo primario determinerebbe un aumento del debito per complessivi 1,7 punti percentuali, mentre nel biennio successivo l’avanzo primario contribuirebbe alla riduzione del rapporto, con impatti crescenti nel tempo, pari complessivamente a 2,3 punti percentuali del PIL (tab. 3.4).

La componente dell’effetto *snow-ball*, legata al differenziale tra la spesa per interessi e il contributo del PIL nominale, favorisce la discesa del debito nel triennio 2023-25 ma avrebbe un effetto sfavorevole dal 2026. Tale componente contribuirebbe alla riduzione del debito in rapporto al PIL nell’arco di programmazione per circa 5 punti percentuali, di cui 21,9 punti percentuali dovuti alla crescita del PIL nominale parzialmente compensati da 16,9 punti relativi alla spesa per interessi³. Tuttavia, l’impatto di tale componente risulterebbe decrescente nel tempo e nel 2026, ultimo anno di previsione, tornerebbe ad avere un effetto sfavorevole, contribuendo all’aumento del debito per 0,3 punti

Tab. 3.4 – Determinanti della variazione del rapporto tra il debito e il PIL (1)
(in percentuale del PIL e tassi di variazione)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Rapporto debito/PIL	147,1	141,7	140,2	140,1	139,9	139,6
Variazione rapporto debito/PIL	-7,9	-5,4	-1,5	-0,1	-0,2	-0,3
Avanzo primario ⁽²⁾ (competenza economica)	5,3	3,8	1,5	0,2	-0,7	-1,6
Effetto <i>snow-ball</i> ⁽³⁾, di cui:	-10,2	-5,1	-3,4	-1,4	-0,6	0,3
<i>spesa per interessi/PIL nominale</i>	3,5	4,3	3,8	4,2	4,3	4,6
<i>contributo crescita PIL nominale</i>	-13,7	-9,4	-7,2	-5,6	-4,9	-4,3
<i>p.m. : Costo medio del debito</i>	2,5	3,1	2,8	3,1	3,2	3,4
<i>p.m. : Indebitamento netto</i>	-8,8	-8,0	-5,3	-4,3	-3,6	-2,9
Aggiustamento <i>stock-flussi</i>	-2,9	-4,0	0,4	1,1	1,0	1,0

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2023.

(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 debito/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.

³ La non completa corrispondenza con gli importi della tabella 3.4 è dovuta all’arrotondamento delle cifre decimali.

percentuali, a causa dell'incremento della spesa per interessi al 4,6 per cento di PIL superiore al contributo della crescita nominale del PIL (in rallentamento nell'orizzonte di programmazione).

Nel 2023 la spesa per interessi è prevista in diminuzione al 3,8 per cento del PIL, per effetto della riduzione della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione, in coerenza con la progressiva discesa del tasso d'inflazione italiano ed europeo; nel triennio successivo, al contrario, la spesa per interessi tornerebbe a salire al 4,2 per cento del PIL nel 2024, al 4,3 per cento nel 2025 e al 4,6 per cento nel 2026, per via del rialzo della curva dei rendimenti sui titoli di Stato per tutto il periodo di programmazione. Ciò comporta un aggravio sulla spesa per interessi, dovuto all'accumularsi negli anni degli effetti delle emissioni con un tasso di interesse maggiore più elevato.

L'elevata vita residua del debito (pari a 7,8 anni alla fine del 2022) consente di distribuire gradualmente nel tempo l'impatto dei rialzi dei tassi d'interesse. Nel 2023, il costo medio del debito è atteso in riduzione al 2,8 per cento (dal 3,1 del 2022), mentre è previsto salire gradualmente dal 2024 fino a raggiungere il 3,4 per cento nell'ultimo anno di previsione a causa dei tassi di interesse più elevati che caratterizzano le nuove emissioni.

Nel quadriennio 2023-26, l'aggiustamento stock-flussi darebbe un contributo sfavorevole alla riduzione del debito per complessivi 3,5 punti percentuali di PIL. Ciò è dovuto in particolare all'impatto dei crediti fiscali legati al Superbonus e al bonus facciate, all'interno della voce relativa al disallineamento tra cassa e competenza.

Rispetto alle previsioni del DEF, la revisione al rialzo dei crediti d'imposta legati al Superbonus determina un ulteriore aumento della componente stock-flussi per complessivi 1,1 punti percentuali, con il seguente profilo: circa 0,1 punti di PIL nel 2023 e circa 0,3 punti per ciascun anno del triennio 2024-26.

La previsione di riduzione del debito in rapporto al PIL è legata al realizzarsi di alcune ipotesi. In particolare, la componente riconducibile al programma di privatizzazioni impatta favorevolmente sulla dinamica dell'aggiustamento stock-flussi, prevedendo introiti da dismissioni di partecipazioni pari ad almeno l'1 per cento del PIL (circa 21 miliardi) nel triennio 2024-26. La realizzazione del programma di dismissioni appare importante nel garantire il percorso di riduzione del rapporto del debito sul PIL nell'orizzonte di previsione (si veda il paragrafo 3.3.2). Inoltre, le stime programmatiche della NADEF scontano l'ipotesi di una riduzione delle giacenze liquide del Tesoro rispetto al livello registrato a fine 2022, pari a 43,5 miliardi.

3.3.1 L'impatto dei programmi dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani

Nel corso degli ultimi mesi, nel contesto dell'intonazione restrittiva della politica monetaria dalla BCE, si sono ridotte le attività finanziarie detenute dall'Eurosistema. Nell'ultima riunione del 14 settembre⁴, il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato i tassi di interesse di riferimento di 0,25 punti percentuali portando il tasso di riferimento sui

⁴ Si veda il comunicato stampa BCE "Decisioni di politica monetaria" del 14 settembre 2023.

depositi delle banche presso l'Eurosistema al 4 per cento. Allo stesso tempo, tra marzo e giugno il portafoglio del programma di acquisto di attività finanziarie nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* (APP) si è ridotto in media di 15 miliardi di euro al mese, per effetto del parziale reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza, mentre da luglio il capitale rimborsato sui titoli in scadenza non viene più reinvestito. Per quanto riguarda, invece, il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), ovvero il programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica, è stato confermato il pieno reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza almeno sino alla fine del 2024; inoltre, il Consiglio ha ribadito che tali reinvestimenti continueranno a essere condotti in maniera flessibile per contrastare i rischi di frammentazione dei mercati finanziari.

Alla fine di settembre 2023 il controvalore dei titoli pubblici italiani detenuti dall'Eurosistema si era ridotto di circa 15 miliardi rispetto alla fine del 2022. Lo *stock* era pari a 716 miliardi, di cui 424 miliardi relativamente all'APP e 292 miliardi nell'ambito del PEPP. Si può stimare l'impatto dei programmi dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani per il 2023 e per il 2024 e valutare l'ammontare dei flussi netti di titoli che dovranno essere assorbiti dagli investitori privati.

Per il 2023, le emissioni lorde dei titoli di Stato sono stimate in 479 miliardi, un ammontare superiore rispetto a quello del 2022, sia per il previsto aumento del fabbisogno del settore statale⁵ che per un importo maggiore di titoli da rimborsare nel corso dell'anno (tab. 3.5)⁶. In dettaglio, tale valore deriva da una previsione di copertura del fabbisogno del settore statale pari a 115 miliardi, rispetto a 67 miliardi del 2022, e dall'ammontare dei titoli in scadenza stimato in 390 miliardi, rispetto a 369 miliardi del 2022.

La stima delle emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario sarebbe pari a 118 miliardi, in aumento rispetto ai 2 miliardi stimati per il 2022 (tab. 3.6). Il reinvestimento dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario è stimato in circa 42 miliardi nel 2023, ovvero il 9 per cento del totale delle emissioni lorde dell'Italia previste nel mercato primario. Come sottolineato precedentemente, gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario dovrebbero riguardare solamente il reinvestimento di una parte del capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Le emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario ammonterebbero a 437 miliardi, un ammontare superiore di circa 121 miliardi rispetto a quello del 2022 (tab. 3.5).

⁵ Pari al 5,6 per cento del PIL nel 2023 nello scenario programmatico della NADEF 2023, in aumento rispetto al 3,4 per cento del 2022.

⁶ L'importo delle emissioni lorde è inoltre stimato tenendo conto dei prestiti della UE e delle variazioni delle giacenze di liquidità del Tesoro. In particolare, per il 2023 la stima è ottenuta ipotizzando una riduzione delle giacenze di liquidità del Tesoro per circa 2 miliardi e prestiti del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (*Recovery and Resilience Facility*, RRF) per circa 23 miliardi che includono il trasferimento da parte della UE della terza e quarta rata entro la fine dell'anno.

Tab. 3.5 – Emissioni lorde di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema (1) (2)

	2020	2021	2022	2023	2024
Fabbisogno del settore statale (a)	159	106	67	115	135
Titoli di Stato in scadenza (b)	376	387	369	390	421
Variazione conto disponibilità del Tesoro (c)	10	5	-4	-2	-15
Prestiti UE: <i>SURE</i> (d)	17	11	0	0	0
Prestiti UE: RRF (e)	0	16	22	23	20
Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario (f)=(a)+(b)+(c)-(d)-(e)	528	471	410	479	520
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (g)	175	151	42	0	0
Reinvestimento nel mercato secondario scadenze dei programmi APP e PEPP (h)	34	42	52	42	40
Acquisti complessivi titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (i)=(g)+(h)	209	193	94	42	40
Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario al netto dei programmi APP e PEPP (l)=(f)-(i)	320	279	316	437	480

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2023, BCE, Banca d'Italia e MEF.

(1) All'interno dei "Titoli di Stato in scadenza" sono compresi anche quelli nell'ambito del *Securities Markets Programme* (SMP). – (2) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Tab. 3.6 – Emissioni nette di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
Fabbisogno del settore statale (a)	159	106	67	115	135
Variazione conto disponibilità del Tesoro (b)	10	5	-4	-2	-15
Prestiti UE: <i>SURE</i> (c)	17	11	0	0	0
Prestiti UE: RRF (d)	0	16	22	23	20
Emissioni nette titoli di Stato (e)=(a)+(b)-(c)-(d)	152	84	41	90	100
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (f)	175	151	42	0	0
Scadenze titoli di Stato del programma APP non reinvestite (g)	0	0	0	28	45
Scadenze titoli di Stato del programma SMP (h)	9	15	3	0	0
Acquisti netti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP, PEPP e SMP (i)=(f)-(g)-(h)	166	135	39	-28	-45
Emissioni nette titoli di Stato al netto dei programmi APP, PEPP e SMP (l)=(e)-(i)	-14	-51	2	118	145

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2023, BCE, Banca d'Italia e MEF.

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

Per stimare l'ammontare del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito dell'APP, si applica la *capital key* italiana al dato aggregato pubblicato dalla BCE relativo alle scadenze totali dei titoli pubblici, mentre la stima delle scadenze del PEPP è calcolata sulla base di alcune ipotesi elaborate a partire dalle informazioni pubblicate riguardanti lo *stock* e la vita media dei titoli in portafoglio.

Per il 2024 le emissioni lorde dei titoli di Stato sono stimate in ulteriore aumento a 520 miliardi, a causa del più elevato fabbisogno del settore statale e di un maggiore volume di titoli in scadenza (tab. 3.5). La stima deriva dalla copertura del fabbisogno previsto intorno a 135 miliardi⁷ e dal totale dei rimborsi dei titoli stimato in 421 miliardi, al netto

⁷ Pari al 6,3 per cento del PIL nel 2024 nello scenario programmatico della NADEF 2023.

dei prestiti del RRF per circa 20 miliardi⁸ e della riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro per circa 15 miliardi.

La stima delle emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario crescerebbe ulteriormente nel 2024 e sarebbe pari a circa 145 miliardi (tab. 3.6). 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 nell'ambito del PEPP; essi sono stimati in circa 40 miliardi, ovvero l'8 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 2024 possono essere quindi stimate pari a 480 miliardi, un ammontare superiore di 43 miliardi rispetto al 2023.

Infine, si evidenzia che la quota di debito delle Amministrazioni pubbliche italiane detenuta dall'Eurosistema stimata a circa il 28,8 per cento a fine 2022⁹ inizierebbe a ridursi al 26,6 per cento nel 2023 e continuerebbe a diminuire al 24,1 per cento nel 2024.

3.3.2 *La sensitività del rapporto tra il debito e il PIL*

L'analisi di sensitività relativa al sentiero programmatico del rapporto tra il debito e il PIL della NADEF viene innanzitutto condotta utilizzando, rispetto alle previsioni ufficiali del Governo, ipotesi alternative sul tasso di crescita del PIL reale e dei deflatori del PIL e dei consumi. Mentre lo scenario di riferimento è rappresentato dalla traiettoria programmatica del rapporto tra il debito e il PIL per il periodo 2023-26 (scenario NADEF), lo scenario alternativo (scenario UPB) recepisce le previsioni di crescita del PIL reale, del deflatore del PIL e del deflatore dei consumi elaborate dall'UPB per il medesimo periodo in occasione della procedura di validazione, presentate nel paragrafo 3.2.

Nello scenario UPB il rapporto tra saldo primario e PIL viene rideterminato in ogni singolo anno dell'orizzonte di previsione rispetto all'obiettivo programmatico della NADEF sommando a quest'ultimo il risultato di tre ulteriori componenti. La prima componente è pari al differenziale tra i valori della previsione della crescita del PIL reale dello scenario UPB rispetto ai valori dello scenario NADEF moltiplicato per il parametro della semi-elasticità del saldo di bilancio in rapporto al PIL a variazioni del ciclo economico. Secondo le stime della Commissione europea¹⁰ tale parametro è pari per l'Italia a 0,544. La seconda e la terza componente si ottengono, rispettivamente, moltiplicando il differenziale del tasso di crescita del deflatore del PIL e quello del tasso di crescita del deflatore dei consumi risultante dai due scenari per apposite elasticità

⁸ Per il 2024 si mantiene la distribuzione temporale delle rate dei prestiti del RRF già approvata; tuttavia, si evidenzia che sono in corso interlocuzioni tra il Governo e le Istituzioni europee per la revisione e la rimodulazione di alcuni degli interventi previsti dal PNRR e dei relativi obiettivi e traguardi, a cui sono legati i pagamenti delle rate dei prestiti RRF.

⁹ Alla quota di debito complessivo della PA detenuta dalla Banca d'Italia a fine 2022 e pari a circa il 26,1 per cento (in aumento dal 25,3 di fine 2021) si aggiunge la stima della quota detenuta dalla BCE pari a circa il 2,6 per cento.

¹⁰ 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.

ottenute ipotizzando una reazione differenziata tra entrate e spese pubbliche rispetto alle variazioni dei prezzi.

Più nello specifico, sul lato delle entrate è stato ipotizzato che il gettito IVA risponda 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 e altre prestazioni sociali risponda con un anno di ritardo a *shock* sul deflatore dei consumi. Con riferimento 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.

Infine, nello scenario UPB si assume che il differenziale della crescita dei prezzi al consumo con lo scenario della NADEF si trasli sia sui tassi di interesse a breve sia sui tassi a lungo termine. Più nel dettaglio, il differenziale della crescita dei prezzi al consumo tra i due scenari impatta sui tassi a breve con un coefficiente unitario e sui tassi di interesse a lungo termine relativi al debito in scadenza in corso d'anno con un coefficiente di 0,5. Infine, si tiene conto dell'impatto del differenziale del tasso di inflazione al consumo sulla spesa per interessi relativa ai titoli indicizzati all'inflazione sia italiana sia europea¹¹.

Con l'eccezione del 2023, anno in cui la previsione del tasso di crescita del PIL reale dell'UPB è allineata a quella del Governo, il quadro macroeconomico dell'UPB prevede tassi di crescita reale più bassi. Nel 2024, la crescita del PIL reale dello scenario UPB risulta essere circa 0,1 punti percentuali al di sotto del corrispondente valore della NADEF. Il differenziale si amplia a 0,2 punti nel 2025, mentre nel 2026 la previsione dell'UPB si attesta su un valore inferiore di 0,1 punti percentuali.

La previsione dell'inflazione dello scenario UPB, misurata attraverso la dinamica del deflatore del PIL, appare nel complesso più alta rispetto a quella della NADEF. Sebbene nel 2023 il tasso di variazione del deflatore risulti 0,2 punti percentuali al di sotto della stima della NADEF, nel biennio 2024-25 il tasso di crescita del deflatore del PIL previsto nello scenario UPB si attesta al di sopra della previsione governativa per 4 decimi di punto, mentre nel 2026 il dato risulta più elevato di 0,1 punti percentuali.

Pertanto, il tasso di variazione del PIL nominale dello scenario UPB risulta in media essere più elevato della previsione nella NADEF nel quadriennio 2023-26. Nel 2023, la crescita del PIL nominale nello scenario UPB è inferiore di 0,1 punti percentuali rispetto alla stima della NADEF, nel biennio 2024-25 superiore di 0,2-0,3 punti percentuali mentre le previsioni del 2026 risultano allineate.

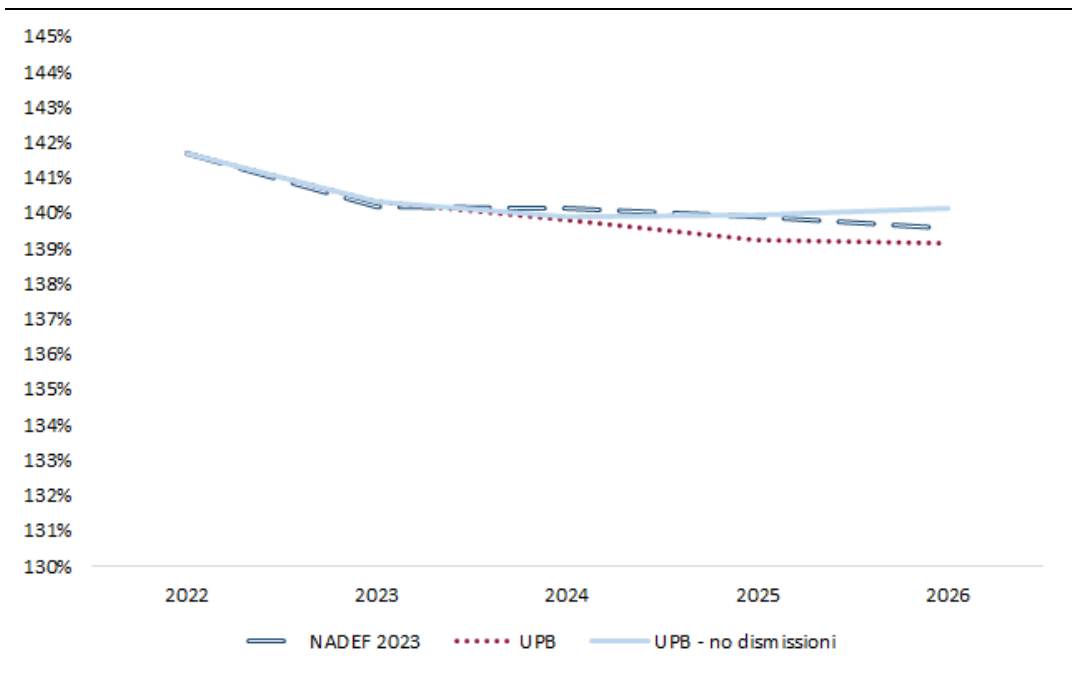
Le ipotesi di simulazione dello scenario UPB implicano una traiettoria del rapporto tra il debito e il PIL lievemente discendente e, con l'eccezione del 2023, al di sotto di quella prevista nella NADEF. Più nello specifico, nello scenario UPB il debito del 2023, pur in

¹¹ Per i dettagli sul *framework* UPB per l'analisi della dinamica del debito pubblico nel breve-medio termine, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2021), "Assessing Italy's public debt dynamics in the medium term with the PBO framework: Illustrative scenario analysis for the post-Covid period", Nota di lavoro n. 2, a cura di C. Gabbriellini, G. Nocella, e F. Padrini.

riduzione di 1,3 punti percentuali rispetto al livello del 2022, si attesterebbe al 140,3 per cento del PIL, circa 0,1 punti percentuali al di sopra del corrispondente dato della NADEF. Tuttavia, nel triennio 2024-26 il debito in rapporto al PIL dello scenario UPB continuerebbe a ridursi a un ritmo leggermente più sostenuto rispetto alla traiettoria prevista dalla NADEF, risultando pari al 139,1 per cento del PIL alla fine del periodo di programmazione (fig. 3.6).

Rispetto alla previsione della NADEF, il più contenuto livello del rapporto tra debito e PIL previsto dallo scenario UPB per il triennio 2024-26 è imputabile principalmente alla più elevata crescita del PIL nominale e, in particolare, del deflatore del PIL. Queste variabili agiscono sulla cosiddetta componente *snow-ball*, la quale quantifica l’impatto automatico della differenza tra l’onere medio del debito e la crescita nominale del PIL sulla dinamica del rapporto tra debito e PIL. Nello scenario UPB, la componente *snow-ball* contribuisce cumulativamente negli anni 2024-26 alla riduzione del rapporto tra debito e PIL in modo più marcato rispetto a quanto previsto nella traiettoria programmatica della NADEF. Inoltre, nello scenario UPB, la dinamica più sostenuta del deflatore del PIL esercita un impatto anche sul saldo primario, il quale nel 2024 e nel 2025 fornisce un contributo più accentuato alla riduzione del rapporto tra debito e PIL rispetto a quello stimato dalla NADEF.

Fig. 3.6 – Sensitività del rapporto tra il debito e il PIL alle ipotesi di crescita e inflazione (1)
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2023.

(1) Lo scenario “UPB – no dismissioni” è costruito partendo dallo scenario UPB ma ipotizzando, in aggiunta, che negli anni 2024-26 gli introiti da dismissioni mobiliari annunciati dal Governo nella NADEF 2023 non vengano realizzati.

Alla riduzione del rapporto tra debito e PIL della NADEF contribuisce in modo determinante, *ceteris paribus*, il programma di dismissioni i cui proventi complessivi sono stimati pari ad almeno l'1 per cento del PIL nel triennio 2024-26. In un'ottica prudenziale è importante valutare quale potrebbe essere la dinamica del rapporto nel caso il cui i proventi delle dismissioni non fossero effettivamente conseguiti. Al fine di valutare questa eventualità, nello Scenario UPB – no dismissioni si ipotizza che gli introiti da dismissioni riportati dalla NADEF per gli anni 2024-26 non vengano conseguiti. In questo caso, il rapporto tra debito e PIL scenderebbe lievemente nel 2024 ma ricomincerebbe leggermente a salire nel biennio 2025-26; nell'ultimo anno di programmazione, il rapporto si attesterebbe su un valore pari al 140,1 per cento, circa 0,5 punti percentuali di PIL al di sopra della traiettoria della NADEF (fig. 3.6).

Sono state inoltre condotte delle simulazioni stocastiche che evidenziano un'elevata incertezza circa l'evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL prevista dal Governo. In queste simulazioni, le variabili macroeconomiche che influenzano la dinamica del rapporto tra il debito e il PIL (ovvero il tasso di crescita del PIL reale, il tasso di crescita del deflatore del PIL, il tasso di interesse a breve e il differenziale tra i tassi di interesse a breve e a lungo termine) vengono sottoposte a *shock* temporanei, sulla base della loro variabilità e correlazione storica, al fine di ottenere un gran numero di scenari alternativi e i relativi intervalli di probabilità¹².

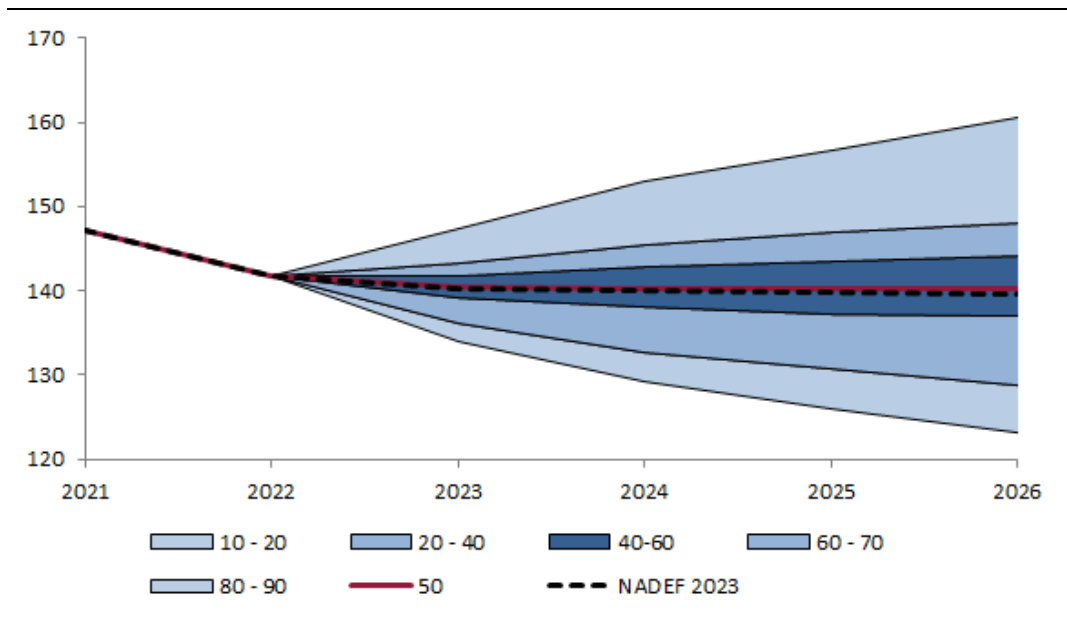
In particolare, vengono stimate 5.000 possibili traiettorie del rapporto tra il debito e il PIL prendendo come scenario di riferimento l'evoluzione del rapporto coerente con le previsioni macroeconomiche elaborate nello scenario UPB e ipotizzando che il programma di dismissioni venga effettivamente realizzato (scenario "UPB" nella figura 3.6).

L'analisi mostra che l'evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL programmato nella NADEF si colloca sulla mediana degli scenari generati stocasticamente. Date le ipotesi descritte precedentemente, le simulazioni stocastiche permettono la costruzione di un ventaglio probabilistico del rapporto tra il debito e il PIL (fig. 3.7). La distribuzione ottenuta vede il rapporto dello scenario programmatico della NADEF collocarsi su valori prossimi al cinquantesimo percentile.

Tale risultato è confermato dalla stima della probabilità di discesa del debito in rapporto al PIL in ciascun anno di programmazione rispetto all'anno precedente che si colloca nel 2023 intorno al 60 per cento e, negli anni successivi, poco al di sopra o intorno al 50 per cento (fig. 3.8).

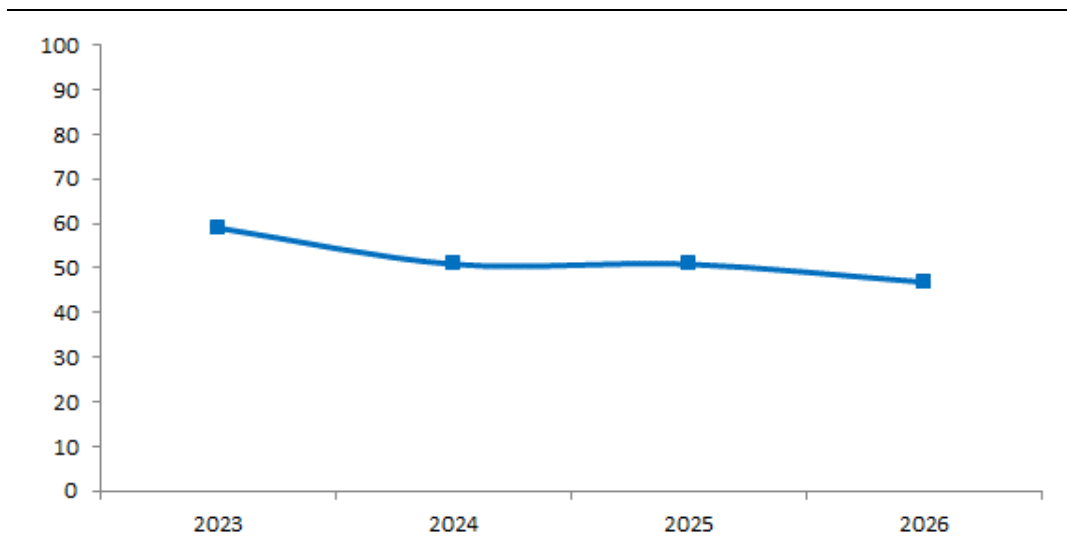
¹² Per maggiori dettagli sulla metodologia utilizzata, si veda Berti, K. (2013), "Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries", European Commission, Economic Papers n. 480.

Fig. 3.7 – Analisi stocastica dell'evoluzione del debito in rapporto al PIL
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2023.

Fig. 3.8 – Probabilità implicite di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente (percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2023.

4. Il quadro programmatico di finanza pubblica alla luce delle regole di bilancio

4.1 La Relazione del Governo al Parlamento

Contestualmente alla NADEF 2023 il Governo ha presentato una Relazione al Parlamento, ai sensi dell'articolo 6 della L. 243/2012, per richiedere l'autorizzazione al "ricorso all'indebitamento". Il citato articolo consente, al comma 5, di aggiornare il piano di rientro dei saldi strutturali verso l'OMT, in presenza di eventi eccezionali (in coerenza con l'ordinamento della UE) o se il Governo intenda apportarvi modifiche "in relazione all'andamento del ciclo economico". L'autorizzazione del Parlamento consente al Governo il ricorso al maggiore indebitamento come previsto dal comma 2, articolo 81 della Costituzione.

La presentazione della Relazione si rende necessaria a causa del peggioramento dell'indebitamento netto strutturale programmatico nella NADEF 2023 rispetto al DEF 2023 per tutto il quadriennio 2023-26. Nella NADEF l'indebitamento netto strutturale programmatico è stimato al 5,9 per cento nel 2023, al 4,8 nel 2024, al 4,3 nel 2025 e al 3,5 nel 2026 (tab. 4.1). Il peggioramento rispetto agli obiettivi del DEF è di un punto percentuale nel 2023, di 0,7 punti nel 2024, di 0,6 punti nel 2025 e di 0,3 punti nel 2026¹³.

Tab. 4.1 – Indebitamento netto strutturale e le sue determinanti – Confronto tra NADEF 2023 e DEF 2023 (1)
(in percentuale del PIL)

	2022			2023			2024			2025			2026		
	NADEF 2023	DEF 2023	Diff. NADEF 2023 - DEF 2023	NADEF 2023	DEF 2023	Diff. NADEF 2023 - DEF 2023	NADEF 2023	DEF 2023	Diff. NADEF 2023 - DEF 2023	NADEF 2023	DEF 2023	Diff. NADEF 2023 - DEF 2023	NADEF 2023	DEF 2023	Diff. NADEF 2023 - DEF 2023
Indebitamento netto strutturale (a=b-c-d), di cui:	-8,7	-8,5	-0,2	-5,9	-4,9	-1,0	-4,8	-4,1	-0,7	-4,3	-3,7	-0,6	-3,5	-3,2	-0,3
Saldo primario al netto della componente ciclica (b)	-4,2	-3,9	-0,3	-1,9	-1,1	-0,8	-0,6	-0,2	-0,4	0,1	0,6	-0,5	1,1	1,4	-0,3
Misure un tantum (c)	0,3	0,3	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1
Spesa per interessi (d)	4,3	4,4	-0,1	3,8	3,7	0,1	4,2	4,1	0,1	4,3	4,2	0,1	4,6	4,5	0,1
p.m. Indebitamento netto nominale	-8,0	-8,0	0,0	-5,3	-4,5	-0,8	-4,3	-3,7	-0,6	-3,6	-3,0	-0,6	-2,9	-2,5	-0,4

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2023 e del DEF 2023.

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

¹³ La stima dell'indebitamento netto strutturale è peggiorata rispetto al DEF anche nel 2022 (di 0,2 punti percentuali, dall'8,5 per cento del DEF all'8,7 della NADEF) principalmente a causa di più favorevoli condizioni cicliche dopo la revisione al rialzo del PIL reale effettuata dall'Istat il 22 settembre scorso. Infatti, il miglioramento delle condizioni cicliche implica una riduzione (in valore assoluto) del disavanzo ciclico e, a fronte di un rapporto disavanzo nominale/PIL rimasto invariato all'8 per cento, un peggioramento (aumento in valore assoluto) del disavanzo strutturale.

I più elevati disavanzi strutturali programmatici della NADEF sono quasi interamente dovuti al peggioramento dei saldi primari corretti per il ciclo. Per il 2023, tale peggioramento è da ricondursi principalmente alla revisione al rialzo delle spese relative ad alcuni incentivi edilizi (par. 2.2). Per gli anni successivi, i saldi primari corretti per il ciclo sono inferiori agli obiettivi del DEF a causa di una politica di bilancio più espansiva di quanto inizialmente previsto.

Secondo il Governo il presupposto per la richiesta di maggiore ricorso all'indebitamento è rappresentato dalla necessità di ridare slancio all'economia a fronte dell'incertezza che caratterizza la situazione economica. In particolare, la Relazione sottolinea i segnali di frenata per l'economia italiana a partire dai mesi primaverili che si sono tradotti in una riduzione del PIL nel secondo trimestre. Vengono inoltre evidenziati i rischi derivanti: dalla persistenza dell'inflazione che potrebbe indurre le banche centrali a ulteriori restrizioni monetarie; da un ulteriore rallentamento delle economie "che solitamente trainano il commercio mondiale"; da un acuirsi delle tensioni internazionali che potrebbero alimentare nuovi rialzi dei prezzi dell'energia e restrizioni nelle catene di offerta.

Le risorse che si rendono disponibili dalla revisione del piano di rientro verso l'OMT saranno utilizzate dal Governo per misure espansive nell'anno in corso e nel biennio 2024-25. Per il 2023 le risorse saranno destinate al congruaggio anticipato legato all'inflazione per i trattamenti pensionistici già previsto per l'anno 2024, a misure per il personale delle pubbliche amministrazioni e alla gestione dei flussi migratori. Per il 2024 le risorse saranno utilizzate per finanziare la riduzione dei contributi sociali a carico dei lavoratori mentre per il biennio 2024-25 saranno destinate all'attuazione della prima fase della riforma fiscale, al sostegno delle famiglie, ai rinnovi contrattuali del pubblico impiego, al potenziamento degli investimenti pubblici e al finanziamento delle politiche invariate.

Appaiono necessarie maggiori informazioni rispetto a quelle contenute nella Relazione e nella NADEF per valutare se vi siano i presupposti per giustificare una revisione del piano di rientro verso l'OMT.

In primo luogo, per il 2023 non è possibile valutare la coerenza delle nuove misure con le indicazioni della Commissione europea per il prolungamento della clausola di salvaguardia generale, mentre per il triennio 2024-26 la Relazione non richiama eventi eccezionali. La Comunicazione della Commissione europea "Semestre europeo 2022 – Pacchetto di Primavera" del maggio 2022¹⁴ afferma che per il 2023 la continuazione dell'applicazione della clausola di salvaguardia generale può fornire lo spazio alle politiche di bilancio nazionali per "rispondere in modo appropriato alle ripercussioni economiche dell'aggressione militare della Russia contro l'Ucraina, comprese le perturbazioni dell'approvvigionamento energetico", assicurando allo stesso tempo una transizione graduale da misure ad ampio raggio durante il periodo della pandemia a misure

¹⁴ Comunicazione della Commissione europea, "Semestre europeo 2022 – Pacchetto di Primavera", maggio 2022.

temporanee e mirate. Tuttavia, le informazioni disponibili nella Relazione e nella NADEF non evidenziano la selettività delle misure prospettate per il 2023, come richiesto dalle indicazioni della Commissione europea per il prolungamento della clausola di salvaguardia generale.

Infine, in relazione all'andamento del ciclo economico, la Relazione contiene argomentazioni generali su potenziali rischi di rallentamento dell'economia laddove le stime dell'*output gap* della NADEF sono positive nell'intero quadriennio 2023-26. Nello scenario programmatico della NADEF, le stime dell'*output gap* sono sostanzialmente in linea con quelle del DEF mentre nello scenario tendenziale sono leggermente inferiori (in media di 0,1 punti percentuali all'anno). Inoltre, prendendo come riferimento la matrice della Commissione europea che modula l'aggiustamento strutturale richiesto sulla base dell'andamento del ciclo, le stime della NADEF, così come quelle del DEF, caratterizzano il quadriennio come "periodo normale" (*normal times*)¹⁵. Va in conclusione osservato che la principale misura prevista per il 2024, ovvero la proroga temporanea della decontribuzione su redditi medio bassi, è stimata dare un contributo limitato alla crescita essendo caratterizzata da un moltiplicatore relativamente basso.

4.2 Le indicazioni da parte della UE per la politica di bilancio

4.2.1 Le indicazioni da parte della UE per la politica di bilancio degli Stati membri

Il 24 maggio scorso la Commissione europea in occasione della presentazione delle raccomandazioni specifiche per i paesi della UE, ha pubblicato la Comunicazione "Semestre europeo 2023 – Pacchetto di primavera". La Comunicazione contiene, tra le altre cose, indicazioni di carattere generale sulle politiche di bilancio degli Stati membri anche alla luce dei Programmi di stabilità (PS) e dei Programmi di convergenza presentati dai paesi in aprile e in vista della predisposizione delle leggi di bilancio per il prossimo anno.

Secondo la Commissione europea, l'impatto dell'elevata inflazione introduce un nuovo fattore di vulnerabilità economica e sociale in un contesto in cui il debito pubblico deve comunque ridursi in rapporto al PIL. La Comunicazione sottolinea che gli interventi coordinati a livello nazionale ed europeo hanno contribuito a contenere l'impatto economico e sociale della crisi pandemica e dell'aumento dei prezzi energetici, soprattutto per le famiglie e imprese vulnerabili. Tuttavia, le crisi hanno comportato debiti pubblici in rapporto al PIL più elevati in numerosi Stati membri.

¹⁵ L'aggiustamento richiesto per paesi come l'Italia con un debito superiore al 60 per cento del PIL è pari ad almeno 0,6 punti percentuali. Gli aggiustamenti strutturali della NADEF nel biennio 2023-24 e nel 2026 appaiono coerenti con quanto richiesto; tuttavia, nel 2025 l'aggiustamento strutturale previsto della NADEF si ferma a mezzo punto percentuale.

La Comunicazione sottolinea che la politica di bilancio nel biennio 2023-24 dovrebbe essere prudente per assicurare la sostenibilità del debito nel medio termine. In particolare, sulla base dei rispettivi “problemi di debito”, gli Stati membri devono mantenere lo *stock* in rapporto al PIL su livelli prudenti oppure assicurare una riduzione plausibile e continua nel medio termine. Inoltre, l’aggiustamento di bilancio per il 2024 dovrebbe essere “coerente” con la legislazione in vigore del Patto di stabilità e crescita e tutti gli Stati membri devono mantenere oppure portare il loro disavanzo al di sotto della soglia del 3 per cento in rapporto al PIL.

Affinché ciò si realizzi, viene in primo luogo raccomandato che le misure di sostegno per le famiglie e le imprese a fronte della crisi energetica vengano gradualmente eliminate. Nel caso in cui nuovi aumenti dei prezzi energetici rendessero necessarie misure di sostegno, esse dovrebbero essere concentrate sulla protezione delle famiglie e imprese vulnerabili, dovrebbero essere sostenibili dal punto di vista dei conti pubblici e dovrebbero mantenere gli incentivi per il risparmio energetico.

Allo stesso tempo, la Commissione europea raccomanda agli Stati membri di migliorare la composizione delle finanze pubbliche. Ciò è possibile continuando a preservare gli investimenti pubblici finanziati con risorse nazionali e assicurando un uso efficace dei fondi del RRF e di altri fondi UE, in particolare alla luce della transizione verde e digitale e della necessità di rafforzare la resilienza economica e sociale della UE.

Infine, la Commissione europea sottolinea le prossime scadenze procedurali legate al quadro di regole della UE. In primo luogo, questo autunno la Commissione adotterà pareri sui Documenti programmatici di bilancio dei paesi dell’area dell’euro allo scopo di assicurare che i bilanci per il 2024 siano coerenti con le raccomandazioni specifiche per paese. Inoltre, in conseguenza della disattivazione della clausola di salvaguardia generale, nella primavera 2024 la Commissione europea proporrà al Consiglio l’eventuale apertura di procedure per disavanzo eccessivo sulla base del criterio del disavanzo utilizzando i risultati di consuntivo del 2023.

Nella dichiarazione del 13 luglio scorso¹⁶, l’Eurogruppo ha confermato la strategia di bilancio delineata dalla Commissione europea. In particolare, viene sottolineata l’opportunità di un consolidamento di bilancio deciso, graduale e realistico. In questo contesto, i paesi dell’Eurogruppo si impegnano a eliminare gradualmente le misure di sostegno a fronte della crisi energetica e di utilizzare i relativi risparmi per ridurre i disavanzi nel biennio 2023-24. Allo stesso tempo rimangono obiettivi fondamentali l’attuazione delle riforme strutturali e l’aumento degli investimenti finanziati da risorse sia pubbliche sia private nonché dal RRF e da altri strumenti finanziari della UE, in particolare considerate le priorità comuni come le transizioni verde e digitale nonché il rafforzamento delle capacità difensive.

¹⁶ <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/07/13/eurogroup-statement-on-the-euro-area-fiscal-stance-for-2024/>.

4.2.2 Le Raccomandazioni specifiche sulla politica di bilancio indirizzate all'Italia

A luglio 2023 il Consiglio della UE ha adottato le Raccomandazioni specifiche per paese per il 2024 e gli anni successivi; esse in linea generale appaiono in continuità con quelle adottate l'anno precedente¹⁷.

Per quanto riguarda l'Italia, si ricorda che le Raccomandazioni specifiche per il 2023¹⁸ indicavano di assicurare una politica di bilancio prudente, limitando la crescita della spesa primaria corrente finanziata da risorse nazionali al di sotto della crescita del PIL potenziale di medio termine. Si sarebbe tenuto comunque conto della necessità di attuare misure temporanee e mirate per le famiglie e imprese vulnerabili a fronte degli aumenti dei prezzi energetici e delle popolazioni in fuga dall'Ucraina.

Si raccomandava inoltre di espandere gli investimenti pubblici per finanziare le transizioni verde e digitale e per la sicurezza energetica, anche utilizzando i fondi RRF, RePowerEU e altri fondi UE. Anche per il periodo successivo al 2023 si indicava di adottare una politica di bilancio che avesse l'obiettivo di raggiungere posizioni di bilancio di medio termine prudenti e di assicurare una riduzione credibile e graduale del debito e la sostenibilità delle finanze pubbliche attraverso un graduale consolidamento di bilancio, nonché l'attuazione di investimenti e riforme.

In continuità con le raccomandazioni per il 2023, le Raccomandazioni specifiche per il 2024¹⁹ continuano a indicare la necessità di una politica di bilancio prudente; a questo fine, viene specificato un tetto di crescita nominale della spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali pari all'1,3 per cento nel 2024. Tale tetto di crescita è coerente con un aggiustamento strutturale minimo pari a 0,7 punti percentuali che, secondo le stime della Commissione europea, tiene in conto "considerazioni" sulla sostenibilità della finanza pubblica e la necessità di ridurre il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL. In linea con la Comunicazione della Commissione e la dichiarazione dell'Eurogruppo descritte nel paragrafo 4.2.1, viene inoltre raccomandato di eliminare gradualmente le misure di sostegno a fronte della crisi energetica quanto prima nel 2023 e 2024 e di utilizzare i relativi risparmi per ridurre il disavanzo pubblico. Nel caso in cui si rendessero necessarie misure di sostegno a causa di nuovi incrementi dei prezzi energetici, esse dovrebbero essere mirate a proteggere le famiglie e imprese vulnerabili ed essere sostenibili da un punto di vista del bilancio; inoltre, esse devono mantenere gli incentivi per il risparmio energetico.

Si conferma la raccomandazione di preservare gli investimenti pubblici finanziati da risorse nazionali e di assicurare l'utilizzo dei fondi RRF e di altri fondi della UE, in

¹⁷ Oltre alla complessiva strategia di bilancio su cui si concentra questo paragrafo, ambedue i documenti adottati dal Consiglio nel luglio 2022 e nel luglio 2023 contengono raccomandazioni riguardanti più in particolare la riforma del sistema fiscale, l'attuazione del PNRR, il negoziato per la nuova programmazione dei fondi di coesione della UE nonché la politica energetica.

¹⁸ [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32022H0901\(12\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32022H0901(12)).

¹⁹ [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32023H0901\(12\)&qid=1695133378210](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32023H0901(12)&qid=1695133378210).

particolare per finanziare le transizioni verde e digitale. Per il periodo successivo al 2024, viene raccomandato di continuare a perseguire una strategia di medio termine che comporti un consolidamento di bilancio graduale e sostenibile, insieme all’attuazione di investimenti e riforme, al fine di raggiungere una posizione di bilancio di medio termine prudente.

Infine, nella Comunicazione della Commissione europea descritta nel paragrafo 4.2.1, viene sottolineato che i costi del sostegno diretto per l’emergenza a seguito delle alluvioni in Emilia-Romagna saranno tenuti in considerazione nelle valutazioni sul rispetto delle regole di bilancio. Più in particolare, tali costi saranno considerati “in linea di principio” come misure temporanee e *una tantum*.

4.3 Gli obiettivi di finanza pubblica della NADEF alla luce delle indicazioni da parte della UE

4.3.1 La regola sul disavanzo

Come ricordato nel paragrafo 4.2.1, la Comunicazione “Semestre europeo 2023 – Pacchetto di primavera” ha confermato l’intenzione della Commissione europea di proporre l’apertura di eventuali procedure per disavanzo eccessivo (PDE) per il criterio del disavanzo nella primavera del 2024 sulla base dei risultati del 2023.

La regola sul disavanzo prevede il rispetto del limite del 3 per cento del PIL per l’indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche. Per i paesi come l’Italia con un debito superiore al 60 per cento del PIL, qualora l’indebitamento fosse superiore ma comunque vicino al 3 per cento e la violazione del limite venisse considerata temporanea, la Commissione europea dovrebbe considerare i fattori rilevanti che hanno causato tale risultato e valutare, sulla base di tali fattori, l’eventualità o meno di aprire una PDE.

La NADEF prevede un disavanzo superiore al 3 per cento in ciascun anno del triennio 2023-25 e l’obiettivo del disavanzo del 2023 non è vicino al 3 per cento per cui, sulla base dell’attuale interpretazione delle regole vigenti, la Commissione europea non dovrebbe considerare i fattori rilevanti. In particolare, gli obiettivi di disavanzo della NADEF sono pari al 5,3 per cento nel 2023, al 4,3 per cento nel 2024 e al 3,6 per cento nel 2025. L’obiettivo di disavanzo si attesta al di sotto del limite del 3 per cento nel 2026 (pari al 2,9 per cento).

Se fosse confermato un risultato a consuntivo per il disavanzo superiore al 3 per cento per il 2023 e il Governo dovesse confermare una violazione del limite del 3 per cento nel 2024 e nel 2025, vi è il rischio che nella primavera del 2024 la Commissione europea proponga al Consiglio di aprire una PDE per l’Italia.

4.3.2 La variazione del saldo strutturale nel 2024

L'aggiustamento strutturale minimo ritenuto "appropriato" dalla UE per il 2024 è pari a 0,7 punti percentuali (par. 4.2.2). Infatti, la raccomandazione di limitare la crescita della spesa primaria netta finanziata a livello nazionale all'1,3 per cento corrisponde, secondo le stime della Commissione europea, a un aggiustamento minimo del saldo strutturale di 0,7 punti percentuali.

L'aggiustamento strutturale previsto dalla NADEF per il 2024 è superiore a quello minimo ritenuto appropriato dalla UE (1,1 punti percentuali, a fronte degli 0,7 punti richiesti).

Lo scenario programmatico della NADEF prevede, pertanto, un obiettivo di aggiustamento strutturale nel 2024 coerente con le indicazioni della UE. Si ricorda che, come anche sottolineato dalla NADEF, il risultato è influenzato dalla significativa riduzione dell'impatto degli incentivi fiscali nel settore edilizio e il venir meno delle misure di sostegno a supporto delle famiglie e delle imprese esposte al rincaro dei prezzi energetici, in linea peraltro con le raccomandazioni della UE.

Per quanto riguarda la crescita della spesa primaria netta, secondo la NADEF l'indicatore si colloca al di sotto del tetto richiesto dalla Raccomandazione della UE per il 2024 descritta nel paragrafo 4.2.2 (1,3 per cento). Tuttavia, le informazioni contenute nella NADEF non sono sufficienti per valutare il rispetto di tale Raccomandazione così come la Raccomandazione sulla *fiscal stance* per il 2023. È auspicabile che nei prossimi documenti programmatici tali informazioni siano rese disponibili.

4.4 Scenari di finanza pubblica nel contesto del nuovo quadro di regole proposto dalla Commissione europea

Le proposte legislative presentate dalla Commissione europea lo scorso 26 aprile di riforma del quadro di *governance* della UE²⁰ prevedono che gli Stati membri elaborino dei piani strutturali nazionali di bilancio a medio termine (PSB) da sottoporre alla valutazione della Commissione europea e all'approvazione del Consiglio. Tali piani, unitamente a un programma di riforme e investimenti volto a favorire una crescita sostenibile e inclusiva, dovranno contenere obiettivi di finanza pubblica su un orizzonte di almeno quattro anni, estendibile a sette, grazie ai quali sia possibile garantire una riduzione "plausibile" del rapporto tra debito e PIL (oppure garantire che il rapporto rimanga a "livelli prudenti") e mantenere un disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL nel medio termine.

²⁰ Per maggiori dettagli e per i testi delle proposte legislative della Commissione europea relative alla riforma del quadro di *governance* dell'UE, si veda, Commissione europea (2023), "[New economic governance rules fit for the future](#)".

Preliminarmente alla presentazione dei PSB, la Commissione europea sottoporrà ai paesi con debito superiore al 60 per cento del PIL o con disavanzo superiore alla soglia del 3 per cento del PIL una “traiettoria tecnica” di evoluzione del rapporto tra debito e PIL tale da garantirne una riduzione “plausibile” nel medio periodo. Tale traiettoria tecnica si basa su un piano di aggiustamento pluriennale della durata di almeno quattro anni, estendibile a sette anni nel caso di attuazione di riforme strutturali e investimenti pubblici, espresso in termini di spesa primaria netta finanziata con risorse nazionali. Il percorso di consolidamento di bilancio sottostante a tale traiettoria tecnica dovrà essere ancorato alla sostenibilità del debito e dovrà garantire che, nei dieci anni successivi al periodo di aggiustamento di bilancio, nell’ipotesi di politiche invariate, il debito in rapporto al PIL rimanga su un percorso di riduzione plausibile mentre il disavanzo di bilancio si mantenga al di sotto della soglia del 3 per cento del PIL²¹.

In base alla metodologia sviluppata dall’UPB e presentata nel Rapporto sulla politica di bilancio del 2023²², sono stati predisposti alcuni scenari di medio periodo che descrivono l’evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL e delle principali variabili di finanza pubblica che sono coerenti, in linea generale, con l’approccio delineato nelle proposte legislative sulla nuova *governance* UE. Ciò consente di trarre alcune indicazioni preliminari circa la compatibilità degli obiettivi programmatici presentati nella NADEF 2023 con tali traiettorie tecniche.

Il punto di partenza per la costruzione delle traiettorie tecniche è rappresentato dall’elaborazione di scenari controfattuali di proiezione del rapporto tra debito e PIL a politiche invariate. A questo fine, si considerano le previsioni macroeconomiche e le analisi di sensitività della finanza pubblica per il periodo 2023-2026 elaborate dall’UPB per la valutazione della NADEF 2023 (si veda il paragrafo 3.3.2). Queste vengono riviste in base a una ipotesi di finanza pubblica a politiche invariate dal 2025 dove si ipotizza che a partire da tale anno e fino alla fine dell’orizzonte di proiezione non vi siano aggiustamenti discrezionali di bilancio rispetto al quadro di finanza pubblica del 2024. Ciò implica che, in questo scenario controfattuale e stilizzato, a partire dal 2025, il saldo primario strutturale

²¹ Le proposte legislative prevedono anche che, al fine di rafforzare il percorso di riduzione del debito, le traiettorie tecniche predisposte dalla Commissione contengano alcuni meccanismi di salvaguardia comuni a tutti i paesi UE. A questo riguardo, le traiettorie tecniche messe a punto dalla Commissione europea dovranno prevedere che: i) il rapporto tra debito pubblico e PIL risultante alla fine del periodo di consolidamento pluriennale sia inferiore al livello dell’anno precedente a quello iniziale; ii) nel caso in cui il disavanzo di bilancio permanga al di sopra della soglia del 3 per cento del PIL, le traiettorie tecniche dovranno considerare un aggiustamento di bilancio minimo annuo dello 0,5 per cento del PIL come parametro di riferimento; iii) nel caso di traiettorie con un aggiustamento di bilancio esteso fino a sette anni, è necessario che la maggior parte del consolidamento di bilancio venga conseguito nei primi quattro anni coperti dal piano; iv) infine, le traiettorie tecniche dovranno essere tali che il tasso di crescita dell’indicatore di spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali rimanga, in media e nel corso dell’orizzonte della traiettoria stessa, al di sotto del tasso di crescita del PIL di medio termine

²² Ufficio parlamentare di bilancio (2023), “Rapporto sulla politica di bilancio”, giugno 2023.

rimanga uguale al livello del 2024²³. Inoltre, per l'andamento di medio termine del PIL si ipotizza un'evoluzione di *trend* ricavata in base a due scenari alternativi:

- 1) lo scenario "perdita di potenziale" in cui il PIL potenziale evolve lungo l'intero periodo di proiezione su un sentiero lineare determinato dalla crescita media osservata nel periodo 2014-2019, ossia nella fase espansiva precedente la pandemia, pari all'1,1 per cento. Tuttavia, nell'ipotesi prudenziale che le misure adottate dal Governo nel corso della crisi epidemica ed energetica abbiano contribuito solo in parte a evitare il deterioramento strutturale dell'economia, si ipotizza anche che il livello del PIL potenziale si collochi permanentemente su un valore di circa 2,4 punti percentuali al di sotto di quello di *trend* osservato nel 2014-2019. Tale valore corrisponde approssimativamente alla perdita media annua del PIL potenziale italiano registrata dopo la crisi degli anni 2008-2013.
- 2) lo scenario "perdita di potenziale e crescita di *trend* inferiore", nel quale si assume che fino al 2026 il livello del PIL potenziale sia identico a quello dello scenario "perdita di potenziale" dopodiché dal 2027 il suo tasso di crescita converga in sei anni a un valore di *trend* inferiore e pari allo 0,6 per cento. Tale valore è coerente con l'attuale stima di crescita di medio termine per l'Italia elaborata da *Consensus Forecast*.

Le altre ipotesi necessarie alla costruzione di tali scenari di evoluzione del rapporto tra debito e PIL nel medio periodo sono identiche a quelle utilizzate per esercizi simili già pubblicati nel Rapporto sulla Politica di Bilancio 2023 dell'UPB, al quale si rimanda.

Partendo dallo scenario a politiche invariate, sono stati costruiti alcuni scenari stilizzati di evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL nel medio termine che ipotizzano, a partire dal 2025, un aggiustamento di bilancio pluriennale in quattro anni, ossia fino al 2028, e in sette anni, ovvero fino al 2031, tale da consentire, a politiche invariate, una discesa plausibile e continua del debito in rapporto al PIL e, al contempo, un livello di disavanzo stabilmente al di sotto della soglia del 3 per cento del PIL nel decennio successivo alla fine del piano di consolidamento di bilancio²⁴.

Nell'ipotesi di politiche invariate dal 2025, il rapporto tra debito e PIL mostrerebbe una dinamica crescente a partire dal 2026. Nello scenario "perdita di potenziale", nel 2041 il debito raggiungerebbe un valore di poco superiore al 171 per cento del PIL, 31,5 punti

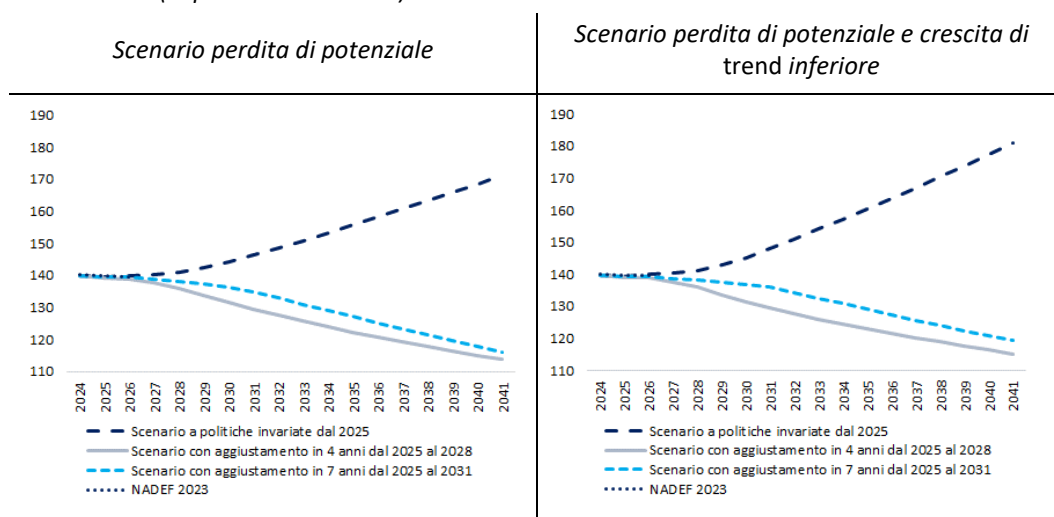
²³ Si noti che l'assenza di misure di consolidamento di bilancio rispetto al 2024 determina, mediante l'operare di moltiplicatori dinamici stimati con il modello di previsione macroeconomica MeMo-It in dotazione all'UPB, un aumento del tasso di crescita del PIL reale nel triennio 2025-26 rispetto alla previsione UPB utilizzata per validare lo scenario programmatico della NADEF e quindi un impatto favorevole sulla componente ciclica dei saldi di bilancio.

²⁴ Negli scenari con aggiustamento di bilancio in quattro o in sette anni, l'utilizzo dei moltiplicatori dinamici stimati per l'economia italiana con il modello di previsione macroeconomica MeMo-It in dotazione all'UPB permette di rideterminare la dinamica del tasso di crescita del PIL prevedendo, nello specifico, che le misure pluriennali di consolidamento abbiano effetti di contrazione sulla crescita del PIL reale rispetto a quella dello scenario a politiche invariate con effetti sfavorevoli sulla componente ciclica dei saldi di bilancio

percentuali al di sopra del dato di partenza del 2024. Nello scenario meno ottimistico di “perdita di potenziale e crescita di *trend* inferiore”, il rapporto tra debito e PIL a politiche invariate mostrerebbe una dinamica crescente lievemente più accentuata rispetto allo scenario “perdita di potenziale”. Nel 2041, il debito si attesterebbe su un valore di poco inferiore al 181 per cento del PIL, circa 41 punti percentuali al di sopra del dato di partenza del 2024. In particolare, tali dinamiche crescenti sono dovute all’ipotesi tecnica di assenza di aggiustamento di bilancio e, nel medio periodo, alla progressiva crescita delle spese connesse con l’invecchiamento della popolazione (fig. 4.1).

A seguito degli aggiustamenti pluriennali di bilancio, il rapporto tra debito e PIL si collocherebbe su un sentiero continuamente discendente. L’aggiustamento in quattro anni permetterebbe di conseguire una discesa del rapporto tra debito e PIL più accentuata rispetto a quella che si avrebbe con un aggiustamento in sette anni, principalmente grazie alla più rapida diminuzione della spesa per interessi in rapporto al PIL. Nello scenario “perdita di potenziale”, alla fine del periodo di proiezione (2041) il livello del debito in rapporto al PIL scenderebbe fino a circa il 113,5 per cento, mentre con un periodo di aggiustamento a sette anni esso si attesterebbe al 116 per cento. Con un aggiustamento in quattro anni, il rapporto tra debito e PIL farebbe registrare nel 2041 una riduzione rispetto al livello del 2024 pari a poco più di 26 punti percentuali, mentre con un aggiustamento in sette anni, la riduzione si attesterebbe a poco meno di 24 punti percentuali di PIL. Analogamente, nello scenario meno ottimistico “perdita di potenziale e crescita di *trend* inferiore”, con un aggiustamento in quattro anni il rapporto tra debito e PIL convergerebbe al 2041 verso un livello pari al 115,2 per cento mentre con un periodo di aggiustamento in sette anni esso si attesterebbe poco al di sotto del 120 per cento.

Fig. 4.1 – Evoluzione del debito pubblico
(in percentuale del PIL)

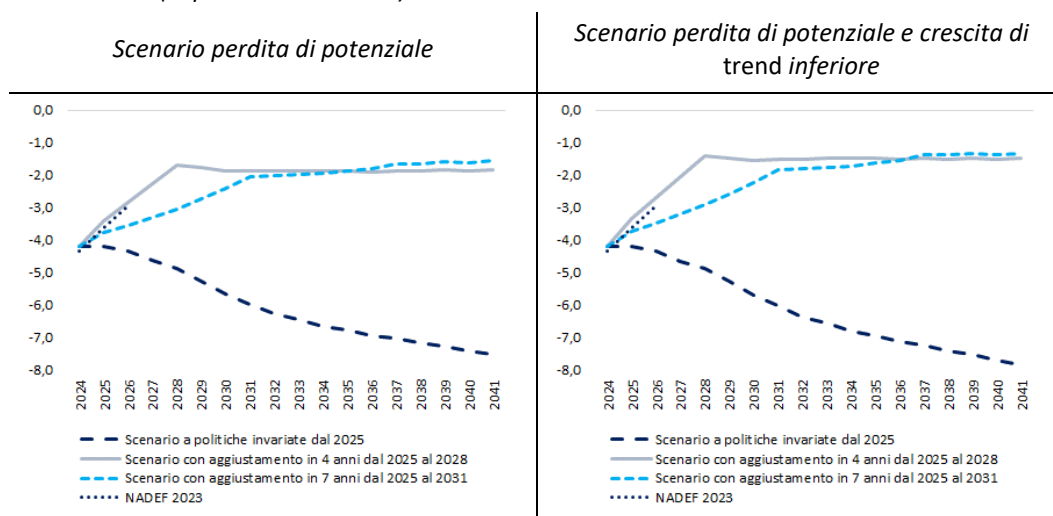


Fonte: elaborazione su dati NADEF 2023, Banca d’Italia e Istat.

Per consentire la riduzione del debito in rapporto al PIL osservata nello scenario “perdita di potenziale” e in quello meno ottimistico “perdita di potenziale e crescita di trend inferiore”, l’indebitamento netto, nell’ipotesi di un aggiustamento in quattro anni, dovrebbe scendere al di sotto della soglia del 3 per cento del PIL a partire dal 2026 e dovrebbe raggiungere rispettivamente l’1,7 e l’1,4 per cento del PIL nel 2028, alla fine del piano di consolidamento. Con un aggiustamento in sette anni, il disavanzo dovrebbe scendere al di sotto della soglia del 3 per cento del PIL tra il 2028 e il 2029 e, alla fine del piano di consolidamento (2031), dovrebbe raggiungere, rispettivamente, il 2,0 per cento e l’1,8 per cento del PIL (fig. 4.2).

Per il triennio 2024-2026, l’evoluzione programmatica del disavanzo in rapporto al PIL stabilita nella NADEF, se effettivamente conseguita, sarebbe compatibile con le indicazioni della proposta di riforma del sistema di *governance* economica della UE nel caso di un aggiustamento di bilancio in sette anni ma richiederebbe uno sforzo di bilancio maggiore nel caso di un piano di aggiustamento in quattro anni. Come illustrato nella figura 4.2, il sentiero programmatico di indebitamento netto della NADEF prevede un consolidamento di bilancio più marcato della traiettoria tecnica che ipotizza un aggiustamento in sette anni ma meno marcato di quella coerente con l’aggiustamento in quattro anni²⁵.

Fig. 4.2 – Evoluzione dell’indebitamento netto (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2023, Banca d’Italia e Istat.

²⁵ In linea con le indicazioni tecniche della Commissione europea, sono stati condotti una serie di *stress test*, al fine di verificare che, anche in presenza di ipotesi avverse, il debito in rapporto al PIL continuasse a diminuire. Tali *stress test* considerano sia un’analisi basata su simulazioni stocastiche del rapporto tra debito e PIL sia la formulazione di tre scenari alternativi di tipo deterministico nei quali si assume, rispettivamente: i) L’aumento permanente di circa 1 punto percentuale del cosiddetto *snowball effect*, vale a dire della differenza tra il costo medio del debito e il tasso di crescita del PIL; ii) l’aumento temporaneo, limitato al primo anno successivo alla fine del piano di consolidamento, dei tassi di interesse di mercato di 100 punti base più un premio al rischio; iii) il deterioramento permanente del saldo primario strutturale di 0,5 punti percentuali complessivi nei due anni successivi al periodo di consolidamento.