

economica è quella che evidenzia il minor scostamento dalla prescrizione della regola di riduzione del debito (4,5 punti percentuali di PIL). In altre parole, se il debito pubblico e il PIL venissero depurati dalle minori entrate e maggiori spese indotte dalla congiuntura eccezionalmente sfavorevole, secondo la metodologia concordata a livello europeo<sup>53</sup>, il valore conseguito nel 2022 sarebbe di 146,3 punti di PIL. Tale rapporto sarebbe di poco superiore all'obiettivo normativo retrospettivo fissato dalla regola (141,7 p.p. di PIL). Ciò contribuisce ad avvalorare la tesi che il percorso di rientro verso il 60 per cento dovrebbe essere calato sulle specifiche circostanze macro economiche e fiscali che ogni Paese si trova ad affrontare. Da notare che la configurazione più favorevole varia nel tempo a motivo della costruzione dei diversi *benchmark*. Infatti, il *benchmark* retrospettivo prende in considerazione i valori degli ultimi tre anni, mentre il *benchmark* prospettivo valuta il debito previsto anche nell'anno successivo a quello di riferimento. Nel valutare la regola per il 2021, il debito previsto nel 2023 è in grado di minimizzare la distanza dal *benchmark* prospettivo più di quanto faccia la correzione ciclica.

**TAVOLA III.13: RISPETTO DELLA REGOLA DEL DEBITO**

	Scenario					
	Programmatico			Tendenziale		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Debito nell'anno t+2 (% del PIL)	156.3	155.0	152.7	154.7	153.1	150.9
Gap rispetto al <i>benchmark backward looking</i> (% del PIL)	28.6	25.8	14.5	28.6	23.7	13.6
Gap rispetto <i>benchmark forward looking</i> (% del PIL)	14.5	<b>7.1</b>	19.1	13.6	<b>6.4</b>	17.9
Gap rispetto al debito corretto con il ciclo (% del PIL)	<b>11.8</b>	10.9	<b>4.5</b>	<b>12.6</b>	9.7	<b>3.6</b>

Il criterio sottostante la regola del debito non è soddisfatto ormai da diversi anni. Dal 2015, quando la regola è entrata pienamente a regime nell'ordinamento italiano, la Commissione ha riscontrato più volte la non conformità dell'evoluzione del debito pubblico Italiano rispetto al sentiero di aggiustamento previsto dalla regola. In conseguenza di ciò, la Commissione ha invitato l'Italia ad illustrare i fattori ritenuti rilevanti a giustificare la deviazione così da poter formulare una valutazione più completa possibile ai sensi dell'art. 126(3) del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE). Il dialogo costruttivo tra il Governo Italiano e le istituzioni europee ha finora consentito di accogliere le ragioni per la posticipazione della riduzione del debito nelle modalità prescritte dai Trattati. Come già argomentato nello scorso Documento di Economia e Finanza<sup>54</sup>, il rispetto della disciplina prevista dal braccio preventivo del PSC nonché l'adozione e implementazione di riforme destinate ad accrescere il potenziale dell'economia italiana hanno finora indotto la Commissione e il Consiglio a non procedere con la procedura di infrazione per il mancato rispetto del sentiero di riduzione del

<sup>53</sup> Si veda European Commission, Vademecum Stability and Growth Pact 2019, pag. 49.

<sup>54</sup> Si veda il Documento di Economia e Finanza 2019, pg. 69, par. III.5 LA REGOLA DEL DEBITO E GLI ALTRI FATTORI RILEVANTI.

debito. D'altra parte l'Italia ha più volte contestato l'eccessiva restrizione fiscale implicata dal pieno rispetto della regola in un contesto spesso di condizioni cicliche molto deboli. Dopo il brusco innalzamento del debito legato alla crisi economica (che lo scorso anno ha ridotto il livello del PIL di quasi 10 p.p.) e ai rilevanti deficit di bilancio verificatisi nel biennio 2020-2021, il soddisfacimento della regola del debito è diventato ancora più sfidante, rafforzando le argomentazioni tradizionalmente avanzate dai governi italiani.

A breve la Commissione effettuerà un'analisi congiunta dei Programmi di Stabilità e dei Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza inviati dagli Stati Membri. In tale contesto, sarà valutata la coerenza della strategia complessiva di bilancio e di messa in atto delle riforme strutturali e degli investimenti contemplati nel Piano. La questione sarà ponderata in funzione delle prospettive di medio termine e di sostenibilità del debito pubblico. Il Piano articolato dal Governo intende offrire una risposta a questa sfida cruciale. Sullo sfondo restano le possibili revisioni della disciplina fiscale europea a cui si è accennato nel paragrafo III.2.

## **IV. SENSITIVITÀ E SOSTENIBILITÀ DELLE FINANZE PUBBLICHE**

### **IV.1 SCENARI DI BREVE PERIODO**

La presente sezione contiene un'analisi di sensitività di breve periodo degli obiettivi di finanza pubblica rispetto a diversi shock di tipo macroeconomico e finanziario. Si utilizzano diversi approcci. Nella prima parte si valuta il rischio complessivo di stress fiscale per le finanze pubbliche facendo uso di una metodologia consolidata dalla Commissione Europea. In particolare, si analizza l'indicatore di rischio S0 che fornisce indicazioni sulla probabilità di crisi di natura fiscale e macro-finanziaria nel breve periodo (relativamente all'anno in corso e a quello immediatamente successivo). Questo approccio è integrato da diversi elementi di valutazione riguardo la tenuta della finanza pubblica italiana lungo un arco temporale corrispondente all'orizzonte previsivo del Programma di Stabilità. Dopo aver commentato le tendenze di graduale allungamento della vita media dei titoli, come risultato della politica di emissioni adottata dal Tesoro, viene presentata un'analisi di sensitività della spesa per interessi a shock sulla curva dei rendimenti.

Successivamente, si mostrano gli effetti sul rapporto debito/PIL di shock che impattano simultaneamente sulla crescita economica, sul saldo primario e sulla curva dei rendimenti; l'analisi in questione è effettuata attraverso una simulazione stocastica dell'evoluzione del rapporto debito/PIL.

La sezione si conclude con una ricognizione delle garanzie emesse dallo stato il cui ammontare, solitamente molto contenuto, è aumentato in maniera sostanziale a seguito dell'indispensabile sostegno fornito dallo stato alle imprese nel corso della crisi economica.

### **Analisi complessiva dei rischi fiscali a breve termine**

Tradizionalmente la Commissione identifica i rischi legati alla sostenibilità fiscale di breve periodo attraverso un indicatore composito - l'indicatore S0 - in grado di segnalare il livello di attenzione proveniente da un insieme di variabili di natura sia fiscale sia finanziaria e macro economica<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> L'indicatore S0 è un indice composito di probabilità, costruito sulla base di un'ampia serie di variabili fiscali e finanziarie che in passato hanno dato prova di detenere un potere previsivo rispetto a episodi di stress. La metodologia è spiegata nel lavoro originario di Berti, K., Salto, M. e Lequien, M., (2012), "An early-detection index of fiscal stress for EU countries", European Economy Economic Papers n. 475. Più precisamente, l'indicatore S0 si basa su una tecnica statistica di estrazione del segnale applicata a 12 variabili fiscali e 13 variabili di competitività finanziaria. Per ciascuna di esse si stima un valore soglia il raggiungimento del quale massimizza la probabilità di prevedere l'evento di *stress*. L'indicatore S0 è calcolato come una media ponderata delle variabili considerate

L'indicatore di sostenibilità di breve periodo S0 mira a segnalare la sussistenza di rischi imminenti per le finanze pubbliche derivanti da situazioni di stress identificate, ad esempio, da emissioni molto rilevanti e concentrate di titoli del debito pubblico, oppure dalla perdita di fiducia sui mercati degli emittenti sovrani, o da episodi di alta inflazione. Se l'indicatore o i suoi due sotto indicatori, fiscale e di competitività finanziaria, superano la soglia di attenzione, si evince un potenziale rischio nei prossimi 12 mesi. E' opportuno ricordare che molti degli indicatori dell'area di competitività finanziaria sono presenti anche nel cruscotto utilizzati nella sorveglianza degli squilibri macro economici; ciò a rimarcare il nesso di causalità tra la debolezza del settore finanziario e dell'economia in generale e la vulnerabilità delle finanze pubbliche<sup>2</sup>.

Il nuovo valore di S0 per l'Italia, pubblicato nell'ultimo rapporto sulla sostenibilità del debito della Commissione<sup>3</sup> e confermato con i dati di finanza pubblica aggiornati dal Governo, incorpora gli effetti della crisi pandemica e segnala un rischio elevato concentrato nell'area fiscale (si veda Tavola IV.1).

**TAVOLA IV.1: HEAT MAP SULLE VARIABILI SOTTOSTANTI AD S0 PER IL 2021**

Rischio a breve da variabili fiscali	Indebitamento netto (%PIL)	Saldo primario (%PIL)	Saldo di bilancio corretto per il ciclo (%PIL)	Saldo primario stabilizzante (%PIL)	Debito pubblico lordo (%PIL)	Variazione del debito pubblico lordo (%PIL)
	Debito pubblico netto (%PIL)	Fabbisogno lordo (%PIL)	Differenziale interessi-crescita	Variazione della spesa pubblica (%PIL)	Variazione dei consumi finali della PA (%PIL)	Debito pubblico a breve termine (%PIL)
Rischio a breve da variabili macro-finanziarie	L1. Investimenti netti internazionali (%PIL)	L1. Risparmi netti delle famiglie (%PIL)	L1. Debito del settore privato (%PIL)	L1. Flusso di credito del settore privato (%PIL)	L1. Debito a breve delle società non finanziarie (%PIL)	L1. Debito a breve delle famiglie (%PIL) (*)
	L1. Valore aggiunto del settore edile (%VA totale)	L1. Saldo di parte corrente (media mobile a 3 termini) (%PIL)	L1. Variazione (3 anni) del REER (basato sul deflatore dell'export)	L1. Variazione del costo del lavoro unitario nominale	Curva dei rendimenti	Tasso di crescita del PIL reale

Nota: I colori rosso e verde segnalano rispettivamente le variabili sopra e sotto la soglia ottimale, calcolata periodicamente dalla Commissione Europea e pubblicate nel Debt Sustainability Monitor. La sigla L1 indica che la variabile si riferisce all'anno precedente.

Fonte: Elaborazione MEF.

(dove i pesi sono dati dalla rispettiva capacità predittiva); esistono due sotto-indici, uno fiscale ed uno finanziario. Il valore complessivo dell'indicatore S0 insieme a quello dei sotto-indici, messi a confronto con le rispettive soglie, sono utilizzati per misurare la probabilità di un imminente shock. In particolare, per l'indicatore S0, un valore superiore alla soglia indica un potenziale rischio nel breve periodo, mentre valori dei sotto-indici superiori alle soglie indicano un rischio concentrato nelle rispettive aree (fiscale o macro-finanziaria).

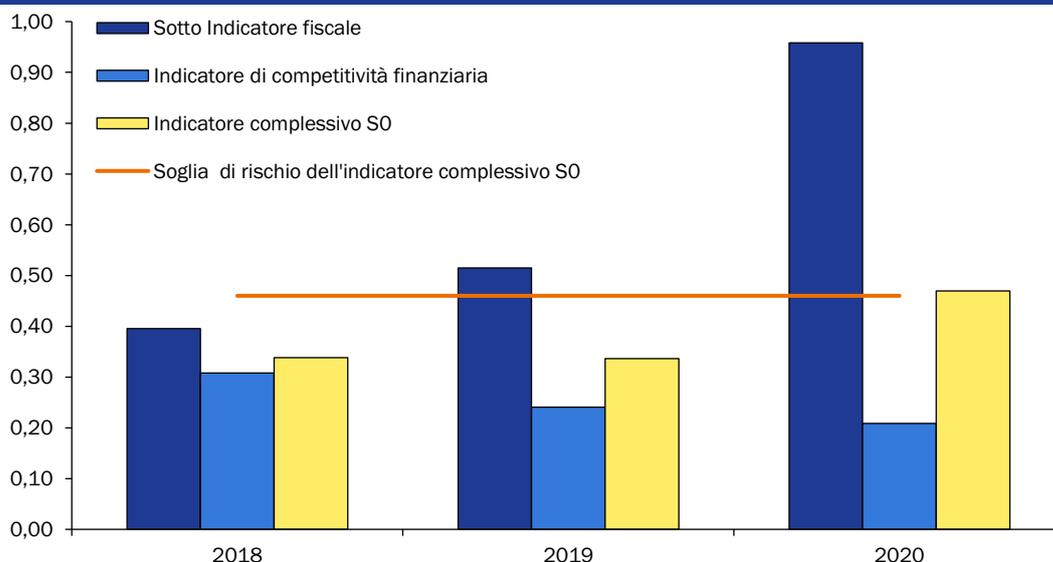
<sup>2</sup> Tra gli altri, si veda Cerovic, S., Gerling, K., Hodge, A. and Medas, P. (2018), "Predicting Fiscal Crises", IMF Working paper, No. 18 / 181

<sup>3</sup> European Commission, Debt Sustainability Monitor 2020, institutional paper n.143.

La sotto componente fiscale, infatti, raggiunge il valore di 0,96 ben oltre la soglia critica di 0,36. L'alto deficit dovuto all'aumento degli interventi di spesa per rispondere alla pandemia e la contemporanea riduzione delle entrate a seguito della contrazione economica si sono tradotti in maggiori esigenze di finanziamento della pubblica amministrazione. Secondo l'approccio adottato dalla Commissione, per i paesi ad alto debito come l'Italia ciò è fonte di potenziali rischi a breve termine derivanti dalla vulnerabilità alle condizioni di finanziamento prevalenti sul mercato nonché alle aspettative degli investitori.

D'altro canto le variabili di natura macroeconomica e finanziaria non evidenziano rischi imminenti. La maggior parte delle sottocomponenti, anzi, risultano in ulteriore miglioramento rispetto al passato (si veda Figura IV.1). Se da un lato la variazione del del PIL dell'Italia nel 2020 è sopra la soglia di rischio come per tutti i paesi dell'UE, dall'altro si riconosce la solidità della posizione finanziaria delle famiglie e del settore privato (sebbene questa sia riferita ancora all'anno 2019).

**FIGURA IV.1: L'INDICATORE S0 E LE SOTTOCOMPONENTI**



Fonte: Elaborazioni MEF su dati DEF 2021; AMECO; WEO; EUROSTAT.

In ogni caso, la situazione di rischio a breve termine è comune a livello degli Stati dell'Unione Europea. Nel citato rapporto sul debito, la Commissione identifica considerevoli rischi a breve termine per le finanze pubbliche in 11 paesi: Cipro, Croazia, Portogallo, Francia, Slovacchia, Spagna, Finlandia, Romania, Belgio, e Lettonia. Nel precedente esercizio, elaborato prima dell'insorgere della pandemia, nessun paese dell'Unione correva rischi di sostenibilità di bilancio nel breve periodo.

Inoltre, è anche vero che la stessa Commissione riconosce che la situazione generale appare meno critica rispetto alla crisi finanziaria del 2008, grazie a posizioni più solide del settore privato e una minore esposizione esterna. Un ruolo rilevante nell'attutire la crisi è stato giocato, in primo luogo, dall'avvio del programma di acquisto straordinario della Banca Centrale Europea a partire da

marzo 2020<sup>4</sup>. In questa fase gli interventi decisi a livello europeo per fronteggiare la crisi pandemica, *in primis* il dispositivo per la ripresa e la resilienza, contribuiscono a stabilizzare le condizioni di finanziamento del debito pubblico degli Stati dell'area euro con una riduzione dei rischi - anche nel breve termine - sulle finanze pubbliche di tutti i Paesi Membri.

L'impatto del dispositivo per la ripresa e resilienza - da ritenersi indubbiamente un fattore mitigante - non può essere colto dall'indicatore S0 in quanto, come ricordato, è elaborato a partire da dati consolidati riferiti al passato. Per superare i limiti dell'indicatore la Commissione si avvale di ulteriori considerazioni prendendo spunto da un'analisi sulle condizioni di rifinanziamento del debito e da proiezioni, effettuate per tutti gli stati membri, sul fabbisogno lordo da finanziare (*gross financing needs*); quest'ultimo rappresenta il flusso dei pagamenti e obblighi finanziari che il governo affronta per rinnovare la quota del debito in scadenza e coprire il fabbisogno annuo. Nelle proiezioni della Commissione, il fabbisogno lordo da finanziare per l'Italia si mantiene su livelli molto alti: nel 2020 è stimato al 32 per cento del PIL (contro il 20,4 per cento registrato nel 2019). Nell'immediato futuro, il fabbisogno da finanziare rimane sopra la media della zona euro di circa il 20 per cento del PIL<sup>5</sup>.

L'analisi sull'Italia è chiusa dalla constatazione favorevole della riduzione alcune considerazioni sull'andamento dello spread dei titoli pubblici a 10 anni emessi dal governo italiano rispetto al *Bund* tedesco; in particolare si osserva che tale l'evoluzione dello spread ha risentito beneficiato del nuovo clima politico e della cooperazione europea nella predisposizione del dispositivo per la ripresa e la resilienza.

### La sensitività ai tassi di interesse

La politica di emissione e gestione del debito pubblico, il cui fine è garantire la copertura del fabbisogno del Settore Statale e il rifinanziamento dei titoli in scadenza, ottimizzando la funzione costo-rischio, nel corso del 2020 ha garantito tale obiettivo in un contesto di pandemia per la SARS-COVID-2.

La composizione dello stock dei titoli di Stato a fine 2020, rispetto al 2019, mostra stabilità negli strumenti a breve termine come i BOT, mentre continua la diminuzione (per circa lo 0,4 per cento) della componente a tasso variabile indicizzato all'Euribor a 6 mesi (CCTeu), determinando anche per il 2020 una diminuzione della componente dello stock dei titoli di Stato domestici legata ai tassi di breve termine.

La quota dei BTP nominali ha registrato una leggera diminuzione (per circa lo 0,1 per cento), più che compensata dall'emissione del BTP Futura, una nuova tipologia di titolo destinato agli investitori Retail, caratterizzato da cedola step-up, ossia con cedola fissa, ma modificata nell'arco del corso di vita del titolo, la cui quota sullo stock dei Titoli di Stato è pari a circa lo 0,6 per cento. La quota dei CTZ si è mantenuta stabile rispetto al 2019. In termini di analisi dei soli strumenti

<sup>4</sup> Un fenomeno, che in altre circostanze sarebbe stato fonte di preoccupazione, quale l'appiattimento della curva di rendimento, in questo caso è stato guidato dalla condotta dell'autorità di politica monetaria.

<sup>5</sup> Debt Sustainability Monitor, Tavola 2.5 pg. 29.

domestici, la componente a tasso fisso sullo stock dei titoli di Stato domestici ha registrato un aumento (per circa lo 0,6 per cento).

La componente dei titoli indicizzati all'inflazione, sia quelli legati all'indice europeo HICP che quelli legati all'indice domestico FOI, ha mostrato una diminuzione rispetto al 2019 per circa lo 0,3 per cento. Considerando lo stock dei soli titoli di Stato domestici, ciò si traduce in una riduzione (per circa lo 0,2 per cento) rispetto al 2019 della componente dei titoli linker, complessivamente considerati.

In continuità con lo scorso anno, i titoli esteri hanno segnato un incremento (per circa lo 0,2 per cento) sullo stock dei Titoli di Stato. Infatti, le favorevoli condizioni di mercato hanno consentito emissioni per circa 11,2 miliardi di euro equivalenti, a fronte di scadenze per circa 4,1 miliardi di euro.

Nel corso del 2020 le emissioni complessive sono state pari a circa 550,7 miliardi di euro, in aumento rispetto al 2019. Nell'ambito delle emissioni dei titoli di Stato domestici per circa 539,4 miliardi di euro, rispetto allo scorso anno, la tipologia a breve termine mostra una diminuzione sia dei BOT (per circa il 5,8 per cento) che dei CCTeu (per circa lo 0,6 per cento). Invece, considerando i titoli a tasso fisso il comparto dei titoli con scadenza 7-10 anni ha avuto un forte incremento rispetto al 2019 (circa il 5,3 per cento), a motivo sia di una maggior emissione sulla scadenza 10 anni, sia come conseguenza delle emissioni del BTP Futura caratterizzati da scadenze a 8 anni e 10 anni (circa 2,2 per cento). Inoltre, se si prende in considerazione il comparto dei titoli di Stato con scadenza superiore a 10 anni, le emissioni, rispetto al 2019, sono aumentate per circa lo 0,4 per cento; se si includono anche le emissioni con scadenza a 10 anni, tale incremento risulta essere superiore (per circa il 2,1 per cento).

In conseguenza delle maggiori emissioni sulla parte lunga ed extra lunga della curva dei rendimenti italiana, la vita media dello stock dei titoli di Stato al 31 dicembre 2020 è risultata essere pari a 6,95 anni, in aumento rispetto al dato al 31 dicembre 2019, pari a 6,87 anni, garantendo così, in continuità con gli anni precedenti, un basso rischio di rifinanziamento del debito e di esposizione ad improvvisi incrementi dei tassi di emissione. A conferma di ciò, anche l'Average Refixing Period, il principale indicatore impiegato per la misura del rischio di tasso, è aumentato da 5,82 anni della fine del 2019 a 6,02 anni della fine del 2020 (il dato comprensivo dei derivati è passato da 6,22 anni a 6,41 anni). La durata media finanziaria (duration) dello stock di titoli di Stato è passata da 5,76 anni di fine 2019 a 6,26 anni di fine 2020 (il dato comprensivo dei derivati è passato da 6,22 anni a 6,68 anni). Entrambi questi indicatori segnalano una riduzione dell'esposizione del debito alle variazioni ai tassi di interesse. Il costo medio all'emissione per l'anno 2020, pari allo 0,59 per cento, è in diminuzione rispetto al 2019, quando era stato pari all'0,93 per cento. Il costo medio del debito si è attestato sul 2,38 per cento, in diminuzione rispetto al 2019, quando era stato pari al 2,53 per cento.

In sintesi, anche nel 2020, la politica di emissione e di gestione del debito pubblico da parte del Tesoro è stata orientata a perseguire obiettivi di riduzione dell'esposizione ai rischi di rifinanziamento e di interesse tenendo sotto controllo i livelli di costo.

La spesa per interessi di tutte le Amministrazioni Pubbliche (PA), calcolata in base al criterio di competenza economica SEC 2010, nel 2020 ha raggiunto un livello poco superiore ai 57 miliardi di euro, in forte diminuzione, per circa 3 miliardi di

euro, rispetto al dato del 2019. In termini di percentuale sul PIL, nel 2020 la spesa per interessi della PA è stata uguale al 3,5 per cento, dello 0,1 per cento superiore rispetto al precedente anno, a motivo della decrescita del PIL 2020 rispetto a quello del 2019. Sebbene l'aggregato delle Amministrazioni Locali abbia mostrato una riduzione di lieve entità, la riduzione nella spesa per interessi della PA è da ascrivere alla minore spesa afferente all'aggregato delle Amministrazioni Centrali che mostra una riduzione per circa 2,9 miliardi, nell'ambito della quale la quota più significativa è da ricondurre ai titoli di Stato, per circa 3 miliardi.

Le stime programmatiche circa l'evoluzione futura della spesa per interessi, sono state elaborate sulla base di uno scenario dei tassi di interesse coerente con i tassi attesi impliciti nella curva dei rendimenti italiana (tassi forward) osservati nel periodo di predisposizione delle stime. Si ipotizza uno scenario che nell'arco temporale di stima delinea una crescita graduale dei tassi su tutte le scadenze, con una pendenza della curva dei rendimenti che tende a ridursi nell'ultimo anno di previsione.

Le ipotesi sull'inflazione europea e italiana, necessarie per stimare l'impatto sulla spesa per interessi derivante dai titoli reali (BTP€i e BTP Italia), sono state assunte coerenti con il quadro macro programmatico.

Le previsioni sulle emissioni sono state elaborate in modo da garantire sia il rifinanziamento dei titoli in scadenza che la copertura del fabbisogno di cassa del Settore Statale, la cui dinamica ipotizzata è in decremento nel periodo di stima: si passa dal 12,8 per cento del PIL del 2021, al 2,8 per cento del PIL del 2024. Il maggior livello del Fabbisogno del Settore Statale rispetto a quello ipotizzato nell'arco temporale di stima NADEF 2020, è da ricondurre alle conseguenze economiche dell'emergenza SARS-COVID-2, che hanno prodotto drammatiche conseguenze sul PIL 2020 e sulle stime relative al PIL per l'anno 2021, in decrescita rispetto a settembre 2020, nonché sullo Stock del Debito, in aumento per l'intero periodo previsionale.

A partire dal 2022 si ipotizza un aumento del PIL superiore alle previsioni NADEF 2020, ma l'effetto della contrazione per il PIL nel 2021 non consente di recuperare il livello delle previsioni di settembre 2020. Il Fabbisogno del Settore Statale è previsto in aumento nel 2021 rispetto al 2020 e l'attuale previsione nel periodo di stima è comunque in aumento, se comparata alla NADEF 2020. Tuttavia, l'effetto cumulato di maggior crescita del PIL a partire dal 2022 contrasta in parte il maggior Fabbisogno del Settore Statale ipotizzato. Infatti, nel periodo di stima la spesa per interessi di tutte le PA, secondo il criterio SEC 2010, prevista oggi per il 2021 conferma il valore previsto nella NADEF 2020, pari al 3,3 per cento del PIL, di contro si registra una tendenza alla diminuzione rispetto alle stime di settembre 2020 per gli altri anni di previsione, assumendo un valore pari al 2,6 per cento del PIL nel 2024. Questo risultato è riconducibile anche al fatto che l'andamento dei tassi di interesse sono ipotizzati essere in diminuzione rispetto a quelli della NADEF 2020, così come inferiori sono le ipotesi sull'inflazione media sul periodo di stima legata al quadro macroeconomico sia europeo che italiano. Tassi che implicano un costo medio delle nuove emissioni sempre significativamente inferiore al costo dello stock in circolazione. Infatti, nel corso del 2020 i titoli di Stato che sono stati rimborsati sono caratterizzati da cedole e da scarti di emissione più elevati rispetto a quelli dei nuovi benchmark emessi nel 2021, nonché di quelli dei titoli emessi in previsione nel periodo di stima, determinando un risparmio sulla spesa per interessi.

La politica di emissione seguita nel corso degli anni, e protrattasi nel 2020, garantisce una contenuta esposizione ai rischi di rifinanziamento e di interesse. A riprova di questo connotato del debito pubblico italiano è stata analizzata la sensitività ai tassi di interesse, indicatore che analizza gli effetti sulla spesa per interessi dei prossimi quattro anni (calcolata con il criterio di competenza economica SEC2010), derivanti da uno shock significativo sulla curva dei rendimenti dei titoli governativi. L'esercizio è stata condotto considerando l'intero stock dei titoli di Stato domestici in circolazione. Tenendo conto sia della composizione attuale dello stock dei titoli che di quella futura, derivante dalle ipotesi circa emissioni e gestione coerenti con quelle sottostanti le stime per la spesa per interessi, è stato applicato uno shock permanente per i prossimi quattro anni di 100 punti base su tutta la curva dei rendimenti. Il risultato fa registrare un incremento della spesa per interessi in rapporto al PIL pari allo 0,17 per cento nel primo anno, allo 0,39 per cento nel secondo anno, allo 0,55 per cento nel terzo anno e allo 0,67 per cento nel quarto anno. Tali valori confermano pertanto come l'impatto sull'indebitamento netto di uno shock di mercato rilevante e permanente continui ad essere ampiamente diluito nel tempo.

### **Simulazioni stocastiche della dinamica del debito**

Al fine di fornire un'analisi di sensitività dell'andamento del rapporto debito/PIL che tenga conto simultaneamente dell'incertezza insita nelle previsioni relative alla curva dei rendimenti, alla crescita economica e alle finanze pubbliche, sono state effettuate delle simulazioni stocastiche che recepiscono la volatilità storica dei tassi di interesse, a breve e lungo termine, della crescita economica in termini nominali e del saldo di bilancio primario. Le simulazioni sono state condotte mediante il metodo Montecarlo, applicando degli *shock* stocastici alla dinamica del rapporto debito/PIL relativa allo scenario di riferimento del presente Documento di Economia e Finanza. Tali *shock* sono simulati sulla base della volatilità storica dei rendimenti (a breve e lungo termine), del tasso di crescita del PIL nominale e del saldo di bilancio primario, e sono ottenuti eseguendo 2000 estrazioni a partire da una distribuzione normale con media zero e matrice di varianze-covarianze osservata nel periodo 1999-2020.

Più nel dettaglio, si ipotizzano due scenari: nel primo, gli *shock* sui saldi primari sono simmetrici, mentre nel secondo viene dato un peso maggiore agli *shock* negativi; gli *shock* sulla crescita nominale e sui tassi di rendimento a breve e lungo termine, in linea con l'approccio seguito dalla Commissione, sono sempre simmetrici e tutti hanno natura temporanea<sup>6</sup>.

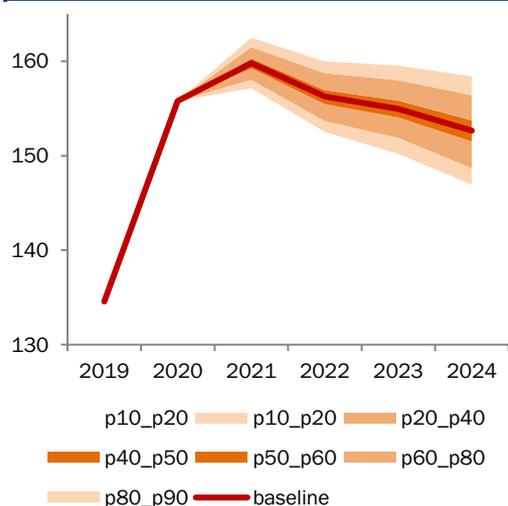
<sup>6</sup> Per approfondimenti sulla metodologia adottata, si veda Berti K., (2013), "Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries", *Economic Papers* 480 e European Commission, 2020, Debt Sustainability Monitor 2019, Institutional Papers 120, disponibile su: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip120\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip120_en.pdf). La simulazione degli *shock* viene effettuata direttamente sulla variabile fiscale del saldo primario. In linea con il recente DSM 2020, i due scenari presentati non sono distinti per le differenti ipotesi sugli *shock* relativi ai tassi (temporanei o permanenti, come proposto in passato), ma per le ipotesi sugli *shock* relativi ai saldi primari (simmetrici o asimmetrici). Nel caso degli scenari asimmetrici, è posto un limite superiore agli *shock* positivi sul saldo, pari alla metà della deviazione standard della serie storica.

Per ogni anno di previsione del quadro macroeconomico e per ogni tipologia di *shock* sui saldi primari (simmetrico e asimmetrico) è possibile identificare una distribuzione del rapporto debito/PIL rappresentata attraverso dei *fan chart* (Figure IV.2A e 2B).

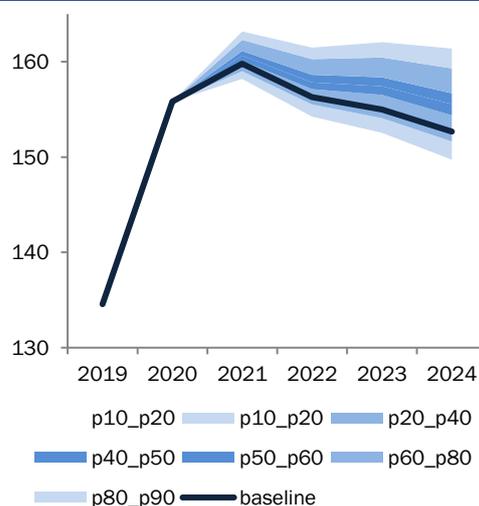
In caso di *shock* simmetrici, il debito si distribuisce intorno a un valore mediano che è pari a circa il 152,6 per cento del PIL alla fine dell'orizzonte temporale, quasi 18 punti percentuali superiore al dato registrato nel 2019 (134,6), ma di 3,2 punti percentuali inferiore al valore del 2020 (155,8). L'incertezza registrata sui risultati del 2024 è relativamente contenuta, come mostrato da una differenza di circa 11,5 punti percentuali tra il decimo e il novantesimo percentile della distribuzione del debito previsto risultante. Dopo il brusco innalzamento nel 2020, il rapporto debito/PIL rallenterebbe fortemente la crescita nell'anno successivo, dopodiché, a partire dal 2022, si avvierebbe su un sentiero decrescente in tutti gli scenari simulati. Nel 60 per cento degli scenari, nel 2024 il rapporto debito/PIL sarebbe inferiore al valore registrato nel 2020.

Rispetto a quanto osservato nel caso di *shock* simmetrici, gli *shock* asimmetrici determinano una distribuzione del rapporto debito/PIL di analoga ampiezza intorno allo scenario centrale, ma la tendenza e il livello si differenziano in modo visibile. Il valore mediano di fine periodo è di 155,5, circa 21 punti percentuali in più rispetto al dato del 2019 e più basso di 0,3 punti percentuali rispetto al valore del 2020 (155,8). Dopo l'innalzamento del 2020-2021, nel 60 per cento degli scenari simulati la dinamica del rapporto debito/PIL risulta decrescente a partire dal 2022, nei restanti casi la traiettoria è sostanzialmente stabile lungo l'orizzonte.

**FIGURA IV.2A: PROIEZIONE STOCASTICA DEL RAPPORTO DEBITO/PIL CON SHOCK SIMMETRICI**



**FIGURA IV.2B: PROIEZIONE STOCASTICA DEL RAPPORTO DEBITO/PIL CON SHOCK ASIMMETRICI**



Nota: I grafici riportano il 10°, 20°, 40°, 50°, 60°, 80° e 90° percentile della distribuzione del rapporto debito/PIL ottenuta con la simulazione stocastica. Fonte: Elaborazione MEF.

### Garanzie pubbliche

Al 31 dicembre 2020 lo stock di garanzie concesse dallo Stato e dalle amministrazioni locali ha raggiunto 215.491 milioni, pari al 13,0 per cento del PIL. L'aumento molto rilevante rispetto al 2019, di quasi 130.000 milioni, è ascrivibile prevalentemente alle garanzie concesse per sostenere la liquidità delle imprese a seguito della crisi economica provocata dall'emergenza COVID-19. Le garanzie preesistenti alla crisi segnano, invece, una riduzione, soprattutto quelle in favore del settore finanziario. L'espansione delle garanzie pubbliche ha riguardato esclusivamente quelle concesse dallo Stato, mentre l'esposizione delle amministrazioni locali rimane stabile attorno ad un livello dello 0,2 per cento del PIL.

**TAVOLA R.1: STOCK DI GARANZIE PUBBLICHE (milioni di euro)**

	2019		2020	
	Livello	% del PIL	Livello	% del PIL
Stock garanzie	85.800	4,8	215.491	13,0
settore finanziario (1)	25.112	1,4	13.396	0,8

(1) Banche italiane, Cassa Depositi e Prestiti e GACS.

### Garanzie legate all'emergenza COVID-19

Al fine di tutelare la liquidità e l'accesso al credito delle imprese duramente colpite dalla crisi economica, nel corso del 2020, si è agito su più fronti.

Con il D.L. n. 18/2020 (decreto 'Cura Italia'), il **Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese**<sup>7</sup> è stato notevolmente ampliato, in termini sia di dotazioni, sia di operatività. Questo fondo ha storicamente assunto un ruolo centrale negli interventi di politica economica in chiave anticiclica, di conseguenza, è risultato lo strumento maggiormente utilizzato durante la crisi, con un aumento di 90.490 milioni rispetto al 2019 che spiega quasi il 70 per cento della variazione annua complessivamente registrata. Al 31 dicembre 2020, il debito residuo garantito risulta pari a 116.991<sup>8</sup> milioni, di cui 96.492 milioni (5,8 per cento del PIL) attribuibili alle garanzie concesse all'emergenza COVID-19.

Inoltre, l'art. 56 del decreto Cura Italia ha stabilito la possibilità per imprese e professionisti di beneficiare del divieto di revoca, della proroga e della sospensione sui finanziamenti in essere (cd. "moratorie"). Gli istituti finanziari possono richiedere al Fondo di garanzia una copertura sussidiaria del 33 per cento, senza valutazione del merito di credito del soggetto beneficiario finale. A tal fine, il decreto ha istituito un'apposita sezione speciale del Fondo centrale, con una dotazione iniziale di 1.400 milioni per l'anno 2020<sup>9</sup>.

L'articolo 1 del D.L. n. 23/2020 (decreto Liquidità) ha istituito un nuovo fondo di garanzia, cd. **Garanzia Italia**, gestito da SACE S.p.A., con un massimale previsto di 200 miliardi, per favorire l'accesso al credito di imprese piccole, medie e grandi. Alla fine del 2020 le garanzie concesse hanno raggiunto un livello di 19.179 milioni (1,2 per cento del PIL), contribuendo all'incremento complessivo.

<sup>7</sup> Si tratta di uno strumento di politica industriale del Ministero dello Sviluppo Economico che fruisce della garanzia dello Stato e opera attraverso tre distinte modalità di intervento: garanzia diretta, concessa alle banche e agli intermediari finanziari; riassicurazione/controgaranzia su operazioni di garanzia concesse da Confidi e altri fondi di garanzia; cogaranzia concessa direttamente a favore dei soggetti finanziatori e congiuntamente ai Confidi e altri fondi di garanzia ovvero a fondi di garanzia istituiti nell'ambito dell'UE o da essa cofinanziati.

<sup>8</sup> L'ammontare si riferisce solo alle garanzie su cui sussiste un'esposizione dello Stato, in quanto una quota è coperta dai fondi di garanzia dell'UE.

<sup>9</sup> A inizio 2021, le richieste di garanzia al Fondo ai sensi dell'art. 56 del decreto Cura Italia hanno riguardato prestiti e linee di credito per un importo finanziato di circa 4,8 miliardi, come indicato nel [Comunicato n. 8 del 13 gennaio 2021](#) della Task Force sull'attuazione delle misure a supporto della liquidità di famiglie e imprese. Per maggiori dettagli sulle altre misure a supporto della liquidità a favore di imprese e famiglie adottate in risposta all'emergenza COVID-19, quali ad esempio le moratorie sui prestiti e l'ampliamento Fondo Gasparrini, si rimanda al Capitolo V di questo Documento.

Infine, l'articolo 35 del D.L. n. 34/2020 (decreto Rilancio) ha introdotto una nuova forma di riassicurazione da parte di SACE, pari al 90 per cento, dei **crediti commerciali assicurati** da imprese di assicurazione private che aderiscano al programma mediante apposita convenzione. Tale convenzione è stata attivata a fine 2020 e le garanzie riassicurate da SACE ammontano a 2 miliardi (0,1 per cento del PIL), pari al massimale previsto per legge.

La tavola riportata qui sotto, richiesta dalla Commissione Europea quale contenuto aggiuntivo del Programma di Stabilità di quest'anno, fornisce la quota di garanzie del 2020 attivate in risposta all'emergenza sanitaria, la data di adozione e il massimale teorico stabilito per legge (ove presente), accanto all'ammontare effettivamente concesso (tiraggio).

<b>TAVOLA R.2: STOCK DI GARANZIE PUBBLICHE NEL 2020 (% del PIL)</b>				
	Misure	Data di adozione (1)	Ammontare massimo di passività potenziali	Tiraggio
<b>In risposta al COVID-19</b>	Fondo centrale di garanzia per le PMI	17/03/2020	n.d.	5,84
	SACE- Garanzia Italia	8/04/2020	12,11	1,16
	Assicurazioni crediti commerciali	19/05/2020	0,12	0,12
	<b>Subtotale</b>			<b>7,12</b>
<b>Altre</b>	Fondo centrale di garanzia per le PMI			1,24
	TAV S.p.A.			0,06
	Aiuti al salvataggio delle imprese			0,00
	Garanzie delle amministrazioni locali			0,16
	GACS			0,63
	Emissioni obbligazionarie CDP S.p.A.			0,18
	Fondo di garanzia prima casa			0,53
	Fondo di garanzia per rischi non di mercato in favore di SACE			3,08
	Garanzia dello Stato a favore di ILVA			0,02
	Garanzie <i>Green New Deal</i>			0,01
	<b>Subtotale</b>			<b>5,92</b>
<b>TOTALE</b>				<b>13,05</b>

1) La data fa riferimento al provvedimento legislativo o decreto ministeriale che ha introdotto o rivisto lo schema di garanzia.

Così come altri Paesi europei, l'Italia ha utilizzato l'estensione delle garanzie pubbliche quale strumento di supporto alle attività produttive colpite dalla crisi dovuta alla pandemia, anche grazie al *Temporary Framework* europeo in tema di aiuti di Stato introdotto a marzo 2020. Il volume di garanzie pubbliche del nostro Paese (4,8 per cento del PIL nel 2019), pur in leggera crescita negli ultimi anni a fronte delle garanzie concesse per sostenere il sistema finanziario, si è mantenuto su un livello inferiore a quello dei principali partner europei, suggerendo la presenza di un ampio margine di intervento. Il livello di garanzie effettivamente concesso nel 2020 a fronte della crisi epidemica, pari al 7,1 per cento del PIL, è nettamente inferiore al massimale potenziale previsto per legge. Inoltre, sebbene vi sia ancora scarsa disponibilità di dati omogenei e comparabili, le prime analisi evidenziano che le differenze dell'Italia rispetto a Francia, Spagna, e in qualche misura Germania, sono molto limitate, sia per il volume di garanzie concesse, sia per le caratteristiche delle garanzie stesse<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Cfr. Anderson, J., F. Papadia and N. Véron (2021) 'COVID-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies', Working Paper 03/2021, Bruegel. Con riferimento alle sole garanzie legate all'emergenza COVID-19, per tutti i Paesi europei esaminati nel paper è stimato un volume di garanzie inferiore al 10 per cento del PIL (con riferimento al PIL del 2019). Nel dettaglio, le stime preliminari per gli altri Paesi sono le seguenti: Germania 1 per cento del PIL, Francia 5 per cento del PIL, Regno Unito 5 per cento del PIL, Spagna 9 per cento del PIL.

### Revisione del sistema di riassicurazione SACE a supporto dell'export

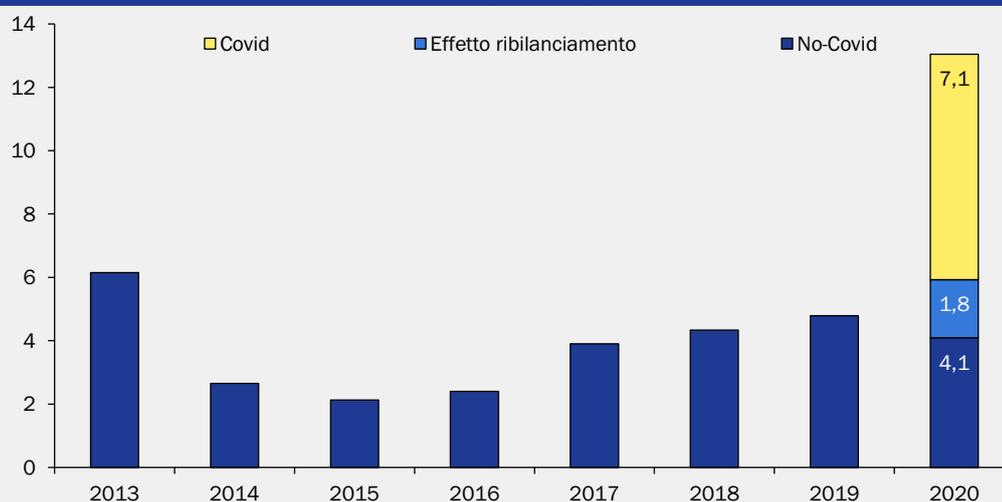
Oltre alle misure previste specificatamente per le imprese in difficoltà a causa della crisi, l'articolo 2 del decreto Liquidità ha rafforzato il ruolo del MEF nel supporto all'export e all'internazionalizzazione delle imprese, rivedendo il sistema di coassicurazione tra SACE S.p.A. e lo Stato degli impegni derivanti dall'attività assicurativa di SACE in ambito export. Tale sistema era già operativo attraverso il **Fondo di Garanzia per i rischi non di mercato in favore di SACE**, con cui lo Stato riassicura, a titolo oneroso, quota parte dei rischi non di mercato già assunti da SACE S.p.A. per operazioni riguardanti settori strategici per l'economia italiana o società di rilevante interesse nazionale in termini di livelli occupazionali, di entità di fatturato o di ricadute per il sistema economico produttivo del Paese, che sono in grado di determinare in capo a SACE elevati rischi di concentrazione verso singole controparti, gruppi di controparti connesse o Paesi di destinazione.

Il nuovo sistema introdotto dal decreto Liquidità ha disposto l'aumento della quota assicurata dallo Stato dal 10 al 90 per cento, con riferimento sia agli impegni in essere già assunti da SACE, sia delle future nuove operazioni ancora da deliberare. Il ribilanciamento 90 per cento Stato - 10 per cento SACE ha comportato un trasferimento di esposizione allo Stato quantificato in 30.242 milioni (1,8 per cento del PIL), pari cioè ad oltre la metà del Fondo di Garanzia per i rischi non di mercato in favore di SACE. Quest'ultimo al 31 dicembre 2020 ha raggiunto 50.944 milioni (3,1 per cento del PIL).

### Garanzie preesistenti non direttamente legate all'emergenza COVID-19

Come detto, le altre categorie di garanzie preesistenti alla crisi mostrano una flessione rispetto al 2019, scendendo ad un livello pari al 4,1 per cento del PIL. La percentuale non considera l'effetto derivante dal ribilanciamento della riassicurazione dello Stato in favore di SACE in ambito export (cfr. Figura R.1).

**FIGURA R.1: GARANZIE PUBBLICHE NEL 2020 (% del PIL)**



Fonte: Fino al 2019 dati Eurostat. Per il 2020, elaborazione MEF.

Nota: Con il termine effetto ribilanciamento si fa riferimento all'effetto derivante dalla riforma ai sensi dell'art. 2 del D.L. 23/2020, secondo la quale passa dal 10 al 90 per cento la quota assicurata dallo Stato degli impegni, in essere o nuovi, assunti da SACE nell'ambito del sostegno all'export e all'internazionalizzazione, con conseguente aumento del volume di esposizione dello Stato e contestuale miglioramento della qualità del portafoglio complessivo grazie alla diminuzione del rischio di concentrazione.

In particolare, il complesso delle garanzie concesse ad istituti del settore finanziario, inclusive di banche, GACS e quelle relative alla Cassa Depositi e Prestiti è stato pari a circa

13.396 milioni (0,8 per cento del PIL), in diminuzione di 11.716 milioni rispetto al 2019. Tra queste, il debito residuo sulle garanzie concesse alle banche italiane, per le passività sui titoli obbligazionari emessi dagli istituti di credito, risulta nullo.

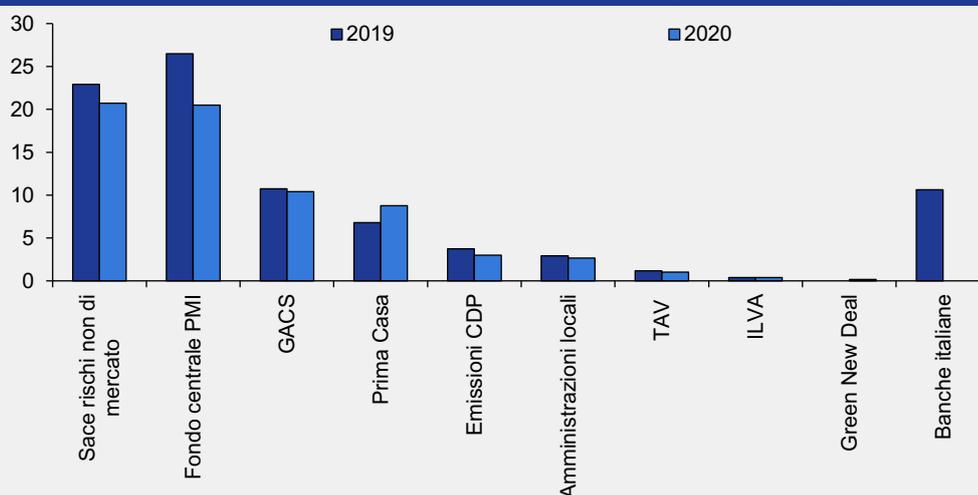
Fanno eccezione le garanzie in favore delle famiglie per la prima casa, aumentate in totale di 1.973 milioni rispetto al 2019, e le nuove garanzie *Green New Deal* introdotte a luglio 2020 pari a 167 milioni.

Le garanzie pubbliche non legate alla crisi pandemica sono riepilogate qui di seguito:

- *Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese.* Il debito residuo garantito che esula da quanto concesso in risposta alla crisi è di circa 20.499 milioni.
- *TAV S.p.A.* Il Ministero dell'Economia e delle Finanze garantisce l'adempimento degli obblighi derivanti alle Ferrovie dello Stato S.p.A. nei confronti della TAV S.p.A., in relazione alla concessione, realizzazione e gestione del sistema Alta Velocità. Si tratta di una garanzia fideiussoria finalizzata a rendere possibile il reperimento sul mercato delle risorse finanziarie necessarie alla realizzazione della rete ad alta velocità. Al 31 dicembre 2020 il debito residuo garantito risulta pari a circa 1.003 milioni.
- *GACS (Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze).* È uno strumento che il Tesoro mette a disposizione degli operatori del credito e della finanza per favorire lo smaltimento delle sofferenze bancarie. Lo Stato garantisce soltanto le *tranche senior* dei portafogli di *Non Performing Loans* cartolarizzati, ossia quelle più sicure, che sopportano per ultime le eventuali perdite derivanti da recuperi sui crediti inferiori alle attese: non si può procedere al rimborso delle tranches più rischiose, se non sono prima state integralmente rimborsate le *tranche senior* garantite dallo Stato. Il prezzo della garanzia è di mercato, come riconosciuto anche dalla Commissione Europea, che concorda sul fatto che lo schema non contempli aiuti di Stato distorsivi della concorrenza. Al 31 dicembre 2020, il debito residuo garantito è pari a 10.396 milioni.
- *Garanzie assunte dalle amministrazioni locali.* I dati relativi alle garanzie prestate dagli enti locali sono forniti dalla Banca d'Italia, che li rileva attraverso le informazioni trasmesse, per mezzo delle segnalazioni di vigilanza, direttamente dagli istituti finanziari che ne beneficiano. Al 31 dicembre 2020, il debito residuo garantito risulta pari a circa 2.643 milioni.
- *Emissioni obbligazionarie della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.* Con Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze n. 2545027 del 24 dicembre 2015, è stata concessa la garanzia dello Stato sulle emissioni obbligazionarie della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. per un ammontare massimo complessivo di 5 miliardi, al fine di assicurare il reperimento delle risorse per lo svolgimento dell'attività di finanziamento pubblico. Al 31 dicembre 2020, sono state concesse garanzie per l'importo complessivo di 3.000 milioni.
- *Fondo di garanzia per la prima casa* (art. 1, c. 48, lettera c della Legge di Stabilità 2014), che garantisce il 50 per cento dei mutui ipotecari per l'acquisto, la ristrutturazione e l'efficientamento energetico di immobili adibiti ad abitazione principale. Nel 2020, le garanzie in essere risultano pari a 8.768 milioni.
- *Garanzie dello Stato a favore dell'ILVA.* Le garanzie sono concesse su finanziamenti di importo fino a 400 milioni erogati dal sistema bancario in favore dell'organo commissariale di ILVA S.p.A., al fine della realizzazione degli investimenti necessari al risanamento ambientale, nonché di quelli destinati ad interventi a favore di ricerca, sviluppo e innovazione, formazione e occupazione. Al 31 dicembre 2020, sono state concesse garanzie per l'intero importo di 400 milioni.
- *Garanzie SACE Green New Deal.* Nuovo strumento introdotto con il D.L. n. 76/2020, finalizzato al supporto di nuovi progetti o investimenti di aziende di qualsiasi dimensione in grado di agevolare la transizione verso un'economia pulita e circolare, favorire l'integrazione dei cicli produttivi con tecnologie a basse emissioni per la

produzione di beni e servizi e facilitare la transizione verso una mobilità sostenibile, multimodale e intelligente al fine di ridurre l'inquinamento. Al 31 dicembre 2020 il volume di garanzie concesse ammonta a 167 milioni.

**FIGURA R.2: GARANZIE PUBBLICHE NO COVID NEL 2019 E 2020 (miliardi di euro)**



Fonte: Elaborazione MEF.

Nota: Il Fondo di garanzia SACE per rischi non di mercato esclude l'effetto ribilanciamento Stato-SACE, mentre il Fondo Centrale di garanzia per le PMI include solo la quota non legata all'emergenza COVID-19.

### Stanziamenti di legge assegnati ai fondi di garanzia al 31/12/2020

A copertura delle possibili escussioni previste negli anni futuri, i provvedimenti normativi adottati hanno progressivamente rafforzato la dotazione dei seguenti fondi di garanzia contabilizzati nel bilancio dello Stato:

- **Fondo Centrale di garanzia per le PMI:** 15,2 miliardi per il periodo 2021/2027<sup>11</sup>, di cui:
  - 2,8 miliardi ai sensi della Legge di Bilancio per il 2020;
  - 7,3 miliardi ai sensi dell'articolo 64, comma 1, D.L. 14 agosto 2020, n. 104 (cd. decreto agosto);
  - 4,5 miliardi ai sensi dell'articolo 1, comma 246, della Legge di Bilancio per il 2021.
  - 0,6 miliardi ai sensi di altre disposizioni.
- **Garanzia Italia e Garanzia a Mercato<sup>12</sup>:**
  - 29,3 miliardi.
- **Garanzia sulle assicurazioni sui crediti commerciali<sup>13</sup>:**
  - 1,7 miliardi.

<sup>11</sup> Parte di questi fondi sono stati destinati alla Sezione speciale per le moratorie, inizialmente prevista di 1,4 miliardi per il 2020 e poi finanziata per 300 milioni per il 2021 dalla Legge di bilancio 178/2020 art. 1 commi 248-254.

<sup>12</sup> Art. 1 e art. 2, comma 1, lettera c del D.L. n. 23/2020 e art. 31 del D.L. n. 34/2020.

<sup>13</sup> Art. 31 del D.L. n. 34/2020.

## IV.2 SCENARI DI MEDIO PERIODO

In questa sezione si presenta un'analisi di sensitività sul profilo del rapporto debito/PIL basata su insiemi di ipotesi che impattano in modo congiunto sulla crescita del PIL, sulla curva dei rendimenti e sui saldi primari di bilancio. Ciò consente di estrapolare scenari alternativi di proiezione della dinamica del rapporto debito/PIL lungo un orizzonte che si estende fino al 2032. Considerata la rilevanza strategica del piano di investimenti Next Generation EU (NGEU), accanto a uno scenario intermedio, vengono proposti due scenari che recepiscono, rispettivamente, i pieni effetti del NGEU (NGEU-Fully-ON) e l'assenza degli effetti del NGEU ("NGEU-OFF").

Lo scenario intermedio (o "2024") coincide fino al 2024 con il quadro programmatico del presente Documento di Economia e Finanza, già presentato nei precedenti capitoli. Nel medio periodo, a partire dal 2025, la crescita economica è allineata a quella del PIL potenziale stimato con la metodologia "t+10" sviluppata dal *Output Gap Working Group* del *Economic Policy Committee*. Per quanto riguarda la finanza pubblica, nel medio periodo il saldo primario strutturale è pari al valore previsto per il 2024 corretto per la variazione delle entrate associate ai redditi proprietari della PA (*Property Income*, PI), ottenute come da metodologia illustrata nell'*Ageing Report* della Commissione Europea del 2018, e per le spese connesse all'invecchiamento (*Age Related Expenditures*, AGE), stimate dalla Ragioneria Generale dello Stato a partire dal quadro macroeconomico tendenziale sottostante il presente documento<sup>14</sup>.

Gli interessi annuali, che concorrono a stimare la dinamica del debito, sono calcolati - a partire dagli attuali tassi di mercato e i conseguenti tassi *forward* impliciti nell'attuale curva dei rendimenti - con il modello SAPE del Tesoro, che è alimentato dalla base dati dello *stock* dei titoli di stato attuale e previsionale. Il rapporto debito/PIL è prolungato assumendo, come punto di partenza, la composizione e la struttura per scadenza dello *stock* di debito sottostante l'ultimo anno di previsione (2024).

Lo scenario che tiene in considerazione i pieni effetti del Next Generation EU (NGEU-Fully-ON) presenta le seguenti caratteristiche: si basa sul un quadro macroeconomico programmatico prolungato fino al 2026, che tiene conto dei maggiori effetti sulla crescita degli investimenti collegati al piano NGEU che avranno luogo nel biennio successivo all'arco temporale del Programma di Stabilità<sup>15</sup> (2025-2026). Il PIL potenziale è stimato tenendo conto delle previsioni per il 2025- 2026 e, successivamente al 2026, il PIL reale è proiettato in accordo con la metodologia t+10. Lo scenario ipotizza altresì, a partire dal 2021, un graduale abbassamento di tutta la curva dei rendimenti rispetto al livello della curva dello scenario "2024" fino a 50 punti base; successivamente al 2025, la riduzione è mantenuta costante. Tale scostamento sarebbe associato a un diminuito premio del rischio dell'emittente sovrano rispecchiato da una riduzione dello *spread*

<sup>14</sup> Per i dettagli metodologici, si veda: "Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario - Rapporto n. 21", redatto dalla Ragioneria Generale dello Stato, disponibile su: [http://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-I/attivita\\_istituzionali/monitoraggio/spesa\\_pensionistica/](http://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-I/attivita_istituzionali/monitoraggio/spesa_pensionistica/).

<sup>15</sup> Un esercizio analogo è stato presentato all'interno della NADEF 2020, con la differenza che la maggior crescita era riferita al triennio 2024-2026, dal momento che l'orizzonte temporale della NADEF terminava nell'anno 2023.