



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

**nell'ambito dell'attività conoscitiva  
preliminare all'esame della Nota di  
aggiornamento del Documento di  
economia e finanza 2021**

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

**5 ottobre 2021**



## INDICE

<b>1.</b>	<b>IL QUADRO MACROECONOMICO</b>	<b>5</b>
1.1	La congiuntura mondiale e le ipotesi della NADEF sulle variabili internazionali	5
1.2	La congiuntura dell'economia italiana	7
1.3	Le prospettive macroeconomiche della NADEF	9
1.4	La validazione del quadro macroeconomico	12
1.4.1	<i>La validazione del quadro macroeconomico tendenziale</i>	13
1.4.2	<i>La validazione del quadro macroeconomico programmatico</i>	15
1.5	Alcuni fattori di rischio della previsione	17
<b>2.</b>	<b>LA FINANZA PUBBLICA</b>	<b>19</b>
2.1	Il quadro tendenziale	19
2.2	Il quadro programmatico	24
2.3	L'evoluzione programmatica del debito	27
2.3.1	<i>Impatto del programma di acquisti dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani</i>	29
2.3.2	<i>Sensibilità del rapporto tra il debito e il PIL alle ipotesi macroeconomiche</i>	31



## 1. Il quadro macroeconomico

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

La campagna vaccinale sta dispiegando la propria efficacia, riducendo sia la diffusione del virus COVID-19 sia il tasso di ospedalizzazione, in particolare nei paesi avanzati e in Cina dove la disponibilità di vaccini è più abbondante. Questo ha consentito di attenuare le restrizioni imposte alle attività produttive, permettendo alle economie di recuperare rispetto alla forte recessione dell'anno scorso. I dati sulla pandemia restano tuttavia molto elevati; all'inizio di ottobre il totale dei contagiati superava i 235 milioni con oltre 4 milioni e 800.000 morti. Nella maggior parte dei paesi avanzati si è raggiunta una percentuale elevata di individui vaccinati che sta limitando la circolazione del virus. Allo stesso tempo, però, la scarsa quantità di vaccini nelle regioni meno sviluppate del mondo potrebbe favorire lo sviluppo di nuove varianti, che non si esclude possano risultare più resistenti ai vaccini.

Secondo le stime del Fondo monetario internazionale (FMI), aggiornate lo scorso luglio e che scontano una graduale normalizzazione della pandemia, il prodotto mondiale dovrebbe crescere del 6,0 per cento quest'anno, più che compensando la flessione del 2020 (-3,2 per cento).

Nel dettaglio delle maggiori economie, nella prima metà dell'anno gli Stati Uniti hanno registrato un tasso di crescita congiunturale medio per trimestre di oltre l'1,5 per cento. Nell'area dell'euro, dopo un primo trimestre leggermente negativo, l'attività economica è rimbalzata di oltre due punti percentuali. In Cina nella prima metà dell'anno il PIL è cresciuto poco meno del 13 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno prima.

Le prospettive di breve termine appaiono complessivamente positive, come anticipano le inchieste presso i direttori degli acquisti (PMI), sebbene le frizioni sull'offerta delle materie prime e dei semiconduttori, unitamente ai colli di bottiglia della logistica internazionale, rappresentino un forte freno all'attività economica globale.

Il prezzo del petrolio Brent, dopo aver registrato un minimo di 16 dollari per barile in aprile dello scorso anno, ha recuperato rapidamente e si è avviato su un *trend* crescente che lo ha portato, nei giorni più recenti, poco al di sopra degli 80 dollari per barile. La ripresa dell'attività produttiva in Cina, sostenuta in gran parte dalla domanda dei paesi occidentali, ha spinto il mercato delle materie prime, delle terre rare e dei semiconduttori; l'indice sintetico sul prezzo delle materie prime, elaborato da Bloomberg, è aumentato di oltre il 70 per cento tra aprile 2020 e i primi giorni di ottobre. A contribuire all'incremento delle quotazioni, oltre all'aumento della domanda, sono state le restrizioni nella logistica, in particolare sui trasporti navali. Le stringenti procedure anti-COVID, il blocco del canale di Suez per alcuni giorni lo scorso marzo, la chiusura parziale o totale di alcuni porti cinesi per focolai epidemici, nonché la differente tempistica nel riavvio dell'attività produttiva tra oriente e occidente, hanno comportato

scarsità di *container* in Asia ed eccesso altrove; ne sono derivati allungamenti dei tempi di consegna delle merci, forti incrementi nei costi dei trasporti navali e scarsità di beni intermedi e finali (fig. 1.1). La decelerazione registrata dal *Baltic Dry Index* nei mesi più recenti è ascrivibile al confronto statistico con il periodo corrispondente dell'anno scorso, quando il livello dell'indice era crollato a causa del *lockdown*; tuttavia, l'incremento tendenziale dello scorso settembre era ancora intorno al 150 per cento.

Nell'ultimo anno e mezzo le politiche economiche sono state ampiamente espansive, a contrasto degli effetti depressivi della pandemia. In prospettiva l'ampliamento dei bilanci delle autorità monetarie e fiscali verrà riassorbito gradualmente; le banche centrali hanno già annunciato un cambio di rotta verso la normalizzazione.

Rispetto alle ipotesi del Documento di economia e finanza (DEF) della scorsa primavera, il quadro delle variabili esogene internazionali della Nota di aggiornamento del DEF (NADEF) 2021 presenta modifiche in alcuni casi non marginali (tab. 1.1). Lo scenario delineato dal quadro macroeconomico tendenziale della NADEF prevede per il commercio internazionale un rimbalzo nell'anno in corso (10,4 per cento) superiore alla contrazione del 2020 (-8,8 per cento) e un graduale rallentamento nel successivo triennio. Rispetto alle ipotesi dello scorso DEF, sono state operate revisioni al rialzo per quasi due punti percentuali nel primo biennio e per circa mezzo punto nella media del 2023-24.

L'ipotesi tecnica sui tassi di cambio (costanti fino a fine periodo al livello medio degli ultimi dieci giorni lavorativi terminanti il 31 agosto) recepisce il rafforzamento del dollaro nei confronti della valuta europea, che si protrae dal giugno scorso. Da un cambio bilaterale pari a 1,21 dollari per euro su tutto l'orizzonte previsivo del DEF 2021, si assume ora il valore di 1,19 per l'anno corrente e di 1,17 per il triennio successivo.

Le quotazioni del petrolio della NADEF, coerentemente con i valori osservati sui mercati *futures* al momento della formulazione delle ipotesi sulle esogene, sono sensibilmente più elevate rispetto a quelle del DEF 2021. L'ipotesi attuale vede un prezzo medio del Brent di 67,9 dollari per barile per quest'anno e una continua riduzione nei successivi tre anni. Rispetto al DEF 2021 le revisioni al rialzo sono di oltre 5 dollari per barile in ciascuno dei quattro anni, ma si mantiene il profilo decrescente lungo tutto l'orizzonte previsivo come anche nello scorso documento di programmazione.

Alla luce dei dati più recenti il quadro delle esogene internazionali della NADEF appare in linea con quello dei maggiori previsori e delle quotazioni di mercato nel caso del tasso di cambio. Per quanto attiene invece al commercio mondiale e al prezzo del petrolio, gli sviluppi più recenti qualificano come leggermente ottimistiche le ipotesi della NADEF. I dati congiunturali mostrano un rallentamento del commercio determinato in buona parte da ritardi nella logistica, in particolare nei trasporti marittimi. Inoltre, secondo i dati del *Central Planning Bureau*, negli ultimi mesi gli scambi internazionali di beni sono leggermente diminuiti e i sopracitati colli di bottiglia potrebbero incidere sul

trascinamento statistico per il prossimo anno. Per quanto riguarda il greggio, nelle ultime settimane le quotazioni hanno ripreso rapidamente a salire e il prezzo del Brent si colloca ora appena al di sotto degli 80 dollari al barile; tutta la curva dei *futures* ha mostrato uno spostamento verso l'alto che comporterebbe, riformulando le ipotesi sul petrolio con le nuove quotazioni, un prezzo per barile più elevato di circa 1, 6, 4 e 2 dollari rispettivamente nei quattro anni.

Nel complesso i fattori di rischio sull'attività economica internazionale sono prevalentemente orientati al ribasso sulla crescita dei prossimi anni e riguardano soprattutto la pandemia, i prezzi delle materie prime e le strozzature nell'offerta e nella logistica internazionale; inoltre, se il generalizzato incremento dell'inflazione, ritenuto al momento un fenomeno transitorio da parte delle banche centrali, divenisse persistente si potrebbero attivare reazioni nella politica monetaria con ripercussioni sull'attività economica (si veda al riguardo il paragrafo 1.5 sui rischi).

### *1.2 La congiuntura dell'economia italiana*

Dopo la contrazione nello scorcio finale del 2020 l'economia italiana ha recuperato rapidamente nella prima metà dell'anno in corso, in concomitanza con il progredire della campagna vaccinale e il graduale allentamento delle restrizioni alle attività produttive e alla mobilità. Secondo gli ultimi dati trimestrali dell'Istat, diffusi oggi, nel secondo trimestre il PIL è aumentato del 2,7 per cento in termini congiunturali e del 17,2 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2020. La crescita dell'economia italiana è risultata più marcata di quella dell'area dell'euro (2,0 per cento), per cui si è ridotto il *gap* con le altre maggiori economie continentali rispetto ai livelli precedenti l'emergenza sanitaria (fig. 1.2). L'incremento del PIL in Italia nel secondo trimestre ha riflesso aumenti diffusi sia nell'industria e nelle costruzioni sia nei servizi privati, che più si erano ridimensionati in seguito alla pandemia. Dal lato della domanda la crescita è stata alimentata dalle esportazioni nette e, soprattutto, dalla spesa nazionale, sospinta anche alla flessione della propensione al risparmio. Il trascinamento statistico sul PIL per l'anno in corso è pari a 4,7 punti percentuali.

Il quadro degli indicatori disponibili prefigura il proseguimento della fase espansiva nella seconda parte dell'anno in corso, sebbene con alcuni segnali di rallentamento ciclico.

Nell'industria agli incrementi congiunturali nei primi due trimestri dell'anno (1,5 e 1,2 per cento, rispettivamente) è seguita un'ulteriore espansione della produzione in luglio (0,8 per cento); l'indice si colloca oltre il valore immediatamente precedente la pandemia (febbraio 2020) per circa 1,5 punti percentuali ma dalle rilevazioni più recenti presso le imprese emergono indicazioni di una perdita di slancio del comparto: dopo il picco registrato in maggio (62,3) il PMI manifatturiero ha avviato una tendenza in flessione, pur attestandosi su livelli ancora elevati; le condizioni della domanda restano forti ma si acquiscono le tensioni nella logistica, nella disponibilità di materiali e nei costi di produzione. In settembre l'indice Istat sulla fiducia del comparto ha accusato la seconda flessione rispetto ai massimi di luglio, sebbene si mantenga su

un livello (113,0) superiore di circa otto punti rispetto alla media del primo semestre. In luglio l'indice della produzione di costruzioni ha segnato un arretramento (-1,9 per cento rispetto a giugno), tuttavia la variazione acquisita per l'anno in corso resta molto elevata (19,6 per cento). Nel secondo trimestre l'indice dei prezzi delle abitazioni acquistate dalle famiglie è aumentato, prevalentemente per i nuovi immobili residenziali; indicazioni favorevoli emergono dall'indagine sul mercato delle abitazioni in Italia, condotta da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa tra giugno e luglio: secondo gli agenti immobiliari le prospettive per il mercato nazionale sarebbero in miglioramento e sono state riviste al rialzo anche le attese sui prezzi di vendita rispetto alla rilevazione precedente. Il clima di fiducia dell'edilizia ha consolidato quest'anno la fase crescente iniziata nella primavera del 2020, pur scontando in agosto un arretramento, recuperato solo in parte in settembre. Il settore dei servizi ha risentito più di tutti gli altri delle misure di contenimento a contrasto della pandemia: il valore aggiunto del comparto ha cominciato a recuperare nei mesi primaverili (2,9 per cento su base congiunturale), beneficiando del progressivo allentamento delle restrizioni alle attività economiche e alla mobilità. Il PMI dei servizi, è aumentato dalla tarda primavera, sospinto dai nuovi ordini, ha raggiunto un picco in agosto (a 58,0) ma ha ripiegato in settembre (a 55,0). L'indice dell'Istat sulla fiducia del settore è aumentato nel secondo trimestre per rafforzarsi ulteriormente in tutte le principali componenti nella media del terzo trimestre. Nello stesso periodo, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, ha registrato un consistente aumento rispetto alla media aprile-giugno.

L'incertezza di famiglie e imprese, misurata dall'indice dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB), si sarebbe progressivamente attenuata in corso d'anno, soprattutto nella manifattura e nei servizi. I segnali di recupero congiunturale trovano conferma nella dinamica delle variabili quantitative più tempestive (fig. 1.3): nel periodo luglio-settembre, i consumi elettrici e di gas per usi industriali si sono attestati su livelli pressoché in linea con quelli osservati precedentemente allo scoppio dell'emergenza sanitaria; in agosto, il traffico aereo di passeggeri è aumentato per il quinto mese consecutivo, pur mantenendosi decisamente al di sotto dei livelli precedenti la crisi pandemica. Similmente, le immatricolazioni di nuove autovetture hanno ancora margini di incremento elevati prima di recuperare gli standard pre-COVID; il mercato dell'auto sconta la cessazione di alcuni incentivi fiscali e la crescente carenza di componentistiche elettroniche, a causa delle strozzature nell'offerta. Secondo i modelli di previsione di breve periodo dell'UPB, l'attività economica continuerebbe a espandersi nel terzo trimestre, sebbene con minor vigore rispetto alla scorsa primavera.

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

Secondo i dati preliminari dell'Istat, l'indice dei prezzi al consumo è rimasto pressoché stabile in settembre (-0,1 per cento rispetto al mese precedente); in termini tendenziali si è invece registrata un'accelerazione al 2,6 per cento (dal 2,0 per cento di agosto), in parte sostenuta dall'effetto base generato dal confronto con i bassi livelli registrati durante la recessione del 2020. L'inflazione di fondo, che esclude gli energetici e gli alimentari freschi, ha accelerato lievemente allo 0,6 (dallo 0,5 per cento di agosto). L'inflazione acquisita per il 2021 si attesta all'1,7 per cento per l'indice generale, mentre per la componente di fondo si mantiene inferiore al punto percentuale (0,8 per cento). Alla crescita dell'inflazione al consumo contribuiscono le tensioni sui prezzi alla produzione (in agosto superiori di oltre otto punti percentuali rispetto al pre-pandemia), che cominciano a propagarsi lungo la filiera produttiva. Gran parte dell'impulso a

monte del processo produttivo deriva dal rincaro dei beni energetici, per l'impennata delle quotazioni delle materie prime, tuttavia in estate si è manifestata una dinamica forte anche per componenti riferite a beni intermedi quali gli articoli in gomma, le materie plastiche e il legno. Le aspettative di inflazione, rilevate nelle inchieste sulla fiducia dell'Istat, cominciano a orientarsi verso un rialzo, con imprese e consumatori che prefigurano una fase di aumento dei prezzi rispetto ai primi mesi dell'anno.

L'accelerazione dell'attività economica nel secondo trimestre dell'anno ha avuto ripercussioni favorevoli sul mercato del lavoro: l'*input* di lavoro, misurato dalle ore lavorate, ha segnato un incremento congiunturale (3,9 per cento) superiore alla crescita del PIL, mentre le posizioni lavorative hanno confermato una minore reattività al ciclo economico, in quanto sostenute dalle integrazioni salariali.

Nella media aprile-giugno, il numero delle persone occupate è aumentato di oltre 338.000 unità (l'1,5 per cento) rispetto al primo trimestre. Nello stesso periodo, secondo i dati amministrativi sulle comunicazioni obbligatorie, il numero delle attivazioni ha più che compensato quello delle cessazioni con un incremento di 153.000 posizioni lavorative; dopo la flessione in gennaio-marzo, le richieste complessive di ore di Cassa integrazione guadagni (CIG) si sono ridotte nel secondo trimestre, risultando più basse di circa un decimo rispetto al quarto trimestre del 2020 (-11,3 per cento, -7,2 per le ore con causale "COVID-19"). In estate si è avuta una prosecuzione di tali tendenze; rispetto al secondo trimestre le ore autorizzate di CIG hanno segnato un marcato rallentamento e l'occupazione ha proseguito la fase di recupero, nonostante la flessione congiunturale in agosto.

La dinamica salariale si mantiene debole. Le retribuzioni contrattuali orarie nel secondo trimestre sono aumentate in misura modesta rispetto alla media gennaio-marzo (0,6 per cento) e si sono sostanzialmente stabilizzate nel periodo luglio-agosto, sia perché parte degli aumenti retributivi recepiti negli accordi scatteranno dal prossimo anno sia per il numero ancora alto di contratti da rinnovare (in agosto la quota di dipendenti in attesa di rinnovo contrattuale si è attestata al 53,2 per cento). La variazione del costo orario del lavoro ha ancora rallentato (allo 0,6 per cento nel secondo trimestre su base tendenziale), ma la produttività oraria ha mostrato una marginale flessione per cui il CLUP è aumentato.

Anche il trimestre estivo si è caratterizzato per il prevalere di condizioni molto distese dei mercati finanziari e del credito bancario, a riflesso di un orientamento della politica monetaria decisamente espansivo. La domanda di credito delle imprese, favorita anche dalla copertura offerta dalle garanzie pubbliche, è stata alimentata da esigenze di ristrutturazione dei debiti nonché dal finanziamento dell'accumulazione di capitale.

### *1.3 Le prospettive macroeconomiche della NADEF*

Il quadro macroeconomico tendenziale della NADEF si caratterizza per il marcato miglioramento delle stime per quest'anno, grazie al veloce recupero dell'economia italiana nel primo semestre. Rispetto al quadro programmatico del DEF le previsioni sulla crescita del PIL del 2021 sono state riviste al rialzo fino al 6,0 per cento (dal 4,5; tab. 1.2),

ma il minore effetto base comporta una variazione inferiore per l'anno prossimo, al 4,2 per cento (dal 4,8 nelle stime di primavera). Per il biennio 2023-24 si conferma sostanzialmente la dinamica della crescita stimata in precedenza, che eccede quella delle medie storiche pre-crisi nonostante la perdita di prodotto del 2020 venga riassorbita già nella prossima primavera.

Nelle stime del Governo nel 2021 l'attività economica verrebbe trainata dalle componenti interne, mentre la domanda estera fornirebbe un apporto minimo; per gli anni successivi il contributo delle esportazioni nette sarebbe pressoché nullo o lievemente negativo, mentre quello delle componenti interne sarebbe ancora positivo ma in riduzione. Il quadro tendenziale del Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) si caratterizza per un impulso molto forte degli investimenti; l'accumulazione beneficerebbe della spesa per i progetti del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), la cui distribuzione annuale è stata rimodulata rispetto al DEF, attenuandola nel primo triennio 2021-23 e ampliandola di conseguenza nel periodo successivo 2024-26; l'accumulazione di capitale aumenterebbe fortemente (di circa 30 punti percentuali nel complesso dell'orizzonte previsivo), soprattutto nelle costruzioni. I consumi delle famiglie crescerebbero in misura più moderata, riflettendo la gradualità nel riassorbimento della propensione al consumo.

Le previsioni tendenziali sono state riviste al rialzo rispetto al DEF anche sulle variabili nominali, per quest'anno e il successivo, in considerazione del maggiore impulso esterno esercitato dai prezzi energetici, mentre per il biennio successivo le stime sono rimaste sostanzialmente invariate. La variazione del deflatore del PIL è stimata all'1,5 per cento nel 2021 (dall'1,1 per cento del DEF) e all'1,6 nel prossimo (dall'1,3 per cento); tenendo conto anche della componente reale, la dinamica del PIL nominale è stata aumentata di circa due punti nel 2021 (al 7,6 per cento) rispetto al DEF, ridotta di quasi mezzo punto l'anno prossimo (dal 6,2 al 5,8 per cento) e ricondotta su un sentiero analogo al DEF nella parte finale dell'orizzonte di previsione.

Anche il mercato del lavoro presenta nel quadro tendenziale della NADEF un recupero più marcato di quanto previsto nel precedente documento di programmazione. Il numero di occupati si porterebbe oltre i valori pre-pandemia già nel 2022 e il tasso di occupazione guadagnerebbe circa cinque punti percentuali nel complesso dell'orizzonte previsivo, collocandosi a fine periodo al 63,3 per cento. Il CLUP aumenterebbe quest'anno quasi il doppio di quanto previsto nel DEF (1,8 per cento da 1,0) ma a partire dal 2022 si attesterebbe su una dinamica prossima all'uno per cento.

Il quadro programmatico si differenzia da quello tendenziale in quanto considera l'espansione del bilancio pubblico prefigurata nella NADEF; oltre alla conferma delle politiche invariate, sono previsti interventi a favore delle PMI, l'avvio della prima fase della riforma fiscale, la revisione dell'Irpef, degli ammortizzatori sociali e la messa a regime dell'assegno universale per i figli (per una descrizione più precisa si veda il capitolo 2).

Nelle stime del Governo l'indebitamento netto si espanderebbe nello scenario programmatico rispetto a quello a legislazione vigente di oltre un punto percentuale di PIL dal 2022 in poi (1,2 nel 2022, 1,5 nel 2023 e 1,2 nel 2024). L'impatto complessivo della manovra per il 2022 porterebbe la crescita del PIL stimata dal MEF al 4,7 per cento, mezzo punto sopra lo scenario tendenziale; l'anno successivo l'effetto si ridurrebbe a due decimi (PIL al 2,8 per cento dal 2,6 del tendenziale) mentre si annullerebbe nell'anno finale dello scenario previsivo (tab. 1.3). Si tratta di un profilo di crescita sostanzialmente analogo a quello ipotizzato dal DEF per il triennio di previsione.

Il rafforzamento dell'attività economica ascrivibile alla manovra nel 2022 si concentrerebbe sugli investimenti e sui consumi pubblici (entrambi superiori allo scenario tendenziale per circa un punto percentuale). Le esportazioni resterebbero invariate rispetto al quadro a legislazione vigente, mentre le importazioni aumenterebbero, con il risultato che il saldo corrente della bilancia dei pagamenti in rapporto al PIL si ridurrebbe. La maggiore crescita del prodotto non produrrebbe effetti rilevanti sui prezzi e i costi, per cui la variazione del PIL nominale nel 2022 sarebbe del 6,4 per cento (dal 5,8 del tendenziale).

Nel biennio finale della previsione il quadro programmatico NADEF delinea un graduale rallentamento del PIL; i tassi di variazione (2,8 e 1,9 per cento rispettivamente nel 2023 e 2024) resterebbero tuttavia maggiori di quelli delle medie storiche pre-crisi, come nel quadro tendenziale. Rispetto allo scenario a legislazione vigente il recupero delle importazioni indurrebbe un leggero peggioramento delle esportazioni nette, mentre l'apporto della domanda interna si rafforzerebbe moderatamente. Gli investimenti sarebbero la componente che più beneficia della manovra, in virtù della quale aumenterebbero di 0,6 punti percentuali nel 2023 e di 0,3 nel 2024. I consumi privati crescerebbero rispetto allo scenario tendenziale per 0,3 punti percentuali nel 2023, mentre sarebbero allineati nel periodo finale di previsione; la variazione della spesa delle Amministrazioni pubbliche sarebbe negativa, a fronte di una leggera crescita di quella tendenziale a fine periodo.

La dinamica dei prezzi sarebbe appena più sostenuta nei due anni finali della previsione rispetto al quadro a legislazione vigente, in conseguenza del recupero della domanda interna. L'evoluzione del PIL nominale andrebbe oltre quella del quadro tendenziale per due decimi di punto in entrambi gli anni del biennio 2023-24.

La manovra indurrebbe anche un miglioramento delle variabili relative al mercato del lavoro, con un aumento dell'*input* di lavoro e una riduzione del tasso di disoccupazione, che a fine periodo sarebbe di oltre due punti inferiore al livello pre-pandemia (7,7 per cento nel 2024 rispetto al 10,0 del 2019).

#### 1.4 La validazione del quadro macroeconomico

L'UPB sottopone a validazione le previsioni macroeconomiche pubblicate nella NADEF, che si articolano in uno scenario tendenziale a legislazione vigente e uno scenario programmatico, che incorpora la manovra di politica economica che il Governo preciserà nella legge di bilancio. La normativa europea richiede la validazione delle sole previsioni programmatiche ma, in accordo con il MEF, l'UPB estende l'esercizio anche allo scenario tendenziale. L'orizzonte della validazione concerne l'arco temporale minimo richiesto dalle normative europee per il Documento programmatico di bilancio (DPB), quindi il biennio 2021-22. Per i due anni successivi (2023-24) l'UPB comunque valuta il realismo della previsione del Governo, che ha rilevanti impatti sulle stime di finanza pubblica e sulla sostenibilità del debito.

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

L'esercizio viene effettuato attraverso l'analisi complessiva dei quadri macroeconomici del MEF, attingendo da varie fonti informative: 1) le stime UPB circa gli andamenti di breve periodo del PIL e delle componenti di domanda; 2) le previsioni annuali dell'UPB, effettuate con il modello econometrico 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) facenti parte del *panel* UPB; 4) il monitoraggio delle più recenti previsioni di altre istituzioni nazionali e internazionali. È stata inoltre condotta un'analisi della coerenza interna dei quadri elaborati dal MEF con l'insieme delle variabili esogene internazionali. La valutazione complessiva, incentrata sui predetti strumenti, tiene naturalmente conto dei margini di incertezza che caratterizzano le stime. Ai fini di un confronto omogeneo con le previsioni del MEF le valutazioni dei previsori del *panel* UPB (inclusive delle previsioni UPB) sono state formulate sulla base delle stesse ipotesi sulle variabili esogene internazionali adottate dal MEF. Inoltre, per il quadro programmatico, i previsori del *panel* UPB adottano ipotesi condivise sulla manovra per il triennio 2022-24, elaborate dall'UPB tenendo conto delle indicazioni della NADEF e di informazioni ricevute dal MEF sulle differenze tra la finanza pubblica incorporata nel quadro programmatico e nel tendenziale.

L'UPB ha trasmesso lo scorso 24 settembre la lettera di validazione del quadro macroeconomico tendenziale 2021-22, che riporta una valutazione positiva circa la plausibilità delle stime del Governo, segnalando tuttavia significativi rischi sulla crescita del PIL<sup>1</sup>. Ciò è avvenuto dopo che l'UPB aveva comunicato, il 16 settembre, i propri rilievi su una versione provvisoria della previsione tendenziale del MEF, alla quale era seguita la revisione del quadro macroeconomico tendenziale, che ha ricevuto la validazione.

L'UPB valida inoltre il quadro macroeconomico programmatico riportato nella NADEF, sulla base delle analisi e delle valutazioni illustrate nel paragrafo 1.4.2. Analogamente al quadro tendenziale, se i rischi possono apparire bilanciati per l'anno in corso si valuta un

---

<sup>1</sup> La lettera di validazione è disponibile all'indirizzo <https://www.upbilancio.it/validazione-del-quadro-macroeconomico-tendenziale-della-nadef-2021/>.

relativo ottimismo nelle attese per il prossimo triennio, alla luce di molteplici fattori di rischio al ribasso.

#### 1.4.1 La validazione del quadro macroeconomico tendenziale

Il Consiglio dell'UPB ha validato le previsioni tendenziali per gli anni 2021-22, considerevolmente riviste al rialzo per l'anno in corso rispetto al DEF 2021, pur sottolineando la presenza di vari elementi di incertezza, sia nel breve sia nel medio periodo, che configurano rischi prevalentemente orientati al ribasso (si veda al riguardo il paragrafo 1.5). Il quadro macroeconomico tendenziale nell'orizzonte di validazione appare comunque nell'insieme accettabile, in quanto i valori delle principali variabili in esame non presentano rilevanti disallineamenti rispetto quelli del *panel* UPB (figg. 1.4 e 1.5). Nelle previsioni tendenziali del Governo il PIL rallenta nel biennio 2023-24 e si colloca in prossimità della mediana dell'intervallo del *panel* UPB, sia in termini reali che nominali, mostrando tuttavia tassi di crescita sostenuti nel confronto storico. Le stime sul mercato del lavoro nel biennio finale del quadro sottendono tassi di occupazione molto elevati rispetto al passato, tanto che il tasso di disoccupazione risulta inferiore al *lower bound* delle stime del *panel* UPB.

#### 2021–22

Il quadro macroeconomico tendenziale della NADEF nel biennio 2021-22 appare accettabile, in quanto i valori delle principali variabili ricadono nell'intervallo definito dal *panel* UPB (fig. 1.6). La validazione delle stime tendenziali della NADEF 2021 tiene principalmente conto: a) di una previsione del PIL reale – che misura lo sviluppo del sistema economico – prossima alla mediana delle stime del *panel* UPB; b) di una stima del PIL nominale – variabile direttamente rilevante per la finanza pubblica – comunque compresa nell'intervallo di validazione delle stime dei *panelist*, sebbene al limite superiore nel 2021.

La previsione sul PIL del quadro macroeconomico tendenziale del MEF per l'anno in corso (6,0 per cento) sottende la prosecuzione del recupero dell'attività economica nel terzo trimestre, con ritmi inferiori a quelli della primavera scorsa ma comunque elevati. Tale prospettiva appare qualitativamente coerente con gli ultimi indicatori congiunturali e con le attese del *panel* UPB. Nel complesso del 2021 l'attività economica recupererebbe quasi due terzi della flessione dello scorso anno, con il livello del PIL inferiore a quello del 2019 per oltre tre punti percentuali. Nel 2022 la ripresa dell'economia italiana proseguirebbe a un ritmo di crescita ancora elevato (4,2 per cento), sebbene inferiore a quello dell'anno corrente. L'attività produttiva dovrebbe beneficiare dello stimolo impresso dal PNRR, tuttavia nel primo semestre non si può escludere una recrudescenza della pandemia, come già avvenuto nel 2020-21. Le

previsioni sulle principali componenti della domanda aggregata nel 2021 appaiono coerenti con le valutazioni mediane del *panel* UPB. L'espansione dell'economia è in massima parte attribuibile alle determinanti interne di domanda, a fronte di un apporto limitato delle esportazioni nette. L'aumento delle esportazioni eccede quello della domanda estera, mentre la dinamica delle importazioni è più allineata a quella delle variabili di attivazione interne. Anche per l'anno prossimo l'evoluzione delle principali variabili del conto delle risorse e degli impieghi del MEF è coerente con le attese del *panel* UPB e non si registrano rilevanti disallineamenti rispetto all'intervallo di accettazione. Fanno eccezione le variabili relative al commercio estero, che nel quadro macroeconomico tendenziale del Governo appaiono inferiori al *lower bound* del *panel* UPB, per via delle diverse variabili di attivazione sulla domanda estera. Tuttavia le esportazioni nette forniscono un contributo alla crescita del PIL sostanzialmente neutrale, similmente alle stime mediane del *panel* UPB.

Le previsioni sulle variabili relative a costi, prezzi e mercato del lavoro risultano lievemente ottimistiche nel 2021. La variazione del deflatore del PIL si situa appena al di sopra dell'estremo superiore delle stime del *panel* UPB, le quali oltrepassano lievemente la crescita acquisita desumibile dai dati trimestrali. La dinamica del deflatore del PIL è inoltre uguale a quella del deflatore dei consumi privati, mentre dovrebbe risultare inferiore in virtù della perdita delle ragioni di scambio. Ne consegue una variazione del PIL nominale allineata al margine superiore delle stime del *panel* UPB. Con riferimento al mercato del lavoro, la crescita dell'occupazione (in termini di ULA) per quest'anno appare elevata alla luce dei dati trimestrali disponibili, soprattutto per quanto attiene al settore dei servizi. La proiezione del MEF si colloca chiaramente al di sopra dell'estremo superiore dell'intervallo di validazione, il che potrebbe anche sottendere ipotesi differenti sull'effetto dello sblocco dei licenziamenti. Nel 2022 le stime sulle variabili nominali e sul mercato del lavoro risultano pressoché coerenti con le attese dei previsori del *panel* UPB. La dinamica indicata per il deflatore del PIL è compresa tra la mediana e l'*upper bound* delle attese del *panel* UPB, analogamente alla variazione del PIL nominale.

#### 2023–24

La previsione tendenziale della NADEF sulla variazione del PIL del 2023-24 (pari rispettivamente a 2,6 e 1,9 per cento) è sostanzialmente in linea con la mediana del *panel* UPB (fig. 1.4). Tuttavia, il tasso di crescita del PIL dell'Italia al termine dell'orizzonte di previsione risulta nettamente più elevato delle stime sul prodotto potenziale formulate prima della crisi pandemica e sembrerebbe incorporare un più sostenuto processo di accumulazione del capitale, ascrivibile al PNRR.

Le proiezioni formulate dal MEF sulle componenti di domanda nel biennio appaiono accettabili nel confronto con le stime del *panel* UPB, sebbene quelle sugli investimenti siano superiori ai valori mediani e implicino un'accumulazione di capitale molto forte

(alla fine dell'orizzonte del quadro macroeconomico gli investimenti sarebbero superiori a quelli degli anni precedenti la pandemia per circa un quinto). Le stime sui prezzi nel biennio finale di previsione si attestano nella parte alta dell'intervallo definito dal *panel* UPB; la variazione del deflatore del PIL sfiora l'*upper bound* nel 2023 e lo raggiunge nel 2024. Tenendo conto della dinamica del prodotto in volume, la crescita del PIL nominale si colloca appena al di sotto dell'estremo superiore del *panel* UPB in entrambi gli anni. La crescita cumulata del prodotto nominale nel biennio 2023-24 (7,5 per cento) è più elevata di quella stimata da quasi tutti i previsori del *panel*. Con riferimento al mercato del lavoro, l'aumento dell'occupazione si situa poco al di sotto dei valori più elevati del *panel* in entrambi gli anni; il tasso di occupazione aumenta su tutto l'orizzonte della NADEF, collocandosi già a partire dal 2022 su valori molto elevati rispetto al passato (ovvero alle serie storiche disponibili dal 1977). Ne consegue che sia nel 2023 sia nel 2024 le proiezioni del MEF sul tasso di disoccupazione appaiono ottimistiche, risultando più basse dell'estremo inferiore delle proiezioni del *panel* UPB.

#### 1.4.2 La validazione del quadro macroeconomico programmatico

L'esercizio di validazione della NADEF riguarda il solo 2022 quando si esplicheranno gli effetti degli interventi previsti di politica economica (il quadro per il 2021 coincide con quello tendenziale, discusso nel paragrafo precedente). Occorre ricordare che la valutazione UPB si basa sulle informazioni di massima fornite dal MEF circa la composizione della manovra descritta nella NADEF. L'effettiva e specifica articolazione delle misure di finanza pubblica verrà precisata con la legge di bilancio per il 2022.

L'UPB ha valutato la previsione macroeconomica del Governo, decidendo di validare lo scenario programmatico sul 2022 in quanto i valori stimati per le principali variabili ricadono all'interno dell'intervallo di accettabilità definito dal *panel* UPB (figg. 1.7 e 1.8). Le analisi a sostegno della plausibilità del quadro macroeconomico programmatico della NADEF sono supportate: a) da previsioni sulla crescita nel 2022 del PIL reale (al 4,7 per cento) prossime alla mediana dell'intervallo di validazione e di un aumento del PIL nominale (al 6,4 per cento) che si attesta poco al di sopra della stessa; b) da un impatto della manovra di bilancio sull'attività economica nel 2022 sostanzialmente analogo a quello stimato dal *panel* UPB; c) da una decelerazione del PIL prevista dal MEF tra il 2021 e il 2022 generalmente condivisa dal *panel* UPB (fig. 1.9).

Sullo scenario macroeconomico programmatico dell'economia italiana incidono molteplici fattori di rischio, anche superiori a quelli già delineati per il quadro macroeconomico tendenziale (si veda al riguardo il paragrafo 1.5); lo stimolo espansivo della manovra potrebbe infatti essere nel 2022 meno pronunciato di quello atteso, in quanto già nel tendenziale il PIL aumenta a ritmi elevati e quindi vi potrebbero essere tensioni dell'offerta nell'assecondare la domanda aggiuntiva, difficilmente identificabili con la modellistica econometrica in uso.

Anche il confronto con le previsioni recenti dei principali analisti (tab. 1.4) evidenzia che le previsioni macroeconomiche della NADEF sono pienamente condivise per il 2021 mentre si collocano nella fascia alta delle attese per quanto attiene al triennio 2022-24.

Si illustrano sinteticamente di seguito i principali elementi considerati nell'esercizio di validazione sul 2022 e si riportano valutazioni generali sul biennio 2023-24, che non è oggetto di validazione.

## 2022

Con riferimento alle determinanti della crescita per il prossimo anno, il quadro macroeconomico programmatico della NADEF è caratterizzato dal considerevole apporto fornito dalle componenti interne di domanda. Le stime sulle principali componenti della domanda interna sono nel complesso prossime alle valutazioni mediane del *panel* UPB. La dinamica delle variabili relative al commercio estero, analogamente al quadro macroeconomico tendenziale, si attesta al di sotto del *lower bound* del *panel* UPB, come già rilevato per il quadro a legislazione vigente. Il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL, sostanzialmente neutrale, risulta comunque ricompreso tra la mediana e l'estremo superiore dell'intervallo di variazione del *panel*.

Le previsioni sui prezzi presentate nel quadro macroeconomico programmatico della NADEF si collocano nella fascia alta dell'intervallo di validazione in quanto ricadono tra la mediana e l'estremo superiore dell'intervallo definito dal *panel*; fa eccezione il deflatore dei consumi delle famiglie, che è sostanzialmente allineato alla mediana delle stime del *panel* UPB. La crescita del deflatore del PIL è più elevata di quasi mezzo punto percentuale rispetto alla mediana delle previsioni del *panel*, pur mantenendosi distante dall'estremo superiore dell'intervallo di validazione (lo scarto tra estremo superiore ed estremo inferiore è di quasi 1,5 punti percentuali, a riprova della forte incertezza delle stime); ne consegue che anche la variazione del PIL nominale eccede, sebbene lievemente, il valore mediano delle proiezioni dei *panelist*.

## 2023-24

Il quadro macroeconomico programmatico del MEF per il periodo 2023-24 appare lievemente ottimistico rispetto alle previsioni formulate dal *panel* UPB. Nel 2023 la crescita del PIL reale (2,8 per cento) è accostata alla mediana delle stime dei previsori UPB, che si colloca poco al di sotto dell'*upper bound*; nel 2024, in ragione della forte incertezza, l'ampiezza dell'intervallo del *panel* si amplia sensibilmente e la variazione del PIL prefigurata dal Governo ne raggiunge l'estremo superiore. La crescita delle componenti di domanda è coerente con le stime del *panel*, con l'eccezione degli investimenti che eccedono la mediana soprattutto nell'ultimo anno. Come già rilevato

per il tendenziale si osserva che la dinamica del PIL stimata nel biennio 2023-24 è più marcata di quella registrata dall'economia italiana del pre-crisi, in quanto dipende in misura cruciale dall'impulso di spesa e dell'azione di riforma riconducibili al PNRR. La tempistica e l'efficacia di questi interventi rappresentano quindi un fattore chiave nel supportare un quadro macroeconomico così favorevole.

Le dinamiche dei prezzi nel biennio 2023-24 risultano ricomprese all'interno dell'intervallo di validazione e appaiono sostanzialmente accostate ai valori mediani delle stime del *panel*; una eccezione è costituita dalla crescita del deflatore delle importazioni nel 2023, che sfiora l'estremo superiore dell'intervallo di validazione. L'evoluzione del deflatore del PIL nel biennio considerato è prossima a quella delle valutazioni mediane dei previsori UPB; anche la crescita del PIL nominale è allineata alla mediana delle proiezioni del *panel* per il 2023, mentre al termine dell'orizzonte della NADEF appare ottimistica in quanto coincide con l'*upper bound* del *panel* UPB.

Con riferimento al mercato del lavoro, le stime sul biennio 2023-24 della NADEF risultano relativamente ottimistiche, come già rilevato per il quadro tendenziale. Il tasso di disoccupazione è infatti sotto l'estremo inferiore delle stime dei *panelist*. Il tasso di occupazione a fine periodo raggiunge il 63,4 per cento, un valore superiore di 4,4 punti al massimo storico (59,0 registrato nel 2019).

### 1.5 Alcuni fattori di rischio della previsione

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana è circondato da rischi bilaterali, di varia natura. Nelle valutazioni del *panel* UPB tali rischi hanno una maggiore probabilità di realizzazione rispetto ad altri esercizi previsivi e, pur essendo complessivamente bilanciati per l'anno in corso, sono prevalentemente orientati al ribasso per i prossimi anni, ossia nel periodo in cui le previsioni macroeconomiche più rilevano per quelle di finanza pubblica (le stime sui conti della PA per il 2021 si basano infatti prevalentemente su dati e monitoraggi in corso d'anno di indicatori e variabili direttamente riferite al bilancio pubblico).

L'evoluzione dell'economia italiana nei prossimi trimestri dipende strettamente dall'ipotesi che l'ondata di contagi si mantenga sotto controllo, in modo da evitare che si possano determinare tensioni sul sistema sanitario tali da richiedere nuove restrizioni alle attività economiche. Sulla base degli ultimi dati disponibili le campagne di vaccinazione si sono rivelate efficaci nel ridurre i sintomi più gravi del COVID-19, anche nei confronti della variante delta, come si desume dalla relativa moderazione dei ricoveri nei reparti di terapia intensiva. Occorre tuttavia considerare che l'immunizzazione attualmente riguarda circa un terzo della popolazione mondiale per cui non si può escludere l'insorgere di nuove varianti, nei prossimi trimestri, rispetto alle quali l'efficacia dei vaccini al momento disponibili potrebbe essere inferiore.

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

Vi è inoltre un rischio connesso all'ipotesi, implicita nello scenario macroeconomico del MEF, di un integrale, tempestivo ed efficiente utilizzo da parte dell'Italia dei fondi europei del programma *Next Generation EU* al fine di attuare i progetti di investimento predisposti con il PNRR nei tempi e nei modi previsti. Questo implica anche l'effettiva disponibilità di un'ampia capacità produttiva inutilizzata, soprattutto nel settore delle costruzioni; in caso contrario, il comparto potrebbe mostrare vincoli dal lato dell'offerta nell'assecondare il considerevole irrobustimento della domanda pubblica, attenuando quindi gli effetti moltiplicativi sull'attività degli altri settori produttivi. Un'attuazione parziale, ritardata o inefficiente, di tali interventi comporterebbe quindi il venire meno di un rilevante fattore di sostegno alla crescita.

Nel medio termine non si può escludere anche uno scenario favorevole, in quanto le elevate consistenze di risparmio accumulate a scopo precauzionale durante lo scorso anno favorirebbero un recupero della spesa per consumi più rapido se l'incertezza delle famiglie si riducesse stabilmente. Tuttavia, il recente rialzo dell'inflazione, sospinto al momento dal rincaro dei beni energetici e dalla carenza di semilavorati, potrebbe risultare più intenso e persistente di quanto prefigurato dalle autorità monetarie; in tal caso l'aumento dei prezzi andrebbe a intaccare il potere d'acquisto delle famiglie e potrebbe attivare una reazione della politica monetaria, con effetti avversi sull'attività economica.

In un orizzonte temporale meno ravvicinato, un fattore cruciale riguarderà l'intonazione delle politiche economiche. Quando la pandemia sarà debellata e l'economia mondiale tornerà a crescere stabilmente occorrerà ridurre gli squilibri finanziari accumulati. Eventuali sfasamenti nei cicli di ripresa tra paesi potrebbero incidere sui premi al rischio richiesti dai mercati per le economie con livelli di indebitamento particolarmente elevati, con eventuali tensioni finanziarie che inciderebbero sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese. Per i paesi dell'Unione europea tali rischi dipenderanno anche dal nuovo sistema di regole di bilancio, sulla cui revisione il dibattito è in corso.

## 2. La finanza pubblica

### 2.1 Il quadro tendenziale

La NADEF aggiorna le previsioni tendenziali di finanza pubblica riportate nel DEF dello scorso aprile scontando, da un lato, il miglioramento dello scenario macroeconomico e l'andamento più favorevole dei tassi di interesse e, dall'altro, gli effetti finanziari dei provvedimenti legislativi approvati successivamente alla pubblicazione del DEF. In particolare, le nuove previsioni tendenziali incorporano: 1) l'impatto finanziario dei DD.LL. 59/2021 e 73/2021; 2) i risultati del monitoraggio in corso d'anno dei conti pubblici; 3) l'utilizzo delle risorse previste dal piano di rilancio *Next generation EU* (NGEU) secondo la sua versione finale, con un impatto sulla spesa pubblica lievemente inferiore rispetto a quanto ipotizzato nel DEF per il triennio 2021-23 e superiore per il 2024 (e presumibilmente per gli anni successivi); 4) le revisioni apportate dall'Istat ai dati di consuntivo della contabilità nazionale.

L'Istat ha pubblicato il 22 settembre scorso revisioni del conto delle risorse e degli impieghi e del conto delle Amministrazioni pubbliche per il triennio 2018-2020 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 2019-2020. Con riferimento al 2019, grazie a una revisione al rialzo del PIL, il deficit è risultato in miglioramento dall'1,6 all'1,5 per cento del prodotto. Per il 2020, le revisioni hanno implicato un peggioramento del disavanzo dal 9,5 al 9,6 per cento del PIL; in valore assoluto, il disavanzo è stato incrementato di 1,6 miliardi a causa di minori entrate (-3,3 miliardi) solo parzialmente compensate da una revisione al ribasso delle uscite (-1,7 miliardi). Dal lato delle entrate, sono state diminuite sia le imposte dirette (-1,6 miliardi) sia quelle indirette (-1,3 miliardi) a causa della revisione della stima dei versamenti dovuti nel 2020 ma rinviati agli anni successivi secondo le disposizioni normative introdotte durante l'emergenza economico-sanitaria. È stata quindi corretta in diminuzione la contabilizzazione del 2020 che era stata effettuata al fine di garantire una corretta registrazione dei flussi in base al principio della competenza economica, in coerenza con quanto previsto dal SEC2010. Dal lato delle uscite, vi è stata una riduzione della spesa in conto capitale di 1,5 miliardi, principalmente dovuta alla spesa per investimenti fissi lordi e, nell'ambito delle uscite correnti, un incremento dei redditi da lavoro dipendente (0,4 miliardi) più che compensato dalla diminuzione delle altre uscite correnti (0,5 miliardi).

È importante ricordare che le previsioni tendenziali tengono conto delle spese che verranno finanziate da sovvenzioni relative al Dispositivo per la ripresa e la resilienza (*Recovery and Resilience Facility*, RRF) secondo il profilo indicato nella tabella 2.1, cui sono da aggiungere le spese che verranno finanziate da sovvenzioni del Pacchetto di assistenza alla ripresa per la coesione e i territori d'Europa (*ReactEU*) e, per il solo 2024, anche quelle rese possibili da prestiti RRF di natura aggiuntiva<sup>2</sup>. Dalla tabella si evince che in ognuno degli anni del periodo 2021-23 tali spese risultano inferiori a quelle ipotizzate in occasione della stesura del DEF, con uno spostamento in avanti dell'utilizzo

---

<sup>2</sup> Nel DEF erano indicati 12,9 miliardi di prestiti aggiuntivi per il 2024 mentre la NADEF non fornisce indicazioni in proposito, né distingue tra prestiti sostitutivi e aggiuntivi. Si ricorda inoltre che nella versione finale del PNRR è aumentata la quota di prestiti aggiuntivi rispetto a quelli sostitutivi.

delle risorse europee, riguardante unicamente la componente degli investimenti pubblici.

Verosimilmente, come avvenuto nel DEF, per ragioni prudenziali e tenuto conto della relativa esiguità degli importi, non sono state considerate le risorse relative al programma Sviluppo rurale, al *Just Transition Fund* (JTF) e ad altri programmi<sup>3</sup>.

Si ricorda che la Commissione europea ha già versato all'Italia, lo scorso 13 agosto, un anticipo – pari al 13 per cento dell'insieme dei contributi finanziari non rimborsabili (sovvenzioni) e dei prestiti – di circa 24,9 miliardi, di cui 9 miliardi relativi a contributi e 15,9 miliardi a prestiti.

Ai fini di una migliore analisi delle informazioni contenute nella NADEF, sarebbe importante che venissero forniti dati di dettaglio sulle spese finanziate tramite risorse europee espressi non solo in rapporto al PIL ma anche in valore assoluto, che distinguano tra prestiti sostitutivi e aggiuntivi e che non siano limitati al RRF. Per una maggiore comprensibilità degli andamenti della spesa, sarebbe inoltre opportuno indicare espressamente il profilo temporale di utilizzo delle risorse, con indicazione di eventuali cambiamenti rispetto alle ipotesi precedenti, del Fondo sviluppo e coesione (FSC) 2021-27, la cui programmazione è stata anticipata inserendola all'interno del PNRR.

L'intero percorso di riduzione del disavanzo tendenziale nella NADEF risulta più favorevole rispetto a quanto indicato nel DEF.

Si ricorda che il DEF, per il 2021, indicava due disavanzi: uno tendenziale – pari al 9,5 per cento del PIL – e uno – pari all'11,8 per cento del PIL – che includeva il peggioramento di 40 miliardi (2,3 per cento del PIL) derivante dalla richiesta di scostamento contenuta nella Relazione al Parlamento ex articolo 6 della L. 243/2012, non ancora tradottasi in provvedimenti di legge. Successivamente, i DD.LL: 59 e 73 del 2021 hanno utilizzato le risorse rese disponibili dallo scostamento. Nella NADEF, il deficit tendenziale del 2021 tiene conto dei due decreti.

Infatti, anziché aumentare all'11,8 per cento stimato ad aprile, il deficit si attesterebbe nel 2021 su un livello, il 9,4 per cento, appena inferiore a quello dell'anno precedente (che è stato pari al 9,6), si contrarrebbe a meno della metà nel 2022 per poi diminuire progressivamente sino al 2024 (tab. 2.2). In particolare, nel biennio 2023-24 è previsto un deficit inferiore al 3 per cento del PIL.

Il disavanzo, dopo il 9,4 per cento del PIL del 2021, scenderebbe al 4,4 per cento nel 2022 e poi ancora al 2,4 nel 2023 e al 2,1 nel 2024. Il saldo primario, vale a dire al netto della spesa per interessi, divenuto fortemente negativo nel 2020, rimarrebbe negativo ancora nell'anno in corso (su livelli elevati) e il prossimo; nel biennio 2023-24 esso tornerebbe in avanzo di qualche decimo percentuale di PIL. La spesa per interessi in rapporto al PIL, dopo il lieve aumento nel 2020, tornerebbe a scendere sino al 2024. Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL, dopo essere aumentato di oltre ventuno punti percentuali nel 2020 (dal 134,3 per cento del 2019 al 155,6), è previsto scendere successivamente in ognuno degli anni del periodo di previsione sino ad attestarsi al 143,3 per cento nel 2024, grazie al sentiero di riduzione del deficit e alla crescita dell'economia (si veda il paragrafo 2.3).

---

<sup>3</sup> Per le regole di contabilizzazione del SEC 2010 tali risorse e le relative spese connesse sono neutrali sul deficit.

Questo miglioramento dei saldi nel periodo di previsione è la conseguenza di una serie di fattori: l'atteso superamento dell'emergenza sanitaria, il carattere temporaneo della gran parte delle misure sin qui disposte per contrastare l'impatto del COVID-19, gli effetti positivi sulle entrate dovuti alla fase particolarmente favorevole dell'economia e alla retroazione fiscale connessa con l'impatto espansivo sulle basi imponibili degli interventi del Piano di ripresa e di resilienza (PNRR).

Nel resto del paragrafo vengono forniti ulteriori dettagli dello scenario di finanza pubblica tendenziale.

*Le stime per il 2021* – L'indebitamento netto è stimato al 9,4 per cento del PIL nel 2021, in discesa dal 9,6 per cento registrato nel 2020. Si tratta di un livello ben inferiore rispetto all'11,8 per cento indicato nel DEF, che includeva gli effetti dello scostamento di 40 miliardi richiesta tramite la Relazione al Parlamento presentata insieme al DEF.

Il deficit sarebbe più favorevole di quanto atteso nel DEF per diverse ragioni. In primo luogo, la crescita del PIL è migliore di quanto precedentemente previsto. Inoltre, come già accaduto nello scorso anno, vi sarebbe un utilizzo minore del previsto delle risorse messe a disposizione dai decreti anticrisi. Approssimativamente, si può stimare un contributo analogo – compreso tra i 15 e i 20 miliardi – di maggiori entrate legate alla crescita economica più favorevole e di minori spese dovute a un utilizzo delle misure adottate inferiore rispetto a quanto inizialmente stimato (relative in parte ai contributi a fondo perduto). Infine, avrebbe effetto un'ulteriore revisione in aumento della stima delle entrate – alla luce del monitoraggio effettuato sulla base dei dati disponibili più aggiornati relativi ai versamenti tributari – dovuta a una diversa quantificazione degli slittamenti dei versamenti di imposta, con un aggravio dei conti del 2020 e un miglioramento di quelli del 2021.

Per comprendere gli elementi che hanno condotto alla nuova stima del deficit dell'anno in corso è utile il confronto tra le previsioni tendenziali del conto delle Amministrazioni pubbliche per il 2021 contenute nella NADEF che incorpora gli effetti dei DD.LL. 59, 73, 77, 79, 80 del 2021 (con un disavanzo di 167,8 miliardi) e quelle tendenziali pubblicate nel DEF che non includevano gli effetti di tali decreti legge e che indicavano un deficit di 165,1 miliardi, pari al 9,5 per cento del PIL (tab. 2.3). Da questo confronto emerge un peggioramento del disavanzo di 2,6 miliardi, invece dei 39,9 miliardi che scaturirebbero – a parità di altre condizioni – dall'aggiunta degli effetti al valore facciale dei decreti emanati successivamente al DEF. Sempre con le stesse ipotesi, le uscite sarebbero dovute risultare più elevate di 34,1 miliardi e le entrate sarebbero dovute essere più contenute per 5,8 miliardi. Queste ultime, invece, nel conto della NADEF risultano maggiori per un importo pari a 9,4 miliardi, risentendo dell'andamento più favorevole dell'economia e della già ricordata revisione della stima dello slittamento dei versamenti tributari. Elementi questi che hanno quindi più che compensato sia gli effetti di riduzione delle entrate ascrivibili ai decreti prima citati sia la riduzione delle entrate in conto capitale non tributarie dovuta alle minori sovvenzioni RRF imputate in tale voce in seguito alla già menzionata decisione di spostare in avanti parte delle spese per investimento.

Le uscite, che – come appena ricordato – avrebbero dovuto essere più elevate di 34,1 miliardi rispetto alle stime tendenziali del DEF, nella NADEF sono invece più elevate di soli 12 miliardi a causa di un utilizzo effettivo inferiore a quanto stimato in precedenza degli interventi adottati in

corso d'anno. Inoltre, rispetto a quanto ipotizzato nel DEF, le minori spese di investimento finanziate da risorse RRF sono state più che compensate dai maggiori esborsi sia per i redditi da lavoro dipendente, dovuti a un anticipo di una parte dei rinnovi contrattuali ora ipotizzato nel 2021, che per interessi passivi, connessi essenzialmente all'impatto dell'inflazione sui titoli indicizzati.

Rispetto allo scorso anno, il deficit del 2021 stimato nella NADEF riflette, oltre a una lieve riduzione della spesa per interessi in percentuale del PIL (dal 3,5 al 3,4 per cento, anche se più elevata in valore assoluto), un saldo primario ancora fortemente negativo e simile a quello dello scorso anno (-6,0 per cento del PIL rispetto al -6,1). Ciò è dovuto a una riduzione in percentuale del PIL sostanzialmente della stessa entità sia delle uscite al netto degli interessi (al 52,8 per cento rispetto al precedente 53,7) sia delle entrate (al 46,8 per cento rispetto al precedente 47,5).

Sempre in percentuale del prodotto, sia le uscite che le entrate sono caratterizzate da riduzioni della componente di natura corrente e da un incremento di quella in conto capitale. Nel caso delle spese, quelle primarie correnti si ridurrebbero in percentuale del prodotto dal 48,3 al 46,8 per cento mentre quelle in conto capitale salirebbero dal 5,4 al 6,0 per cento. Sul versante delle entrate, quelle correnti scenderebbero dal 47,3 al 46,3 per cento e quelle in conto capitale (tributarie e non tributarie) aumenterebbero dallo 0,3 allo 0,6 per cento del PIL. La pressione fiscale si ridurrebbe dal 42,8 per cento al 41,9, riflettendo diminuzioni in percentuale del PIL di tutte le principali componenti tranne le imposte indirette.

Le spese primarie crescerebbero del 6 per cento rispetto al 2020 – di 53 miliardi in valore assoluto, dopo l'incremento di 76,6 miliardi registrato nel 2020 – riflettendo aumenti del 4,3 per cento delle spese primarie correnti e del 20,9 di quelle in conto capitale. Tutte le componenti di spesa risentono degli interventi adottati dal Governo per contrastare l'emergenza economico-sanitaria. In particolare, nell'ambito della spesa corrente, gli aumenti più consistenti riguardano le altre uscite correnti (17,4 per cento) – in cui sono contabilizzati trasferimenti e contributi a imprese e famiglie – e i consumi intermedi (7,3 per cento) – che scontano soprattutto la crescita di quelli del settore sanitario. Nell'ambito delle uscite in conto capitale si stimano tassi di crescita sostenuti per tutte le voci di spesa, maggiori per i contributi agli investimenti (51,4 per cento, dopo il 23,3 del 2020) e per gli investimenti (19,7 per cento) e ancora rilevanti per gli altri trasferimenti (10,9 per cento, dopo essere più che quadruplicate nel 2020 rispetto al 2019), che incorporano gli effetti degli interventi relativi ai contributi a fondo perduto a sostegno delle imprese e dei titolari di partita IVA previsti dai DD.LL. 41 e 73 del 2021 nonché le stime degli accantonamenti relativi alle garanzie standardizzate introdotte dai decreti legge approvati a partire dal 2020.

Le entrate complessive crescerebbero del 6,0 per cento, di circa 47 miliardi in valore assoluto, recuperando in larga parte la caduta di oltre 57 miliardi registrata nel 2020. Le imposte dirette (3,9 per cento) risentono delle misure disposte con la legge di bilancio per il 2021 e nei decreti legge successivi, in particolare della stabilizzazione operante a

regime dal 2021 delle detrazioni Irpef per i lavoratori dipendenti e della proroga delle detrazioni fiscali per le spese relative agli interventi di efficientamento energetico e ristrutturazione edilizia nonché del regime transitorio straordinario della disciplina dell'ACE (Aiuto alla Crescita Economica) per gli aumenti di capitale. La tassazione indiretta aumenta in misura consistente (10,5 per cento) dopo la forte contrazione registrata nel 2020, con un recupero in particolare delle imposte sugli affari e di quelle relative alla categoria dei giochi. I contributi sociali (1,8 per cento) risentono degli sgravi contributivi per l'occupazione in aree svantaggiate previsti dalla legge di bilancio e dei maggiori esonerati disposti dal DL 41/2021 e relativi al versamento dei contributi previdenziali dovuti dai lavoratori autonomi e dai professionisti.

*Le previsioni per il triennio 2022-24* – Nel triennio 2022-24 si delinea, come evidenziato in precedenza, un percorso di riduzione del deficit tendenziale che si dimezza scendendo al 4,4 per cento del PIL nel 2022 (dal 5,4 previsto nel DEF) per poi calare ulteriormente al 2,4 per cento nel 2023 (3,7 nel DEF) e quindi al 2,1 per cento nel 2024 (3,4 nel DEF). Il disavanzo primario si ridimensiona nel 2022, riducendosi all'1,5 per cento del PIL, per poi passare in territorio positivo e posizionarsi allo 0,3 e allo 0,4 per cento rispettivamente nel 2023 e 2024. Tale andamento favorevole rispecchierebbe soprattutto una continua discesa della spesa al netto degli interessi, che calerebbe in percentuale del prodotto dal 52,8 del 2021 al 46 per cento nell'ultimo anno di previsione.

La spesa primaria in valore assoluto, dopo l'ulteriore aumento atteso per il 2021, è prevista in riduzione nel 2022 (del 2,1 per cento), per poi tornare leggermente a crescere nei due anni seguenti (rispettivamente dello 0,2 e dello 0,9 per cento). In percentuale del PIL, dopo i picchi del biennio 2020-21, le uscite al netto degli interessi si ridurrebbero in tutti gli anni e in tutte le componenti, a meno della spesa per investimenti. La diminuzione deriverebbe in larga misura da quella delle uscite primarie correnti (che scenderebbero al 43,9 nel 2022, al 42,2 nel 2023 e al 41,3 nel 2024), con riduzioni in particolare delle prestazioni sociali e delle altre uscite correnti (presumibilmente anche in relazione a una nuova ipotesi dell'utilizzo, inferiore rispetto a quanto indicato nel DEF, del Fondo sviluppo e coesione). L'incidenza sul PIL della spesa in conto capitale diminuirebbe in misura minore (scendendo al 5,0 per cento del 2022, al 4,8 nel 2023 e al 4,7 nel 2024). A fronte di aumenti della spesa per investimenti, dal 2,9 per cento del PIL del 2021 al 3,4 nel 2024, si registrerebbero decrementi nelle altre componenti e, in particolare, nelle altre spese in conto capitale, dall'1,8 allo 0,2 per cento nello stesso periodo, in relazione al venire meno delle misure temporanee adottate per l'emergenza COVID-19. La spesa per interessi si ridurrebbe in rapporto al PIL al 2,9 per cento nel 2022, al 2,7 nel 2023 e al 2,5 nel 2024 e calerebbe anche in valore assoluto, risultando inferiore negli importi del 2023-24 rispetto a quanto atteso nel DEF (tab. 2.3).

Le entrate mostrerebbero consistenti incrementi in valore assoluto nel 2022 (7,2 per cento) per poi tornare a ritmi di espansione progressivamente più contenuti (3,8 per

cento nel 2023 e 1,3 nel 2024). In rapporto al PIL, il complesso delle entrate si manterrebbe intorno al 47 per cento, anche per effetto degli andamenti delle entrate in conto capitale non tributarie in cui sono contabilizzate le sovvenzioni di NGEU. La pressione fiscale salirebbe di un decimo di punto, al 42 per cento nel 2022, per poi scendere al 41,7 nel 2023 e al 41,5 nell'ultimo anno di previsione, riflettendo il profilo prima in crescita e successivamente in riduzione o stabile delle imposte indirette e dei contributi sociali in rapporto al PIL – essenzialmente dovuto agli effetti degli interventi normativi – e quello costantemente in discesa delle imposte dirette sempre in percentuale del PIL. La posta relativa alle altre entrate correnti mostrerebbe valori assoluti ben superiori a quanto atteso nel DEF (tab. 2.3).

La revisione al ribasso rispetto al DEF della spesa per interessi e di quella relativa alle altre uscite correnti e la nuova stima al rialzo delle altre entrate correnti comportano un effetto riduttivo del disavanzo della NADEF rispetto a quello del DEF pari a 2 decimi di punto percentuale di PIL nel 2022 e a 4 decimi in ognuno dei due anni successivi.

## 2.2 *Il quadro programmatico*

Nel quadro programmatico della NADEF viene delineata un'impostazione della politica di bilancio suddivisa in due fasi. Nella prima, lungo il biennio 2022-23, l'intonazione della politica di bilancio resterà espansiva rispetto agli andamenti tendenziali, che già scontano i primi effetti di stimolo derivanti dall'attuazione del PNRR, sino al momento in cui PIL e occupazione sono previsti raggiungere e superare il *trend* di crescita sottostante il periodo prima della crisi. Secondo le previsioni aggiornate, ciò avverrà a partire dal 2024, anno dal quale inizierà quindi la seconda fase in cui la politica di bilancio, tramite il conseguimento di adeguati avanzi primari, sarà maggiormente orientata alla riduzione del deficit strutturale e a intensificare la diminuzione del rapporto tra il debito pubblico e il PIL, al fine di riportarlo entro il 2030 al livello del 2019.

Dall'aggiornamento delle previsioni di finanza pubblica a legislazione vigente emergerebbe la creazione di spazi di bilancio per interventi espansivi rispetto al tendenziale che comunque produrrebbero un sentiero di riduzione del deficit e del debito in percentuale del PIL più rapido di quello previsto nel DEF (tab. 2.4).

Oltre alle maggiori entrate fiscali connesse con un PIL più elevato, dall'aggiornamento dei tendenziali di finanza pubblica sono emersi ulteriori elementi che hanno contribuito a creare margini per la manovra nel triennio 2022-24, evidenziati alla fine del paragrafo precedente.

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

Essendo il deficit strutturale programmatico della NADEF inferiore nel 2021 a quello stimato nel DEF e uguale negli anni successivi non risulta necessaria la presentazione al Parlamento della Relazione prevista dall'articolo 6 della legge 243 del 2012.

Rispetto a quanto programmato nel DEF, si realizzerebbe una più consistente riduzione del rapporto tra il debito e il PIL, che diminuirebbe già a partire dall'anno in corso. Nel 2024, tale rapporto, che nel DEF era atteso calare al 152,7 per cento, si dovrebbe attestare al 146,1 per cento (si veda paragrafo 2.3).

Riguardo al contenuto e alla composizione della manovra – da attuare attraverso la legge di bilancio e i provvedimenti collegati – la NADEF fornisce soltanto indicazioni generali. Nel documento programmatico sono indicati quali principali ambiti di intervento della manovra:

- il finanziamento delle politiche invariate non coperte dalla legislazione vigente, tra cui quelle relative a missioni di pace, rifinanziamento di taluni fondi di investimento, rinnovo di alcune politiche in scadenza, risorse per il rinnovo dei contratti pubblici del triennio 2022-24;
- il prolungamento di diverse misure, tra cui il Fondo di garanzia per le PMI e gli incentivi all'efficientamento energetico degli edifici e agli investimenti innovativi;
- il rafforzamento del sistema sanitario, al fine di migliorare l'accesso alle cure e incoraggiare la prevenzione;
- un rafforzamento nell'offerta di asili nido e di servizi sociali da parte dei Comuni nonché il potenziamento del trasporto scolastico di studenti disabili;
- l'aumento di risorse indirizzate agli investimenti e alle spese per ricerca, innovazione e istruzione;
- la riforma degli ammortizzatori sociali e la messa a regime dell'assegno unico universale per i figli;
- un primo stadio della riforma fiscale;
- la revisione delle imposte ambientali e dei sussidi ambientalmente dannosi, utilizzando le maggiori entrate per ridurre altri oneri a carico dei settori produttivi.

Allo stato attuale delle informazioni non risulta possibile effettuare un'analisi approfondita della composizione della manovra, che si potrà compiere solo quando sarà disponibile il suo contenuto dettagliato. In questa fase è possibile formulare solo alcune prime osservazioni preliminari di carattere generale.

L'evoluzione delle grandezze di finanza pubblica dipende da previsioni macroeconomiche che, come discusso ampiamente nel paragrafo 1 con riferimento al quadro macroeconomico, appaiono soggette a rischi prevalentemente orientati al ribasso, sia di matrice internazionale sia interna.

Il realizzarsi del quadro macroeconomico programmatico dipenderà anche dalla concomitante piena attuazione del PNRR. In tal senso, lo spostamento in avanti nel tempo della realizzazione degli investimenti pubblici potrebbe costituire un elemento positivo. Infatti, si dovrà prioritariamente realizzare un rinnovamento organizzativo della PA, reperire le adeguate figure professionali e collocarle là dove emergono le carenze più evidenti. Le riforme avviate in tali ambiti dovrebbero essere occasione per un'analisi della distribuzione del personale pubblico e di una sua nuova configurazione che tenga conto delle nuove priorità, aspetto che negli anni passati non poteva essere adeguatamente affrontato a causa delle misure di blocco o limitazioni del *turnover* nonché della limitata capacità di programmazione e di gestione del personale.

La manovra andrà, in parte, a incrementare una spesa per investimenti che nelle previsioni tendenziali raggiunge nel 2024 già circa 70 miliardi (con un tasso di crescita medio annuo di oltre il 13 per cento dal 2021), superando in termini nominali di oltre 10 miliardi il livello registrato nel 2009, anno dopo il quale le politiche di consolidamento hanno comportato un ridimensionamento della spesa. Per il biennio 2025-26 sono previsti anche oltre 17 miliardi di spesa finanziata tramite sovvenzioni del RRF e ulteriori rilevanti importi finanziati tramite prestiti aggiuntivi. Il periodo 2025-2030 sconta ulteriori 17,5 miliardi di interventi finanziati dal Fondo complementare previsto dal DL 59/2021 e finalizzato a integrare con risorse nazionali gli interventi previsti nell'ambito del PNRR<sup>4</sup>. Come già ricordato in occasione dell'analisi del DEF, si tratta di impegni di complessa realizzazione ma certamente auspicabili.

Gran parte del miglioramento dei conti tendenziali rispetto al DEF viene utilizzata per fini espansivi con conseguente peggioramento del deficit. Tuttavia, dato l'elevato livello del debito pubblico, appare determinante mantenere gli aggregati di bilancio nel sentiero di rientro programmato. Va in particolare evidenziato che, per conseguire l'obiettivo di una diminuzione del rapporto tra debito e PIL nel 2030 allo stesso livello del 2019 (ovvero a circa il 134 per cento del prodotto) come dichiarato dal Governo, sarebbero necessarie, in media, riduzioni del rapporto di circa due punti di PIL per ogni anno a partire dal 2025. Si tratta di decrementi maggiori di quelli previsti nello scenario programmatico della NADEF per il 2023 e il 2024.

Per il raggiungimento di questi obiettivi si deve quindi immaginare una continuità nell'impostazione della politica di bilancio, al fine di mantenere la strategia sottostante la NADEF anche negli anni a venire, quando saranno necessari gli adeguati avanzi primari

---

<sup>4</sup> Nella NADEF viene indicato che il Piano nazionale complementare di 36,5 miliardi avrà effetti per 0,85 miliardi nel 2021, per 4,75 miliardi nel 2022, per 4 miliardi nel 2023 e per 3,5 miliardi nel 2024.

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

### 2.3 *L'evoluzione programmatica del debito*

Grazie all'evoluzione favorevole del quadro macroeconomico, la NADEF prevede un sensibile miglioramento del profilo programmatico del rapporto tra debito e PIL rispetto al DEF, con l'avvio di un percorso di riduzione già a partire dall'anno in corso. Alla fine dell'anno il debito dovrebbe attestarsi al 153,5 per cento del PIL, con una riduzione di oltre due punti percentuali rispetto al livello del 2020 (tab. 2.5). Nel 2022 la riduzione del rapporto dovrebbe risultare circa doppia (4,2 punti di PIL), mentre nel biennio successivo la flessione sarebbe meno marcata, di 1,8 punti percentuali di PIL nel 2023 e 1,5 nel 2024. Secondo questo profilo programmatico, nel 2024 lo *stock* di debito dovrebbe collocarsi appena al di sopra del 146 per cento del PIL, ovvero a metà circa della distanza tra il livello del 2020 (155,6 per cento) e quello pre-COVID (134,3 per cento). Nel documento viene ribadito l'impegno a tornare a quest'ultimo livello entro il 2030.

Nel DEF 2021 il rapporto tra debito e PIL era previsto in crescita di 4 punti entro la fine dell'anno (al 159,8 per cento), mentre nel 2022 sarebbe iniziato un percorso di discesa piuttosto graduale che lo avrebbe portato a raggiungere il 152,7 per cento nel 2024 (fig. 2.1). Circa tre quarti della differenza tra le previsioni per il 2021 riportate nei due documenti è da ricondurre alla maggiore crescita nominale del PIL (dal momento che il tasso di crescita nominale ipotizzato nel DEF era più basso di 2 punti percentuali), mentre la parte restante viene spiegata dal miglioramento tendenziale dei saldi di bilancio (da imputare, almeno in parte, agli effetti su entrate e spese della più favorevole dinamica del prodotto).

Rispetto al tendenziale, invece, il quadro programmatico della NADEF peggiora di 2,8 punti percentuali il valore stimato a fine periodo per il debito, che a legislazione vigente è previsto al 143,1 per cento del PIL. In base alle stime del Governo, quindi, gli effetti espansivi sul PIL associati alla manovra di finanza pubblica prevista per il triennio 2022-24 (di entità compresa tra 1,2 e 1,5 punti di PIL annui) compensano solo in parte la maggiore accumulazione di debito necessaria per finanziarla.

Scomponendo la dinamica del rapporto tra debito e PIL nelle sue diverse determinanti, si evidenzia un impatto sfavorevole del saldo primario su tutto l'orizzonte programmatico, per quasi 11 punti di PIL complessivi: un risultato che, nell'anno in corso (e, in misura minore, nel 2022) riflette principalmente l'operare degli stabilizzatori automatici e delle misure emergenziali adottate per rispondere all'emergenza sanitaria, mentre nell'ultimo triennio dipende principalmente dalle misure di rilancio dell'economia da attivare nell'ambito del PNRR, oltre che da quelle che saranno inserite nella prossima legge di bilancio (tab. 2.5).

L'impatto sfavorevole del saldo primario è più che compensato dal cosiddetto effetto *snow-ball* – legato al differenziale tra la spesa per interessi e il contributo del PIL nominale – con un contributo della crescita del PIL nominale che nel solo 2021 dovrebbe essere pari a 11 punti e nel triennio successivo superare complessivamente i 20. Inoltre, il rallentamento del tasso di crescita nominale previsto dal 2022 in poi sarebbe in parte compensato da una progressiva riduzione dell'incidenza della spesa per interessi (dal 3,5 per cento del PIL registrato nel 2020 al 2,5 atteso per il 2024), che porterebbe il costo medio del debito al di sotto del 2 per cento nell'ultimo biennio considerato. Di conseguenza, anche con una dinamica dei prezzi significativamente inferiore rispetto all'obiettivo di politica monetaria, una crescita reale del PIL inferiore all'1 per cento annuo risulterebbe sufficiente a mantenere in territorio positivo il differenziale tra crescita nominale e costo medio del debito. Tali considerazioni si basano sulle ipotesi di evoluzione della curva dei tassi d'interesse utilizzate nell'elaborazione del quadro programmatico proposto dal Governo, che – essendo basate sull'attuale struttura dei tassi a termine – vedono aumentare piuttosto gradualmente i rendimenti fino al 2024, soprattutto sul tratto a lungo termine della curva.

Nel quadriennio 2021-24 l'aggiustamento *stock-flussi* darebbe nel suo complesso un contributo sostanzialmente nullo, influenzando in riduzione del debito nel primo biennio e in aumento nel successivo, per importi annuali medi nell'ordine di mezzo punto di PIL.

La NADEF non riporta informazioni sufficienti per distinguere in termini quantitativi gli elementi alla base di tale dinamica. Tra i fattori in grado di contribuire all'impatto favorevole previsto per l'anno in corso dovrebbe essere compreso l'incasso in agosto della quota di anticipo delle sovvenzioni RRF (pari al 13 per cento dei 68,9 miliardi attualmente previsti per l'Italia, quindi 9 miliardi circa).

Per il 2022 potrebbe essere la riduzione delle disponibilità liquide del MEF a guidare la dinamica dell'aggiustamento *stock-flussi*. La NADEF riporta un generico riferimento a un processo di "progressiva riduzione" di tale voce negli anni successivi al 2021. È importante notare infatti che nei primi sette mesi del 2021 il ritmo delle emissioni di titoli si è mantenuto su livelli piuttosto elevati, per un valore netto di oltre 133 miliardi: sebbene tali importi rispondano alla necessità di finanziare flussi di indebitamento sostenuti a causa dell'emergenza COVID, essi si associano a valori tendenzialmente crescenti delle disponibilità liquide. Ad agosto di quest'anno la liquidità del Tesoro ammontava infatti a oltre 139 miliardi. È naturale, quindi, prevedere un percorso di graduale riduzione di tali disponibilità già a partire dai prossimi mesi e che interesserà anche i prossimi anni.

Per quanto riguarda gli impatti negativi nel 2023-24, invece, essi dovrebbero originare da particolari misure varate nel corso dell'emergenza (ad esempio, dall'operatività di Patrimonio Destinato e dall'escussione di garanzie) e, in proporzione minore, da disallineamenti cassa-competenza dovuti all'implementazione del PNRR (incluso il "riassorbimento" delle anticipazioni già incassate, ovvero rimborsi dalla UE di impieghi RRF inferiori rispetto al valore degli impieghi stessi inclusi nel conto della PA).

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

Tra gennaio e luglio del 2021, gli acquisti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema sul mercato secondario sono continuati a un ritmo sostenuto, sebbene ridotto rispetto al 2020. Se si sommano i vari interventi, l'Eurosistema ha acquistato circa 658 miliardi di controvalore di titoli pubblici e privati per tutta l'area dell'euro: in particolare, 143 miliardi nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* (APP) e 515 miliardi nell'ambito del *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). A questi, si aggiungono gli acquisti derivanti dal reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza dei programmi APP e PEPP nel portafoglio dell'Eurosistema. Per quanto riguarda i titoli di Stato italiani, sono stati acquistati complessivamente circa 98 miliardi di titoli nel mercato secondario, di cui 16 miliardi sotto il programma APP e 82 miliardi stimati sotto il PEPP.

Per l'anno in corso, si stima che il totale degli acquisti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema per tutta l'area dell'euro sia pari a circa 1.060 miliardi, di cui 240 miliardi nell'ambito dell'APP (a un ritmo mensile di 20 miliardi) e circa 820 miliardi per il PEPP (ipotizzando un ritmo medio mensile di 68 miliardi).

Per il 2022, si stima che il totale degli acquisti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema per tutta l'area dell'euro sia pari a circa 513 miliardi, di cui 240 miliardi nell'ambito dell'APP (proseguendo a un ritmo mensile di 20 miliardi) e 273 miliardi per il PEPP (ipotizzando l'esaurimento del programma con l'acquisto dei titoli necessari a raggiungere la soglia dei 1.850 miliardi stabiliti).

Nella riunione del 9 settembre 2021 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha confermato il proseguimento degli acquisti nell'ambito del PEPP con una dotazione finanziaria totale pari a 1.850 miliardi, almeno sino alla fine di marzo 2022 e, in ogni caso, finché non si riterrà conclusa la fase critica legata al COVID-19. Inoltre, il Consiglio direttivo si attende che le condizioni di finanziamento favorevoli possano essere mantenute con un ritmo di acquisti moderatamente ridotto rispetto ai precedenti sei mesi.

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

Per il 2021 le emissioni lorde dei titoli di Stato sono stimate in 517 miliardi, un ammontare inferiore a quello del 2020 (tab. 2.6). Tale stima deriva da una previsione di copertura del fabbisogno del settore statale pari a 158 miliardi<sup>5</sup> e dell'ammontare dei titoli in scadenza stimato in 380 miliardi, al netto dei prestiti del programma SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) per un importo pari a circa 11 miliardi e dei prestiti del RRF per circa 16 miliardi<sup>6</sup>.

Per il 2022 le emissioni lorde dei titoli di Stato sono stimate in 462 miliardi, un ammontare significativamente inferiore a quello del 2021. Tale stima deriva da una previsione di copertura del fabbisogno del settore statale pari a 100 miliardi<sup>7</sup> e dell'ammontare dei titoli in scadenza stimato in 390 miliardi, al netto dei prestiti del RRF per circa 23 miliardi<sup>8</sup>.

Per quanto riguarda gli acquisti dell'Eurosistema, si ipotizza, sulla base dei dati pubblicati a consuntivo relativi agli acquisti effettuati dall'inizio dell'emergenza da COVID-19, che in media l'80 per cento del totale dei programmi sia destinato ai titoli pubblici emessi dai paesi dell'area dell'euro. Poiché nel 2020, gli acquisti cumulati dei titoli di Stato italiani hanno registrato uno scostamento rispetto alla *capital key* (la quota dell'Italia sul capitale della BCE) e sono risultati pari al 19 per cento del totale degli acquisti dei titoli governativi, si ipotizza che gli acquisti di tali titoli siano condotti per il 2021 mantenendo la quota osservata nella prima parte dell'anno, mentre per il 2022 in modo tale da rispettare complessivamente nel triennio 2020-22 la *capital key* italiana, che è pari a circa il 17 per cento.

Per la stima del reinvestimento delle scadenze, si applica la *capital key* italiana al dato aggregato pubblicato dalla BCE relativo alle scadenze totali dei titoli pubblici dell'APP, cui si aggiunge una stima del reinvestimento delle scadenze del PEPP sulla base di alcune ipotesi elaborate a partire dalle informazioni pubblicate riguardanti lo *stock* e la vita media dei titoli in portafoglio.

Con queste ipotesi, per il 2021 gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario sono stimati in circa 190 miliardi (di cui 42 miliardi di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza), ovvero il 37 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario (tab. 2.6).

In questo scenario, le emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario ammonterebbero a 327 miliardi, un ammontare superiore di 8 miliardi rispetto a quello dello scorso anno, nonostante le emissioni lorde sul mercato primario si riducano di 11 miliardi nello stesso periodo.

---

<sup>5</sup> Pari all'8,9 per cento del PIL 2021, come indicato nella NADEF 2021 a pag. 74.

<sup>6</sup> Pari allo 0,9 per cento del PIL 2021, come indicato nella NADEF 2021 a pag. 65.

<sup>7</sup> Pari al 5,3 per cento del PIL 2022, come indicato nella NADEF 2021 a pag. 74.

<sup>8</sup> Pari all'1,2 per cento del PIL 2022, come indicato nella NADEF 2021 a pag. 65.

La stima delle emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario sarebbe leggermente negativa per il 2021 e pari a circa -2 miliardi mentre lo scorso anno tale stima era risultata negativa per -14 miliardi (tab. 2.7).

Per il 2022 gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario sono stimati in circa 93 miliardi (di cui 48 miliardi di reinvestimento dei titoli in scadenza), ovvero il 20 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario.

Le emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario nel 2022 ammonterebbero a 370 miliardi, un ammontare superiore di 41 miliardi rispetto al 2021, nonostante le emissioni lorde sul mercato primario si riducano di 54 miliardi nello stesso periodo. La stima delle emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario tornerebbe positiva nel 2022 e sarebbe pari a circa 37 miliardi.

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

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

Per stimare lo *stock* di debito detenuto dalla Banca d'Italia nel 2021 e 2022, si sommano gli acquisti netti di titoli di Stato nel mercato secondario stimati per il 2021 e 2022 (tab. 2.7) allo *stock* di debito detenuto dalla Banca d'Italia a fine 2020. Si utilizza inoltre l'ipotesi semplificatrice che tutti gli acquisti di titoli di Stato nel 2021 e 2022 da parte dell'Eurosistema siano effettuati dalla Banca d'Italia.

### *2.3.2 Sensitività del rapporto tra il debito e il PIL alle ipotesi macroeconomiche*

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

Lo scenario di partenza della nostra analisi ("scenario NADEF") è rappresentato dall'evoluzione programmatica del rapporto tra il debito e il PIL delineato dalla NADEF per il periodo 2021-24. Lo scenario alternativo ("scenario UPB") è invece basato sulle previsioni di crescita del PIL reale e del deflatore del PIL elaborate dall'UPB per il medesimo periodo.

Nello scenario UPB, il rapporto tra saldo primario e PIL viene calcolato sulla base di una sua elasticità rispetto al differenziale di crescita reale tra lo scenario UPB e lo scenario NADEF pari a

0,544, in linea con le stime aggiornate dalla Commissione europea nel 2019<sup>9</sup>. Al differenziale di inflazione tra i due scenari viene applicata un'elasticità del saldo primario pari a 0,15<sup>10</sup>. Viene inoltre ipotizzato che il differenziale della crescita dei prezzi si trasli parzialmente sui tassi di interesse fissi nominali e si tiene conto dell'impatto di tale differenziale sulla spesa per interessi relativa ai titoli indicizzati all'inflazione<sup>11</sup>.

Il quadro macroeconomico UPB prevede tassi di crescita reali più contenuti su tutto l'orizzonte di programmazione rispetto allo scenario della NADEF (con una differenza di due decimi di punto sul 2021 che cresce fino a 4 decimi nel 2023, per ridursi a un decimo nell'ultimo anno di previsione), mentre il deflatore del PIL avrebbe una dinamica più sostenuta nel primo biennio (rispettivamente, di due e un decimo di punto) e risulterebbe complessivamente simile nei due anni successivi.

A partire da questo scenario macroeconomico, le ipotesi di simulazione descritte precedentemente implicano una traiettoria del rapporto tra debito e PIL meno favorevole rispetto a quella prevista dal Governo. Anche nello scenario UPB il debito inizierebbe a ridursi in rapporto al PIL già dal 2021, sebbene in misura minore (portandosi al 154,3 per cento), e scenderebbe di ulteriori 3,5 punti nell'anno successivo (al 150,7 per cento del PIL, collocandosi 1,3 punti più in alto rispetto al profilo programmatico della NADEF). Dal 2023, nello scenario UPB il sentiero di discesa del debito si appiattirebbe in misura rilevante: nel biennio si avrebbe una riduzione complessiva di 1,5 punti di PIL. Nel 2024 il debito risulterebbe quindi pari al 149,3 per cento del PIL, 3,2 punti percentuali superiore al rapporto atteso nella NADEF (fig. 2.2).

Tale differenziale è spiegato per quasi due terzi dal minore contributo favorevole della crescita nominale del prodotto sul rapporto ("effetto *snow-ball*" meno positivo), mentre la parte restante dipenderebbe dagli effetti della minore crescita sul saldo primario (compensati solo in misura trascurabile dalla riduzione dei tassi d'interesse indotta da una crescita del deflatore del PIL leggermente inferiore rispetto a quanto previsto nella NADEF).

Per tenere conto dell'incertezza nelle previsioni, sono state effettuate delle simulazioni stocastiche, vale a dire simulazioni dove le variabili macroeconomiche che influenzano la dinamica del rapporto tra il debito e il PIL (tasso di crescita del PIL reale, tasso di crescita del deflatore del PIL, tasso di interesse a breve e differenziale tra i tassi di interesse a breve e a lungo termine) vengono sottoposte a *shock* temporanei, sulla base della loro

---

<sup>9</sup> 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*.

<sup>10</sup> L'impatto di variazioni del tasso d'inflazione sul saldo primario è stato stimato a partire da Attinasi et al. (2016) "The effect of low inflation on public finances", Chapter 10 in S. Momigliano (Ed.), "Beyond the austerity dispute: New priorities for fiscal policy", Banca d'Italia, apportando alcune modifiche specifiche che tengono conto dell'evoluzione della normativa italiana in materia di indicizzazione di alcune importanti voci di spesa negli anni successivi a quelli presi in considerazione nel lavoro.

<sup>11</sup> Si veda anche Ufficio parlamentare di bilancio (2016), "Rapporto sulla politica di bilancio 2017", Appendice 3.3. Si noti che recentemente è stata migliorata la metodologia di stima della spesa per interessi negli scenari alternativi, rivedendo la ripartizione del debito nelle sue diverse componenti (i titoli indicizzati all'inflazione sono stati spostati dalla componente a breve termine a quella a lungo termine non in scadenza) e introducendo un legame tra il rendimento dei titoli indicizzati e il differenziale d'inflazione tra *baseline* e scenario alternativo.

variabilità e correlazione storica, al fine di ottenere un gran numero di scenari nell'orizzonte di previsione della NADEF e determinarne intervalli di probabilità. In particolare, vengono stimate 5.000 possibili traiettorie del rapporto tra il debito e il PIL prendendo come riferimento l'evoluzione del rapporto coerente con le previsioni macroeconomiche (crescita del PIL reale e del deflatore del PIL) elaborate dall'UPB, così come descritto nella prima parte di questo paragrafo.

Date queste ipotesi, tale procedura permette la costruzione di un ventaglio probabilistico del rapporto tra debito e PIL (fig. 2.3). La distribuzione ottenuta vede il rapporto dello scenario programmatico della NADEF collocarsi su valori prossimi al quarantesimo percentile della distribuzione lungo l'orizzonte temporale della previsione: ciò vuol dire che circa il 60 per cento degli scenari generati prevedrebbero una evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL su livelli più alti rispetto a quanto stimato nella NADEF. Questo significa che vi è un rischio relativamente elevato che, per tutto il periodo 2021-24, l'evoluzione del rapporto sia meno favorevole di quanto atteso nello scenario programmatico della NADEF.

Da queste simulazioni stocastiche si può anche desumere la probabilità di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente<sup>12</sup> (fig. 2.4). In particolare, tale probabilità è pari al 68 per cento nel 2021, cresce a un valore molto elevato, 96 per cento, nel 2022, mentre negli anni successivi diminuisce fino a toccare il 60 per cento nel 2024. Pertanto, l'analisi suggerisce che vi è circa una possibilità su tre che il rapporto tra il debito e il PIL possa ricominciare a crescere alla fine dell'orizzonte di previsione.

---

<sup>12</sup> Per ogni anno del periodo di analisi, si osserva il numero di simulazioni dove il rapporto del debito sul PIL si riduce rispetto all'anno precedente e si rapporta tale numero al totale delle simulazioni effettuate.

**Tab. 1.1** – Le ipotesi internazionali nel DEF 2021 e nella NADEF 2021

	2021		2022		2023		2024	
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF
Commercio mondiale ( <i>variazioni %</i> )	8,5	10,4	6,7	8,6	4,2	5,2	3,9	4,2
Prezzo in \$ del petrolio	61,4	67,9	58,0	66,0	55,8	62,9	54,6	60,7
Variazioni %	47,3	62,8	-5,6	-2,8	-3,8	-4,7	-2,1	-3,6
Tasso di cambio \$/€	1,21	1,19	1,21	1,17	1,21	1,17	1,21	1,17
Variazioni %	6,2	4,7	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Prezzo in € del petrolio	50,7	56,8	47,8	56,2	46,0	53,6	45,0	51,6
Variazioni %	38,7	55,6	-5,6	-1,1	-3,8	-4,7	-2,1	-3,6

Fonte: elaborazione su dati del DEF e della NADEF per il 2021.

**Tab. 1.2** – Sintesi del quadro tendenziale della NADEF 2021 e programmatico del DEF 2021

	2021		2022		2023		2024	
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF
PIL	4,5	6,0	4,8	4,2	2,6	2,6	1,8	1,9
Contributi alla crescita del PIL								
Esportazioni nette	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1
Scorte	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	4,5	5,9	4,8	4,0	2,4	2,4	1,7	2,0
Deflatore PIL	1,1	1,5	1,3	1,6	1,4	1,4	1,4	1,5
PIL nominale	5,6	7,6	6,2	5,8	4,0	4,1	3,2	3,4

Fonte: DEF 2021 e NADEF 2021.

**Tab. 1.3** – Sintesi del quadro tendenziale e programmatico della NADEF 2021

	2021		2022		2023		2024	
	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.
PIL	6,0	6,0	4,7	4,2	2,8	2,6	1,9	1,9
Contributi alla crescita del PIL								
Esportazioni nette	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1
Scorte	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	5,9	5,9	4,6	4,0	2,7	2,4	2,0	2,0
Deflatore PIL	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,4	1,7	1,5
PIL nominale	7,6	7,6	6,4	5,8	4,3	4,1	3,6	3,4

Fonte: NADEF 2021.

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

		PIL			
		2021	2022	2023	2024
CER <sup>(1)</sup>	29-set	5,9	4,6	2,7	2,0
Prometeia <sup>(1)</sup>	24-set	6,0	3,8	2,8	2,0
Oxford Economics <sup>(1)</sup>	23-set	6,2	4,6	2,1	0,8
Consensus Economics <sup>(1)</sup>	17-set	5,7	4,2	2,2	
Ocse	06-set	5,9	4,1		
Fondo monetario internazionale	27-lug	4,9	4,2		
Banca d'Italia <sup>(1)</sup>	16-lug	5,1	4,4	2,3	
REF Ricerche <sup>(1)</sup>	13-lug	5,0	3,7	2,0	
Commissione europea	07-lug	5,0	4,2		
Istat	04-giu	4,7	4,4		

(1) Dato del PIL corretto per i giorni lavorativi

**Tab. 2.1** – Impatto del RRF sulle previsioni – Sovvenzioni  
(in percentuale del PIL)

		2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Entrate da sovvenzioni RRF</b>							
Sovvenzioni RRF incluse nelle previsioni di entrata	NADEF	0,3	0,7	1,0	0,7	n.d.	n.d.
	DEF	0,6	0,9	1,4	0,5	0,2	0,0
<b>Spese finanziate da sovvenzioni RRF</b>							
Totale spese correnti	NADEF	0,1	0,2	0,2	0,1	n.d.	n.d.
	DEF	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0
Investimenti fissi lordi	NADEF	0,1	0,2	0,3	0,3	n.d.	n.d.
	DEF	0,4	0,5	0,8	0,2	0,1	0,0
Trasferimenti in c/capitale	NADEF	0,1	0,3	0,3	0,2	n.d.	n.d.
	DEF	0,1	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0
<b>Altri costi finanziati dalle sovvenzioni RRF</b>							
Riduzione delle entrate fiscali	NADEF	0,0	0,1	0,2	0,2	n.d.	n.d.
	DEF	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1

Fonte: DEF e NADEF per il 2021.

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

	Milioni di euro					Valori in % del PIL					Tassi di crescita			
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
<b>SPESE</b>														
Redditi da lavoro dipendente	173.767	179.401	188.787	183.289	183.843	10,5	10,1	10,0	9,4	9,1	3,2	5,2	-2,9	0,3
Consumi intermedi	150.881	161.930	153.614	154.048	153.753	9,1	9,1	8,2	7,9	7,6	7,3	-5,1	0,3	-0,2
Prestazioni sociali di cui:	399.171	403.970	403.750	410.400	418.970	24,1	22,7	21,4	20,9	20,7	1,2	-0,1	1,6	2,1
Pensioni	281.451	287.640	296.240	304.730	312.420	17,0	16,2	15,7	15,5	15,4	2,2	3,0	2,9	2,5
Altre prestazioni sociali	117.720	116.330	107.510	105.670	106.550	7,1	6,5	5,7	5,4	5,3	-1,2	-7,6	-1,7	0,8
Altre spese correnti	74.657	87.645	80.831	79.673	79.362	4,5	4,9	4,3	4,1	3,9	17,4	-7,8	-1,4	-0,4
<b>Totale spese correnti al netto interessi</b>	<b>798.476</b>	<b>832.946</b>	<b>826.981</b>	<b>827.410</b>	<b>835.927</b>	<b>48,3</b>	<b>46,8</b>	<b>43,9</b>	<b>42,2</b>	<b>41,3</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>
Interessi passivi	57.252	60.480	55.282	52.449	50.445	3,5	3,4	2,9	2,7	2,5	5,6	-8,6	-5,1	-3,8
<b>Totale spese correnti di cui:</b>	<b>855.728</b>	<b>893.425</b>	<b>882.263</b>	<b>879.858</b>	<b>886.373</b>	<b>51,7</b>	<b>50,2</b>	<b>46,8</b>	<b>44,9</b>	<b>43,8</b>	<b>4,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>
Spesa sanitaria	123.474	129.449	125.708	123.554	124.428	7,5	7,3	6,7	6,3	6,1	4,8	-2,9	-1,7	0,7
<b>Totale spese in conto capitale</b>	<b>88.758</b>	<b>107.333</b>	<b>93.577</b>	<b>94.895</b>	<b>94.937</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>20,9</b>	<b>-12,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>
Investimenti fissi lordi	42.595	51.000	59.000	65.185	69.654	2,6	2,9	3,1	3,3	3,4	19,7	15,7	10,5	6,9
Contributi in c/capitale	17.617	26.665	26.976	24.548	20.645	1,1	1,5	1,4	1,3	1,0	51,4	1,2	-9,0	-15,9
Altri trasferimenti	28.546	31.668	7.601	5.162	4.637	1,7	1,8	0,4	0,3	0,2	10,9	-76,0	-32,1	-10,2
<b>Totale spese finali al netto di interessi</b>	<b>887.234</b>	<b>940.278</b>	<b>920.558</b>	<b>922.305</b>	<b>930.864</b>	<b>53,7</b>	<b>52,8</b>	<b>48,9</b>	<b>47,1</b>	<b>46,0</b>	<b>6,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>
<b>Totale spese finali</b>	<b>944.486</b>	<b>1.000.758</b>	<b>975.840</b>	<b>974.754</b>	<b>981.309</b>	<b>57,1</b>	<b>56,2</b>	<b>51,8</b>	<b>49,7</b>	<b>48,4</b>	<b>6,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>
<b>ENTRATE</b>														
Totale entrate tributarie	479.482	513.565	538.835	557.172	572.296	29,0	28,9	28,6	28,4	28,3	7,1	4,9	3,4	2,7
Imposte dirette	250.977	260.662	265.761	275.067	281.949	15,2	14,6	14,1	14,0	13,9	3,9	2,0	3,5	2,5
Imposte indirette	227.546	251.419	271.558	280.568	288.795	13,8	14,1	14,4	14,3	14,3	10,5	8,0	3,3	2,9
Imposte in c/capitale	959	1.484	1.516	1.537	1.552	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	54,7	2,2	1,4	1,0
Contributi sociali	228.641	232.806	252.324	260.360	269.055	13,8	13,1	13,4	13,3	13,3	1,8	8,4	3,2	3,3
Contributi effettivi	224.262	228.326	247.786	255.767	264.405	13,6	12,8	13,2	13,1	13,1	1,8	8,5	3,2	3,4
Contributi figurativi	4.379	4.480	4.538	4.593	4.650	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	2,3	1,3	1,2	1,2
Altre entrate correnti	74.747	78.194	84.234	83.485	81.296	4,5	4,4	4,5	4,3	4,0	4,6	7,7	-0,9	-2,6
<b>Totale entrate correnti</b>	<b>781.911</b>	<b>823.082</b>	<b>873.877</b>	<b>899.480</b>	<b>921.095</b>	<b>47,3</b>	<b>46,3</b>	<b>46,4</b>	<b>45,9</b>	<b>45,5</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>
Entrate in c/capitale non tributarie	3.175	8.428	17.566	26.247	16.530	0,2	0,5	0,9	1,3	0,8	165,4	108,4	49,4	-37,0
<b>Totale entrate finali</b>	<b>786.045</b>	<b>832.994</b>	<b>892.959</b>	<b>927.265</b>	<b>939.178</b>	<b>47,5</b>	<b>46,8</b>	<b>47,4</b>	<b>47,3</b>	<b>46,4</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>	<b>3,8</b>	<b>1,3</b>
<i>p.m. Pressione fiscale</i>						42,8	41,9	42,0	41,7	41,5				
<b>SALDI</b>														
Saldo primario	-101.189	-107.284	-27.599	4.960	8.314	-6,1	-6,0	-1,5	0,3	0,4				
Saldo di parte corrente	-73.817	-70.343	-8.385	19.622	34.723	-4,5	-4,0	-0,4	1,0	1,7				
Indebitamento netto	-158.441	-167.764	-82.880	-47.489	-42.132	-9,6	-9,4	-4,4	-2,4	-2,1				

Fonte: NADEF 2021

**Tab. 2.3** – Conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche: differenze tra previsioni NADEF 2021 e DEF tendenziale 2021 (milioni di euro)

	2020 <sup>(1)</sup>	2021	2022	2023	2024
<b>SPESE</b>					
Redditi da lavoro dipendente	411	2.064	1.595	-2.905	129
Consumi intermedi	81	3.958	1.336	-896	-374
Prestazioni sociali di cui:	-241	1.570	1.770	1.460	1.550
Pensioni	-223	-420	670	1.820	1.830
Altre prestazioni sociali	-18	1.990	1.100	-360	-280
Altre spese correnti	-411	451	-1.889	-3.576	-4.071
<b>Totale spese correnti al netto interessi</b>	<b>-160</b>	<b>8.042</b>	<b>2.811</b>	<b>-5.917</b>	<b>-2.768</b>
Interessi passivi	-57	2.905	541	-1.053	-1.529
<b>Totale spese correnti di cui:</b>	<b>-217</b>	<b>10.946</b>	<b>3.353</b>	<b>-6.971</b>	<b>-4.295</b>
Spesa sanitaria	0	2.311	2.086	-2.677	18
<b>Totale spese in conto capitale</b>	<b>-1.516</b>	<b>1.095</b>	<b>1.442</b>	<b>2.133</b>	<b>8.110</b>
Investimenti fissi lordi	-1.599	-4.663	10	-1.216	6.066
Contributi in c/capitale	34	-612	532	1.608	703
Altri trasferimenti	49	8.369	900	1.740	1.340
<b>Totale spese finali al netto di interessi</b>	<b>-1.676</b>	<b>9.135</b>	<b>4.254</b>	<b>-3.785</b>	<b>5.343</b>
<b>Totale spese finali</b>	<b>-1.733</b>	<b>12.040</b>	<b>4.795</b>	<b>-4.838</b>	<b>3.814</b>
<b>ENTRATE</b>					
Totale entrate tributarie	-2.930	10.154	13.917	13.017	12.981
Imposte dirette	-1.588	6.556	5.558	3.930	2.864
Imposte indirette	-1.344	3.419	8.167	8.885	9.910
Imposte in c/capitale	2	179	192	202	207
Contributi sociali	-2	5.183	8.090	8.315	10.353
Contributi effettivi	0	5.183	8.090	8.315	10.353
Contributi figurativi	-2	0	0	0	0
Altre entrate correnti	-496	-855	2.606	3.216	1.712
<b>Totale entrate correnti</b>	<b>-3.430</b>	<b>14.304</b>	<b>24.422</b>	<b>24.346</b>	<b>24.840</b>
Entrate in c/capitale non tributarie	114	-5.065	-2.746	-7.331	3.729
<b>Totale entrate finali</b>	<b>-3.314</b>	<b>9.419</b>	<b>21.868</b>	<b>17.218</b>	<b>28.777</b>
<i>p.m. Pressione fiscale</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>
<b>SALDI</b>					
<b>Saldo primario</b>	<b>-1.638</b>	<b>283</b>	<b>17.615</b>	<b>21.002</b>	<b>23.435</b>
<i>in % di PIL</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>1,0</i>	<i>1,1</i>	<i>1,2</i>
<b>Saldo di parte corrente</b>	<b>-3.213</b>	<b>3.359</b>	<b>21.070</b>	<b>31.317</b>	<b>29.136</b>
<i>in % di PIL</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,6</i>	<i>1,4</i>
<b>Indebitamento netto</b>	<b>-1.581</b>	<b>-2.621</b>	<b>17.074</b>	<b>22.055</b>	<b>24.963</b>
<i>in % di PIL</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>1,0</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>
PIL nominale tendenziale	1.982	41.189	47.599	55.024	60.124

Fonte: DEF e NADEF per il 2021.

(1) Le differenze relative all'anno 2020 sono dovute alla revisione dell'Istat effettuata il 22 settembre 2021.

**Tab. 2.4** – Indicatori di finanza pubblica (1)  
(in percentuale del PIL; segno + = miglioramento del saldo)

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

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2021.

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

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Rapporto debito/PIL	134,3	155,6	153,5	149,4	147,6	146,1
Variazione rapporto debito/PIL	-0,1	21,4	-2,1	-4,2	-1,8	-1,5
<b>Avanzo primario <sup>(2)</sup> (competenza economica)</b>	-1,8	6,1	6,0	2,7	1,2	0,8
<b>Effetto snow-ball <sup>(3)</sup>, di cui:</b>	1,6	14,9	-7,6	-6,2	-3,5	-2,6
<i>Spesa per interessi/PIL nominale</i>	3,4	3,5	3,4	2,9	2,7	2,5
<i>Contributo crescita PIL nominale</i>	-1,7	11,5	-11,0	-9,2	-6,2	-5,1
<i>p.m. : Costo medio del debito</i>	2,5	2,4	2,3	2,0	1,9	1,7
<i>p.m. : Indebitamento netto</i>	-1,5	-9,6	-9,4	-5,6	-3,9	-3,3
<b>Aggiustamento stock-flussi</b>	0,1	0,3	-0,5	-0,6	0,6	0,3

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2021.

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

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

	2020	2021	2022
Fabbisogno del settore statale (a)	159	158	100
Rimborsi titoli di Stato (b)	376	380	390
Variazione conto disponibilità del Tesoro (c)	10	5	-5
Prestiti UE: SURE (d)	17	11	0
Prestiti UE: RRF (e)	0	16	23
<b>Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario (f) = (a) + (b) + (c) - (d) - (e)</b>	<b>528</b>	<b>517</b>	<b>462</b>
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (g)	175	148	45
Reinvestimento scadenze nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (h)	34	42	48
<b>Acquisti lordi titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (i) = (g) + (h)</b>	<b>209</b>	<b>190</b>	<b>93</b>
<b>Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario al netto dei programmi APP e PEPP (l) = (f) - (i)</b>	<b>319</b>	<b>327</b>	<b>370</b>

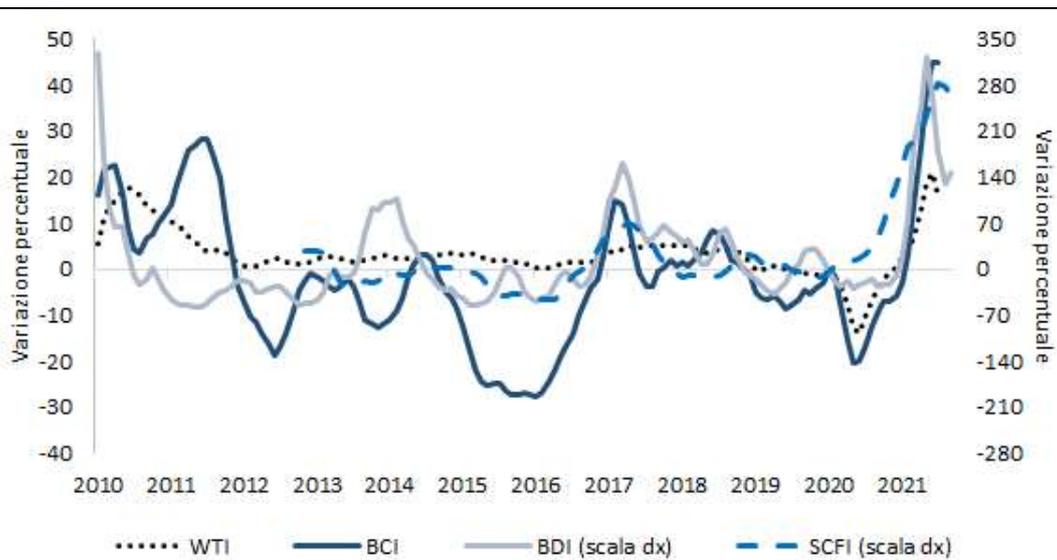
Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2021, BCE, Banca d'Italia e MEF.

**Tab. 2.7** – Emissioni nette di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema

	2020	2021	2022
Fabbisogno del settore statale (a)	159	158	100
Variazione conto disponibilità del Tesoro (b)	10	5	-5
Prestiti UE: SURE (c)	17	11	0
Prestiti UE: RRF (d)	0	16	23
<b>Emissioni nette titoli di Stato (e) = (a) + (b) - (c) - (d)</b>	<b>152</b>	<b>137</b>	<b>73</b>
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (f)	175	148	45
Scadenze titoli di Stato del SMP (g)	-9	-9	-9
<b>Acquisti netti titoli di Stato nel mercato secondario (h) = (f) + (g)</b>	<b>166</b>	<b>139</b>	<b>36</b>
<b>Emissioni nette titoli di Stato al netto acquisti dei programmi APP e PEPP e scadenze SMP (i) = (e) - (h)</b>	<b>-14</b>	<b>-2</b>	<b>37</b>

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2021, BCE, Banca d'Italia e MEF.

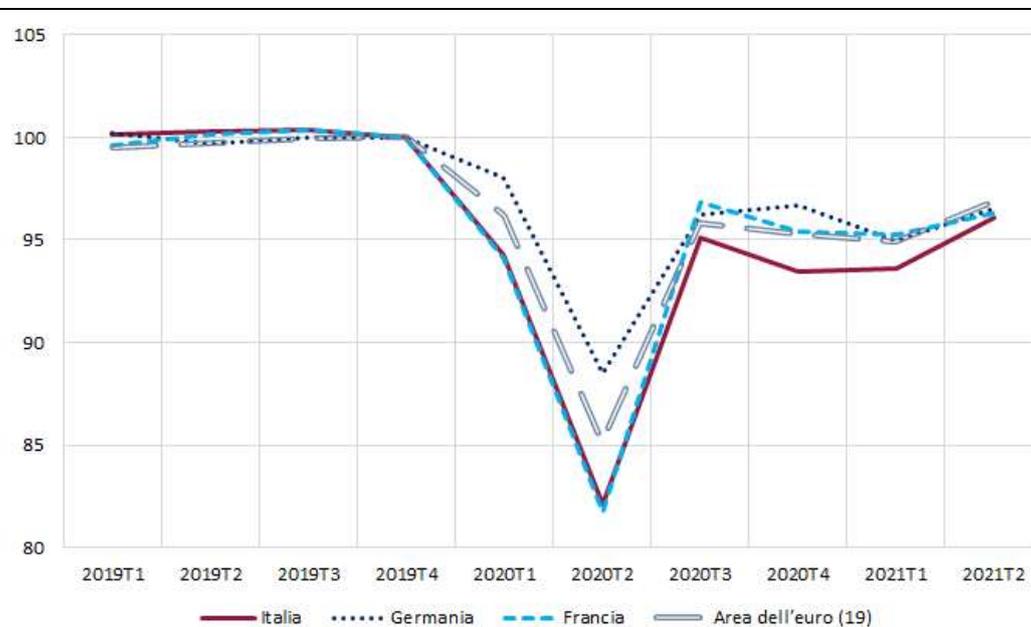
**Fig. 1.1** – Indicatori del commercio internazionale (1)  
(variazione tendenziale della media mobile a 3 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati CPB e Refinitiv.

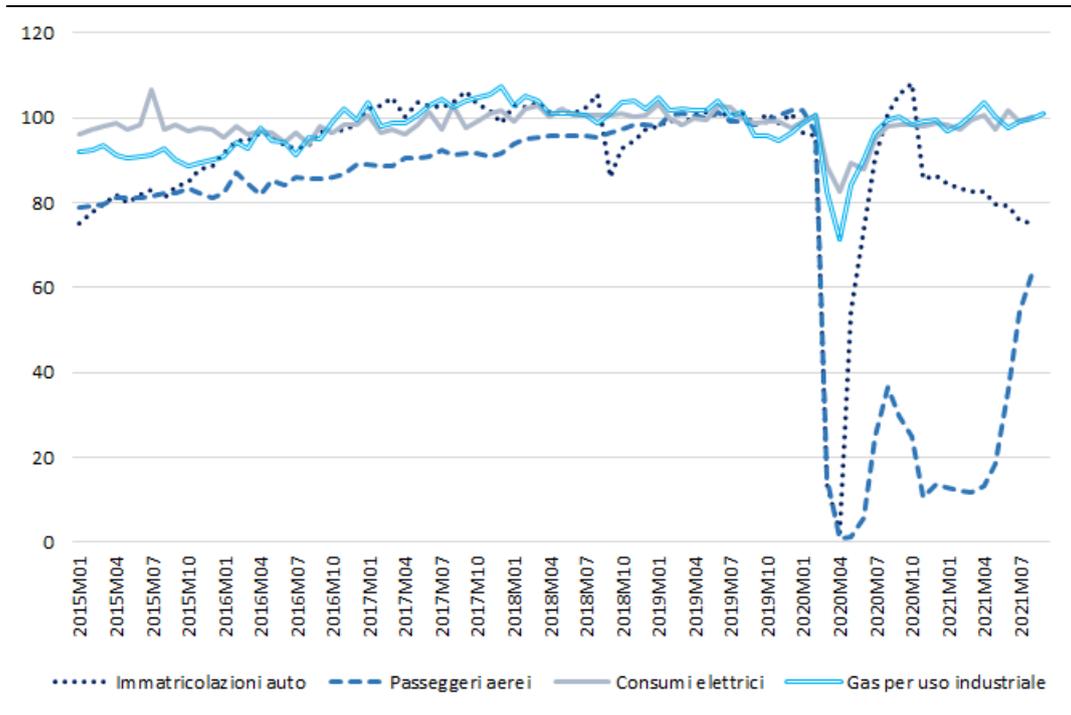
(1) WTI - World Trade Index; BCI - Bloomberg Commodities Index; BDI - Baltic Dry Index; SCFI - Shanghai Containerized Freight Index

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



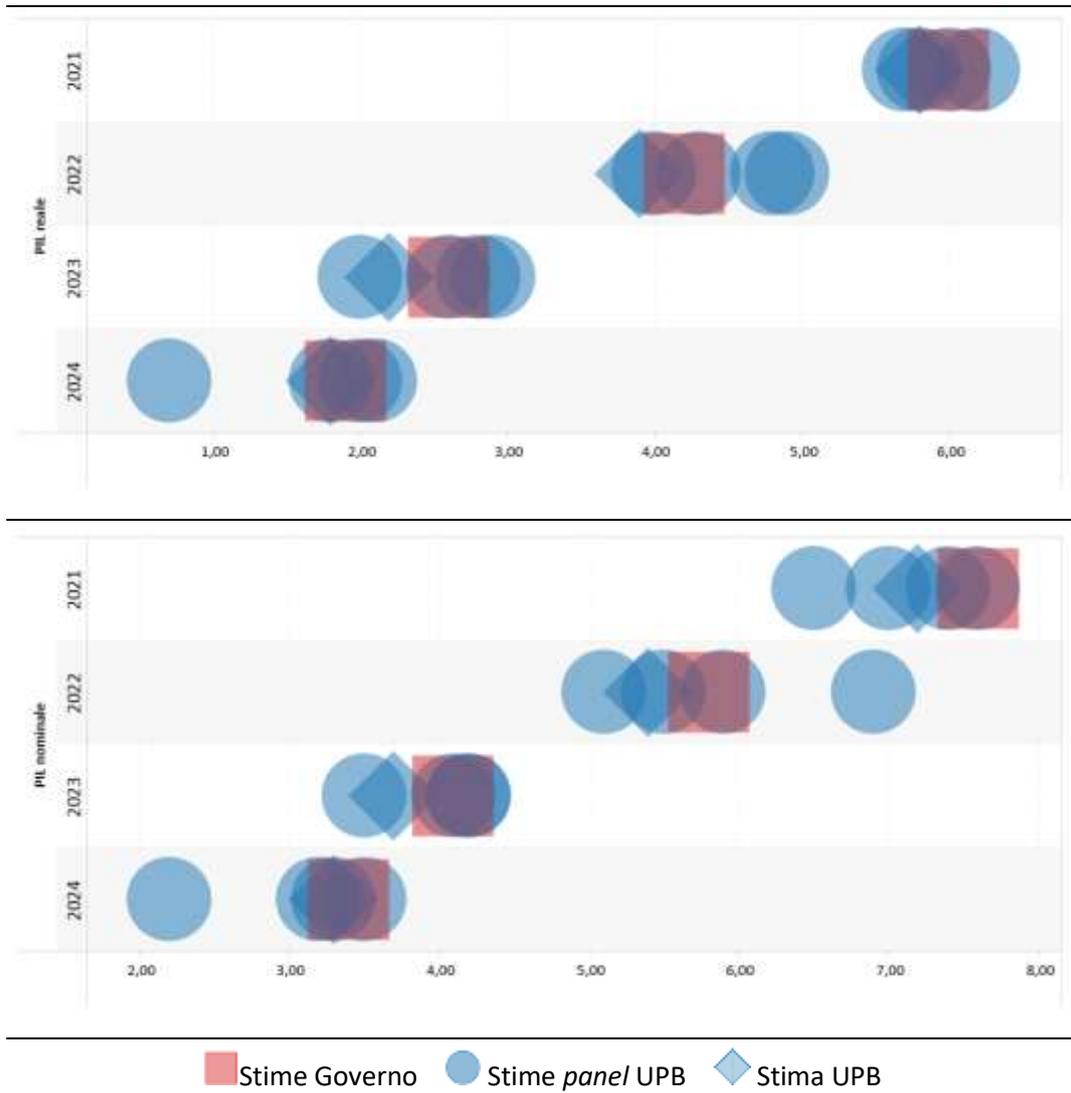
Fonte: Istat, Eurostat.

**Fig. 1.3** – Indicatori tempestivi dell'attività economica  
(numeri indice 2019=100)

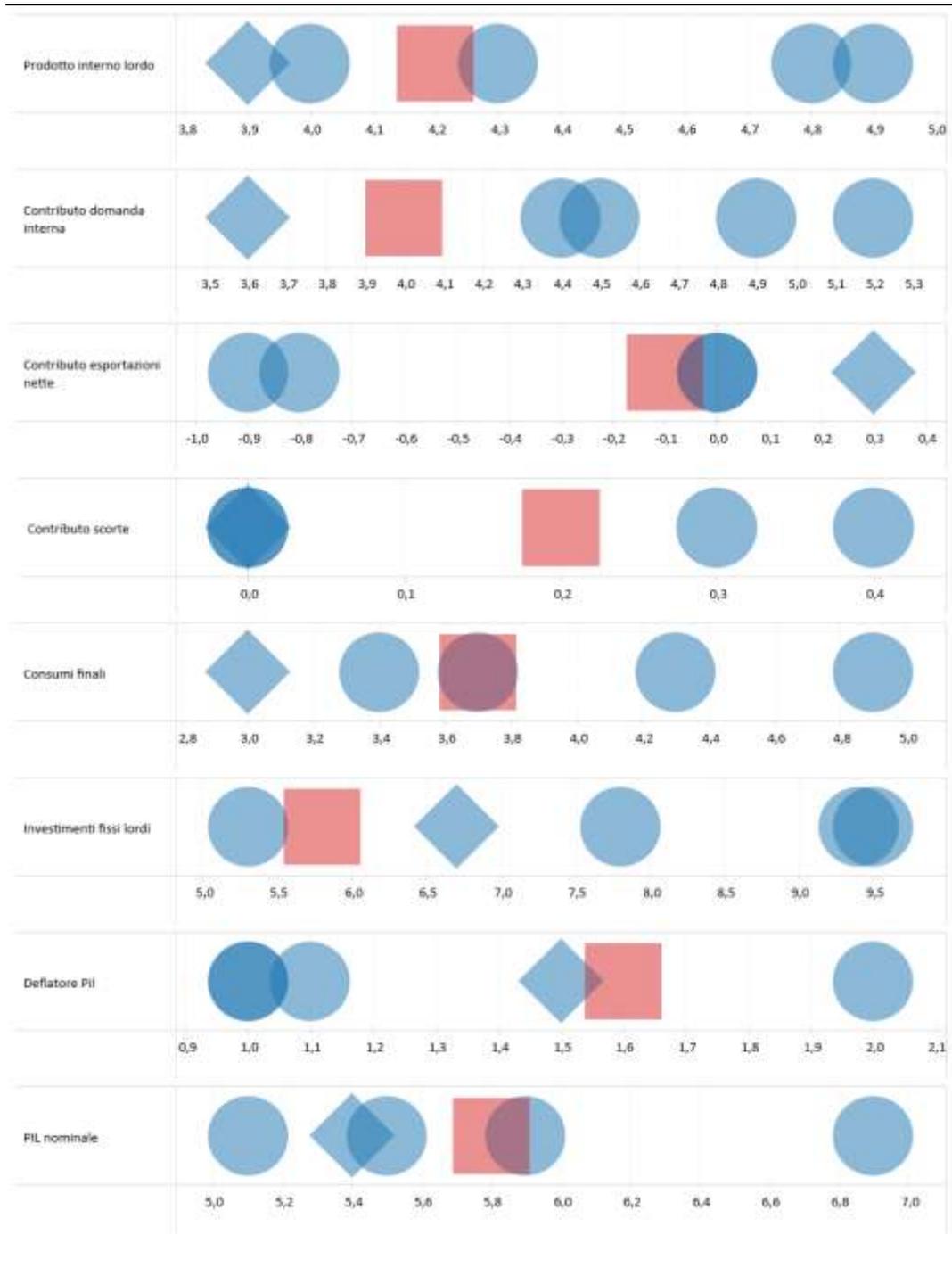


Fonte: ANFIA, Assaeroporti, Terna e Snam.

**Fig. 1.4** – Previsioni del PIL (reale e nominale) nei quadri macroeconomici tendenziali

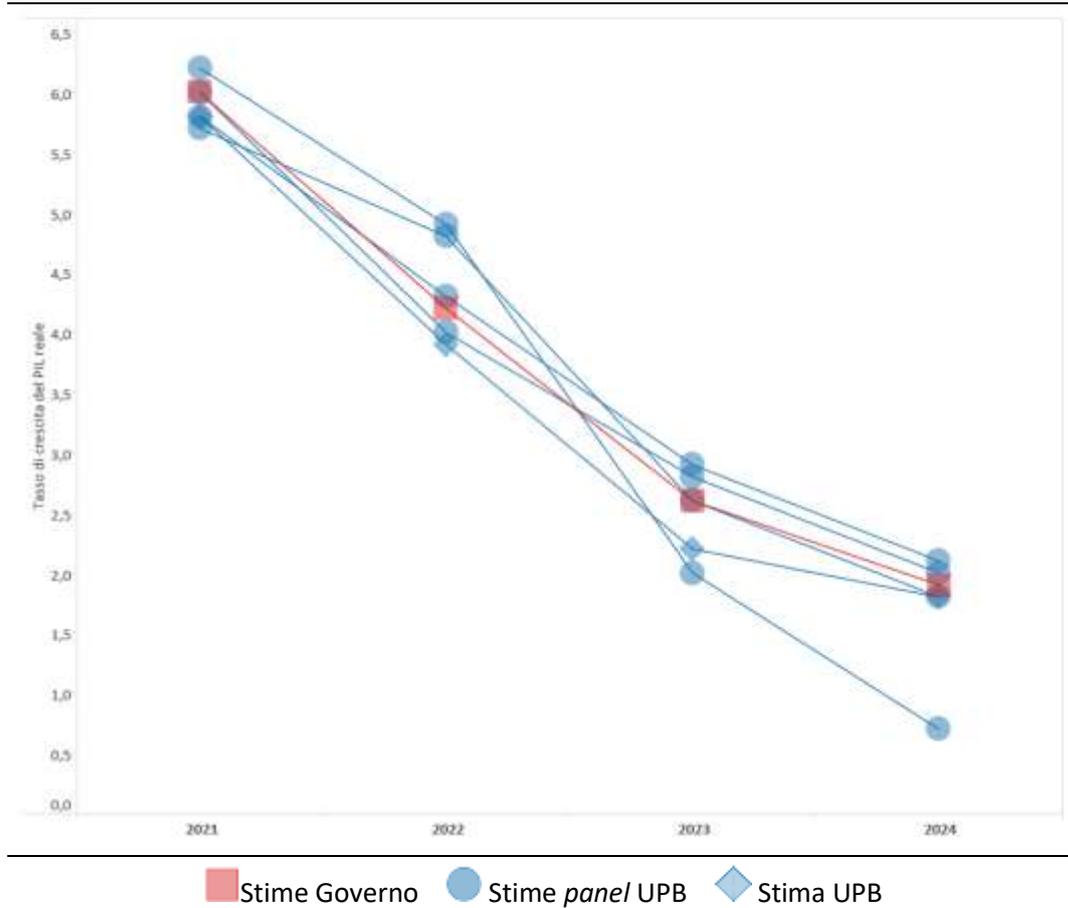


**Fig. 1.5** – Previsioni sui quadri macroeconomici tendenziali – Anno 2022

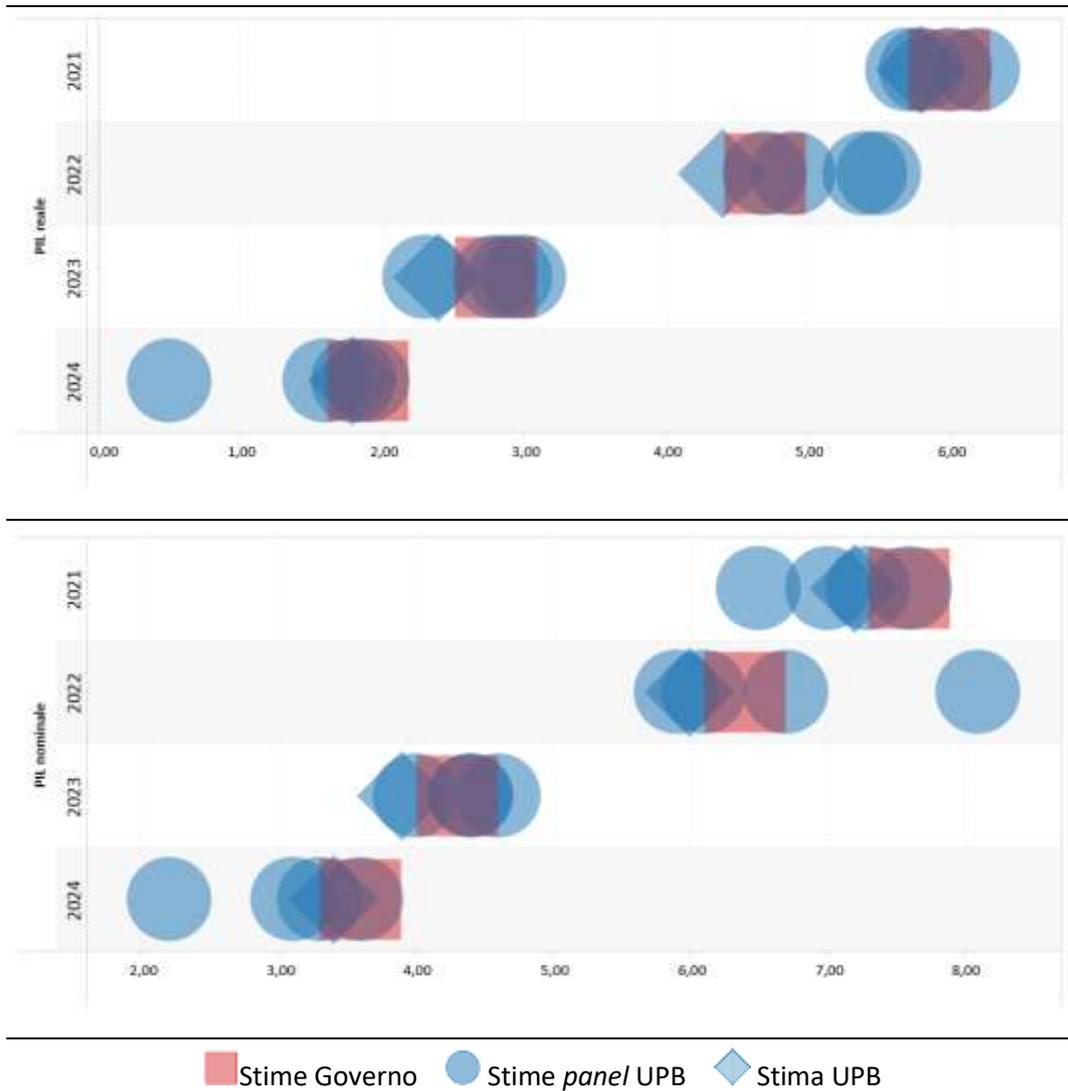


■ Stime Governo    ● Stime panel UPB    ◆ Stima UPB

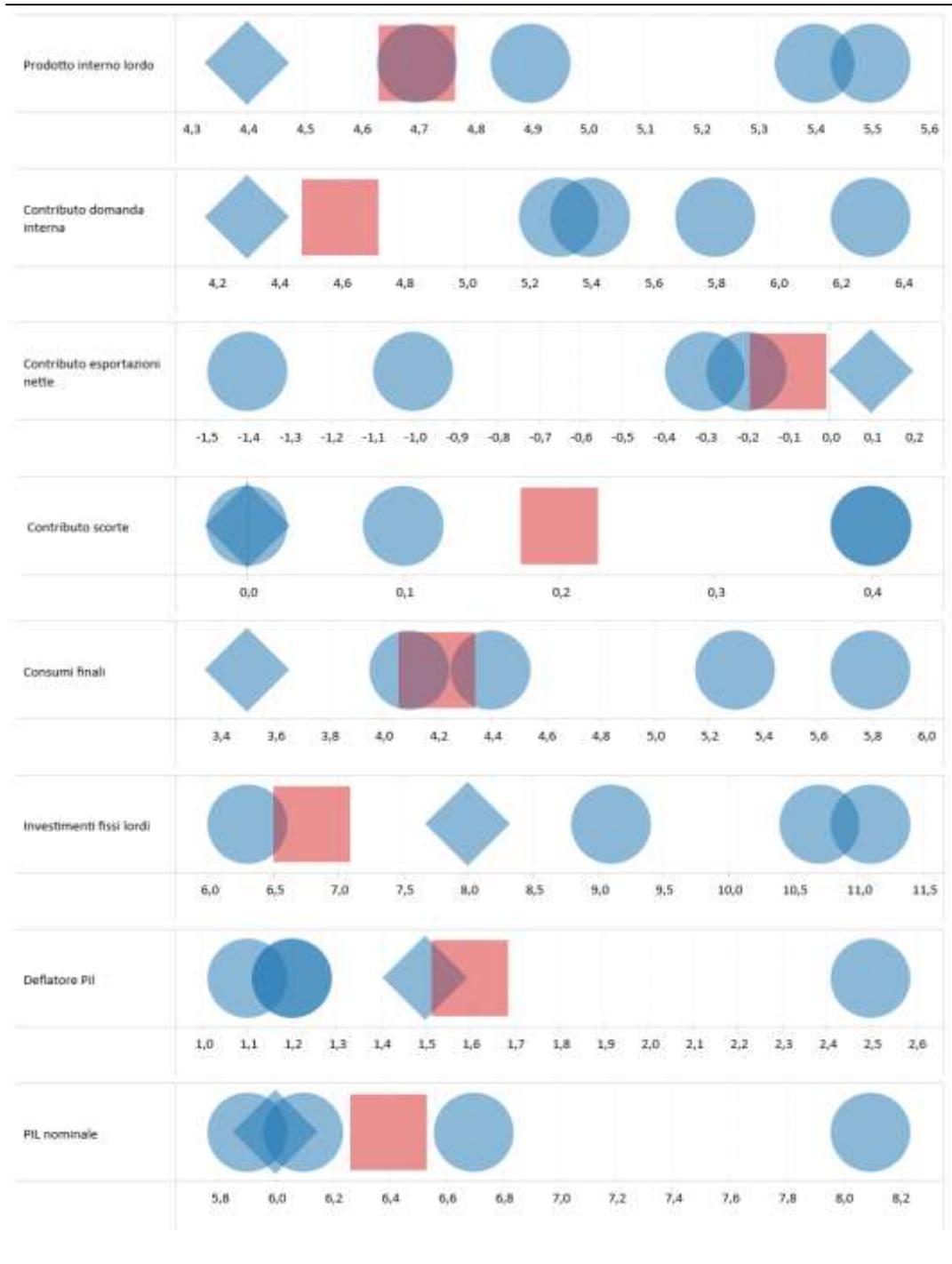
**Fig. 1.6** – Previsioni sul PIL nei quadri macroeconomici tendenziali



**Fig. 1.7** – Previsioni del PIL (reale e nominale) nei quadri macroeconomici programmatici

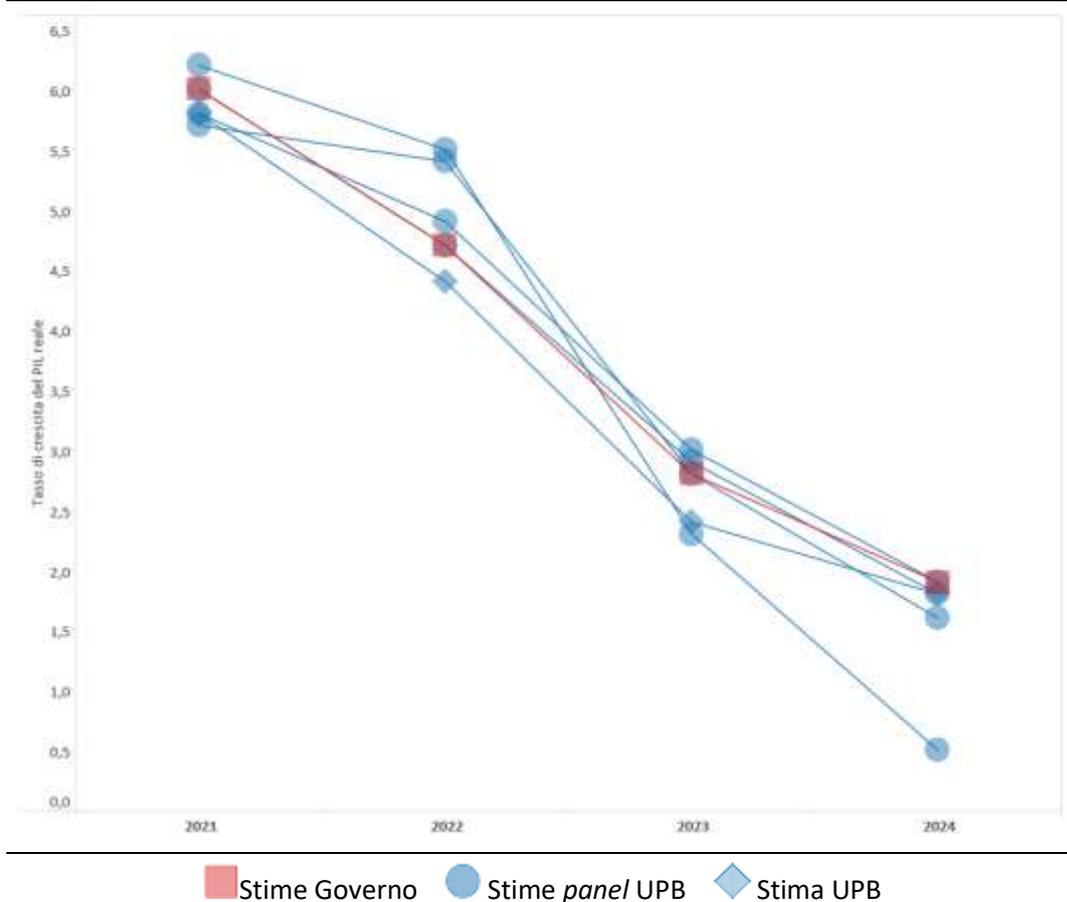


**Fig. 1.8** – Previsioni sui quadri macroeconomici programmatici – Anno 2022

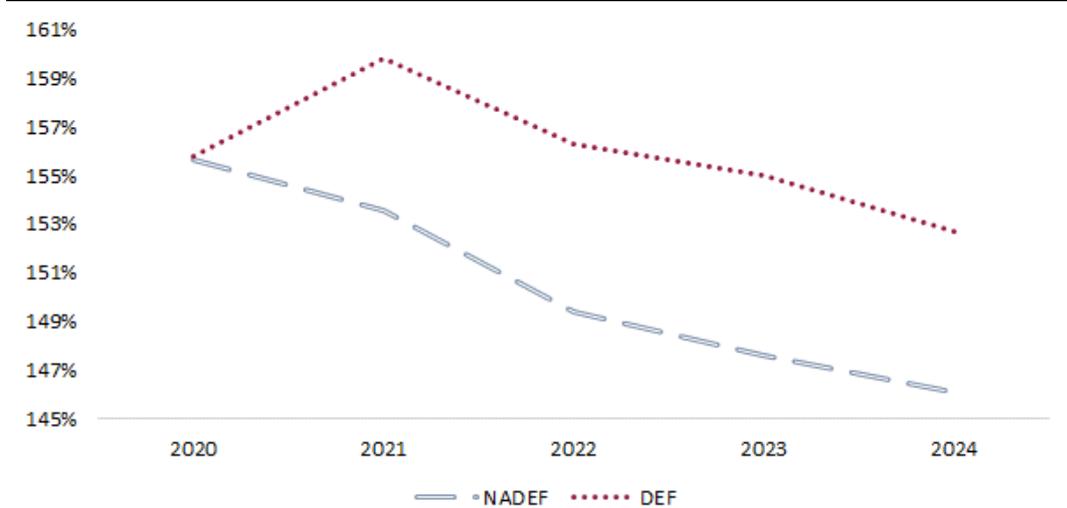


■ Stime Governo    ● Stime panel UPB    ◆ Stima UPB

**Fig. 1.9** – Previsioni sul PIL nei quadri macroeconomici programmatici

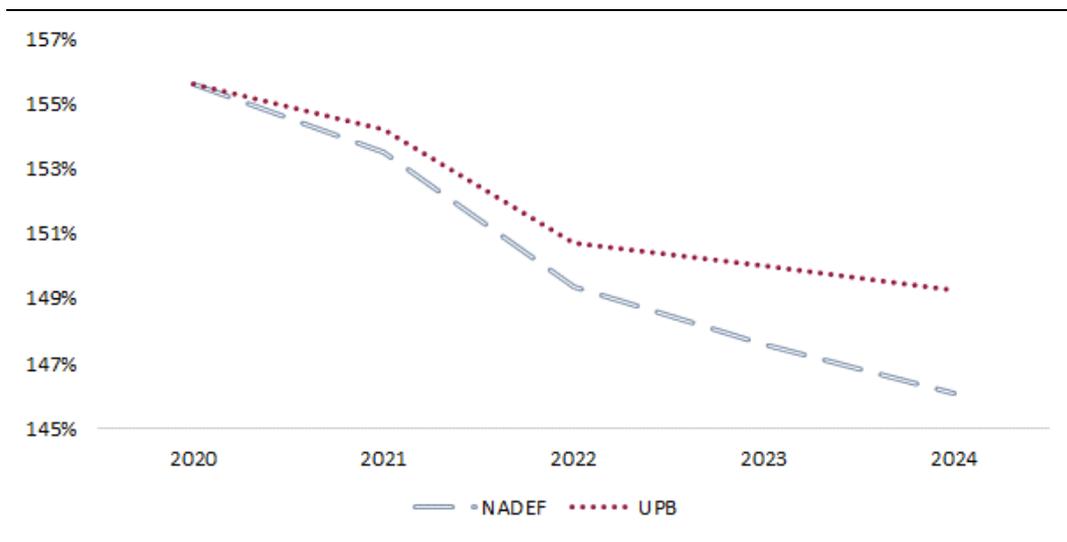


**Fig. 2.1** – Confronto tra il percorso programmatico di evoluzione del rapporto tra debito e PIL previsto nel DEF e quello della NADEF (in percentuale del PIL)



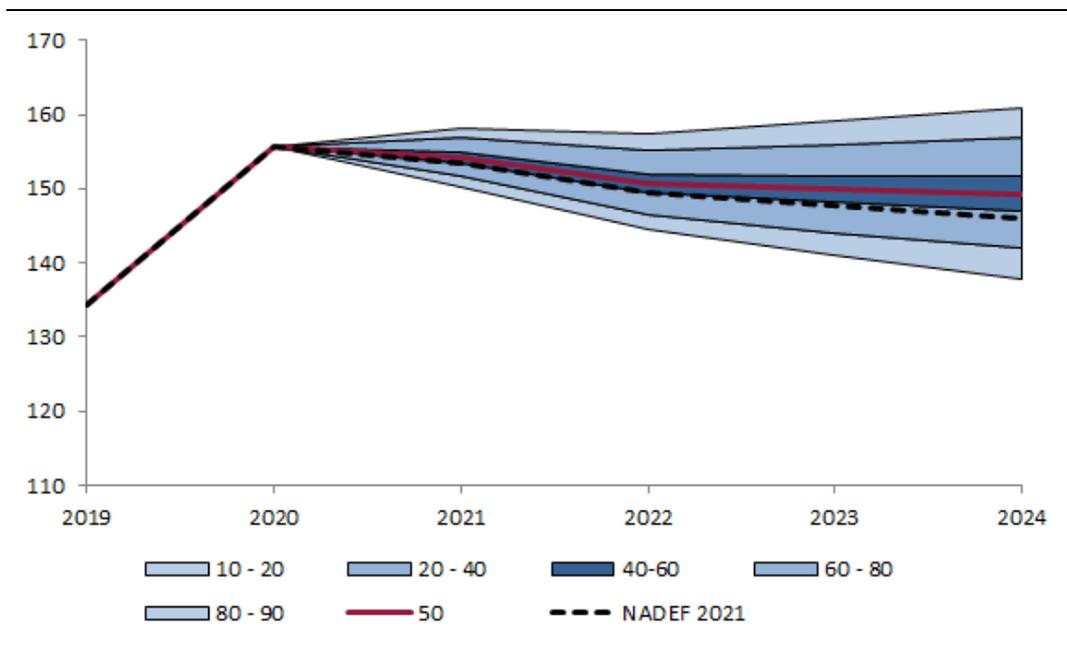
Fonte: elaborazioni su dati della NADEF e del DEF per il 2021.

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



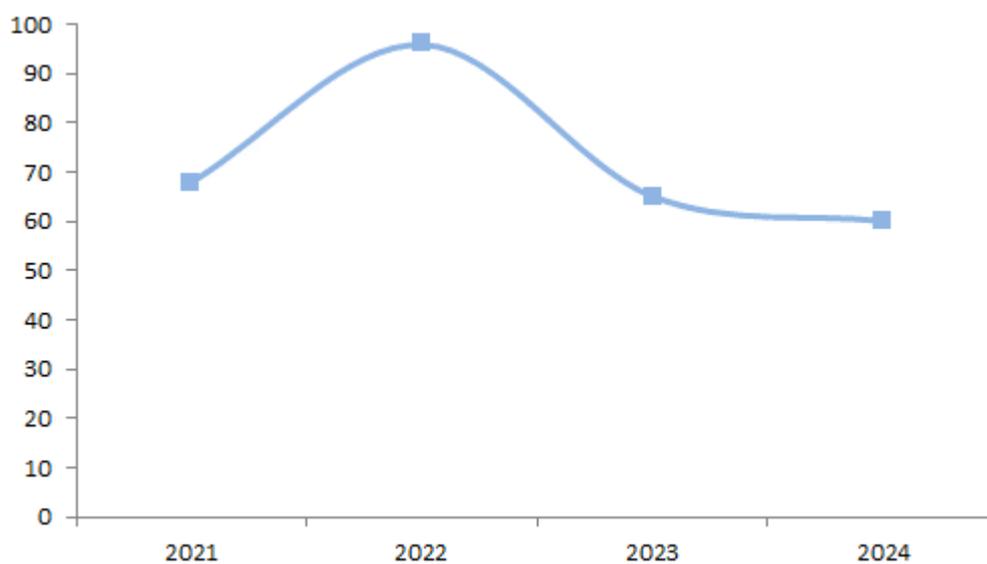
Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2021.

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



Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2021.

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



Fonte: elaborazione su dati della NADEF 2021.