

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

**nell'ambito dell'attività conoscitiva
preliminare all'esame del
Documento di economia e finanza 2024**

**Commissione riunite
V della Camera dei deputati
(Bilancio, Tesoro e programmazione) e
5ª del Senato della Repubblica
(Programmazione economica, bilancio)**

22 aprile 2024



Indice

1. Le tendenze congiunturali e le esogene della previsione	5
1.1 La congiuntura mondiale e le ipotesi del Documento di economia e finanza sulle variabili internazionali	5
1.2 La congiuntura dell'economia italiana	9
1.3 Il settore delle costruzioni e gli investimenti agevolati con il Superbonus	15
1.3.1 Le tendenze nel comparto delle costruzioni negli ultimi anni	15
1.3.2 Gli investimenti in edilizia residenziale nel 2021-23	17
1.3.3 Gli investimenti agevolati dal Superbonus e la fase ciclica	19
2. Il quadro macroeconomico	23
2.1 Il quadro macroeconomico tendenziale	23
2.2 La validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali	25
2.3 Alcuni fattori di rischio delle previsioni macroeconomiche	29
3. La finanza pubblica	31
3.1 Il quadro tendenziale di finanza pubblica	31
3.1.1 Le garanzie in favore delle piccole e medie imprese	47
3.2 L'evoluzione del debito	49
3.2.1 L'impatto dei programmi dell'Eurosistema su mercato dei titoli di Stato italiani	56
3.2.2 La sensibilità del rapporto tra il debito e il PIL	58
4. Il quadro di finanza pubblica alla luce delle regole di bilancio e delle indicazioni da parte della UE	65
4.1 Le indicazioni da parte dell'Eurogruppo per la politica di bilancio dei paesi dell'area dell'euro	65
4.2 La regola sul disavanzo	67
4.3 Le Raccomandazioni specifiche sulla politica di bilancio da parte della UE indirizzate all'Italia	68
4.4 Gli scenari di finanza pubblica di medio termine nel contesto del nuovo quadro di regole della UE	71
4.4.1 Gli elementi principali del nuovo quadro di regole di bilancio della UE	71
4.4.2 Gli scenari di finanza pubblica di medio termine coerenti con il nuovo quadro di regole di bilancio	73

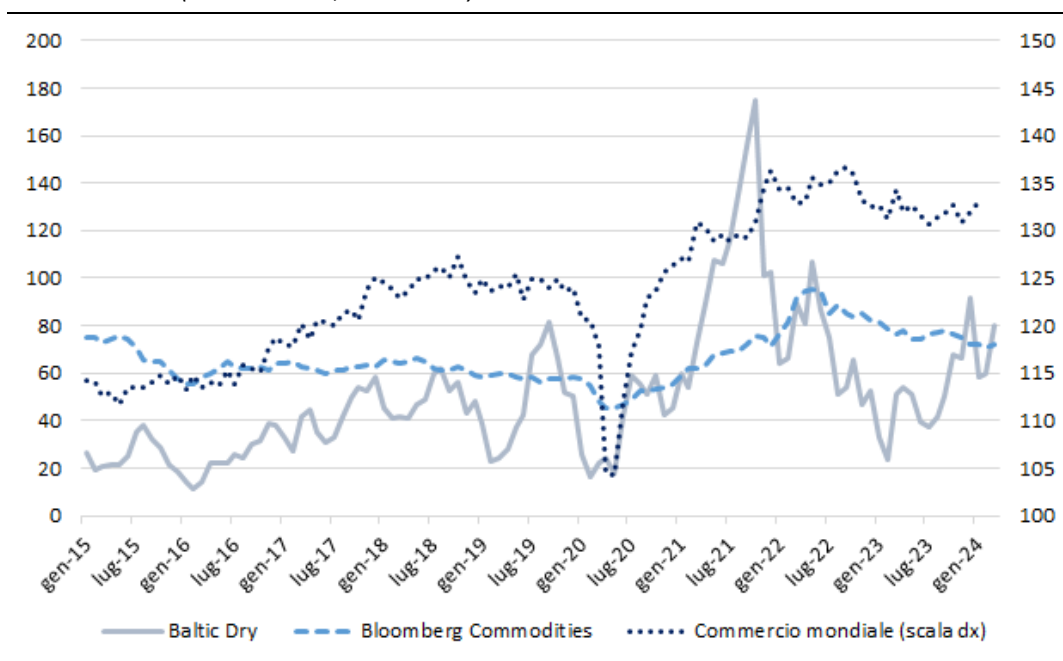
L'audizione non tiene conto delle informazioni contenute nella Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni pubbliche pubblicata in data odierna dall'Istat. In tale documento il disavanzo del 2023 è stato rivisto al rialzo dal 7,2 al 7,4 per cento del PIL e, corrispondentemente, il disavanzo primario è passato dal 3,4 al 3,6.

1. Le tendenze congiunturali e le esogene della previsione

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

Le crisi geopolitiche e l'incertezza economica influenzano i commerci internazionali e la politica monetaria. Il prolungarsi dei conflitti in Ucraina e nel Medio Oriente rende il contesto internazionale instabile e genera incertezza sulle prospettive economiche globali. Le ripercussioni sono già evidenti nella volatilità dei prezzi del petrolio, delle altre materie prime e dei noli marittimi, sia delle navi sia dei container. I colli di bottiglia nei trasporti intercontinentali sono evidenti nei canali più utilizzati per le rotte transoceaniche; a Suez il passaggio di navi è frenato dagli attacchi degli Houthi, a Panama i transiti sono contingentati a causa del basso fondale, assottigliato a causa di condizioni climatiche eccezionalmente calde: nel 2023 la temperatura media globale è stata la più alta mai registrata. Tali condizioni generano ritardi negli approvvigionamenti, che frenano il commercio mondiale (fig. 1.1), aumentano i costi e quindi potrebbero spingere i prezzi. In questo contesto, le autorità monetarie sulle due sponde dell'Atlantico si sono fatte più prudenti nella comunicazione sulle prossime decisioni di politica monetaria, che dipenderanno in misura cruciale dai dati macroeconomici che verranno rilasciati nei prossimi mesi.

Fig. 1.1 – Indici di attività globale
(numeri indice, 2010 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati CPB, Baltic Exchange e Bloomberg.

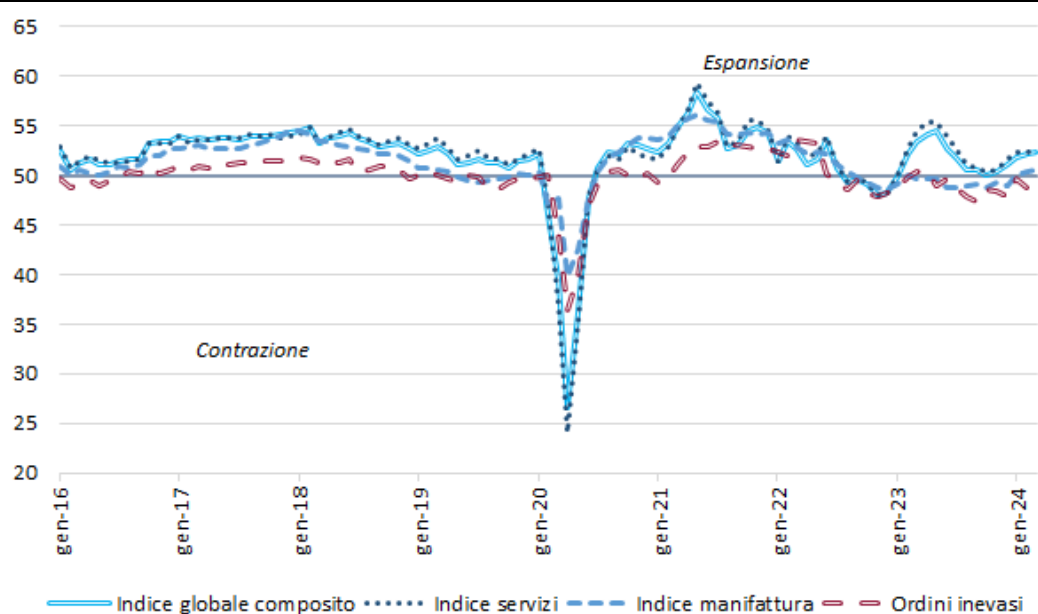
L'economia mondiale si riprende: le prospettive del FMI per il 2024-25. Secondo il Fondo monetario internazionale (FMI), negli ultimi anni l'economia mondiale è risultata resiliente agli eventi avversi; la pandemia ha interrotto le catene globali del valore e il conflitto tra Russia e Ucraina ha innescato il processo inflazionistico in seguito al quale le banche centrali hanno rapidamente ristretto la politica monetaria. Ora le condizioni si vanno lentamente normalizzando e il FMI prospetta una variazione del prodotto nel 2024-25 in linea con quella dello scorso anno (3,2 per cento).

Per quanto riguarda i singoli paesi o aree, il 2023 si è chiuso con dinamiche eterogenee tra le maggiori economie. Gli Stati Uniti sono cresciuti in misura rilevante (2,5 per cento), mentre l'area dell'euro ha poco più che ristagnato (0,4 per cento), risentendo dell'arretramento della Germania (-0,3 per cento). Il PIL della Cina, seppure in rallentamento, è cresciuto del 5,2 per cento e poi ha sorpreso al rialzo nel trimestre scorso (5,3 per cento in termini tendenziali).

Le prospettive a breve termine sembrano in miglioramento. L'indice PMI globale dei direttori degli acquisti è aumentato negli ultimi quattro mesi, trainato dai servizi e dalla manifattura, mentre gli ordini inevasi mostrano un lieve decremento per via di una domanda ancora modesta (fig. 1.2).

Secondo le ultime previsioni del FMI, l'economia degli Stati Uniti dovrebbe leggermente accelerare quest'anno (2,7 per cento), per poi rallentare nel 2025 (1,9 per cento). Nell'area dell'euro si dovrebbe assistere a un raddoppio del tasso di espansione del PIL sia nel 2024 (0,8 per cento dallo 0,4 del 2023) sia nel 2025 (1,5 per cento). In Cina, invece, i

Fig. 1.2 – Indice PMI Globale



Fonte: S&P Global.

problemi legati al settore immobiliare dovrebbero limitare l'incremento del PIL nel biennio 2024-25 (al 4,6 e 4,1 per cento rispettivamente).

Ripresa del commercio mondiale e flessione dei prezzi energetici nel quadriennio di previsione del Documento di economia e finanza (DEF). Per il quadriennio di previsione il DEF anticipa un'accelerazione del commercio mondiale rispetto all'espansione molto moderata del 2023 (0,8 per cento). Per quest'anno e il prossimo ci sarebbe una vistosa accelerazione, mentre nel successivo biennio si andrebbe gradualmente verso una normalizzazione. In termini di elasticità del commercio al PIL mondiale, da poco più dell'unità per l'anno corrente si passerebbe a poco meno dell'1,5 nel successivo triennio. La dinamica della serie basata sui mercati rilevanti per l'Italia (tab. 1.1) presenta uno scostamento rispetto al commercio mondiale nel primo biennio (più debole nel 2024 e più forte nel 2025), mentre risulta sostanzialmente allineata al commercio mondiale nel secondo biennio. Rispetto alla scorsa Nota di aggiornamento del DEF (NADEF) vi è una revisione significativa al ribasso per i mercati rilevanti di tre decimi di punto nel 2024, per il commercio mondiale di sette decimi di punto nel 2025. Negli altri anni la dinamica delle proiezioni è sostanzialmente invariata rispetto a quella della NADEF 2023.

Tra la fine della scorsa estate e metà aprile il prezzo del petrolio ha oscillato tra gli 80 e i 100 dollari per barile. Tali fluttuazioni sono state determinate da elementi contingenti, che vanno dalla guerra in Medio Oriente agli annunci OPEC+ sui tagli di produzione, senza però determinare un'inversione di rotta. **Le ipotesi del DEF sul prezzo del petrolio per il prossimo quadriennio (tab. 1.2), formulate sulla base delle quotazioni medie degli ultimi dieci giorni lavorativi fino al primo marzo dei contratti futures, ipotizzano una graduale discesa dei prezzi**, da poco meno di 81 dollari per barile fino a 71 nel 2027. Per il 2024 le quotazioni appaiono in linea con la NADEF, mentre sono inferiori di meno di due dollari al barile nel biennio 2025-26. Aggiornando le quotazioni al 12 aprile, che incorporano quindi la recente escalation militare nel Medio Oriente, le quotazioni sarebbero più elevate, rispettivamente di circa 5, 4, 3 e 2 dollari per barile nei quattro anni tra il 2024 e il 2027.

Tab. 1.1 – Prodotto e commercio globale nelle più recenti previsioni

	2023	2024	2025	2026	2027
Prodotto mondiale					
DEF	2,7	2,4	2,8	2,8	2,6
FMI	3,2	3,2	3,2	-	-
Commercio mondiale					
DEF ⁽¹⁾	-1,8	1,9	4,4	3,9	3,3
FMI	0,3	3,0	3,3	-	-

Fonte: DEF 2024 e Fondo monetario internazionale (2024), *World Economic Outlook*, aprile.

(1) Mercati esteri rilevanti per l'Italia.

Tab. 1.2 – Prezzo del petrolio (Brent), quotazioni (dollari)

	2023	2024	2025	2026	2027
DEF (quotazioni futures rilevate negli ultimi 10 giorni lavorativi terminati il 1° marzo)					
Livello, dollari per barile	82,4	80,9	75,8	72,7	70,9
Variazione %		-1,9	-6,3	-4,0	-2,5
Quotazioni futures rilevate negli ultimi 10 giorni lavorativi terminati il 12 aprile					
Livello, dollari per barile	82,4	86,1	80,3	75,8	72,9
Variazione %		4,4	-6,6	-5,7	-3,9

Fonte: DEF 2024 e S&P Global.

La strategia europea di diversificazione delle fonti di approvvigionamento e del riempimento delle riserve sembra ormai consolidata e i risultati sono visibili nelle quotazioni del gas naturale. Fatta eccezione per qualche modesto incremento nel primo scorcio del nuovo anno termico, che inizia il primo ottobre, le quotazioni sul mercato TTF non hanno subito forti pressioni al rialzo. Dall’inizio del 2024 il prezzo del gas si è collocato stabilmente sotto i 30 euro per MWh.

Il DEF, tenuto conto delle quotazioni a termine del gas sul mercato olandese, ipotizza un prezzo del metano abbastanza stabile lungo il quadriennio di programmazione, al di sotto dei 30 euro per MWh. Le revisioni rispetto alla NADEF sono consistenti e dell’ordine dei 30, 20 e 10 euro per MWh rispettivamente nei tre anni 2024-26. Anche per il gas le nuove tensioni determinate dagli scontri tra Iran e Israele hanno spostato verso l’alto la curva dei *futures*, in modo non lineare tra 1 e 4 euro per MWh.

La valuta europea ha mostrato una certa volatilità in estate per via dei cambiamenti delle attese sull’inflazione e le decisioni di politica monetaria tra le due sponde dell’Atlantico. Dall’inizio di quest’anno, invece, il cambio verso la valuta statunitense si è pressoché stabilizzato.

Per il DEF le ipotesi sul cambio (tab. 1.3), formulate mantenendo fisso sull’orizzonte di previsione il cambio al valore medio registrato negli ultimi 10 giorni lavorativi fino al primo di marzo, **anticipano una stabilità nella quotazione a 1,08 dollari per euro**. Nonostante le oscillazioni avvenute tra la formulazione delle ipotesi per la NADEF 2023 e quelle per il DEF, le quotazioni nei due documenti appaiono identiche. Nei primi mesi dell’anno il cambio è risultato abbastanza stabile intorno a 1,08 dollari per euro e l’aggiornamento dell’ipotesi tecnica non ne modifica il profilo. Ricorrendo invece alle quotazioni a termine la valuta europea si apprezzerrebbe gradualmente, fino a 1,14 dollari per euro.

Tab. 1.3 – Cambio dollaro/euro

	2023	2024	2025	2026	2027
DEF (tasso di cambio costante alla media dei 10 giorni terminati il 1° marzo)	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
Tasso di cambio costante alla media dei 10 giorni terminati il 12 aprile	-	1,08	1,08	1,08	1,08
Quotazioni <i>forward</i> medie rilevate nei 10 giorni terminati il 12 aprile	-	1,08	1,10	1,12	1,14

Fonte: DEF 2024, BCE e S&P Global.

Le ipotesi sui tassi di interesse, desunte dalle attese di collocamento dei titoli di Stato alle varie scadenze, scontano aspettative di riduzione dei tassi di riferimento da parte delle autorità monetarie e l'elevata richiesta di titoli italiani sui mercati internazionali, come manifestato dalla compressione degli *spread* dei rendimenti sul debito sovrano. Secondo le ipotesi del DEF i tassi sui titoli a breve termine dovrebbero collocarsi quest'anno intorno al 3,6 per cento, per poi diminuire intorno al 3,0 nel successivo triennio. I tassi a lunga scadenza, al contrario, mostrano un lieve incremento tra quest'anno e il 2027, pari in media a due decimi l'anno, per cui passerebbero dal 3,8 per cento del 2024 al 4,3 del 2027. Rispetto alla scorsa NADEF la revisione sui rendimenti dei titoli a breve nel 2024 è modesta, di due decimi di punto, mentre nel resto dell'orizzonte di previsione sia i tassi a breve sia quelli a dieci anni sono stati ridotti di oltre sei decimi di punto.

In generale le proiezioni delle variabili esogene del DEF appaiono oggi ancora coerenti con quanto ipotizzato oltre un mese e mezzo fa. Tuttavia, l'incertezza e i rischi sono aumentati, a causa della possibile estensione del conflitto mediorientale ad altri paesi dell'area, le cui conseguenze a cascata sarebbero rilevanti. Vi è inoltre incertezza sulle tempistiche dell'atteso allentamento della politica monetaria in Europa e negli Stati Uniti, la cui eventuale asincronia potrebbe ripercuotersi sulla volatilità del mercato valutario.

1.2 La congiuntura dell'economia italiana

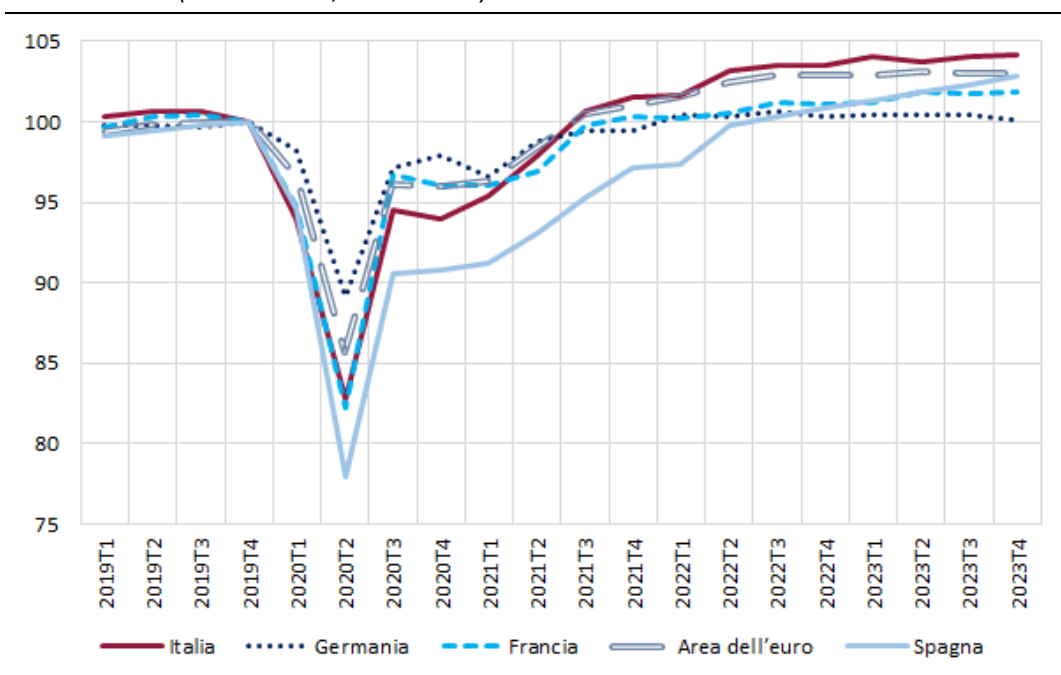
Lo scorso anno in Italia la crescita economica è stata sostenuta dalla domanda interna. Dopo il forte recupero nel biennio 2021-22, nel 2023 il PIL dell'Italia è aumentato dello 0,9 per cento. Il rallentamento osservato lo scorso anno ha riguardato anche le altre maggiori economie europee, ma l'espansione del PIL dell'Italia si è confermata per il terzo anno consecutivo superiore a quella dell'area dell'euro (prossima al mezzo punto percentuale), che ha risentito della recessione in Germania (fig. 1.3). Nel 2023 l'economia italiana è stata prevalentemente sospinta dalla domanda interna; la componente estera netta ha fornito un apporto appena positivo, mentre il contributo della variazione delle

scorte è stato ampiamente negativo. Dal lato dell'offerta, l'incremento del valore aggiunto è derivato dalle costruzioni e soprattutto dai servizi, mentre l'agricoltura ha ripreso a flettere e l'industria in senso stretto si è ridimensionata per il secondo anno di seguito.

Nello scorcio finale del 2023 il PIL ha confermato la dinamica congiunturale del trimestre precedente (0,2 per cento), in quanto la frenata dei consumi privati è stata compensata dall'aumento dell'accumulazione di capitale e delle esportazioni (fig. 1.4). Dal lato dell'offerta gli andamenti congiunturali del valore aggiunto nell'ultimo trimestre del 2023 sono stati lievemente negativi nell'agricoltura e nei servizi, ma si sono fortemente rafforzati nelle costruzioni, con l'approssimarsi di alcune scadenze fiscali legate al Superbonus.

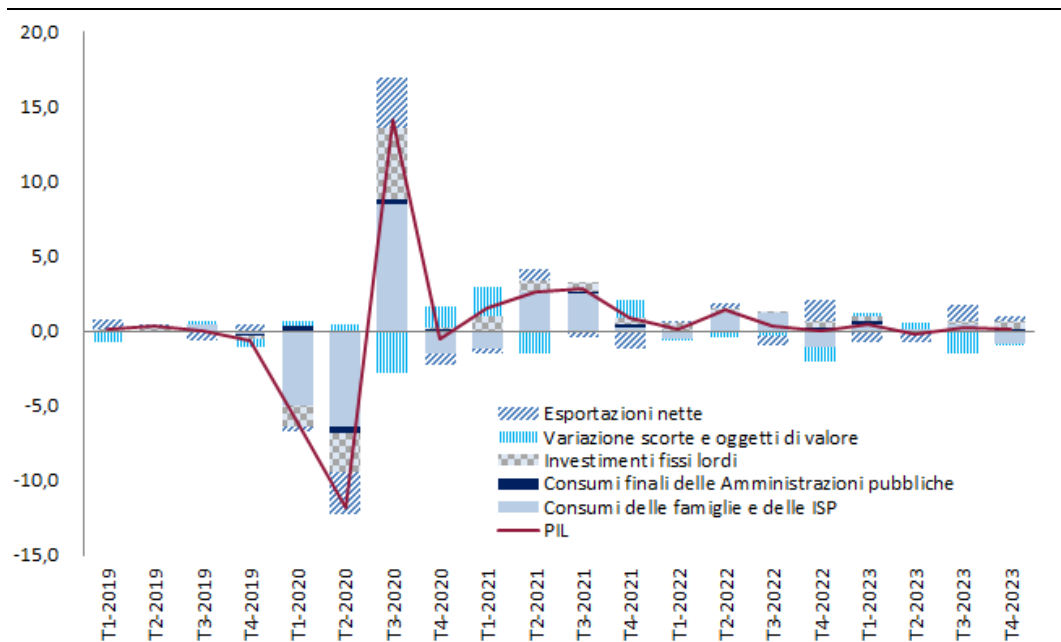
Incerteza economica e segnali contrastanti caratterizzano l'attuale fase ciclica. Dall'inizio dell'anno il quadro degli indicatori congiunturali appare eterogeneo. L'attività industriale è debole, ma le inchieste qualitative prospettano un recupero; specularmente, l'edilizia eredita dall'anno scorso volumi elevati nell'attesa di un graduale indebolimento. Il quadro è poi reso incerto dal contesto internazionale, con il perdurare dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente (come dettagliato nel paragrafo 2.3 "Alcuni fattori di rischio delle previsioni macroeconomiche"). Molte imprese segnalano tempi di consegna più lunghi come freno all'*export*, in concomitanza con gli attacchi degli Houthi nel Mar Rosso. Secondo l'ultima Indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, circa un'impresa su tre dell'industria in senso stretto ha subito ritardi

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



Fonte: Eurostat.

Fig. 1.4 – Variazione del PIL e contributi delle componenti della domanda al PIL
(variazioni percentuali congiunturali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Istat.

nell’approvvigionamento di fattori della produzione o maggiori costi di trasporto nel trimestre scorso a causa della chiusura delle rotte commerciali navali nel Mar Rosso¹. Al contempo si prefigura anche qualche segnale di miglioramento; per le imprese si è registrato un allentamento delle tensioni sul mercato del credito, con l’indicatore sulle difficoltà di accesso al credito dell’Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) che nei trimestri più recenti ha gradualmente ripiegato dai massimi dello scorso anno.

Nei primi due mesi dell’anno si è confermata la debolezza della produzione industriale, ma le attese appaiono in miglioramento; il PMI manifatturiero ha superato in marzo la soglia di 50 (che delimita le fasi di espansione e di contrazione) al di sotto della quale si era stabilmente collocato a partire dal secondo trimestre dello scorso anno. Analogamente, l’indice Istat di fiducia del comparto in marzo ha segnato un incremento di circa un punto, eccedendo il valore medio registrato nel secondo semestre del 2023.

La produzione delle costruzioni nel corso del 2023 è cresciuta a ritmi sostenuti, come nell’ultimo triennio. In febbraio l’attività si è ridotta, sostanzialmente riportandosi sui valori di novembre, comunque molto elevati nel confronto storico. L’indice PMI delle costruzioni è diminuito in marzo, ma resta poco oltre la soglia di 50. La dinamica dell’attività edile è in questa fase influenzata dall’evoluzione della normativa sul Superbonus, come riportato nel successivo paragrafo 1.3 (“Il settore delle costruzioni e gli investimenti agevolati con il Superbonus”). Riguardo alle compravendite del settore

¹ Secondo stime preliminari, elaborate sia da diverse istituzioni sia dall’UPB nella Nota sulla congiuntura del febbraio scorso, l’impatto delle attuali tensioni nel Mar Rosso sulla dinamica dei prezzi al consumo dell’Italia sarebbe di alcuni decimi di punto percentuale. Tuttavia, se le condizioni dovessero deteriorarsi più a lungo l’effetto potrebbe essere più elevato.

immobiliare, in base al sondaggio sul mercato delle abitazioni condotto in gennaio e febbraio dall’Agenzia delle entrate, la Banca d’Italia e Tecnoborsa, la domanda di case rimane debole e flettono gli incarichi a vendere, anche a causa della preferenza da parte dei proprietari per gli affitti brevi.

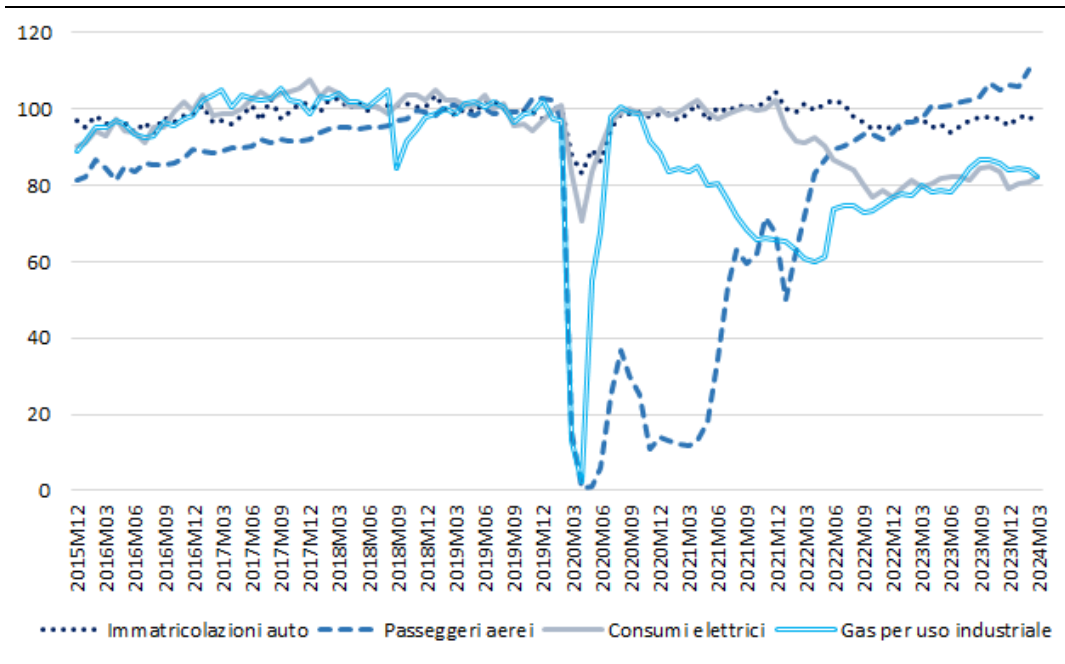
Nel terziario il valore aggiunto è rimasto pressoché invariato nel trimestre finale del 2023 (-0,1 per cento in termini congiunturali); nel complesso dell’anno è comunque aumentato dell’1,6 per cento, una dinamica quasi doppia rispetto al PIL. Le inchieste sembrano prospettare un rafforzamento dell’attività dei servizi nel breve periodo: il PMI si colloca da gennaio sopra la soglia di demarcazione tra espansione e contrazione e in marzo si è ulteriormente irrobustito; similmente, l’indice di fiducia dei servizi di mercato dell’Istat in marzo ha recuperato la forte contrazione di febbraio, attestandosi nella media del trimestre sui livelli più elevati dal 2022.

Per quanto riguarda l’insieme dei settori produttivi, l’indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, ha segnato nel primo trimestre del 2024 un incremento rispetto alla media ottobre-dicembre, interrompendo la tendenza decrescente intrapresa dal secondo trimestre del 2023. L’incertezza di famiglie e imprese, secondo la misura elaborata dall’UPB, si è lievemente attenuata, grazie ai miglioramenti registrati sia nella componente delle famiglie sia in quella delle imprese.

Le variabili quantitative mensili tempestive prospettano nel breve termine una fase ciclica ancora in moderata espansione. I consumi elettrici e di gas per uso industriale, dopo la flessione indotta dalle turbolenze che avevano investito i mercati energetici, hanno recuperato dall’estate scorsa e si sono poi complessivamente stabilizzati; i livelli sono però inferiori a quelli prevalenti prima della pandemia. Parallelamente le immatricolazioni di autoveicoli si sono riprese, dopo il periodo critico del blocco delle catene del valore, ma rimangono su livelli inferiori a quelli del 2019. Il flusso di passeggeri aerei continua a irrobustirsi e ha superato ormai da un anno il valore pre-pandemia (fig. 1.5).

PIL italiano in crescita moderata nel primo trimestre del 2024 con incertezza sugli investimenti. Secondo le stime dell’UPB, nel primo trimestre di quest’anno il PIL sarebbe aumentato di un paio di decimi di punto percentuale, similmente ai due trimestri precedenti; l’incertezza attorno a queste stime è ampia, anche in relazione alla difficoltà di quantificazione degli investimenti, soprattutto nel settore delle costruzioni. In particolare, non è agevole prefigurare l’entità e la tempistica del possibile contro-*shock* legato alla fine degli incentivi nel comparto edile; la produzione delle costruzioni di febbraio è diminuita velocemente e nel corso dei prossimi trimestri è verosimile che si manifesti un riassorbimento degli investimenti in costruzioni residenziali. La manifattura ha iniziato l’anno con una flessione non marginale, ma le indicazioni qualitative si stanno rafforzando; i servizi in autunno hanno rispecchiato l’atteggiamento prudente delle famiglie, ma il fatturato del terziario in gennaio ha recuperato.

Fig. 1.5 – Indicatori tempestivi dell'attività economica
(numeri indice; 2019=100)



Fonte: elaborazioni su dati ANFIA, Assaeroporti, Terna e SNAM.

Nel 2023 l'inflazione è diminuita, ma la componente di fondo si è rafforzata. Il 2023 è stato un anno di rientro dell'inflazione (5,7 per cento per l'indice nazionale dei prezzi al consumo NIC contro l'8,1 del 2022), sulla scia della componente energetica, diventata deflattiva a partire dall'autunno. Tuttavia, i prezzi dei beni alimentari e dei servizi hanno accelerato, inducendo un trascinamento sul 2024 non trascurabile (1,3 e 0,8 per cento rispettivamente), mentre è pressoché nullo quello dell'indice totale. L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, è invece sensibilmente aumentata nel 2023 (al 5,1 per cento rispetto al 3,8 dell'anno precedente) e in virtù della sua persistenza si trascina anche sull'anno corrente (per circa mezzo punto percentuale). Ne ha risentito l'inflazione riferita al carrello della spesa, che l'anno scorso ha registrato un valore molto elevato nel confronto storico (9,5 per cento), con un impatto rilevante sui bilanci delle famiglie con redditi bassi.

A partire dall'autunno le spinte inflazionistiche si sono attenuate e le dinamiche salariali sono rimaste contenute, anche in virtù di aspettative sui prezzi moderate. Dopo oltre un trimestre di dinamica dei prezzi inferiore all'uno per cento, in marzo la variazione tendenziale del NIC si è rafforzata, come atteso in virtù degli effetti base, aumentando all'1,2 per cento (dallo 0,8 di febbraio), principalmente per la flessione più contenuta dei prezzi dei beni energetici regolamentati (-10,8 per cento, da -17,3). L'inflazione calcolata sull'indice armonizzato europeo è tornata simile a quella nazionale (1,2 per cento), essendosi annullato il differenziale che si era aperto tra le due misure al picco dell'impennata dei prezzi. La variazione dei prezzi al consumo in Italia è dall'autunno inferiore a quella dell'area dell'euro (2,4 per cento in marzo).

L'aumento delle ore lavorate in Italia nel 2023 è stato trainato principalmente dai servizi. Lo scorso anno è proseguito l'aumento delle ore lavorate, benché in rallentamento rispetto ai ritmi sostenuti che avevano caratterizzato il biennio successivo alla crisi pandemica. Nel 2023 la variazione dell'input di lavoro (2,3 per cento) ha superato quella del PIL, per cui l'elasticità apparente al prodotto è risultata superiore all'unità. A tale risultato hanno concorso sia il comparto manifatturiero sia quello dei servizi, per i quali le ore sono aumentate nonostante la debolezza del valore aggiunto; l'elasticità delle ore di lavoro all'attività economica è invece risultata inferiore all'unità nelle costruzioni.

Nel quarto trimestre il mercato del lavoro si è rafforzato, a fronte di livelli di attività moderati. L'espansione delle ore lavorate (0,8 per cento, da 0,5 nei precedenti tre mesi) è stata interamente trainata dal balzo nei servizi, nonostante la più moderata dinamica delle ore per addetto. Il marcato incremento degli occupati, circoscritto al settore dei servizi, ha infatti indotto un'attenuazione delle ore lavorate pro capite nel complesso dell'economia, a fronte di un leggero recupero nel comparto industriale². Sulla base di informazioni preliminari, nel bimestre gennaio-febbraio del 2024 l'occupazione sarebbe cresciuta moderatamente. L'aumento dei lavoratori alle dipendenze, soprattutto a tempo indeterminato, ha bilanciato la flessione degli autonomi.

Nel 2023 i trattamenti di integrazione salariale si sono notevolmente ridotti, di circa un terzo rispetto all'anno precedente. L'effettivo utilizzo di questi strumenti rispetto alle ore autorizzate è ancora diminuito: il numero di beneficiari si è normalizzato, insieme alle ore medie *pro capite* (pari a circa 40 in media nel 2023). Nel primo bimestre di quest'anno le richieste di integrazione salariale hanno tuttavia mostrato una risalita rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente, soprattutto per il maggiore utilizzo della Cassa integrazione guadagni (CIG) e dei fondi di solidarietà nell'industria in senso stretto.

Nella parte finale dello scorso anno le retribuzioni contrattuali orarie hanno accelerato al 4,5 per cento su base tendenziale, prevalentemente per l'erogazione anticipata dell'indennità di vacanza contrattuale ai dipendenti delle amministrazioni statali. L'incremento è stato più contenuto nel settore privato (3,1 per cento), nonostante un rinnovo del contratto nel comparto del credito a condizioni relativamente favorevoli. La crescita del CLUP si è attenuata nel trimestre finale del 2023 grazie alla dinamica più contenuta dei redditi per ora lavorata, che ha bilanciato la variazione negativa della produttività oraria.

² La necessità di preservare la base occupazionale in vista di una possibile ripresa ciclica potrebbe aver indotto le imprese manifatturiere a trattenere lavoratori, per via delle attuali difficoltà di reperire forza lavoro qualificata, sebbene a discapito di un temporaneo calo della produttività. Sia prima della crisi sia nel periodo più recente il *labour hoarding* risulta meno esteso nel nostro Paese rispetto alle altre economie europee. Si veda il Riquadro "Alcune evidenze sul *labour hoarding* derivanti dalle inchieste presso le imprese" nella Nota sulla congiuntura dell'UPB di Aprile 2024.

1.3 Il settore delle costruzioni e gli investimenti agevolati con il Superbonus

1.3.1 Le tendenze nel comparto delle costruzioni negli ultimi anni

L'espansione dell'edilizia in Italia è stata più dinamica di quella europea. L'edilizia in Italia è stata caratterizzata a partire dal 2021 da una rapida crescita, superiore a quella osservata nel resto d'Europa, dopo la marcata flessione per la crisi pandemica nel 2020 (quasi il sette per cento). L'attività del comparto ha registrato un incremento cumulato nel periodo 2020-23 di quasi il quaranta per cento; tale evoluzione è apparsa in controtendenza rispetto alla dinamica negativa di Spagna e Germania (-7,9 e -4,0 per cento, rispettivamente) e di intensità maggiore rispetto alla crescita registrata in Francia (15,7 per cento) e nell'area dell'euro (9,0 per cento) (fig. 1.6).

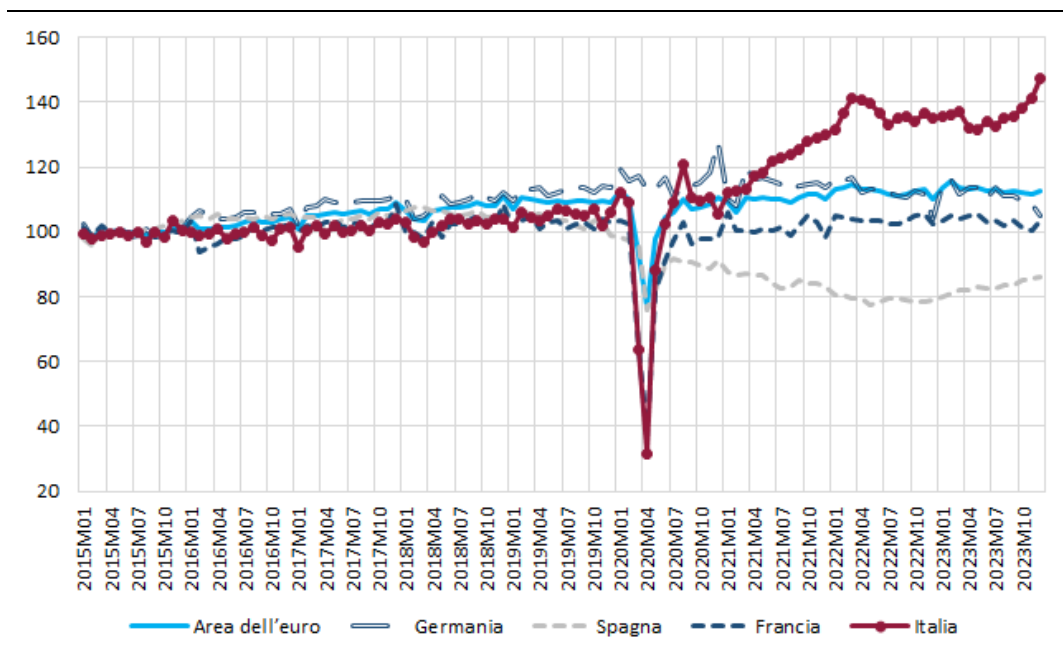
Nei primi due mesi dell'anno l'attività è risultata molto volatile, ma nonostante la contrazione in febbraio l'indice si è collocato su livelli prossimi ai massimi storici raggiunti alla fine del 2006. Secondo le inchieste congiunturali più recenti le imprese edili restano orientate all'ottimismo sebbene sia in atto una ricomposizione interna dai contorni incerti. Il clima di fiducia rilevato dall'Istat per le costruzioni è migliorato in marzo, soprattutto per le costruzioni di edifici e per le costruzioni specializzate, mentre è peggiorato nell'ingegneria civile. Contestualmente, l'indice PMI di settore rilasciato da S&P si è collocato lievemente oltre la soglia di 50, in territorio espansivo, mostrando segnali di indebolimento sull'ingegneria civile ma ricevendo un impulso dall'edilizia non residenziale.

Il recupero occupazionale nel comparto edile in Italia si manifesta anche sulle ore lavorate. All'elevato volume di attività edile in Italia ha fatto riscontro un marcato incremento dell'*input* di lavoro. Complessivamente l'espansione del monte ore lavorate nel triennio 2021-23 (quasi del 35,0 per cento) è risultata superiore sia a quella della Francia che a quella della Germania. Lo scorso anno, invece, in Italia il monte ore ha decelerato in misura maggiore rispetto al valore aggiunto, per cui le costruzioni hanno rappresentato l'unico comparto in cui l'elasticità delle ore di lavoro all'attività economica è risultata inferiore all'unità. La dinamica delle ore lavorate ha rallentato anche nel trimestre finale del 2023, poco sopra l'uno per cento, quindi su ritmi analoghi a quelli del primo semestre, nonostante l'aumento dei livelli produttivi.

Per quanto attiene all'occupazione, nel periodo 2021-23 la crescita cumulata del numero di occupati nelle costruzioni (rilevati dalla contabilità nazionale trimestrale) è stata elevata (13,9 per cento) e più marcata di quella registrata negli altri maggiori settori (fig. 1.7).

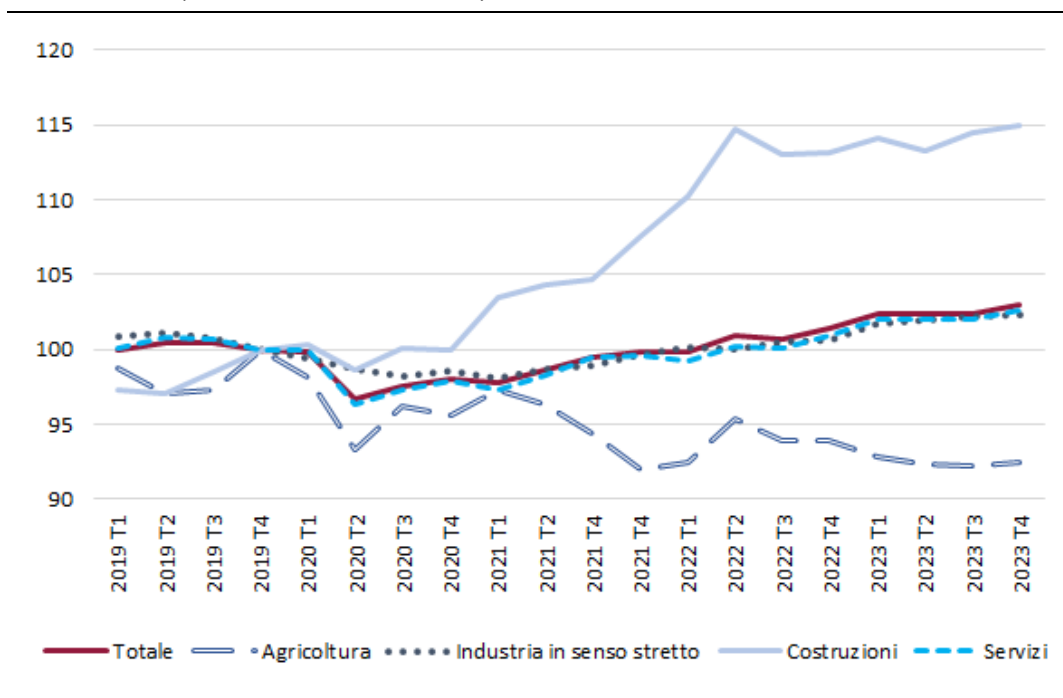
L'elevata dinamica occupazionale dell'edilizia in Italia si associa però a forti squilibri tra domanda e offerta di lavoro; l'incidenza dei posti vacanti rispetto alle posizioni lavorative disponibili nel comparto si colloca su valori storicamente elevati e superiori a quelli degli altri maggiori settori produttivi (fig. 1.8).

Fig. 1.6 – Produzione nelle costruzioni nell’area dell’euro e nei maggiori paesi
(volumi; numeri indice 2015=100)



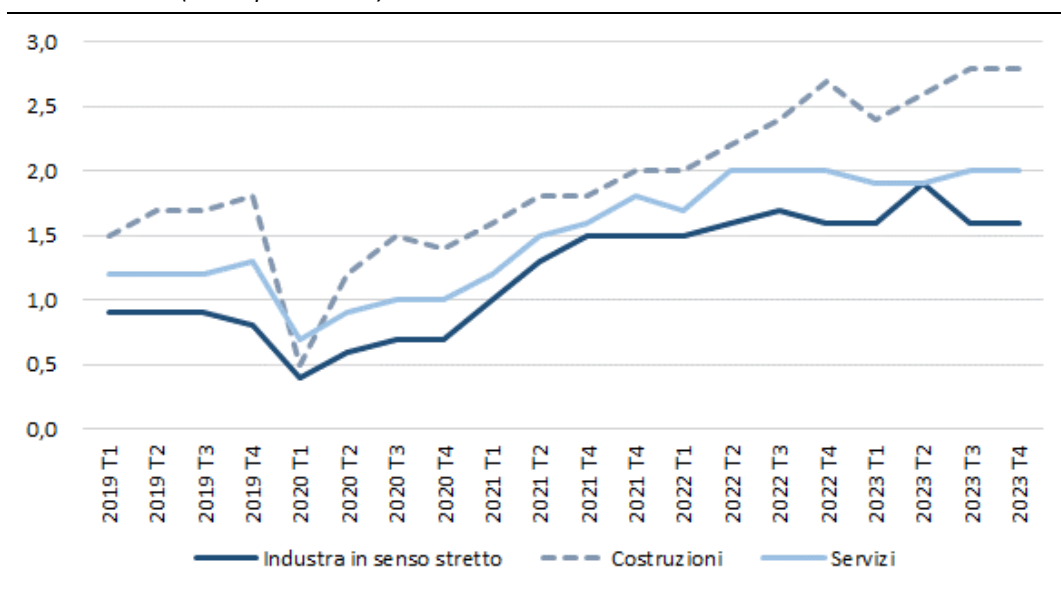
Fonte: Eurostat.

Fig. 1.7 – Occupazione totale e settoriale
(numeri indice 2019 T4=100)



Fonte: Istat, Contabilità nazionale.

Fig. 1.8 – Tasso di posti vacanti settoriale
(valori percentuali)



Fonte: Istat.

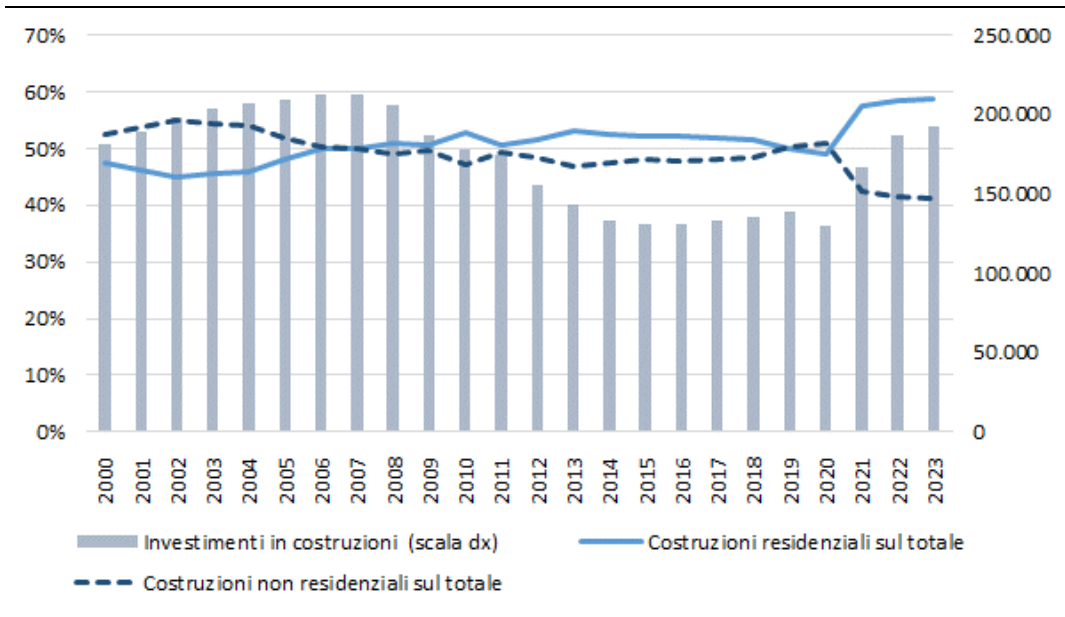
1.3.2 Gli investimenti in edilizia residenziale nel 2021-23

La crescita degli investimenti in Italia nello scorso triennio è stata molto intensa nel comparto residenziale. Dopo avere registrato un recupero pronunciato nel biennio 2021-22 (20,3 e 8,6 per cento, rispettivamente), lo scorso anno gli investimenti totali hanno decelerato, rimanendo comunque su ritmi elevati (4,7 per cento) e raggiungendo i livelli massimi degli ultimi tre decenni. Nel 2023 l'accumulazione di capitale si è rafforzata in tutte le componenti, con incrementi superiori per i macchinari e gli altri beni strumentali, rispetto alle costruzioni. Guardando alla dinamica infra-annuale, nel primo semestre del 2023 l'accumulazione di capitale è stata sostenuta principalmente dagli investimenti in impianti, macchinari e attrezzature, mentre nella seconda metà dell'anno si è rafforzata nelle costruzioni, sia residenziali sia non residenziali.

A partire dal 2021 è fortemente cresciuta in Italia la quota di investimenti in abitazioni sul totale dell'accumulazione di costruzioni, a fronte di una sostanziale stabilità per i principali partner europei. In Italia, a una crescita moderata degli investimenti in edilizia non residenziale si è accompagnata una dinamica ben più marcata della componente residenziale, la cui quota rispetto al totale degli investimenti in costruzioni è quindi aumentata (fig. 1.9).

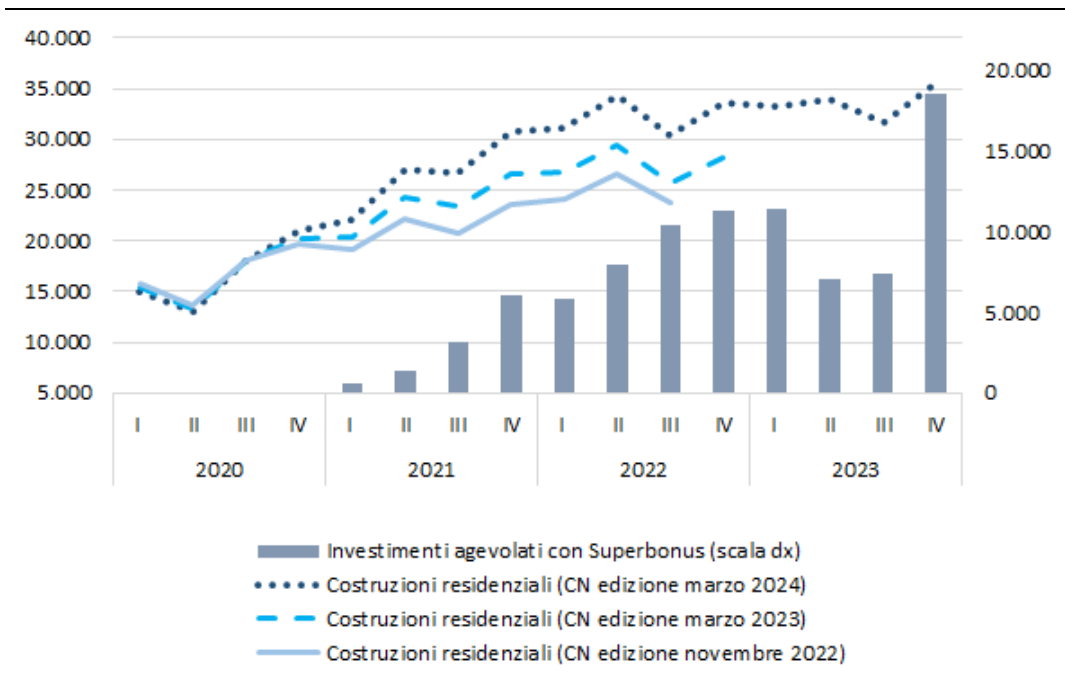
La dinamica degli investimenti in costruzioni appare, tuttavia, soggetta a incertezza statistica, tenendo conto del processo di revisione delle serie di contabilità nazionale. La figura 1.10 mostra come i dati sugli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale

Fig. 1.9 – Investimenti in costruzioni e quota degli investimenti in edilizia residenziale e non residenziale
(valori percentuali e milioni di euro, valori concatenati al 2015)



Fonte: Istat.

Fig. 1.10 – Investimenti in costruzioni residenziali e spese per lavori conclusi e agevolati con Superbonus (1)
(milioni di euro, prezzi correnti)



Fonte: Istat, Enea.

(1) Gli istogrammi (i cui valori sono riportati sulla scala destra) relativi al periodo compreso tra il primo e il terzo trimestre del 2021 sono costruiti distribuendo nei trimestri il dato pubblicato dall'Enea, relativo al cumulato degli investimenti conclusi e finanziati con Superbonus fino a settembre 2021 (5,1 miliardi di euro) ipotizzando un trend lineare.

siano stati progressivamente rivisti al rialzo nel corso di tre diversi rilasci dei conti trimestrali. Dal confronto tra gli ordini di grandezza degli investimenti conclusi secondo la rilevazione dell'Enea (asseverazioni degli investimenti per il Superbonus) e le complessive revisioni dei dati trimestrali sembra che nel periodo 2021-22 i conti nazionali abbiano pienamente recepito i flussi agevolati con il Superbonus, mentre per il 2023 potrebbe ancora esserci un margine di aggiustamento³.

1.3.3 *Gli investimenti agevolati dal Superbonus e la fase ciclica*

Gli impatti normativi sulla crescita e sulle prospettive degli investimenti agevolati. Sulla base delle più recenti informazioni di fonte Enea, relative a marzo 2024, l'ammontare complessivo degli investimenti agevolati con il Superbonus ha raggiunto 117,2 miliardi. Agli investimenti realizzati, che non includono gli interventi agevolati con il Super Sismabonus⁴, corrispondono circa 122,2 miliardi di detrazioni/crediti di imposta, con una percentuale media di agevolazione pari al 109,5 per cento.

L'andamento delle nuove asseverazioni è risultato particolarmente volatile, anche per effetto delle specifiche disposizioni normative⁵. Il marcato incremento registrato in settembre e dicembre del 2022 è attribuibile alla necessità di rispettare le scadenze previste nella legislazione allora vigente; similmente, lo scorso dicembre l'accelerazione degli investimenti conclusi è connessa alla scadenza dei pagamenti per la fruizione dell'aliquota più favorevole del 110 per cento. Tra l'aprile 2023 e il marzo di quest'anno il flusso di nuovi investimenti agevolati ha riguardato in massima parte i condomini, che hanno beneficiato di una deroga al blocco della cessione del credito di imposta e dello sconto in fattura per i lavori già avviati o per i quali fosse stata almeno presentata una comunicazione inizio lavori asseverati (CILA) prima del 17 febbraio 2023 (DL 11/2023).

L'aliquota media di agevolazione sui nuovi investimenti si è attestata al 110 per cento fino a gennaio 2024, mostrando una lieve discesa solo per i lavori realizzati a febbraio e marzo 2024 (rispettivamente 109,4 e 108,8 per cento).

Dal dicembre 2022 l'ammontare complessivo dei lavori terminati ha sopravanzato il valore dei nuovi progetti presentati. Negli ultimi mesi del 2023 e nei primi del 2024 si è registrata una nuova impennata dei lavori conclusi, plausibilmente spinta dall'obiettivo di anticipare i pagamenti per beneficiare di un'aliquota di agevolazione più elevata; la quota

³ Lo sfasamento può essere in parte dovuto alla necessità di tenere conto della normativa sul Superbonus (i beneficiari possono comunicare a Enea le asseverazioni dei lavori effettuati entro i tre mesi successivi), per cui le spese e le agevolazioni sostenute in ciascun anno possono entrare nella rilevazione di fonte Enea fino al marzo dell'anno successivo.

⁴ Non si fa riferimento agli investimenti agevolati dal Super Sismabonus, di cui non si dispongono informazioni dettagliate non essendo oggetto di monitoraggio.

⁵ Per una ricostruzione più dettagliata dell'evoluzione degli investimenti agevolati con il Superbonus e della normativa si rinvia a Ufficio parlamentare di bilancio (2024), "Memoria della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio sul DDL AS 1092 di conversione del DL 29 marzo 2024, n. 39 (agevolazioni fiscali edilizia)", 18 aprile.

dei lavori realizzati è stata pari a poco più del 95 per cento a fine marzo 2024. Sulla base di un esercizio di simulazione condotto dall'UPB si riscontra una sensibile riduzione del periodo che intercorre tra la prima asseverazione e la conclusione dei lavori per i nuovi investimenti asseverati a partire dagli ultimi mesi del 2023.

Al netto dei nuovi investimenti che dovessero essere asseverati da aprile 2024, sottoposti alle nuove più stringenti limitazioni disposte dal DL 39/2024, rimarrebbero da completare investimenti già asseverati in precedenza per 5,6 miliardi di euro, che in massima parte plausibilmente daranno diritto a un'agevolazione nella misura del 70 per cento, come previsto dalla normativa.

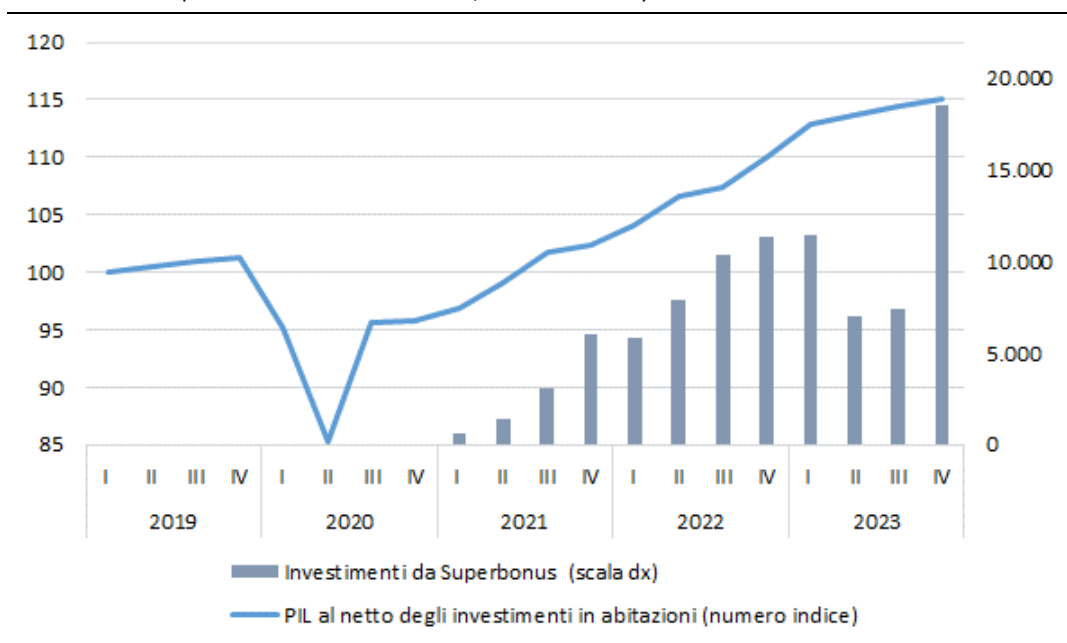
Il Superbonus è stato concepito come estremamente generoso nella fase più acuta della recessione del 2020, per sostenere l'edilizia, ma è rimasto in vigore a condizioni analoghe quando la ripresa si è consolidata. Il ricorso all'incentivo è stato inizialmente contenuto, infatti fino a settembre del 2021 gli investimenti agevolati completati erano pari a circa 5 miliardi di euro. Nel complesso del 2021, anno in cui l'economia italiana ha recuperato gran parte della flessione del 2020, il totale degli investimenti agevolati con Superbonus è stato di circa 11,2 miliardi, decisamente meno di quelli che si sarebbero realizzati successivamente⁶. Infatti, negli anni 2022-23, quando la ripresa si era ormai consolidata anche al netto degli investimenti in abitazioni, il ricorso all'agevolazione fiscale è risultato eccezionale (fig. 1.11); gli investimenti agevolati dal Superbonus sono stati circa 35 miliardi nel 2022 e quasi 45 nel 2023. Evidenze analoghe si possono evincere osservando la figura 1.12, da cui emerge il forte ricorso all'incentivo negli anni in cui la fase ciclica era ormai divenuta espansiva.

La valutazione dell'impatto degli investimenti in efficientamento energetico delle case sul potenziale di crescita dell'economia italiana presenta criticità metodologiche. Un tema rilevante, in prospettiva, riguarda la possibilità che gli investimenti in efficientamento energetico delle abitazioni realizzati con il ricorso all'agevolazione possano impattare sul potenziale di crescita, al di là del mero impatto direttamente ascrivibile alla domanda aggregata. Incentivi alla domanda aggregata possono fornire un impulso all'economia nelle fasi recessive; tuttavia, se mantenuti quando i livelli di attività sono superiori a quelli del potenziale possono esaurire gradualmente la propria efficacia e in alcuni casi indurre pressione sui prezzi. In sostanza, gli stimoli di domanda possono innalzare il potenziale solo se attivano un processo virtuoso di accumulazione endogena tale da traslare strutturalmente verso l'alto la produttività totale dei fattori e quindi anche la crescita di lungo periodo.

La letteratura economica non fornisce un'evidenza consolidata sull'effetto degli investimenti in abitazioni sul prodotto potenziale. Nel modello utilizzato dall'ufficio parlamentare inglese (OBR) lo *stock* di capitale residenziale privato è escluso dalla

⁶ I dati si riferiscono all'anno solare; non si tiene conto del possibile sfasamento temporale dovuto ai tempi consentiti dalle norme (90 giorni) per le comunicazioni a da parte del tecnico che assevera i lavori.

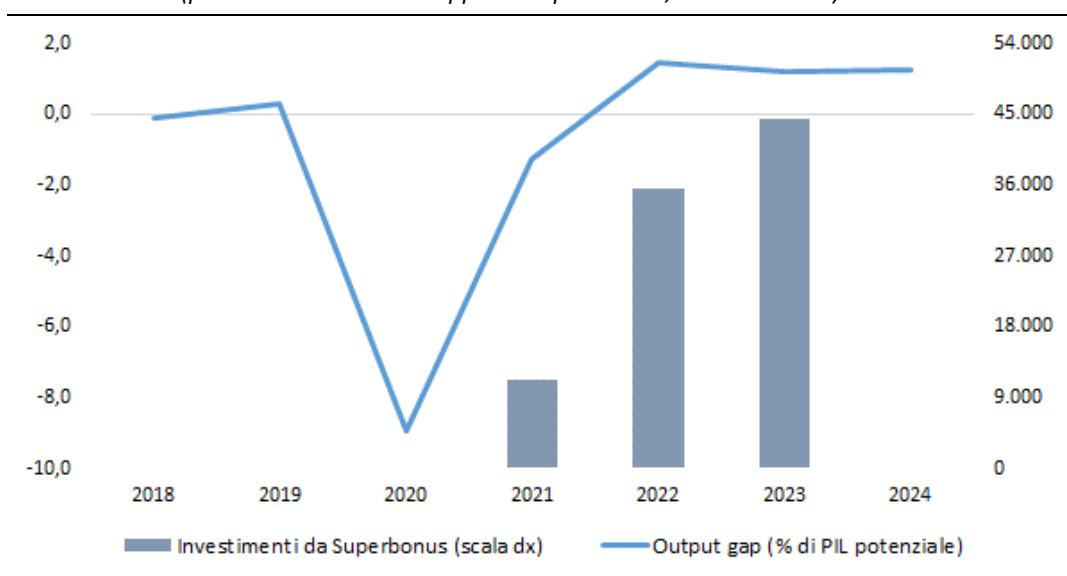
Fig. 1.11 – PIL al netto degli investimenti in abitazioni e lavori conclusi finanziati con il Superbonus (1)
(numeri indice 2019T1=100; milioni di euro)



Fonte: Istat, Enea.

(1) Gli istogrammi relativi al periodo compreso tra il primo e il terzo trimestre del 2021 sono costruiti distribuendo nei trimestri il dato pubblicato dall'Enea, relativo al cumulato degli investimenti conclusi agevolati con Superbonus fino a settembre 2021 (5,1 miliardi di euro) ipotizzando un *trend* lineare. La linea rappresenta invece l'indice del PIL costruito con anno base 2019, a prezzi correnti, destagionalizzato e al netto degli investimenti in abitazioni. Non si tiene conto dello sfasamento temporale derivante dai tempi concessi dalle norme (90 giorni) per le comunicazioni a Enea da parte del tecnico che assevera i lavori.

Fig. 1.12 – Investimenti per lavori agevolati con il Superbonus e *output gap* (1)
(percentuale del PIL in rapporto al potenziale; milioni di euro)



Fonte: Enea e Commissione europea.

funzione di produzione, per cui non è rilevante per le stime sul potenziale, mentre i modelli utilizzati da altre istituzioni considerano l'intero *stock* di capitale, quindi anche quello riferito alle abitazioni⁷. Con riferimento specifico alla maggiore efficienza delle abitazioni dal punto di vista energetico, una valutazione di medio termine potrebbe considerare anche il minore assorbimento di energia in futuro, ma questo normalmente non rientra nei modelli empirici sul potenziale, quindi andrebbe valutato con una metodologia *ad hoc*.

⁷ Office for Budget Responsibility (2022), "Forecasting potential output – the supply side of the economy", Briefing paper N. 8.

2. Il quadro macroeconomico

2.1 Il quadro macroeconomico tendenziale

Il quadro macroeconomico tendenziale (QMT) del Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) prospetta una crescita dell'economia italiana per quest'anno all'1,0 per cento, marginalmente superiore all'espansione del 2023. Nel 2025 si prevede un moderato rafforzamento della dinamica del PIL e nel 2026-27 un graduale rallentamento. A fine periodo la crescita reale è prevista allo 0,9 per cento, un valore relativamente elevato rispetto alle stime sul potenziale formulate dai principali analisti.

Nel confronto con il quadro programmatico della NADEF 2023 la variazione del prodotto è più contenuta di 0,2 punti percentuali nel 2024 e nel 2025, mentre si rafforza appena nel 2026 (tab. 2.1). In base alle simulazioni del MEF, con riferimento alla crescita del 2024 il minore trascinarsi sarebbe compensato dalle nuove esogene; le previsioni del PIL sarebbero quindi state riviste al ribasso rispetto alla NADEF per tenere conto dell'elevata incertezza del quadro geopolitico. La revisione delle ipotesi sulla domanda estera rispetto all'autunno ha impatti sfavorevoli sulla crescita quest'anno (per 0,1 punti di PIL). Per i prossimi anni uno stimolo positivo, via via più marcato rispetto al quadro della NADEF, verrebbe esercitato dalle politiche monetarie più accomodanti da parte delle banche centrali.

Nel QMT del MEF la crescita è pressoché interamente determinata dalle componenti interne della domanda in tutto l'orizzonte di previsione e solo nel 2025 si assume un minimo contributo positivo della domanda estera netta. L'accumulazione di capitale, dopo la crescita sostenuta del biennio scorso, rallenta nel 2024-25, su ritmi inferiori a quelli medi del periodo compreso tra la crisi globale finanziaria e la recessione pandemica, in particolare per la componente delle macchine, attrezzature e mezzi di trasporto. Il processo di accumulazione si irrobustirebbe nel 2026, sia per l'impulso del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) sia per l'importante contributo da parte del settore privato. La spesa per consumi delle famiglie è attesa in sensibile rallentamento quest'anno, mentre nella NADEF 2023 era prevista aumentare in misura simile a quella dello scorso anno; nel resto dell'orizzonte previsivo gli acquisti delle famiglie avrebbero ritmi di crescita simili a quelli medi osservati nel quinquennio prima della pandemia. Nel 2024 la variazione delle esportazioni italiane si mantiene moderata rispetto all'evoluzione della domanda internazionale, mentre si intensifica nel successivo biennio; analogamente le importazioni seguono le variabili di domanda che le attivano maggiormente.

Rispetto alle variabili nominali il QMT del DEF stima un rallentamento del deflatore dei consumi privati nel 2024, che torna su ritmi simili a quelli precedenti l'impennata dei prezzi del 2022. La dinamica più contenuta, stimata per quest'anno dal QMT (1,6 per cento), riflette il contributo ora negativo delle componenti energetiche, che erano

Tab. 2.1 – Il quadro macroeconomico tendenziale del DEF 2024 e programmatico della NADEF 2023
(variazioni percentuali e contributi alla crescita)

	2024		2025		2026		2027
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF
PIL e domanda							
PIL	1,0	1,2	1,2	1,4	1,1	1,0	0,9
Importazioni	2,1	3,3	4,2	4,1	3,8	3,6	2,6
Consumi finali nazionali	0,8	0,8	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8
Consumi famiglie	0,7	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,1
Spesa della PA e ISP	1,3	-1,0	0,5	0,8	0,0	0,0	0,0
Investimenti	1,7	3,0	1,7	2,4	2,6	1,9	1,0
Esportazioni	2,0	2,4	4,2	4,3	3,6	3,5	2,6
Contributi alla crescita del PIL ⁽¹⁾							
Esportazioni nette	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Scorte	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	0,9	1,3	1,2	1,3	1,2	1,0	0,9
Prezzi							
Deflatore importazioni	-1,4	-0,2	0,1	0,7	1,5	1,5	1,8
Deflatore esportazioni	0,7	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5	2,0
Deflatore PIL	2,6	2,9	2,3	2,1	1,9	2,1	1,8
PIL nominale	3,7	4,1	3,5	3,6	3,0	3,1	2,7
Deflatore consumi	1,6	2,3	1,9	2,0	1,9	2,1	1,8
Mercato del lavoro							
Tasso di disoccupazione	7,1	7,3	7,0	7,2	6,9	7,1	6,8
Ipotesi sulle variabili internazionali							
Commercio internazionale	2,7	2,7	4,1	4,8	3,9	4,0	3,5
Prezzo del petrolio (Fob, Brent)	80,9	81,4	75,8	77,5	72,7	74,4	70,9
Cambio dollaro/euro	1,08	1,09	1,08	1,09	1,08	1,09	1,08

Fonte: DEF 2024 e NADEF 2023.

1) Variazioni percentuali, salvo per i contributi alla crescita del PIL (punti percentuali), il tasso di disoccupazione, il tasso di cambio e il prezzo del petrolio. Per effetto degli arrotondamenti sui tassi di crescita, alla prima cifra decimale, la somma delle variazioni delle quantità in volume e dei relativi deflatori può non coincidere con le dinamiche nominali.

all'origine dell'inflazione di due anni prima. Nel 2025 il deflatore dei consumi delle famiglie accelera lievemente per riportarsi su variazioni coerenti con l'obiettivo della Banca centrale europea (BCE). Rispetto alla NADEF 2023 si registrano revisioni al ribasso sui prezzi all'importazione, attribuibili alle ipotesi formulate nel QMT del DEF sulle quotazioni più contenute dei prezzi delle materie prime energetiche, in particolare del gas naturale, che si ripercuotono su tutte le altre dinamiche nominali; la variazione del deflatore dei consumi è stata corretta al ribasso, per oltre mezzo punto percentuale quest'anno e in misura più lieve nel successivo biennio.

Il deflatore del PIL nel QMT del DEF decelererà quest'anno al 2,6 per cento, oltre un punto percentuale e mezzo in meno rispetto allo scorso anno, per poi normalizzarsi gradualmente intorno al due per cento negli anni successivi. La stima del PIL nominale nel QMT è di conseguenza rivista al ribasso rispetto alla NADEF 2023, per circa mezzo

punto nel 2024, per la maggiore correzione del deflatore rispetto alla crescita reale, e marginalmente in ciascun anno del biennio 2025-26.

Per quanto concerne il mercato del lavoro, il numero degli occupati (secondo la definizione della Rilevazione sulle forze di lavoro) aumenterebbe nella media del 2024-27 poco al di sotto di un punto percentuale, in misura sostanzialmente analoga a quanto osservato nel biennio immediatamente precedente la pandemia. Il tasso di disoccupazione è proiettato dal MEF in calo sull'intero orizzonte di validazione, fino a raggiungere il 6,8 per cento nel 2027. Tale andamento sottende una crescita della partecipazione al mercato del lavoro, dovuta anche a una flessione della popolazione attiva, meno marcata rispetto a quella della NADEF 2023.

2.2 *La validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali*

L'UPB ha valutato il QMT pubblicato nel DEF per il quadriennio di previsione 2024-27. Sebbene la normativa europea richieda la validazione soltanto delle previsioni programmatiche, l'UPB estende la validazione a quelle dello scenario tendenziale, in accordo con il MEF⁸. Si riportano di seguito i dettagli della validazione dello scenario a legislazione vigente.

L'UPB ha trasmesso la lettera con la quale ha comunicato l'esito positivo della validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali⁹. Lo scenario a legislazione vigente è stato validato dopo che l'UPB aveva comunicato i propri rilievi su una prima versione provvisoria della previsione del MEF, cui aveva fatto seguito la predisposizione di un nuovo QMT, che ha recepito le istanze dell'UPB.

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

⁸ Per maggiori dettagli si veda il "[Protocollo di Intesa](#) tra l'UPB e il MEF relativo alla trasmissione delle informazioni necessarie ai fini della certificazione delle previsioni macroeconomiche e della valutazione sulla finanza pubblica".

⁹ [La lettera di validazione](#), pubblicata nel sito dell'UPB, è stata trasmessa al MEF l'8 aprile; la lettera include in allegato una nota esplicativa sull'esercizio condotto e sui rischi insiti nelle stime.

Le previsioni sul PIL nell'orizzonte di validazione, che incorporano il proseguimento della spinta proveniente dai programmi di investimento previsti nel PNRR, appaiono all'interno di un accettabile intervallo di valutazione lungo l'orizzonte di previsione, sebbene si collochino sull'estremo superiore delle stime del *panel* UPB in tutto il quadriennio 2024–27 (figg. 2.1 e 2.2).

La valutazione complessiva di accettabilità del quadro tendenziale del DEF tiene conto:
a) di stime sulla crescita del PIL reale che non eccedono gli estremi dell'intervallo di previsione del *panel* UPB e che non si discostano eccessivamente dalla mediana, salvo che nel 2027;
b) di una previsione nel QMT del PIL nominale – variabile direttamente rilevante per la finanza pubblica – simile a quella dell'UPB e non superiore all'intervallo del *panel*;
c) della coerenza interna complessiva delle principali variabili macroeconomiche, sia tra loro sia nel confronto con le variabili esogene, tenuto conto del grado di incertezza molto elevato che caratterizza le prospettive.

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

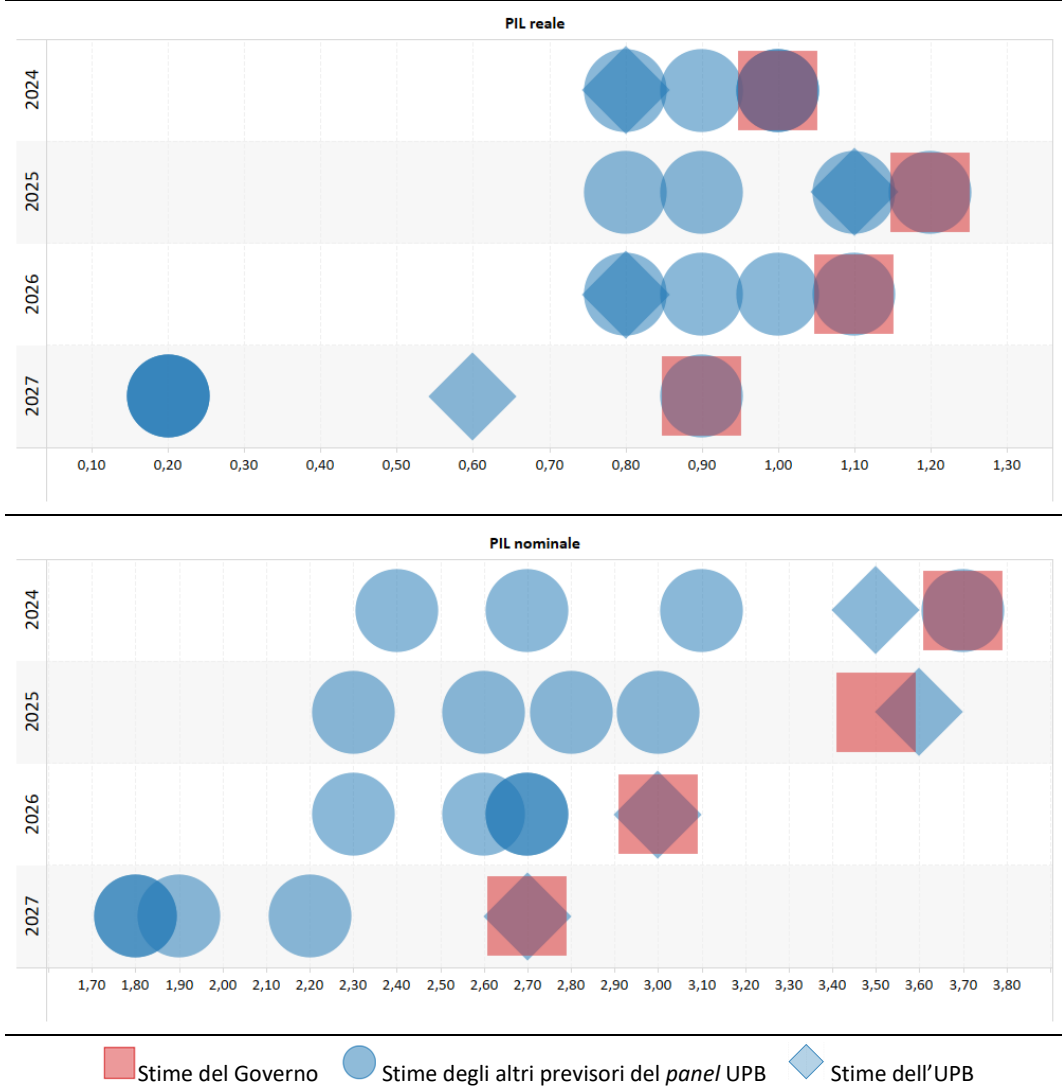
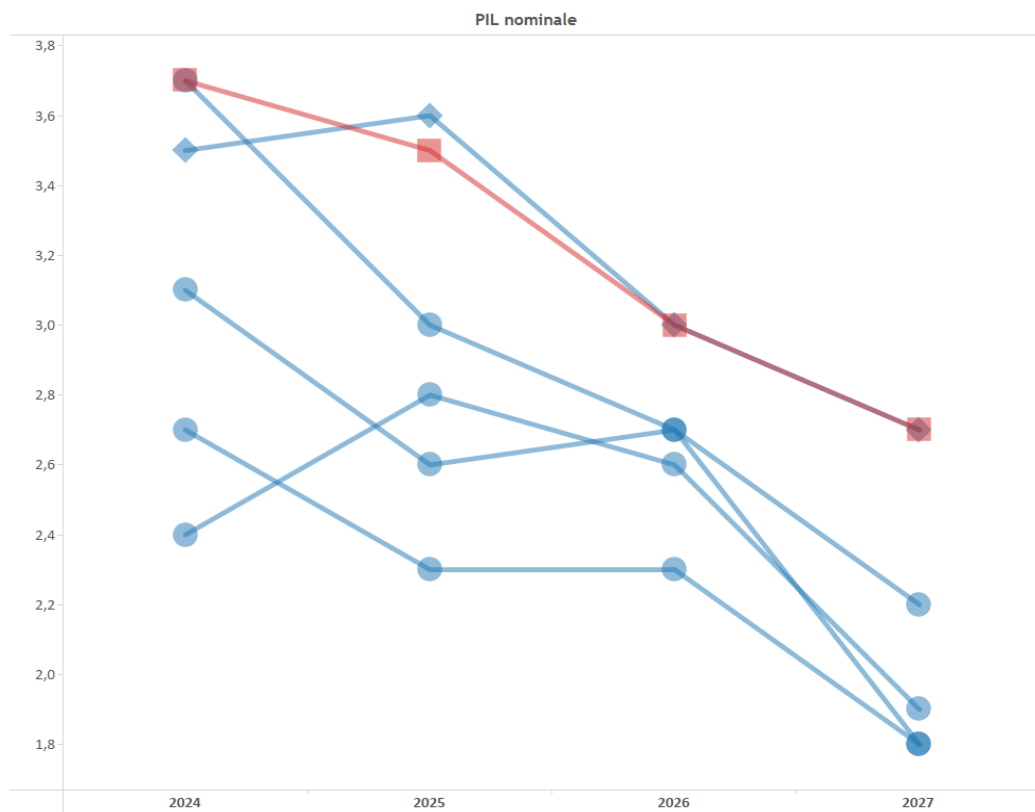
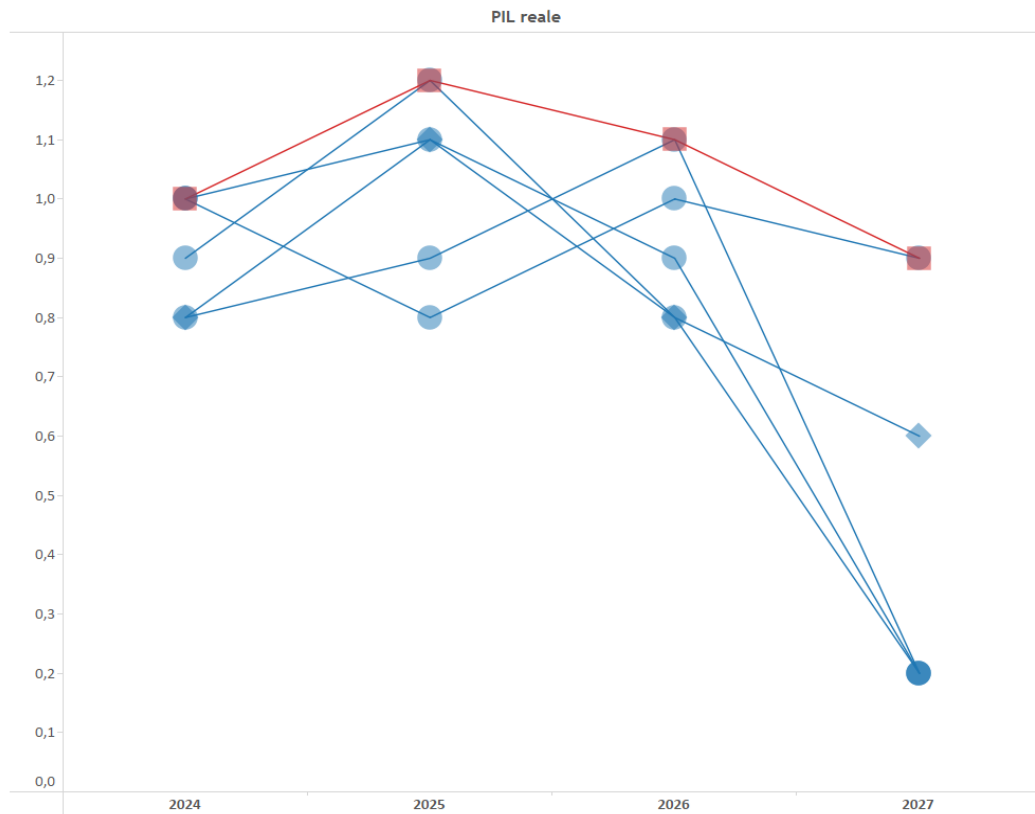


Fig. 2.2 – PIL reale e nominale, andamento tendenziale



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

La previsione del PIL nel QMT del MEF è allineata all'estremo superiore delle proiezioni del *panel* dell'UPB in tutto l'orizzonte di validazione. Il profilo di crescita del PIL delineato per quest'anno appare nel complesso accettabile, sebbene sia soggetto a rischi, con particolare riferimento all'attesa volatilità dei prossimi andamenti del settore industriale e più in particolare dell'edilizia. Il divario tra la previsione del MEF e la mediana del *panel* UPB è accettabile nel 2024–26 ma si amplia notevolmente al termine dell'orizzonte di previsione. Va al riguardo osservato che nel 2027 i previsori del *panel* dell'UPB assumono il venire meno dello stimolo esercitato dal programma *Next Generation* EU (NGEU) per la realizzazione dei progetti predisposti con il PNRR, sottraendo quindi un importante sostegno all'attività economica. Nello scenario tendenziale del MEF la crescita è pressoché interamente determinata dalle componenti interne della domanda, mentre nelle stime del *panel* l'apporto dei consumi privati e degli investimenti è inferiore su quasi tutto l'orizzonte e nel 2026–27 si assume un modesto contributo positivo della domanda estera netta. Con l'eccezione del 2024, le variazioni attese dal MEF per i consumi privati ricadono al di fuori dell'intervallo di validazione dell'UPB. Nel 2025 la dinamica dei consumi delle famiglie si rafforza in modo significativo, nonostante il venire meno dell'esonero contributivo per i lavoratori dipendenti e a fronte di una variazione modesta delle retribuzioni in termini reali. L'accumulazione di capitale nel QMT del MEF si discosta dalle valutazioni del *panel*, che sono tuttavia fortemente eterogenee a riprova dell'estrema incertezza sulle attese degli investimenti nei prossimi anni. I rischi si intensificano nel 2027 quando, nonostante l'esaurirsi delle spese del PNRR, nel QMT del DEF gli investimenti continuano a espandersi mentre il *panel* prefigura un deciso contro-*shock*: soltanto un previsore su cinque anticipa un aumento degli investimenti a fine periodo. La crescita delle esportazioni nel QMT appare nel complesso accettabile rispetto alle stime del *panel*, anche se nel 2025 eccede in misura non trascurabile la mediana delle previsioni.

Rispetto alle variabili nominali il QMT del MEF stima un rallentamento del deflatore dei consumi privati nel 2024, accettabile rispetto alle valutazioni del *panel* e coerente con il rientro dei prezzi delle materie prime. Dopo il forte calo dell'inflazione di quest'anno (all'1,6 per cento), nel prossimo il deflatore dei consumi accelera moderatamente, così da convergere in seguito verso valori prossimi al 2,0 per cento; tale profilo si colloca lievemente al di sopra della mediana del *panel* e nel biennio finale del DEF in prossimità dell'estremo superiore delle stime, rappresentato dall'UPB (tab. 2.2). **La crescita del deflatore del PIL, così come quella del PIL nominale, nel QMT del MEF è superiore alla mediana delle stime del *panel* UPB, ma non eccede il limite superiore, rappresentato dall'UPB.**

Le variabili relative all'occupazione nel complesso ricadono nell'intervallo di attese del *panel* UPB. La variazione delle ULA è ricompresa tra la mediana e il valore più elevato del *panel*, mentre nel 2027 eccede l'estremo superiore, sebbene in misura contenuta. Sul costo del lavoro, il QMT indica dinamiche più contenute rispetto a quelle del *panel* UPB; poiché le attese sulla produttività sono simili a quelle del *panel*, il QMT prospetta un'evoluzione relativamente ottimistica sul CLUP per i prossimi anni.

Tab. 2.2 – Previsioni dell’UPB realizzate per la validazione del quadro tendenziale del DEF 2024 e del quadro programmatico della NADEF 2023

	2024		2025		2026		2027
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF
PIL	0,8	1,1	1,1	1,2	0,8	0,9	0,6
Contributi alla crescita del PIL							
Esportazioni nette	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,3	0,6
Scorte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	0,5	0,7	0,8	1,0	0,4	0,6	0,0
Deflatore PIL	2,8	3,3	2,5	2,6	2,2	2,2	2,1
Deflatore consumi	1,5	2,5	1,9	2,3	2,0	2,1	2,0
PIL nominale	3,5	4,4	3,6	3,8	3,0	3,1	2,7

Nel confronto con le previsioni sul PIL di altre istituzioni e analisti privati (tab. 2.3) il QMT del DEF si colloca nella fascia alta delle stime, ma non eccede mai l’intervallo definito dagli altri previsori. Con riferimento alla variazione del deflatore del PIL, che incidendo sul PIL nominale è particolarmente rilevante per le stime di finanza pubblica, si osserva un’eterogeneità delle previsioni estremamente pronunciata, con le stime del DEF un po’ più elevate rispetto alla media degli altri previsori ma comunque non superiori ai valori massimi.

Tab. 2.3 – Previsioni sulla crescita del PIL e sull’inflazione in Italia

		PIL			Deflatore PIL		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Centro Studi Confindustria	17-apr	0,9	1,1		1,8	1,8	
Fondo monetario internazionale	16-apr	0,7	0,7	0,2	2,8	2,4	2,0
Prometeia ⁽¹⁾	12-apr	0,7	0,9				
Consensus Economics: ⁽¹⁾							
- media	10-apr	0,7	1,0				
- minimo		0,2	0,5				
- massimo		1,0	1,4				
Oxford Economics ⁽¹⁾	10-apr	0,7	1,1	0,8	1,3	1,6	1,8
Banca d’Italia	05-apr	0,8	0,9	1,3			
Commissione europea	15-feb	0,7	1,2				
OCSE	05-feb	0,7	1,2				
REF -Ricerche ⁽¹⁾	24-gen	0,5	1,0		3,4	2,6	
MEF DEF 2024	10-apr	1,0	1,2	1,1	2,6	2,3	1,9

(1) Dato del PIL corretto per i giorni lavorativi.

2.3 Alcuni fattori di rischio delle previsioni macroeconomiche

Le previsioni macroeconomiche sono esposte a rischi esogeni ed esterni, quali le tensioni geopolitiche e la fragilità del commercio mondiale, oltre che a rilevanti incertezze sull’evoluzione del PNRR e degli investimenti ad esso collegati. Sullo sfondo persistono criticità ambientali e climatiche. **Nel complesso i rischi sull’attività economica appaiono**

bilanciati nel breve periodo, ma nel medio termine sono orientati prevalentemente al ribasso, soprattutto alla fine dell'orizzonte del QMT.

Le tensioni geopolitiche, la volatilità dei mercati delle materie prime e il commercio mondiale. La situazione geopolitica, tesa per le guerre in Ucraina e in Medio Oriente che già hanno ripercussioni tangibili sul commercio internazionale e sulle quotazioni delle materie prime, potrebbe ulteriormente deteriorarsi nell'orizzonte di previsione del DEF. Sono cruciali le ipotesi sul commercio mondiale, il cui rafforzamento però al momento non è pienamente diffuso in termini geografici e settoriali, per cui potrebbe rivelarsi meno robusto del previsto.

La dinamica degli investimenti e il PNRR. Gli investimenti sono la variabile per la quale è più ampia l'eterogeneità delle attese nell'ambito del *panel*, a riprova della forte incertezza delle previsioni. Nel breve periodo è difficile prefigurare la tempistica e l'entità dei riflessi sull'economia delle modifiche normative al Superbonus per il 2024; nel medio termine potrebbero manifestarsi criticità sull'evoluzione del programma *Next Generation EU* per l'Italia. La modesta attivazione degli investimenti pubblici nei primi tre anni del PNRR e le revisioni concordate con la UE evidenziano la necessità di avanzare ora rapidamente con l'attuazione degli interventi. La concentrazione delle opere nei prossimi due anni potrebbe tuttavia generare strozzature nell'offerta. Tale rischio verrebbe stemperato nel caso in cui venisse accordata dalla UE una dilazione dei tempi del PNRR oltre il 2026.

L'avversione al rischio dei mercati e le politiche monetarie. I prezzi degli attivi azionari si attestano su valori elevati nel confronto storico e i premi al rischio richiesti sui titoli obbligazionari sono rapidamente diminuiti nei mesi scorsi; l'avversione al rischio degli operatori di mercato è al momento bassa, ma potrebbe cambiare nel corso dell'orizzonte di previsione del DEF. Le prossime decisioni delle banche centrali potrebbero non rispecchiare le attese dei mercati; inoltre, le numerose scadenze elettorali di quest'anno potranno incidere sulle politiche economiche, con ripercussioni sugli orientamenti degli investitori.

Rischio climatico e ambientale. Il pianeta continua a scaldarsi: l'anno scorso è stato registrato un nuovo massimo delle temperature; il cambiamento climatico, oltre a influire sui prezzi dei beni alimentari e dell'energia, può danneggiare direttamente il tessuto produttivo e sociale in caso di eventi meteorologici estremi. Anche le emissioni di CO₂ per la produzione di energia hanno raggiunto nel 2023 un picco storico, rendendo quindi più stretto il sentiero verso una riduzione dei gas serra.

3. La finanza pubblica

Il DEF non riporta lo scenario programmatico, un contenuto richiesto dalla legge 196/2009. In particolare, la legge 196/2009¹⁰ richiede che siano presentati gli obiettivi di politica economica, gli obiettivi programmatici definiti in coerenza con quanto previsto dall'ordinamento europeo, l'articolazione della manovra necessaria per il conseguimento dei predetti obiettivi e una indicazione di massima delle misure attraverso le quali si prevede di raggiungerli.

Secondo quanto riportato nel documento, la predisposizione di un nuovo quadro programmatico, coerente con le nuove regole europee e con l'orizzonte quinquennale che sarà necessario adottare, è stata rinviata alla presentazione del Piano strutturale e di bilancio di medio termine, che dovrà avvenire nei prossimi mesi. A sostegno di tale scelta, da considerare alla luce dell'imminente entrata in vigore del nuovo sistema di regole di *governance* economica e della fase di transizione dal vecchio al nuovo sistema, vengono presentati diversi elementi. Nel DEF si segnala, in particolare, la mancata pubblicazione da parte della Commissione europea della consueta Comunicazione di inizio marzo sugli orientamenti della politica di bilancio per il 2025. Inoltre, viene ricordato che i contenuti minimi dei Programmi di stabilità e convergenza inviati dalla Commissione possono essere quest'anno molto più ridotti rispetto al passato, non essendo richiesto il rispetto del formato e delle informazioni obbligatorie indicati nel Codice di Condotta. In aggiunta, è evidenziato che, fino a un mese prima della trasmissione della traiettoria di riferimento della spesa primaria netta da parte della Commissione, ogni Stato membro può richiedere un dialogo tecnico con la Commissione per discutere le ultime informazioni statistiche disponibili e le prospettive macroeconomiche e di bilancio. Infine, la Commissione europea entro il 21 giugno si pronuncerà in merito all'apertura di una procedura per deficit eccessivo per l'Italia e altri paesi. Alla luce di queste considerazioni il Governo ha ritenuto di rinviare l'elaborazione dello scenario programmatico, limitandosi a presentare nel DEF solo l'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche e di finanza pubblica tendenziali.

3.1 Il quadro tendenziale di finanza pubblica

Le previsioni a legislazione vigente del conto delle Amministrazioni pubbliche contenute nel DEF recepiscono lievi revisioni del quadro macroeconomico e la rimodulazione del PNRR. Esse sono elaborate considerando, oltre al consuntivo del 2023 pubblicato dall'Istat, l'aggiornamento del quadro macroeconomico rispetto alla NADEF (con una leggera revisione al ribasso rispetto alle previsioni di crescita presentate lo scorso settembre), il monitoraggio dell'andamento dei conti pubblici nel primo trimestre dell'anno in corso, l'impatto finanziario delle misure contenute nella manovra per il 2024 e nei decreti legge varati successivamente sino a marzo scorso nonché il nuovo profilo

¹⁰ Art. 10, c. 2, lett. a), e) e f).

temporale degli interventi finanziati con le risorse previste dal PNRR rimodulato secondo quanto proposto dal Governo e approvato dal Consiglio della UE lo scorso 8 dicembre.

In particolare, la rimodulazione del PNRR ha comportato l'incremento di 2,9 miliardi dei fondi a favore dell'Italia (attualmente pari a 194,4 miliardi), con l'inserimento della nuova Missione 7 RePowerEU e una serie di modifiche alle misure originariamente previste. Alcuni interventi sono stati totalmente defianziati e sono fuoriusciti dal Piano, in quanto presentavano rilevanti criticità ai fini del rispetto delle condizionalità previste. Altri interventi sono stati rimodulati, in termini sia di revisione dei *target* e delle loro scadenze, sia di modifica delle risorse finanziarie a loro assegnate. La revisione del PNRR ha comportato, nel complesso, il finanziamento di investimenti aggiuntivi per circa 25 miliardi di euro, di cui 11,2 miliardi relativi alla Missione 7, e il defianziamento di interventi per circa 22 miliardi¹¹.

Con l'eccezione del disavanzo per il 2023, rivelatosi ben superiore alle attese soprattutto a causa degli effetti del Superbonus, il percorso dei saldi tendenziali delineato nel DEF è simile a quello programmatico della NADEF 2023. Il disavanzo del DEF per il 2024 è stimato uguale a quello riportato nella NADEF dell'autunno scorso (4,3 per cento del PIL), mentre per il biennio successivo le previsioni del DEF indicano un disavanzo pubblico appena superiore: nel 2025 al 3,7 per cento del PIL a fronte del 3,6 programmato nella NADEF, nel 2026 al 3 per cento del PIL invece che al 2,9 precedente. Per il 2027, le previsioni tendenziali mostrano un disavanzo pari al 2,2 per cento del PIL. Dal 2025 è atteso, dopo cinque anni, il ritorno a un avanzo primario, vale a dire un saldo positivo al netto della spesa per interessi, crescente negli anni successivi, come peraltro già prospettato nella NADEF, seppure con valori adesso rivisti al ribasso.

I risultati del 2023: deficit in calo ma ancora elevato e superiore alle attese soprattutto a causa del Superbonus.

Nel 2023, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, secondo quanto indicato dall'Istat il 1° marzo scorso, si è ridotto al 7,2 per cento del PIL dall'8,6 del 2022 (rivisto al rialzo dal precedente 8,0 per cento), risultando superiore al 5,3 per cento atteso nelle stime del Documento programmatico di bilancio (DPB) dell'ottobre scorso a causa, soprattutto, degli effetti del Superbonus (tabb. 3.2a e 3.2b). Secondo quanto riportato nel DEF, al netto di tali impatti e di quelli maggiori del previsto relativi alla misura agevolativa cosiddetta Transizione 4.0, il deficit sarebbe risultato inferiore di 0,2 punti percentuali del PIL rispetto all'obiettivo programmatico.

¹¹ Per maggiori dettagli, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2024), "Audizione della Presidente dell'UPB nell'ambito dell'esame del DL n. 19 del 2024, recante ulteriori disposizioni urgenti per l'attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) (A.C. 1752)" presso la V Commissione della Camera dei deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione), 14 marzo.

Il Superbonus e il Bonus facciate hanno avuto un impatto sul disavanzo delle Amministrazioni pubbliche rilevante e crescente negli anni¹². Le stime della spesa complessiva relativa ai due bonus sono state riviste nel corso del tempo, sia nelle previsioni contenute nei documenti ufficiali sia a consuntivo dall'Istat, in base alle informazioni aggiuntive rese progressivamente disponibili. In particolare, al 1° marzo, data di pubblicazione del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, l'ammontare dei bonus nel periodo 2020-23 è stato pari a circa 170 miliardi¹³.

Anche per Transizione 4.0 l'impatto sui conti pubblici è superiore alle previsioni. L'effetto sul disavanzo degli incentivi Transizione 4.0 è stato pari a circa 30 miliardi nel triennio 2021-23, importo che risulta già superiore ai 24,3 miliardi stimati fino al 2028 nelle Relazioni tecniche riguardanti l'agevolazione¹⁴ (tab. 3.1).

La tabella 3.1 confronta le stime iniziali dell'impatto finanziario riportato nelle rispettive Relazioni tecniche (ossia la perdita di gettito prodotta in ogni anno dai crediti di imposta tenuto conto delle quote annuali) con i crediti di imposta effettivamente utilizzati nel periodo 2021-23 che, data la possibilità di incapienza fiscale, sono di norma inferiori ai crediti maturati dalle imprese.

Si ricorda, al riguardo, che – similmente a quanto accade per il Superbonus e il Bonus facciate – Eurostat considera i crediti di Industria/Transizione 4.0 come pagabili e quindi essi sono registrati nell'indebitamento netto dall'Istat, nel loro complesso, come spesa, nell'anno in cui sorge l'obbligazione che dà diritto all'agevolazione e non sulla base dell'effettiva fruizione.

Tab. 3.1 – Perdita di gettito relativa agli incentivi Industria/Transizione 4.0
(milioni di euro)

	Riduzione attesa del gettito (RT)	Crediti compensati
2021	2.717,5	860,6
2022	4.840,0	4.016,7
2023	5.837,3	7.603,0
2024	4.614,6	--
2025	3.411,5	--
2026	1.880,5	--
2027	884,0	--
2028	146,2	--
Totale	24.331,6	--
Totale 2021-23	13.394,8	12.480,2

Fonte: stime di riduzione di gettito riportate nelle Relazioni tecniche e crediti compensati tratti da dati MEF.

¹² Per maggiori dettagli, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2024) "Memoria della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio sul DDL AS 1092 di conversione del DL 29 marzo 2024, n. 39 (agevolazioni fiscali edilizia)", 19 aprile.

¹³ Il conto rilasciato dall'Istat il 1° marzo potrebbe essere rivisto alla luce dei più recenti dati pubblicati da Enea e di quelli delle prime cessioni a tutto il 4 aprile 2024 dell'Agenzia delle entrate.

¹⁴ Per maggiori dettagli, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2024) "Memoria della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio sul DDL AS 1092 di conversione del DL 29 marzo 2024, n. 39 (agevolazioni fiscali edilizia)", 19 aprile.

Nel triennio 2021-23 la perdita di gettito complessiva effettiva (12,5 miliardi) risulta inferiore a quella inizialmente stimata (13,4 miliardi). Tuttavia, la sua evoluzione temporale evidenzia rischi di perdite di gettito crescenti: nel 2023 si osservano compensazioni sensibilmente maggiori rispetto ai valori stimati (+30 per cento). Con riferimento al 2024, i dati delle compensazioni effettuate nei primi tre mesi (pari a 3,3 miliardi) già rappresentano il 70 per cento del totale stimato inizialmente per lo stesso anno e sembrano quindi confermare questo andamento. Va inoltre considerato, come accennato in precedenza, che i crediti compensati scontano l'incapienza fiscale e quindi crediti potenziali ancora a disposizione delle imprese potrebbero emergere nei prossimi anni, dato che le eventuali eccedenze possono essere riportate in avanti senza limiti temporali, aumentando il divario con le stime iniziali.

Rispetto a quanto indicato nella Nota tecnico-illustrativa alla legge di bilancio 2024-2026 (NTI)¹⁵, le entrate del conto delle Amministrazioni pubbliche sono risultate superiori per circa 14 miliardi mentre le uscite sono state più elevate di circa 54 miliardi, a causa delle maggiori spese in conto capitale in larga misura ascrivibili ai più ampi importi del Superbonus.

In particolare, sul versante delle uscite, le spese correnti al netto degli interessi sono state inferiori alle attese per 2,6 miliardi, solo in minima in parte compensati dalle maggiori spese per interessi per 0,2 miliardi. Tutte le componenti delle uscite in conto capitale sono state invece più consistenti del previsto: per 46,8 miliardi i contributi agli investimenti, per 6,9 miliardi gli investimenti (riguardanti in particolare RFI e ANAS) e per 2,6 miliardi le altre spese (attribuibili soprattutto alle garanzie standardizzate, su cui ha inciso la modifica del criterio di contabilizzazione delle erogazioni del Fondo di garanzia per le PMI recentemente introdotta dall'Istat al fine di stimare più correttamente la perdita attesa delle garanzie concesse nell'anno¹⁶). A eccezione dei consumi intermedi (che hanno riflesso la revisione al rialzo del 2022 e maggiori esborsi per il bonus sociale elettrico), tutte le poste hanno contribuito alle minori uscite correnti primarie rispetto alle attese: in particolare, i redditi da lavoro (a causa dello spostamento in avanti di alcuni rinnovi contrattuali, tra cui quello della dirigenza medica, e della mancata registrazione dell'anticipo dell'indennità di vacanza contrattuale stabilito nel DL 145/2023, attribuito secondo il criterio della competenza economica al 2024) e le altre uscite correnti.

Sul versante delle entrate vi è stato un risultato più favorevole del previsto per le imposte dirette (in particolare dell'Irpef, dell'Ires e di alcune imposte sostitutive) e indirette (con riferimento all'IRAP), e meno favorevole delle attese per i contributi sociali (a riflesso di quanto avvenuto per i redditi da lavoro pubblici descritto in precedenza). Si è poi verificata una ricomposizione tra le altre entrate correnti e le altre entrate in conto capitale, anche

¹⁵ Il confronto è rispetto a quanto riportato nelle tabelle del conto economico programmatico delle Amministrazioni pubbliche della NTI.

¹⁶ Si veda il paragrafo 3.1.1 per una descrizione dell'evoluzione delle garanzie concesse da Mediocredito Centrale a valere sul Fondo di garanzie per le PMI.

a causa di una differente composizione rispetto al previsto delle sovvenzioni dalla UE a copertura di alcune spese relative al PNRR.

Nel confronto dei risultati con quelli dell'anno precedente, il miglioramento del deficit di 1,4 punti percentuali di PIL è derivato sia da una riduzione della spesa per interessi, dal 4,2 al 3,8 per cento, sia da un ridimensionamento del disavanzo primario, sceso dal 4,3 al 3,4 per cento (tabb. 3.2a e 3.2b). Il miglioramento del saldo primario, dato il lieve aumento delle entrate rispetto al PIL (passate dal 47,7 al 47,8 per cento, principalmente per effetto dell'incremento delle imposte dirette) è essenzialmente il risultato di una diminuzione delle uscite primarie in rapporto al PIL (dal 52 al 51,2 per cento). Quest'ultima

Tab. 3.2a – Conto economico delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali (milioni di euro)

	DEF 2024					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Redditi da lavoro dipendente	187.419	186.474	196.474	198.016	198.770	198.024
Consumi intermedi	169.005	174.395	176.742	181.324	181.046	181.549
Prestazioni sociali in denaro	406.898	424.491	447.080	455.900	467.740	480.930
Pensioni	297.190	319.075	337.480	345.730	356.330	368.110
Altre prestazioni sociali	109.708	105.416	109.600	110.170	111.410	112.820
Altre uscite correnti	96.037	96.031	87.766	91.938	89.036	88.548
TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE	859.359	881.391	908.061	927.178	936.592	949.051
Interessi passivi	82.878	78.611	84.765	88.648	95.505	103.551
TOTALE USCITE CORRENTI	942.237	960.002	992.826	1.015.826	1.032.096	1.052.602
di cui: Spesa sanitaria	131.674	131.119	138.776	141.814	144.760	147.420
Investimenti fissi lordi	53.071	66.805	67.953	78.091	76.453	70.217
Contributi agli investimenti	90.107	111.220	41.022	36.458	33.889	17.194
Altre uscite in conto capitale	18.853	8.040	3.762	5.915	5.962	5.765
TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE	162.031	186.065	112.737	120.464	116.304	93.176
TOTALE USCITE PRIMARIE	1.021.390	1.067.456	1.020.798	1.047.642	1.052.896	1.042.227
TOTALE USCITE COMPLESSIVE	1.104.268	1.146.067	1.105.563	1.136.290	1.148.400	1.145.778
Totale entrate tributarie	572.213	617.107	633.476	649.269	664.771	683.698
Imposte dirette	291.021	320.817	325.525	334.996	342.832	354.287
Imposte indirette	279.485	294.682	306.460	312.770	320.424	327.887
Imposte in c/capitale	1.707	1.608	1.491	1.503	1.515	1.524
Contributi sociali	261.408	269.221	276.191	300.484	309.283	317.289
Contributi sociali effettivi	257.354	265.022	271.931	296.142	304.859	312.779
Contributi sociali figurativi	4.054	4.199	4.260	4.342	4.424	4.510
Altre entrate correnti	87.258	87.923	91.696	93.976	90.840	89.000
TOTALE ENTRATE CORRENTI	919.172	972.643	999.872	1.042.226	1.063.379	1.088.463
Altre entrate in conto capitale	15.431	22.341	10.263	10.591	14.180	4.734
TOTALE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	17.138	23.949	11.754	12.094	15.695	6.258
TOTALE ENTRATE	936.310	996.592	1.011.626	1.054.320	1.079.074	1.094.721
Pressione fiscale	42,5	42,5	42,1	42,4	42,2	42,3
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO PRIMARIO	-85.080	-70.864	-9.172	6.678	26.180	52.495
in % del PIL	-4,3	-3,4	-0,4	0,3	1,1	2,2
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO	-167.958	-149.475	-93.937	-81.970	-69.325	-51.057
in % del PIL	-8,6	-7,2	-4,3	-3,7	-3,0	-2,2
PIL nominale	1.962.846	2.085.376	2.162.697	2.238.234	2.305.906	2.367.640

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2024, Sezione II, Tabella II.2-1 e Istat.

Tab. 3.2b – Conto economico delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali
(in percentuale del PIL)

	DEF 2024					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Redditi da lavoro dipendente	9,5	8,9	9,1	8,8	8,6	8,4
Consumi intermedi	8,6	8,4	8,2	8,1	7,9	7,7
Prestazioni sociali in denaro	20,7	20,4	20,7	20,4	20,3	20,3
<i>Pensioni</i>	15,1	15,3	15,6	15,4	15,5	15,5
<i>Altre prestazioni sociali</i>	5,6	5,1	5,1	4,9	4,8	4,8
Altre uscite correnti	4,9	4,6	4,1	4,1	3,9	3,7
TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE	43,8	42,3	42,0	41,4	40,6	40,1
Interessi passivi	4,2	3,8	3,9	4,0	4,1	4,4
TOTALE USCITE CORRENTI	48,0	46,0	45,9	45,4	44,8	44,5
di cui: <i>Spesa sanitaria</i>	6,7	6,3	6,4	6,3	6,3	6,2
Investimenti fissi lordi	2,7	3,2	3,1	3,5	3,3	3,0
Contributi agli investimenti	4,6	5,3	1,9	1,6	1,5	0,7
Altre uscite in conto capitale	1,0	0,4	0,2	0,3	0,3	0,2
TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE	8,3	8,9	5,2	5,4	5,0	3,9
TOTALE USCITE PRIMARIE	52,0	51,2	47,2	46,8	45,7	44,0
TOTALE USCITE COMPLESSIVE	56,3	55,0	51,1	50,8	49,8	48,4
Totale entrate tributarie	29,2	29,6	29,3	29,0	28,8	28,9
<i>Imposte dirette</i>	14,8	15,4	15,1	15,0	14,9	15,0
<i>Imposte indirette</i>	14,2	14,1	14,2	14,0	13,9	13,8
<i>Imposte in c/capitale</i>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Contributi sociali	13,3	12,9	12,8	13,4	13,4	13,4
<i>Contributi sociali effettivi</i>	13,1	12,7	12,6	13,2	13,2	13,2
<i>Contributi sociali figurativi</i>	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Altre entrate correnti	4,4	4,2	4,2	4,2	3,9	3,8
TOTALE ENTRATE CORRENTI	46,8	46,6	46,2	46,6	46,1	46,0
Altre entrate in conto capitale	0,8	1,1	0,5	0,5	0,6	0,2
TOTALE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	0,9	1,1	0,5	0,5	0,7	0,3
TOTALE ENTRATE	47,7	47,8	46,8	47,1	46,8	46,2
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO PRIMARIO	-4,3	-3,4	-0,4	0,3	1,1	2,2
INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO	-8,6	-7,2	-4,3	-3,7	-3,0	-2,2
<i>PIL nominale</i>	1.962.846	2.085.376	2.162.697	2.238.234	2.305.906	2.367.640

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2024, Sezione II, Tabella II.2-1 e Istat.

ha rispecchiato un calo delle spese primarie correnti in rapporto al PIL (ridottesi di 1,5 punti percentuali, dal 43,8 al 42,3 per cento) – in particolare di quelle riguardanti i redditi da lavoro e le prestazioni sociali diverse da quelle pensionistiche –, solo parzialmente compensato da un aumento della spesa in conto capitale (cresciuta di 0,7 punti di PIL, dall'8,3 all'8,9 per cento). Quest'ultimo ha riflesso incrementi dei contributi agli investimenti e degli investimenti fissi lordi, a fronte di una riduzione delle altre spese in conto capitale.

Guardando ai tassi di variazione, la dinamica delle entrate è stata più sostenuta di quella della spesa primaria (tab. 3.2c). Quest'ultima è aumentata del 4,5 per cento rispetto al 2022, rispecchiando una crescita del 2,6 per cento delle uscite correnti primarie e una, più marcata, del 14,8 per cento di quelle in conto capitale. Sul versante delle entrate,

Tab. 3.2c – Conto economico delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali (tassi di crescita)

	DEF 2024				
	2023	2024	2025	2026	2027
Redditi da lavoro dipendente	-0,5	5,4	0,8	0,4	-0,4
Consumi intermedi	3,2	1,3	2,6	-0,2	0,3
Prestazioni sociali in denaro	4,3	5,3	2,0	2,6	2,8
<i>Pensioni</i>	7,4	5,8	2,4	3,1	3,3
<i>Altre prestazioni sociali</i>	-3,9	4,0	0,5	1,1	1,3
Altre uscite correnti	0,0	-8,6	4,8	-3,2	-0,5
TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE	2,6	3,0	2,1	1,0	1,3
Interessi passivi	-5,1	7,8	4,6	7,7	8,4
TOTALE USCITE CORRENTI	1,9	3,4	2,3	1,6	2,0
di cui: <i>Spesa sanitaria</i>	-0,4	5,8	2,2	2,1	1,8
Investimenti fissi lordi	25,9	1,7	14,9	-2,1	-8,2
Contributi agli investimenti	23,4	-63,1	-11,1	-7,0	-49,3
Altre uscite in conto capitale	-57,4	-53,2	57,2	0,8	-3,3
TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE	14,8	-39,4	6,9	-3,5	-19,9
TOTALE USCITE PRIMARIE	4,5	-4,4	2,6	0,5	-1,0
TOTALE USCITE COMPLESSIVE	3,8	-3,5	2,8	1,1	-0,2
Totale entrate tributarie	7,8	2,7	2,5	2,4	2,8
<i>Imposte dirette</i>	10,2	1,5	2,9	2,3	3,3
<i>Imposte indirette</i>	5,4	4,0	2,1	2,4	2,3
<i>Imposte in c/capitale</i>	-5,8	-7,3	0,8	0,8	0,6
Contributi sociali	3,0	2,6	8,8	2,9	2,6
<i>Contributi sociali effettivi</i>	3,0	2,6	8,9	2,9	2,6
<i>Contributi sociali figurativi</i>	3,6	1,5	1,9	1,9	1,9
Altre entrate correnti	0,8	4,3	2,5	-3,3	-2,0
TOTALE ENTRATE CORRENTI	5,8	2,8	4,2	2,0	2,4
Altre entrate in conto capitale	44,8	-54,1	3,2	33,9	-66,6
TOTALE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	39,7	-50,9	2,9	29,8	-60,1
TOTALE ENTRATE	6,4	1,5	4,2	2,3	1,5

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2024, Sezione II, Tabella II.2-1 e Istat.

aumentate nel complesso del 6,4 per cento rispetto al 2022, le imposte dirette e le entrate in conto capitale non tributarie hanno mostrato crescita sostenute, rispettivamente del 10,2 e del 44,8 per cento (queste ultime per effetto delle sovvenzioni provenienti dalla UE a copertura di interventi in conto capitale del PNRR).

All'interno delle spese primarie correnti e guardando alle principali componenti, la crescita più consistente ha riguardato le prestazioni sociali in denaro (4,3 per cento), ascrivibile alla spesa pensionistica (7,4 per cento), essendosi ridotte le altre prestazioni (-3,9 per cento). Sui trattamenti pensionistici ha inciso – oltre al saldo tra le nuove pensioni e quelle eliminate – una indicizzazione molto sostenuta, con un tasso pari all'8,1 per cento. Quanto alle altre prestazioni, la riduzione è il risultato della contrazione di taluni assegni e sussidi di natura assistenziale, come il reddito di cittadinanza, e del venire meno delle indennità *una tantum* introdotte per mitigare gli effetti del caro energia. Sono invece risultati in aumento gli assegni familiari (per l'andata a regime dell'assegno unico e universale), le indennità di disoccupazione (in particolare la Naspi), le liquidazioni di fine rapporto e le prestazioni agli invalidi civili. I consumi intermedi hanno mostrato una crescita più moderata (3,2 per cento), alla quale hanno contribuito sia le prestazioni sociali in natura acquistate direttamente sul mercato (5,2 per cento) sia, anche se in misura minore, i

consumi intermedi in senso stretto (2,4 per cento). Sulla crescita delle prime e, in particolare, di quelle di natura assistenziale statali, ha influito la corresponsione dei bonus sociali, riconosciuti ai clienti domestici economicamente svantaggiati o in gravi condizioni di salute e volti a contrastare i rincari dell'elettricità e del gas. La spesa per redditi da lavoro è risultata in calo (-0,5 per cento) rispetto a una spesa del 2022 accresciuta dal rinnovo di gran parte dei contratti pubblici relativi al triennio 2019-2021 e nonostante l'impatto nel 2023 sia dell'emolumento accessorio *una tantum* sia delle somme destinate alla valorizzazione del personale scolastico. Si rammenta che, a differenza della metodologia adottata dal MEF nell'elaborazione delle previsioni (si veda più avanti), i dati di consuntivo dell'Istat ancora contabilizzano i rinnovi contrattuali imputando tutti gli arretrati sull'anno di sottoscrizione del contratto.

Nell'ambito delle spese in conto capitale, oltre al forte aumento degli investimenti (25,9 per cento) – principalmente delle Amministrazioni centrali (31 per cento), in particolare di RFI e ANAS – si sono verificati sia un consistente incremento dei contributi agli investimenti (23,4 per cento), dovuto ai rilevanti incentivi alle imprese e soprattutto all'ancora molto elevato livello degli effetti dei bonus edilizi esigibili (ben superiori a quelli del 2022), sia una rilevante riduzione delle altre spese in conto capitale (-57,4 per cento). Queste ultime hanno risentito del venire meno delle spese connesse all'acquisto di scorte di gas naturale a fini di stoccaggio da parte del Gestore dei servizi energetici (GSE) e della Società nazionale metanodotti (SNAM).

Con riferimento alle entrate, sulla crescita delle imposte dirette (10,2 per cento) hanno influito in particolare gli andamenti favorevoli dell'Irpef, dovuti soprattutto alle ritenute sui redditi da lavoro dipendente, e dell'Ires. Oltre all'aumento delle ritenute sugli utili distribuiti dalle società, ha inciso positivamente sul gettito l'incremento dell'imposta sostitutiva relativa alle ritenute sugli interessi e redditi di capitale. È cresciuto anche il contributo a titolo di prelievo straordinario a carico dei soggetti che esercitano l'attività di produzione di energia elettrica, di gas metano o di estrazione di gas naturale. Si sono invece ridotte altre imposte sostitutive: sui *capital gain*, sul risparmio gestito e sulla rivalutazione dei beni aziendali. Sulla crescita delle imposte indirette (5,4 per cento) hanno riflesso gli aumenti sostenuti delle accise "energetiche": su energia elettrica e oneri di sistema sulle energie rinnovabili, sui prodotti energetici e derivati e sul gas metano. L'IRAP ha mostrato una marcata crescita mentre l'IVA ha registrato un incremento limitato a causa della riduzione della componente relativa alle importazioni, che ha riflesso il contenimento del costo dei prodotti energetici. Si è invece ridotta l'imposta di bollo ed è sostanzialmente venuta meno quella sugli extraprofitti da produzione di energia rinnovabile. I contributi sociali sono cresciuti (3 per cento) meno della base imponibile a causa dell'aumento dell'esonero contributivo a carico dei lavoratori con limitate retribuzioni disposto dal DL 48/2023 per la seconda metà dell'anno, che ha sostanzialmente determinato la riduzione dei contributi dei lavoratori dipendenti (-5 per cento).

Le tendenze del quadriennio 2024-27: disavanzi in riduzione che scontano la diminuzione e riclassificazione del Superbonus, la sostanziale revoca delle misure contro il caro energia e il venire meno, dal prossimo anno, di diverse misure di decontribuzione sul lavoro dipendente. Dal 2025, dopo cinque anni, è previsto il ritorno a un saldo primario positivo.

In assenza di ulteriori interventi, il deficit pubblico calerebbe drasticamente nell'anno in corso, passando dal 7,2 al 4,3 per cento del PIL, in ragione soprattutto del notevole ridimensionamento degli effetti del Superbonus, per poi ridursi più gradualmente al 3,7 per cento nel 2025, al 3 nel 2026 e al 2,2 nel 2027 (tabb. 3.2a e 3.2b). Tali andamenti scontano, data la natura a legislazione vigente della previsione, una traiettoria delle uscite primarie in percentuale del prodotto in riduzione più marcata rispetto a quella delle entrate. Tra le uscite primarie, tuttavia, le prestazioni sociali manterrebbero sostanzialmente invariato il peso sul PIL nel triennio 2025-27, anche in relazione

all'indicizzazione automatica all'inflazione delle pensioni, mentre gli investimenti in rapporto al PIL – grazie agli interventi del PNRR – sperimenterebbero incrementi nel biennio 2025-26. Il peso della spesa per interessi sul PIL crescerebbe dal 2024.

Il saldo primario, sebbene in marcato miglioramento rispetto al 2023, è atteso rimanere ancora negativo nel 2024 al -0,4 per cento del PIL e divenire positivo e crescente dall'anno successivo, collocandosi allo 0,3 per cento nel 2025, all'1,1 nel 2026 e al 2,2 nel 2027. La spesa per interessi è prevista in progressivo aumento già dall'anno in corso, quando si attesterebbe al 3,9 per cento del PIL, e fino al 2026, anno in cui raggiungerebbe il 4,1 per cento, per poi crescere in misura più marcata nel 2027, arrivando al 4,4 per cento. Tale andamento riflette volumi di emissione più elevati, in particolare nel 2024, la trasmissione dei passati aumenti dei tassi su una quota crescente del debito pubblico e la ripresa dei tassi a lungo termine. Dopo otto anni di riduzioni consecutive in valore assoluto, la spesa per interessi è aumentata nel 2021 e nel 2022 per la componente legata all'inflazione, riducendosi nel 2023 in conseguenza del progressivo rientro delle tensioni sui prezzi. Per gli anni successivi, seppur collocandosi su una traiettoria di crescita, sarebbe meno elevata di quanto ipotizzato nelle stime ufficiali precedenti, arrivando nel 2026 a 95,5 miliardi, contro i 104,4 della NTI 2023, in ragione del miglioramento dello scenario dei tassi di mercato e dell'inflazione. Nel 2027 si collocherebbe a 103,6 miliardi.

La spesa primaria è attesa diminuire in rapporto al PIL (di 7,2 punti percentuali, dal 51,2 per cento del 2023 al 44 nel 2027), in maniera ben più consistente delle entrate (di 1,6 punti percentuali, dal 47,8 per cento del 2023 al 46,2 nel 2027). Si ridurrebbe maggiormente la spesa in conto capitale, soprattutto per la flessione delle spese del Superbonus e, nel 2027, per l'esaurirsi delle uscite connesse con gli interventi del PNRR. In calo anche la spesa primaria corrente, data la natura tendenziale delle proiezioni che, ad esempio, non tengono conto degli oneri per rinnovi contrattuali dei dipendenti pubblici successivi a quelli del triennio 2022-24.

Nel quadriennio di previsione del DEF le uscite in conto capitale rimarrebbero in media intorno al 4,9 per cento del PIL, sostenute fino al 2026 dai progetti del PNRR. In particolare, la spesa per investimenti sarebbe in media pari al 3,2 per cento, in linea con quanto registrato lo scorso anno e ben superiore ai consuntivi degli anni precedenti, in quanto risente dell'impatto dei programmi aggiuntivi relativi al PNRR fino al 2026. Complessivamente, nel periodo di durata del Piano, gli investimenti fissi lordi finanziati con risorse del Dispositivo per la Ripresa e la Resilienza (RRF) ammonterebbero al 4,3 per cento del PIL.

Al riguardo si sottolinea che **anche nel DEF 2024 non sono stati riportati i dettagli del nuovo profilo annuale delle spese finanziate dalla UE nell'ambito dello strumento *Next Generation EU (NGEU)*.** Ipotizzando che la quota sul PIL di investimenti pubblici finanziati con risorse RRF nel triennio 2020-22 sia rimasta invariata rispetto a quanto stimato nella NADEF 2022 e nel DEF 2023 (complessivamente 0,3 per cento), per il periodo 2023-26 tale quota ammonterebbe a circa il 4 per cento.

Guardando più in dettaglio alle principali componenti del conto delle Amministrazioni pubbliche, sul versante delle uscite la spesa per i redditi da lavoro segue un profilo che riflette, nel 2024, una crescita ancora positiva dell'occupazione, la conclusione della tornata contrattuale 2019-2021 e il rinnovo del triennio 2022-24.

Sull'anno è stato contabilizzato per competenza economica l'anticipo, disposto dal DL 145/2023, dell'indennità di vacanza contrattuale, erogato per cassa nel 2023 in favore del personale statale a tempo indeterminato. Negli anni seguenti si tiene conto dell'indennità di vacanza contrattuale, in attesa dei successivi rinnovi, e delle spese di personale connesse all'attuazione dei progetti del PNRR.

Con riferimento alla metodologia di contabilizzazione dei rinnovi contrattuali, il DEF dichiara di anticipare un cambiamento che sarà adottato dall'Istat dalla prossima revisione complessiva delle serie storiche prevista per il mese di settembre. Posto che i dati di consuntivo devono ancora essere rivisti, l'adozione della nuova metodologia sugli anni di previsione comporta una discontinuità nei valori. Per quanto riguarda i rinnovi del triennio contrattuale 2019-2021 effettuati nel 2024, tale discontinuità implica, fra l'altro, che gli importi corrispondenti agli arretrati (in via approssimativa circa 1,9 miliardi) non siano al momento conteggiati né negli anni corrispondenti allo stanziamento delle risorse (periodo 2019-2023), né in quello di sottoscrizione del contratto (il 2024).

Sinora i rinnovi contrattuali venivano contabilizzati dall'anno di sottoscrizione del contratto, imputando su tale anno anche tutti gli importi per arretrati. Si trattava di un criterio di registrazione sostanzialmente in termini di cassa, a eccezione dei casi in cui il contratto veniva sottoscritto verso la fine dell'anno e, quindi, gli effetti sull'indebitamento netto si manifestavano nell'anno di sottoscrizione del contratto mentre quelli su fabbisogno e debito nell'anno successivo. La nuova metodologia imputa, invece, a ogni anno le somme destinate alla contrattazione dalla legislazione vigente, indipendentemente dall'anno di sottoscrizione del contratto, seguendo così, di fatto, il profilo degli stanziamenti in bilancio. Rispetto alla contabilizzazione precedente, con la nuova metodologia non si verificano i picchi di spesa dovuti agli arretrati che si riscontravano negli anni di rinnovo – tipicamente con forte ritardo – dei contratti, essendo gli importi ripartiti secondo un profilo più regolare sugli anni della tornata contrattuale.

La spesa per consumi intermedi è stata rivista notevolmente al rialzo rispetto alle stime della NTI, in particolare sul biennio 2025-26 (in media di 6 miliardi circa ogni anno) e soprattutto per le Amministrazioni centrali, per le quali probabilmente potrebbe essere stato inserito un effetto di trascinamento del maggiore risultato di consuntivo. I consumi intermedi riflettono tra l'altro, oltre all'impatto degli interventi del PNRR, anche gli effetti sulla spesa del 2024 del rinnovo delle convenzioni per medici generici e specialisti ambulatoriali interni per i trienni 2019-2021 (al netto degli arretrati, considerato il cambio di metodologia di contabilizzazione per i rinnovi dei contratti di lavoro illustrato precedentemente) e 2022-24.

I consumi intermedi tengono conto anche della rideterminazione del tetto della spesa farmaceutica per acquisti diretti e per il ricorso agli operatori privati accreditati, dell'incremento del fondo per il concorso al rimborso dei farmaci innovativi e delle ipotesi di incasso del *pay-back*.

La dinamica delle prestazioni sociali risente in larga misura degli effetti dell'incremento dell'inflazione sulle pensioni (con ritardo di un anno) – ancorché moderati dal cambiamento del meccanismo di indicizzazione per il biennio 2023-24 disposto con la legge di bilancio per il 2023 e successivamente rivisto dalla legge di bilancio per il 2024 – e delle norme sull'accesso anticipato al pensionamento.

Con riferimento alle prestazioni non pensionistiche è stato tenuto conto, fra l'altro, dell'incremento dell'indennità per congedo parentale, della proroga – con modifiche – della cosiddetta APE sociale, del rifinanziamento di varie forme di sostegno al reddito in situazioni specifiche e del rifinanziamento e potenziamento del supporto economico per l'accesso agli asili nido. L'andamento delle altre uscite correnti riflette essenzialmente quello dei contributi alla produzione, che nel 2023 scontavano gli effetti dei crediti di imposta per l'emergenza energetica.

Le componenti delle spese in conto capitale mostrano un andamento tra loro differenziato. Il profilo delle uscite per investimenti e per contributi agli investimenti rispecchia sostanzialmente i coefficienti di realizzazione e le ipotesi di attuazione dei programmi del PNRR e del Fondo complementare previsto dal DL 59/2021, che sono state riviste in seguito alle modifiche apportate al PNRR, fra cui l'inclusione del nuovo capitolo *RePowerEU*.

Dopo la forte crescita del 2023 (25,9 per cento; tab. 3.2c), gli investimenti sono previsti aumentare solo moderatamente nell'anno in corso (1,7 per cento), accelerare in misura significativa nel 2025 (14,9 per cento) e ridursi nel 2026 (-2,1 per cento) e 2027 (-8,2 per cento). Nel 2026 influiscono soprattutto gli interventi disposti nella sezione II della legge di bilancio per il 2024. La dinamica del 2027 risente principalmente dell'esaurirsi dell'impulso del PNRR.

Sui contributi agli investimenti ha un impatto, inoltre, la contabilizzazione degli effetti del Superbonus e degli incentivi alle imprese Transizione 4.0.

In particolare, la previsione sconta l'ammontare delle detrazioni relative al Superbonus che sono stimate maturare nell'anno in corso per il completamento degli interventi avviati negli anni precedenti che, in base a quanto disposto dai DDLL 11/2023 e 39/2024, possono ancora essere fruiti come sconti in fattura o cessioni di crediti e, quindi, configurarsi come crediti pagabili. Dai dati del monitoraggio pubblicati mensilmente dall'Enea, che non includono il Super Sismabonus, risulta che, al netto dei nuovi investimenti che dovrebbero essere asseverati da aprile 2024, sottoposti alle limitazioni disposte dal DL 39/2024, rimarrebbero da completare investimenti già asseverati in precedenza per circa 5,6 miliardi, che plausibilmente daranno diritto a un'agevolazione nella misura del 70 per cento, come previsto dalla normativa¹⁷. La parte delle detrazioni per interventi per cui non è più applicabile la cedibilità del credito è considerata non pagabile e, quindi, classificata come minori entrate negli anni in cui la detrazione viene effettivamente fruita. Si ricorda che entro il mese di giugno Eurostat dovrà pronunciarsi in merito alla classificazione statistica del Superbonus nel 2024, nonché riesaminare la classificazione sugli anni precedenti alla luce di informazioni aggiornate sui cosiddetti crediti incagliati. Quanto a Transizione 4.0, le stime sono state riviste al rialzo in considerazione dei risultati di consuntivo. Le altre uscite in conto capitale diminuiscono dopo i vari interventi straordinari degli ultimi anni e, nel 2024, scontano le attese sulle vendite del gas naturale acquistato e messo a stoccaggio nel 2022.

¹⁷ Per maggiori dettagli, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2024), "Memoria della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio sul DDL AS 1092 di conversione del DL 29 marzo 2024, n. 39 (agevolazioni fiscali edilizia), 19 aprile.

La riduzione prevista dal 2023 al 2027 delle entrate sul prodotto (di 1,6 punti percentuali) è ascrivibile al ridimensionamento di tutte le componenti con l'eccezione dei contributi sociali (tab. 3.2b). Questi ultimi mostrano un aumento rispetto al PIL (di 0,5 punti percentuali) soprattutto a seguito del venire meno, nel quadro a legislazione vigente, di diverse misure di sgravio contributivo sul lavoro dipendente.

Si tratta di diversi interventi disposti dalla legge di bilancio per il 2024 per il solo anno in corso, fra cui la conferma dell'esonero parziale dei contributi previdenziali a carico dei lavoratori dipendenti, le misure fiscali per il *welfare* aziendale, l'abbattimento al 100 per cento della quota di contributi previdenziali a carico di lavoratrici dipendenti a tempo indeterminato con due figli (fino a 10 anni).

Al calo delle entrate tributarie rispetto al PIL contribuiscono in circa uguale misura le imposte dirette e quelle indirette, mentre le imposte in conto capitale rimangono stabili. La riduzione a fine periodo dell'incidenza sul PIL delle altre entrate correnti e in conto capitale risente del venire meno della contabilizzazione delle sovvenzioni provenienti dalla UE per finanziare gli interventi del PNRR. La pressione fiscale si riduce leggermente, passando dal 42,5 per cento del 2023 al 42,3 cento nel 2027. Un'ulteriore lieve riduzione della pressione fiscale emergerà al momento dell'utilizzo del Fondo per l'attuazione della delega fiscale, attualmente classificato nella spesa corrente.

Analizzando più nel dettaglio le entrate, sulla dinamica delle imposte dirette rispetto al PIL influiscono, da un lato, le minori entrate conseguenti al primo modulo della riforma dell'Irpef disposto dal D.Lgs. 216/2023 per il solo 2024, le misure fiscali per il *welfare* aziendale, la riduzione dell'aliquota dell'imposta sostitutiva per i premi di produttività e la riduzione del canone RAI. Dall'altro lato, vi sono i maggiori introiti connessi con i rinnovi contrattuali dei dipendenti pubblici e con l'indicizzazione delle pensioni all'inflazione, la rideterminazione dei valori di acquisto di terreni e partecipazioni, le misure di contrasto all'evasione e di razionalizzazione delle procedure di compensazione dei crediti e il contributo di solidarietà a carico delle aziende che producono, rivendono o distribuiscono prodotti energetici o petroliferi.

La tassazione indiretta sconta un andamento dell'IVA che rispecchia anche gli effetti sui consumi in termini nominali del rientro delle dinamiche inflazionistiche, nonché le misure specifiche introdotte dai vari provvedimenti normativi. Fra quelli previsti dalla legge di bilancio per il 2024 si segnalano principalmente, con effetti di aumento sulle imposte indirette, l'incremento della tassazione dei tabacchi, l'aumento dell'IVA sui prodotti per l'infanzia e l'igiene femminile e la fiscalizzazione degli oneri generali di sistema impropri. L'imposizione indiretta aumenta anche per l'applicazione dal 1° luglio 2024 delle cosiddette *plastic tax* e *sugar tax*. I contributi sociali evolvono in linea con la massa retributiva dell'intera economia ma risentono, nel 2024, della conferma dell'esonero parziale relativo alla quota dei contributi previdenziali a carico dei lavoratori dipendenti, stabilito dalla legge di bilancio per il 2024; nel 2025 si avrebbe un effetto di rimbalzo dovuto al venire meno, secondo la legislazione vigente, di tale misura. Le altre entrate, correnti e in conto capitale, scontano gli effetti rilevanti delle sovvenzioni legate al PNRR. Su quelle correnti incide anche l'andamento degli introiti per interessi attivi e dividendi, in calo nel biennio 2024-25 e in leggera crescita nel periodo successivo.

Secondo quanto indicato nel DEF, per le politiche invariate sarebbero necessari 19,9 miliardi nel 2025, 23,1 miliardi nel 2026 e 25,1 miliardi nel 2027: si tratta di importi molto più elevati rispetto a quelli solitamente considerati in precedenti documenti ufficiali. Il DEF riporta l'indicazione del solo impatto complessivo sull'indebitamento netto

del rifinanziamento delle politiche invariate, senza fornire alcuna informazione sulle misure considerate per definire tali importi.

Si può formulare un'ipotesi di massima dei possibili interventi che potrebbero rientrare nell'ambito delle politiche invariate considerando le misure dell'ultima manovra di bilancio finanziate per il solo anno 2024 e che il Governo potrebbe decidere di prorogare negli anni successivi. È importante sottolineare che tale analisi non tiene conto né degli interventi finanziati fino al 2024 da precedenti manovre di bilancio che il Governo potrebbe voler prorogare, né di misure per le quali non è ancora stato disposto alcun finanziamento come, ad esempio, le risorse per il rinnovo contrattuale 2025-27 dei dipendenti pubblici¹⁸.

La conferma nel 2025 di alcuni degli interventi finanziati solo per l'anno in corso dall'ultima manovra di bilancio impatterebbe sull'indebitamento netto per 18,2 miliardi (tab. 3.3). Gli interventi considerati in tale quantificazione comprendono, fra l'altro, l'esonero parziale dei contributi previdenziali a carico dei lavoratori dipendenti (la cui conferma nel 2025 è stata dichiarata dal Ministro dell'Economia e delle finanze obiettivo prioritario in vista della prossima legge di bilancio¹⁹), le misure di sostegno agli investimenti nella ZES del Mezzogiorno e il rifinanziamento della Nuova Sabatini, il rifinanziamento delle missioni internazionali, la detassazione del *welfare* aziendale e dei premi di produttività, gli interventi di sostegno agli indigenti, la riduzione del canone RAI, l'azzeramento dei contributi previdenziali a carico di lavoratrici a tempo indeterminato con due figli (fino a 10 anni). Nell'analisi non è stata considerata la proroga dell'introduzione della *plastic tax* e della *sugar tax* che, a legislazione vigente, dovrebbero entrare in vigore il prossimo 1° luglio. Si tiene, inoltre, conto del primo modulo di riforma delle imposte sul reddito, per la parte eccedente la quota già coperta dal Fondo per l'attuazione della delega fiscale²⁰. Il D.Lgs. 216/2023 ha incrementato il Fondo per l'attuazione della delega fiscale, classificato nella spesa corrente, la cui dotazione per il 2025 – tenuto conto anche di successivi interventi legislativi – ammonterebbe a circa 3,7 miliardi e coprirebbe oltre l'80 per cento dei costi della revisione dell'Irpef stimati per il 2024. Aggiungendo ai 18,2 miliardi considerati nella tabella 3.3 anche altre spese solitamente inserite nelle politiche invariate, quali gli oneri per il prossimo triennio contrattuale dei dipendenti pubblici (2025-27) e il rifinanziamento di alcuni fondi, inclusi alcuni destinati agli investimenti, l'impatto complessivo sull'indebitamento netto supererebbe quello indicato nel DEF, facendo così supporre che le politiche invariate del DEF facciano riferimento solo a una parte delle misure considerate nelle elaborazioni qui presentate.

¹⁸ Eccetto l'indennità di vacanza contrattuale, prevista in via automatica nella legislazione vigente.

¹⁹ Si veda la conferenza stampa del Ministro dell'Economia e delle finanze sul DEF 2024 del 9 aprile scorso.

²⁰ L'eventuale proroga delle misure considerate nel primo modulo di riforma delle imposte sul reddito comporterebbe degli effetti di riduzione del gettito anche sul 2026 per circa 1,3 miliardi, a seguito dell'intervento relativo alla maggiorazione del costo ammesso in deduzione in presenza di nuove assunzioni, con conseguente riduzione del fondo appostato per tale anno.

Tab. 3.3 – Impatti degli interventi finanziati per il solo 2024 dalla manovra di bilancio per il 2024 (1)
(milioni di euro)

	Peggioramento dell'indebitamento netto
Esonero parziale dei contributi previdenziali a carico dei lavoratori dipendenti (LdB per il 2024) (a)	10.790,0
Misure di sostegno per investimenti nella ZES del Mezzogiorno e rifinanziamento Nuova Sabatini (LdB per il 2024)	1.900,0
Missioni internazionali (LdB per il 2024) (a)	960,0
Detassazione <i>welfare</i> aziendale e premi di produttività (LdB per il 2024)	832,9
Misure a sostegno delle persone indigenti (LdB per il 2024)	650,0
Primo modulo di riforma delle imposte sul reddito (D.Lgs. 216/2023) (b)	615,8
Riduzione da 90 a 70 euro del canone RAI (LdB per il 2024)	430,0
Azzeramento dei contributi previdenziali a carico di lavoratrici dipendenti a tempo indeterminato con 2 figli fino a 10 anni (LdB per il 2024) (a)	368,1
Incremento del Fondo di garanzia per la prima casa (LdB per il 2024)	282,0
Incremento del Fondo per le persone in fuga dalla guerra in Ucraina (LdB per il 2024)	274,0
Misure di anticipo pensionistico (LdB per il 2024) (a)	260,5
Misure varie per la gestione delle emergenze connesse a calamità naturali (LdB per il 2024) (a)	239,8
Proroga concorso Forze di Polizia e Forze armate per strade e stazioni sicure (LdB per il 2024) (a)	149,8
Rifinanziamento Fondo sociale formazione e occupazione (LdB per il 2024)	140,0
Altre misure (DL 145/2023 e LdB per il 2024)	279,3
Totale	18.172,2

Fonte: elaborazioni su dati delle Relazioni tecniche e del prospetto riepilogativo degli effetti finanziari dei vari provvedimenti e del dossier del servizio studi di Camera e Senato sul DL 19/2024, parte II – profili finanziari.
(1) (a) al netto degli effetti sulle entrate; (b) impatto al netto delle risorse del Fondo per l'attuazione della delega fiscale.

L'evoluzione tendenziale del rapporto tra il debito pubblico e il PIL è diversa da quella del quadro programmatico della NADEF, in cui si prospettava una riduzione contenuta ma costante del rapporto. Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL, dopo il calo registrato nel 2023 (dal 140,5 al 137,3 per cento del PIL), è atteso aumentare fino al 2026, quando raggiungerebbe il 139,8 per cento, per poi ridursi di due decimi di punto nel 2027 (si veda il paragrafo 3.2).

Sul profilo del debito fino al 2026 incidono in misura rilevante le ingenti compensazioni d'imposta legate agli incentivi fiscali degli ultimi anni, che tengono già conto, diversamente dall'indebitamento netto, degli ultimi dati di fonte Enea e Agenzia delle entrate, aggiornati successivamente alla chiusura dei conti Istat, coerenti con la tempistica delle comunicazioni obbligatorie sulle detrazioni maturate nel 2023. Tali compensazioni si riducono in misura consistente nel 2027 per poi annullarsi nel 2028. Sembrerebbe inoltre essere mutato il profilo annuale del piano di dismissione delle proprietà pubbliche considerato nelle stime. Infatti, nel DEF si indica un piano di dismissione avviato nel 2023 per un valore cumulato vicino all'1 per cento del PIL. Tale piano dovrebbe estendersi fino al 2027. Nella NADEF 2023 si programmavano proventi da dismissioni pari ad almeno l'1 per cento del PIL nell'arco del triennio 2024-26.

Alla fine del periodo di previsione il rapporto tra il debito e il PIL risulterebbe inferiore di oltre 15 punti percentuali rispetto al picco del 2020 (155 per cento), ma superiore di oltre 5 punti rispetto alla situazione pre-pandemica del 2019, quando il debito era pari al 134,2 per cento del prodotto. Per raggiungere tale livello entro la fine del decennio, dovrebbero realizzarsi riduzioni del rapporto nel triennio 2028-2030 pari, in media, a circa 1,8 punti percentuali di PIL all'anno.

Sulla base delle informazioni contenute nel DEF, si possono formulare alcune osservazioni di carattere generale.

La scelta del Governo di rinviare la presentazione del quadro programmatico è giustificata dalla circostanza eccezionale creata dalla transizione al nuovo regime di regole europee. In questo contesto è necessario che il Governo dia seguito all'impegno di coinvolgere pienamente il Parlamento nella predisposizione del Piano strutturale e di bilancio non appena il quadro sarà maggiormente definito.

Qualora venissero confermati gli obiettivi riportati nella NADEF 2023 sarà necessario individuare nella prossima manovra di bilancio idonee coperture per le politiche invariate che si deciderà di attuare e per eventuali nuovi interventi. Nel DEF si mostra che nella previsione a politiche invariate il deficit aumenterebbe al 4,6 per cento nel 2025, al 4 nel 2026 e al 3,2 nel 2027. In tale ambito si afferma che verrà data priorità al rifinanziamento del taglio del cuneo fiscale sul lavoro. A riguardo, come già osservato in occasione della NADEF²¹, dovrà essere chiarito se si intende rendere la misura strutturale correggendone le caratteristiche distorsive e individuando risorse strutturali. In un'ottica di programmazione di medio-lungo termine, risorse strutturali dovranno essere individuate anche per altri interventi, fra cui quelle necessarie per il rinnovo dei contratti di lavoro dei dipendenti pubblici. Il DEF specifica che gli interventi che il Governo riterrà opportuno attuare saranno oggetto di una valutazione (sia nella dimensione sia nell'individuazione dei settori economico-sociali) in sede di definizione del quadro programmatico di finanza pubblica.

Il quadro di finanza pubblica presenta diversi elementi di incertezza. Per quanto riguarda le prospettive economiche, come ampiamente documentato nel paragrafo 2.3, nel medio periodo sembrano prevalere rischi al ribasso sulla crescita derivanti, oltre che dai conflitti in Ucraina e Medio Oriente, dall'effettiva attuazione del PNRR, dalle ricadute delle modifiche normative al Superbonus, dalla volatilità del *sentiment* nei mercati finanziari e dalle transizioni climatiche e ambientali. Circa l'esecuzione del PNRR, l'incertezza si estende alla realizzazione della spesa per i progetti NGEU entro il termine del 2026. In proposito, il Ministro dell'Economia e delle finanze ha avanzato una proposta a livello della UE circa la possibilità di prorogare tale scadenza²². In merito alla spesa per

²¹ Per maggiori dettagli, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2023), "Audizione della Presidente dell'UPB nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2023", 10 ottobre.

²² Si veda la conferenza stampa del Ministro dell'Economia e delle finanze sul DEF 2024 del 9 aprile scorso.

investimenti, appare di difficile realizzazione la crescita sostenuta ipotizzata per il 2025, anno in cui sembra che debbano crescere in misura notevole anche gli investimenti che non rientrano nel PNRR. Si riscontra, invece, una maggiore prudenza per quanto riguarda il profilo previsto del piano di privatizzazioni, che rimane ambizioso ma è stato, più realisticamente, riprogrammato nel tempo.

Relativamente al Superbonus, sebbene il DL 39/2024 abbia disposto interventi volti a contenere gli oneri per i prossimi anni, introducendo ulteriori restrizioni allo sconto in fattura e alla cedibilità dei crediti, non si possono escludere effetti inattesi, alla luce di quanto avvenuto negli anni passati e qualora tali restrizioni venissero allentate nella fase di conversione in legge del decreto. In particolare, allo stato normativo attuale, tenendo conto delle disposizioni inserite nel DL 39/2024, per la restante parte del 2024 e per il 2025 lo sconto in fattura e la cessione del credito saranno ancora possibili solo con riferimento a specifici investimenti nelle zone sismiche (per i quali peraltro è previsto un limite di spesa) e a investimenti per i quali continuano a valere le deroghe previgenti se entro il 30 marzo 2024 risultino avviate le formalità amministrative per la loro realizzazione o risultino iniziati i lavori o sia stato stipulato un accordo vincolante tra le parti o siano già state sostenute delle spese per lavori già effettuati. Si tratta di fattispecie molto specifiche di cui non è immediato conoscere la consistenza e quindi l'effetto della restrizione sui volumi delle detrazioni. Il decreto ha, inoltre, introdotto l'obbligo di fornire informazioni sulle spese già sostenute nel 2024 e su quelle che si intendono sostenere fino a tutto il 2025, che dovrebbero consentire un monitoraggio *ex ante* dell'onere a carico dello Stato. Rimane fino al 2025 la possibilità di usufruire dell'agevolazione sotto forma di detrazione di imposta ad aliquote delle spese sostenute più contenute²³. Ciò plausibilmente restringerà nuovamente la platea dei beneficiari a coloro che risultino capienti fiscalmente e che non presentino vincoli di liquidità.

Si segnala, infine, una carenza di informazioni in tre ambiti di rilevante importanza per la finanza pubblica e per il quadro macroeconomico: il PNRR, le politiche invariate e i bonus edilizi. Con riferimento al PNRR, a differenza di quanto accaduto ai documenti di programmazione presentati nel 2022 ma in modo uguale ai documenti presentati nel 2023, nel DEF non sono stati riportati i dettagli del nuovo profilo annuale né del complesso delle spese finanziate dalla UE nell'ambito dello strumento NGEU, né della relativa distinzione per categoria economica, per tipologia (aggiuntiva e/o sostitutiva) e per tipo di finanziamento (sovvenzioni e/o prestiti). Secondo quanto indicato nella NADEF 2023, tali informazioni avrebbero dovuto essere rese note nel DEF appena presentato, successivamente agli esiti delle interlocuzioni allora in corso con le istituzioni europee per la revisione e rimodulazione del PNRR. Anche per le politiche invariate è stato nuovamente indicato il solo impatto complessivo sull'indebitamento netto del loro rifinanziamento, senza fornire alcuna informazione sulle misure considerate per definire tali importi. La legge 196/2009²⁴ richiede che la Sezione II del DEF contenga

²³ 70 per cento nel 2024 e 65 per cento nel 2025.

²⁴ Art. 10, c. 3, lett. b).

“un’indicazione delle politiche invariate per i principali aggregati del conto economico delle Amministrazioni pubbliche riferite almeno al triennio successivo”. Il DEF dovrebbe riportare almeno tali informazioni. Infine, per quanto riguarda Superbonus e Bonus facciate, non è esplicitata l’entità degli importi considerati nei dati di consuntivo nei documenti pubblicati dall’Istat e in quelli del MEF. Si tratta di informazioni importanti, ancorché risultato di stime provvisorie di preconsuntivo rivedibili in base agli aggiornamenti di informazioni disponibili con ritardo, oltre il termine di chiusura dei preconsuntivi. Sarebbe inoltre importante fornire maggiori informazioni nei documenti programmatici sugli importi previsti per il periodo 2024-27.

3.1.1 Le garanzie in favore delle piccole e medie imprese

Il ruolo del Fondo di garanzia per le PMI gestito da Mediocredito Centrale è stato esteso e potenziato da marzo 2020 – nell’ambito del Quadro temporaneo sugli aiuti di Stato approvato dalla Commissione europea – al fine di fronteggiare l’emergenza pandemica²⁵. In generale, **le misure hanno ampliato la platea delle imprese ammesse alle garanzie, elevato l’importo massimo e la percentuale delle garanzie, ridotto il costo del finanziamento e semplificato ed eliminato alcune condizioni di accesso**. Il regime speciale è proseguito per tutto il 2021. La legge di bilancio per il 2022 ha poi previsto la progressiva riduzione delle attività del Fondo introducendo un periodo di *phasing out*, ovvero un regime transitorio, che da luglio a dicembre 2022 avrebbe dovuto riportare progressivamente il Fondo a un regime di normale operatività.

Nel corso del 2022, in seguito al conflitto russo-ucraino, si è in parte derogato a questa logica e il Fondo è stato utilizzato anche per contrastare gli effetti della crisi energetica, con agevolazioni per le imprese che intendevano finanziare interventi di efficientamento energetico e in particolar modo per quelle operative nei settori più colpiti dalla crisi. La legge di bilancio per il 2023 ha successivamente esteso a dicembre dello stesso anno sia la disciplina transitoria che si sarebbe dovuta concludere nel 2022 sia le ulteriori misure per il contrasto degli effetti della crisi ucraina. Infine, con il DL 145/2023 (cosiddetto Decreto Anticipi) si è proceduto a una riforma del Fondo, valida fino a dicembre 2024, che se da una parte ripristina alcune misure della normativa precedente alla pandemia (come l’esclusione dalle garanzie delle imprese più rischiose²⁶), dall’altra conferma alcune

²⁵ Per una descrizione dell’evoluzione della normativa e un’analisi dell’attività del Fondo nel tempo si vedano la [Memoria](#) del Presidente dell’UPB del 30 aprile 2020 sul DDL di conversione in legge del DL 23/2020, l’[Audizione](#) del Presidente dell’UPB del 27 maggio 2020 sul DDL di conversione del DL 34/2020, il [Rapporto](#) sulla programmazione di bilancio 2020 di luglio 2020, la [Memoria](#) del Presidente dell’UPB del 4 settembre 2020 sul DDL di conversione in legge del DL 104/2020, il [Rapporto](#) sulla politica di bilancio 2021 di dicembre, l’[Audizione](#) del Presidente dell’UPB del 23 dicembre 2021 sul DDL di bilancio per il 2022, l’[Audizione](#) della Presidente dell’UPB del 30 maggio 2022 sul DDL di conversione in legge del DL 50/2022.

²⁶ Il DL 23/2020 aveva previsto che per il calcolo dell’accantonamento al Fondo bisognasse riferirsi alla rischiosità dell’impresa calcolata sulla base del solo modulo economico-finanziario (determinato dalla valutazione di indicatori di bilancio delle imprese) e non anche del modulo andamentale (dato da specifici indicatori relativi alla qualità del soggetto più strettamente legata al credito, di fonte Centrale dei rischi).

agevolazioni introdotte da marzo 2020 (come l'importo massimo garantito per singola impresa pari a 5 milioni). Nel complesso, comunque, la riforma rende le condizioni di garanzia dei finanziamenti più convenienti rispetto al periodo antecedente al COVID.

Dai dati forniti da Mediocredito Centrale risulta che dal 17 marzo 2020 al 31 marzo 2024 sono complessivamente pervenute al Fondo PMI 2.447.791 domande di finanziamento da parte di 1.484.909 imprese (molte imprese hanno fatto più di una domanda), di cui 1.193.628 da società di capitali e 1.254.163 da società di persone e persone fisiche (tab. 3.4). **L'ammontare complessivo dei finanziamenti e delle corrispondenti garanzie è pari, rispettivamente, a 304,7 e 249,6 miliardi** (253,1 e 205,3 per le società di capitali, 51,6 e 44,4 per le società di persone e le persone fisiche).

Complessivamente, le risorse accantonate a copertura del rischio ammontano a 29,6 miliardi (22,2 per le società di capitali e 7,4 per le altre imprese). Pertanto, sul totale dei finanziamenti garantiti dal 2020 **il rapporto fra accantonamento e garanzia è pari all'11,8 per cento** (10,8 per le società di capitali e 16,6 per le società di persone e le persone fisiche).

Dall'inizio del regime transitorio (luglio 2022) sono complessivamente pervenute al Fondo 389.126 domande da parte di 234.690 imprese, per un totale di 74 miliardi di finanziamento e 54,7 di garanzie (poco più di un quinto del totale arrivato da marzo 2020), con un accantonamento di 5,4 miliardi e un rapporto accantonamento su garanzia pari al 9,9 per cento.

Dei 304,7 miliardi di finanziamenti complessivamente garantiti da marzo 2020 a marzo 2024 devono ancora essere rimborsati 177,4 miliardi, cui corrispondono garanzie per 144 miliardi e accantonamenti per 18. In altri termini, **è stato rimborsato circa il 42 per cento del debito complessivo**. Il rapporto accantonamento su garanzia dello *stock* di debito in

Tab. 3.4 – Finanziamenti e garanzie del Fondo PMI, complessivi e residui da marzo 2020 a marzo 2024
(importi in milioni di euro)

	Numero imprese	Numero domande	Importo finanziamento	Importo garanzia	Accantonamento	Accantonamento/garanzia (valori percentuali)
Società di capitali	534.332	1.193.628	253.116	205.273	22.204	10,8
Società di persone/persone fisiche	950.577	1.254.163	51.620	44.359	7.354	16,6
Totale	1.484.909	2.447.791	304.735	249.632	29.558	11,8
Debito residuo		1.994.979	177.360	144.002	18.017	12,5

Fonte: elaborazioni su dati forniti da Mediocredito centrale.

L'eliminazione del modulo andamentale, almeno nel breve periodo, ha ovviamente avuto effetti sulla valutazione del rischio e dunque sull'accantonamento al Fondo. Da luglio 2022 è stato comunque reintrodotta il modello di valutazione del rischio basato sui due profili, come previsto prima della deroga introdotta a causa dell'emergenza pandemica.

essere è pari al 12,5 per cento, leggermente più elevato rispetto al corrispondente rapporto per il totale pervenuto²⁷.

L'ultimo Piano annuale di attività e sistema dei limiti di rischio rilasciato da Mediocredito Centrale, che utilizza dati disponibili al 31 agosto 2023, analizza il deterioramento delle garanzie relative allo *stock* di debito in essere al 31 dicembre 2022. **Le garanzie effettivamente deteriorate nel 2023, sul portafoglio garantito a fine 2022, sono pari a 3 miliardi** (di cui 1,9 miliardi di comunicazioni di eventi di rischio e 1,1 miliardi di garanzie escusse). Queste garanzie deteriorate costituiscono circa il 2 per cento del debito in essere a fine 2022. Per il periodo settembre-dicembre 2023 – per il quale non erano ancora disponibili i dati effettivi – le garanzie deteriorate sono state stimate da Mediocredito Centrale pari a 1,7 miliardi. In totale, l'ammontare deteriorato a fine 2023 ammonterebbe dunque a 4,7 miliardi. Tuttavia, tenendo conto di alcuni aggiustamenti, è stato previsto un flusso di uscite per le garanzie deteriorate nel 2023 di 3,6 miliardi. Al 31 agosto 2023, sulla base delle richieste di escussione, Mediocredito Centrale rileva un tasso di sofferenza sullo *stock* 2022 pari allo 0,68 per cento, in aumento rispetto allo 0,21 per cento rilevato l'anno precedente. In ogni caso, sempre secondo il Mediocredito centrale, l'evoluzione del tasso di sofferenza rimane, nonostante l'aumento, al di sotto delle previsioni e la dinamica è in linea con l'attività di valutazione condotta sullo *stock* di debito residuo a fine 2021 e 2022 ai sensi del decreto MISE-MEF del 6 marzo 2017.

3.2 *L'evoluzione del debito*

Nel 2023, per il terzo anno consecutivo, è proseguita la discesa del rapporto tra il debito pubblico e il PIL che si è attestato al 137,3 per cento (tab. 3.5); la riduzione è di 3,2 punti percentuali rispetto al 140,5 per cento dell'anno precedente e di 17,6 punti percentuali rispetto al picco del 155,0 per cento registrato nel 2020.

La recente revisione al rialzo della stima da parte dell'Istat²⁸ del PIL nominale per il 2022 (per 16,4 miliardi) ha comportato una riduzione del rapporto tra il debito e il PIL di 1,2 punti percentuali. Il rapporto del debito sul PIL del 2023 è risultato inferiore di 2,9 punti percentuali rispetto alla previsione programmatica della NADEF 2023, dove era atteso al 140,2 per cento, oltre che per la crescita nominale maggiore del previsto e la già citata revisione al rialzo del 2022, anche per effetto dei risultati dei saldi di cassa di finanza pubblica migliori rispetto a quanto stimato nella NADEF per 0,6 punti percentuali²⁹.

²⁷ Si ricorda che la percentuale di accantonamento è data da una combinazione di rischiosità dell'impresa e di durata del prestito e cresce all'aumentare di queste due variabili.

²⁸ Si veda Istat (2024), "PIL e indebitamento delle AP", Comunicato stampa, 1° marzo.

²⁹ Banca d'Italia (2024): "Finanza pubblica: fabbisogno e debito", 15 aprile, ha rivisto il livello del debito nominale al rialzo di circa 650 milioni in ogni anno del quadriennio 2020-23; tuttavia il rapporto tra il debito e il PIL si modifica solo nel 2020, dal 154,9 al 155,0 per cento.

Tab. 3.5 – Determinanti della variazione del rapporto tra il debito e il PIL (1)
(in percentuale del PIL e tassi di variazione)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Rapporto debito/PIL	140,5	137,3	137,8	138,9	139,8	139,6
Variazione rapporto debito/PIL	-6,6	-3,2	0,5	1,1	0,9	-0,2
Avanzo primario⁽²⁾ (competenza economica)	4,3	3,4	0,4	-0,3	-1,1	-2,2
Effetto snow-ball⁽³⁾, di cui:	-6,3	-4,5	-1,0	-0,7	0,1	0,7
Spesa per interessi/PIL nominale	4,2	3,8	3,9	4,0	4,1	4,4
Contributo crescita PIL nominale	-10,6	-8,3	-4,9	-4,7	-4,1	-3,6
p.m. : Costo medio del debito	3,1	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2
p.m. : Indebitamento netto	-8,6	-7,2	-4,3	-3,7	-3,0	-2,2
Aggiustamento stock-flussi, di cui:	-4,6	-2,1	1,1	2,1	2,0	1,3
Differenza cassa-competenza		-2,6	1,6	1,8	1,3	0,8
Accumulazione netta di asset finanziari, di cui:		0,2	-0,6	0,2	0,5	0,3
Introiti da privatizzazioni		0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
Effetti di valutazione del debito		0,3	0,0	0,1	0,2	0,2
Altro		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fonte: elaborazioni su dati DEF 2024.

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

In termini nominali, nel 2023 lo stock di debito è aumentato di 105,2 miliardi rispetto al 2022, da 2.758,2 a 2.863,4 miliardi. Tale incremento è il risultato di un fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche pari a circa 89,2 miliardi, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione, degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso e della variazione del cambio, che hanno complessivamente accresciuto il debito per 9,5 miliardi, e dell'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro per 6,5 miliardi.

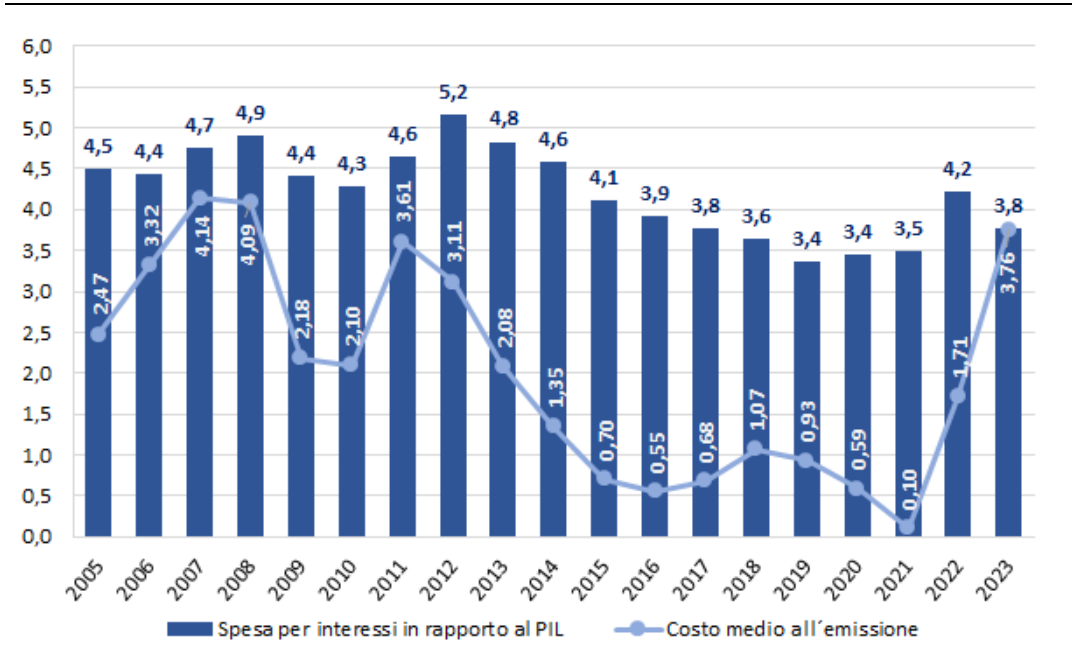
Anche per l'anno 2023 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche sottostante il calcolo del debito è risultato significativamente inferiore al fabbisogno del Settore statale (per 19,4 miliardi); la differenza tra i due saldi nel biennio 2022-23 è risultata più alta di quella già elevata del 2021 (11,4 miliardi). I due saldi sono calcolati rispettivamente dalla Banca d'Italia e dalla Ragioneria Generale dello Stato (MEF), e differiscono sia per il diverso perimetro delle unità istituzionali considerate che per questioni metodologiche. In particolare, il saldo delle Amministrazioni pubbliche è coerente con la metodologia utilizzata per le statistiche sul debito pubblico nell'ambito della contabilità nazionale.

Nel 2023, il costo medio ponderato delle nuove emissioni è aumentato di circa 2 punti percentuali al 3,8 per cento, influenzato dai rialzi nei tassi di riferimento della politica monetaria, e ha raggiunto il livello più alto degli ultimi 15 anni (fig. 3.1)³⁰. I rendimenti di mercato dei titoli di Stato hanno segnato un incremento maggiore sulle scadenze a breve termine, in aumento di oltre 2 punti percentuali rispetto al 2022, rispetto ai tassi a più lunga scadenza, che hanno registrato un rialzo nell'ordine di 1,2 punti percentuali (fig. 3.2). L'incidenza sul PIL degli interessi passivi è stata pari al 3,8 per cento nel 2023, e risulta

³⁰ Nel primo trimestre di quest'anno, il costo medio delle nuove emissioni di titoli di Stato ha invertito la dinamica ed è diminuito al 3,57 per cento.

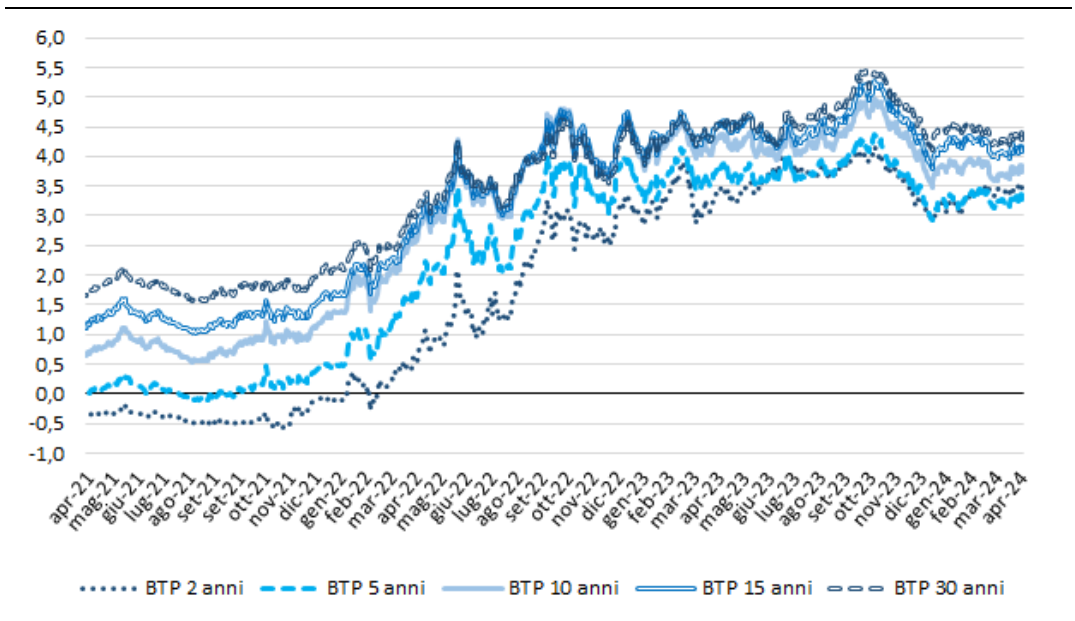
in riduzione rispetto al 4,2 per cento dell'anno precedente, soprattutto per effetto del calo della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione.

Fig. 3.1 – Spesa per interessi in rapporto al PIL e costo medio ponderato all'emissione (punti percentuali)



Fonte: Istat e MEF.

Fig. 3.2 – Rendimenti dei titoli di Stato (BTP a 2, 5, 10, 15 e 30 anni) (punti percentuali)

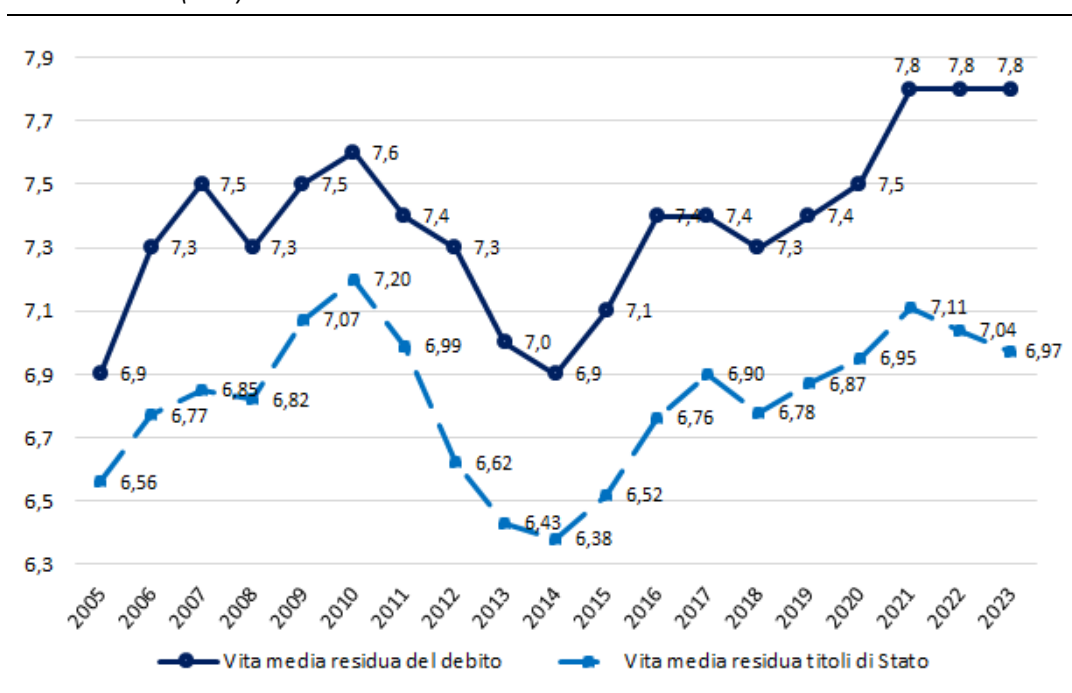


Fonte: Refinitiv.

Alla fine del 2023, la vita media del debito delle Amministrazioni pubbliche è risultata stabile per il terzo anno consecutivo a 7,8 anni, un valore elevato in prospettiva storica (fig. 3.3). La vita media dello stock dei titoli di Stato, che rappresentano circa l'83 per cento del debito complessivo delle Amministrazioni pubbliche, è risultata essere in lieve riduzione nel biennio 2022-23, attestandosi a 7 anni alla fine dello scorso anno; i prestiti europei nell'ambito dei programmi SURE e NGEU, che a fine 2023 rappresentavano circa il 3,1 per cento del debito pubblico, con la loro durata elevata³¹ hanno consentito di mantenere stabile la vita media complessiva del debito.

Nella composizione per detentori del debito, alla fine del 2023 si osserva un aumento della quota detenuta da altri investitori residenti (principalmente famiglie e imprese non finanziarie) e dagli investitori esteri e una riduzione di quella detenuta dalle istituzioni finanziarie e monetarie (fig.3.4). In particolare, la quota di debito detenuta dagli altri investitori residenti è risultata pari al 13,4 per cento, con un incremento di circa 3,8 punti percentuali rispetto alla fine del 2022; quella detenuta dagli investitori non residenti, si è attestata al 27,6 per cento, registrando un lieve aumento di 0,9 punti percentuali. Alla fine del 2023, la quota di debito detenuta dalle istituzioni finanziarie monetarie (vale a dire principalmente banche) si è collocata al 22,7 per cento, riducendosi

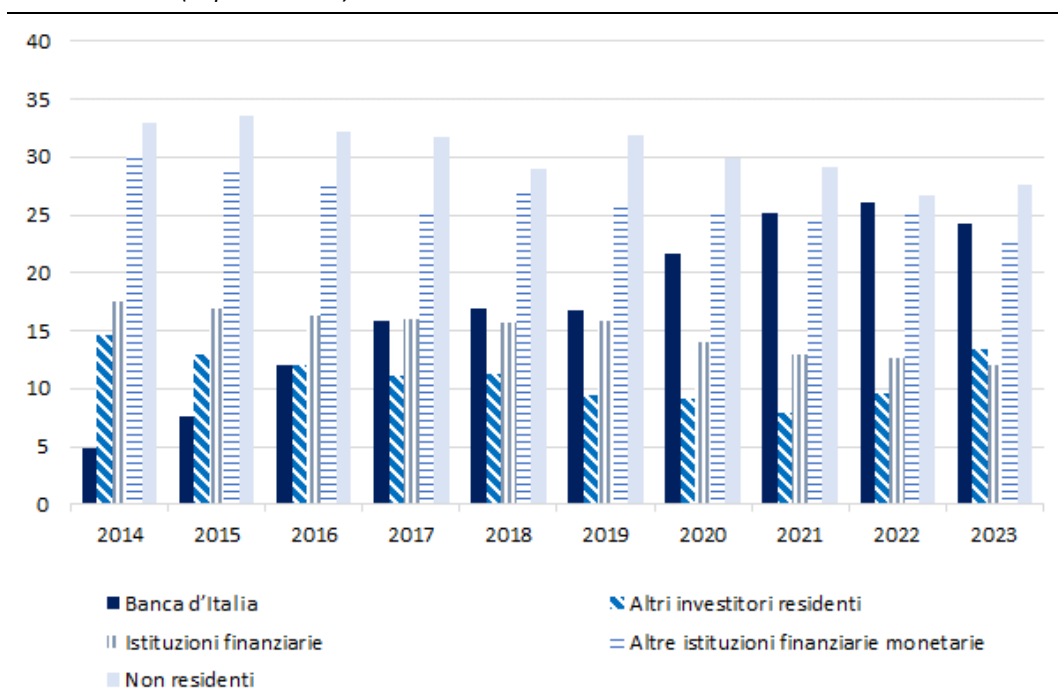
Fig. 3.3 – Vita media residua del debito delle Amministrazioni pubbliche e dei titoli di Stato (anni)



Fonte: dati Banca d'Italia e MEF.

³¹ In particolare, i prestiti erogati nell'ambito di SURE hanno una durata compresa tra 5 e 30 anni mentre quelli di NGEU hanno durata trentennale.

Fig. 3.4 – Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche: quote dei settori detentori (in percentuale)



Fonte: dati Banca d'Italia.

di 2,3 punti percentuali. Vi è stato inoltre un calo di 1,8 punti percentuali rispetto all'anno precedente di quella detenuta da Banca d'Italia, che si è attestata al 24,3 per cento. Infine, la quota delle istituzioni finanziarie (vale a dire principalmente fondi comuni di investimento) è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al 2022 e pari al 12,1 per cento³².

Lo scenario tendenziale del DEF prevede un aumento del rapporto tra il debito e il PIL fino al 2026 e una lieve riduzione solo nel 2027. In particolare, per l'anno in corso il debito dovrebbe attestarsi al 137,8 per cento del PIL, in aumento di 0,5 punti percentuali rispetto al 2023; il debito salirebbe ancora al 138,9 per cento del PIL, con un incremento di 1,1 punti percentuali, nel 2025 e al 139,8 nel 2026, in aumento di 0,9 punti percentuali. Pertanto, nel triennio 2024-2026, il debito in rapporto al PIL aumenterebbe per complessivi 2,5 punti percentuali; al contrario, nel 2027, diminuirebbe lievemente, di 0,2 punti percentuali, al 139,6 per cento. Rispetto alla previsione programmatica NADEF 2023 nonostante la dinamica più sfavorevole - dovuta al peggioramento del saldo primario per 1,1 punti percentuali di PIL e dell'aggiustamento *stock-flussi* per 2,1 punti percentuali di PIL nel triennio 2024-26, il rapporto tra il debito e il PIL si collocherebbe nel 2026 su un

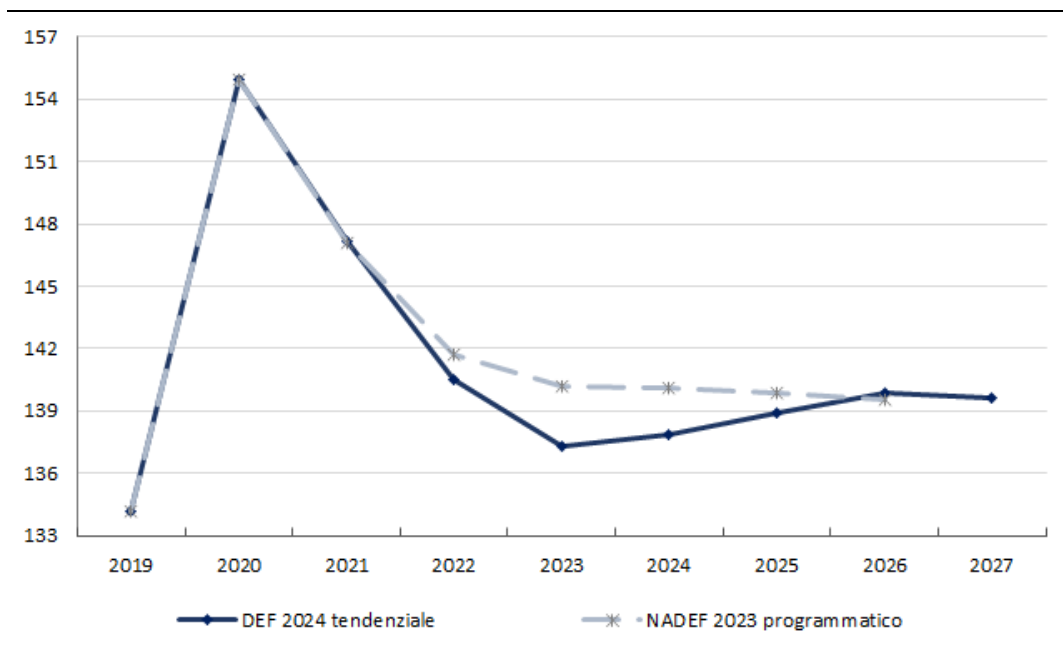
³² Più in dettaglio, le "Altre istituzioni finanziarie monetarie" sono le banche e le altre istituzioni finanziarie monetarie residenti; le "istituzioni finanziarie" sono gli intermediari finanziari (SIM, SICAV e fondi comuni), gli ausiliari finanziari, le imprese di assicurazione e i fondi pensione. L'aggregato "Altri investitori residenti" include le famiglie, le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie e le società non finanziarie. L'aggregato dei "Non residenti" include tra l'altro i titoli acquisiti dall'Eurosistema, con l'eccezione di quelli detenuti da Banca d'Italia, nell'ambito dei programmi di acquisto di titoli di Stato nel mercato secondario.

valore superiore di soli 0,2 punti percentuali (fig. 3.5), grazie al trascinamento dei più favorevoli risultati conseguiti nel 2022-23.

Scomponendo la traiettoria del rapporto del debito sul PIL nelle sue diverse determinanti, il saldo primario fornisce complessivamente un contributo favorevole alla dinamica del debito per 3,2 punti percentuali di PIL nell'orizzonte di previsione (tab. 3.5). In particolare, nel 2024 il disavanzo primario determinerebbe un aumento del debito per 0,4 punti percentuali, mentre nel triennio successivo 2025-27 l'avanzo primario contribuirebbe alla riduzione del rapporto, con impatti crescenti nel tempo, e pari complessivamente a 3,7 punti percentuali del PIL.

La componente dello *snow-ball*, legata al differenziale tra la spesa per interessi e il contributo del PIL nominale, impatterebbe favorevolmente la dinamica del debito in rapporto al PIL nell'arco di previsione per 0,9 punti percentuali, di cui 17,3 punti percentuali dovuti alla crescita del PIL nominale parzialmente compensati da 16,4 punti percentuali relativi alla spesa per interessi. Si noti che l'impatto di tale componente risulterebbe decrescente negli anni di previsione e nel biennio 2026-27 tornerebbe ad avere un effetto sfavorevole, contribuendo all'aumento del debito per 0,8 punti percentuali, a causa dell'incremento della spesa per interessi superiore al contributo della crescita nominale del PIL, che nell'orizzonte di previsione è stimata in decelerazione.

Fig. 3.5 – Evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL: confronto tra DEF 2024 e NADEF 2023 (punti percentuali)



Fonte: dati DEF 2024 e NADEF 2023.

Nel 2024, la spesa per interessi è prevista crescere al 3,9 per cento del PIL rispetto al 3,8 del 2023, sia per il finanziamento di un più elevato fabbisogno del Settore statale che per la progressiva trasmissione dell'incremento dei tassi d'interesse a quote maggiori di debito, parzialmente compensati da un minor onere relativo alla rivalutazione del capitale dei titoli indicizzati all'inflazione. Nel triennio 2025-27, la spesa per interessi continua ad aumentare fino a raggiungere il 4,4 per cento a fine periodo.

Nell'orizzonte di previsione, il costo medio del debito è atteso in lieve aumento, dal 3 per cento del 2024 al 3,2 per cento nel 2027; nonostante l'impatto sulla spesa per interessi dei più alti tassi dovuti all'attuale ciclo restrittivo di politica monetaria, l'elevata vita residua del debito (pari a 7,8 anni alla fine del 2023) contribuisce a diluire gradualmente nel tempo i relativi maggiori oneri.

Nel quadriennio 2024-27, l'aggiustamento stock-flussi darebbe un contributo sfavorevole alla dinamica del debito per complessivi 6,4 punti percentuali di PIL, principalmente per gli effetti del Superbonus e del Bonus facciate. Tale componente, infatti, include l'impatto di cassa dei crediti fiscali edilizi, all'interno della voce relativa al disallineamento tra cassa e competenza. Molta parte di quanto è stato contabilizzato nel quadriennio 2020-23 sull'indebitamento netto in termini di competenza economica relativa al Superbonus e Bonus facciate inciderà sul debito principalmente nel triennio 2024-26. In particolare, l'ammontare desumibile dai dati Istat del 1° marzo del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, pari a circa 170 miliardi nel periodo 2020-23, determinerà un aggravio medio annuo sul debito pari a circa 1,8 punti percentuali di PIL nel triennio 2024-26, più elevato rispetto agli 0,5 punti percentuali nel triennio 2021-23³³.

All'interruzione del sentiero di crescita del debito in rapporto al PIL nel 2027 contribuisce la realizzazione del piano di privatizzazioni. Come già annunciato nella NADEF 2023 dello scorso settembre³⁴, anche al fine di contribuire alla riduzione del rapporto tra debito e PIL, il Governo intende ricorrere a un programma di dismissioni delle imprese a partecipazione pubblica. In particolare, il piano è stato avviato alla fine del 2023³⁵ ed è previsto proseguire nel quadriennio di previsione con un impatto favorevole sulla dinamica dell'aggiustamento stock-flussi, prevedendo introiti da dismissioni di partecipazioni pubbliche per un valore cumulato vicino all'1 per cento del PIL nel periodo. Infine, un contributo favorevole alla dinamica del debito sarà dato da una progressiva riduzione delle giacenze di liquidità del Tesoro, rispetto al livello elevato registrato a fine 2023, pari a poco meno di 50 miliardi.

³³ Nelle previsioni del DEF, presumibilmente l'impatto dovrebbe essere più elevato tenendo conto degli ultimi dati di fonte Enea e Agenzia delle Entrate aggiornati fino al 4 aprile.

³⁴ La NADEF 2023 prevedeva introiti da dismissioni di partecipazioni pari ad almeno l'1 per cento del PIL (circa 21 miliardi) nel triennio 2024-26.

³⁵ Nei mesi di novembre 2023 e marzo 2024, il MEF ha ridotto la partecipazione nel capitale sociale di Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS) dal 64,23 per cento al 26,73 per cento. Nella prima cessione di quote effettuata a novembre 2023, il MEF ha ceduto a investitori istituzionali italiani ed esteri il 25 per cento del capitale sociale di BMPS, per un controvalore di 920 milioni; nella seconda operazione realizzata a marzo scorso, il MEF ha ceduto il 12,5 per cento, per un controvalore 650 milioni.

3.2.1 L'impatto dei programmi dell'Eurosistema su mercato dei titoli di Stato italiani

L'orientamento della politica monetaria rimane restrittivo. Nell'ultima riunione³⁶ di aprile, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariati i tassi di riferimento al livello raggiunto a settembre scorso³⁷. La stretta monetaria, avviata nel luglio del 2022 per assicurare il ritorno dell'inflazione al 2 per cento nel medio termine, ha comportato un incremento complessivo di 4,5 punti percentuali.

Prosegue la riduzione del portafoglio di titoli detenuto dall'Eurosistema ai fini di politica monetaria. Lo *stock* di titoli detenuto dall'Eurosistema si colloca a 4.645 miliardi alla fine di marzo, in riduzione dal picco di 4.983 miliardi raggiunto a fine giugno 2022. Tra marzo e giugno dello scorso anno, il portafoglio del programma di acquisto di attività finanziarie nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* (APP) è diminuito in media di 15 miliardi al mese, per effetto del reinvestimento solo parziale del capitale rimborsato sui titoli in scadenza, mentre da luglio 2023 sono terminati i reinvestimenti nell'ambito di tale programma³⁸. Con riferimento al programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), nella riunione di dicembre scorso il Consiglio direttivo ha comunicato che continuerà a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nella prima parte del 2024; nella seconda metà dell'anno intende ridurre il portafoglio del PEPP di 7,5 miliardi al mese, in media, e di terminare i reinvestimenti alla fine del 2024³⁹. Tuttavia, il Consiglio direttivo ha ribadito nell'ultima riunione che i reinvestimenti continueranno ad essere effettuati con la flessibilità necessaria per contrastare i rischi relativi alla trasmissione della politica monetaria.

Nel corso del 2023, le consistenze dei titoli pubblici italiani detenuti dall'Eurosistema sono state ridotte di circa 30 miliardi rispetto alla fine del 2022. Lo *stock* era pari a 700 miliardi a fine 2023, di cui 413 relativamente all'APP e 287 nell'ambito del PEPP. Nel 2024, l'Eurosistema proseguirà la riduzione delle attività finanziarie detenute in portafoglio. Si può stimare quale sarà l'impatto sul mercato secondario dei titoli di Stato italiani e valutare l'ammontare dei flussi netti di titoli che dovranno essere assorbiti dagli investitori privati.

Per il 2024, le emissioni lorde dei titoli di Stato sono stimate in 525 miliardi, un ammontare superiore a quello del 2023, che riflette sia l'aumento del fabbisogno del

³⁶ Si veda Banca centrale europea (2024), "[Decisioni di politica monetaria](#)", Comunicato stampa, 11 aprile.

³⁷ Pari al 4,75 per cento per il tasso sulle operazioni di finanziamento marginale, al 4,50 per cento per il tasso applicato sulle operazioni di finanziamento principali e al 4 per cento il tasso sulle operazioni di deposito presso l'Eurosistema.

³⁸ Si ricorda che gli acquisti netti di attività finanziarie nell'ambito dell'APP erano stati azzerati dal luglio 2022.

³⁹ Si ricorda che gli acquisti netti di titoli effettuati nell'ambito del PEPP erano stati ridotti da dicembre 2021 a marzo 2022 e azzerati dall'aprile 2022.

settore statale⁴⁰ che un incremento dei titoli in scadenza nell'anno⁴¹ (tab. 3.6). Più precisamente, tale valore deriva da una previsione di copertura del fabbisogno del settore statale pari a 154 miliardi, rispetto a 109 miliardi del 2023, e dall'ammontare dei titoli in scadenza stimato in 411 miliardi, rispetto a 396 miliardi del 2023.

Tab. 3.6 – Emissioni lorde di titoli di Stato italiani al netto dei programmi dell'Eurosistema (1)
(miliardi di euro)

	2020	2021	2022	2023	2024
Fabbisogno del settore statale (a)	159	106	67	109	154
Titoli di Stato in scadenza (b)	376	387	369	396	411
Variazione conto disponibilità del Tesoro (c)	10	5	-4	6	-25
Prestiti UE: SURE (d)	17	11	0	0	0
Prestiti UE: RRF (e)	0	16	22	23	15
Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario (f)=(a)+(b)+(c)-(d)-(e)	528	471	410	488	525
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (g)	175	151	42	0	0
Reinvestimento nel mercato secondario scadenze dei programmi APP e PEPP (h)	34	42	52	40	33
Acquisti complessivi titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (i)=(g)+(h)	209	193	94	40	33
Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario al netto dei programmi APP e PEPP (l)=(f)-(i)	320	279	317	448	492

Fonte: elaborazioni su dati DEF 2024, BCE, Banca d'Italia e MEF.

(1) All'interno dei "Titoli di Stato in scadenza" sono compresi anche quelli nell'ambito del *Securities Markets Programme* (SMP).

Le emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario nel 2024 possono essere stimate in 492 miliardi, un ammontare superiore di 44 miliardi rispetto al 2023. Nell'anno in corso, infatti, come ricordato precedentemente, gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario dovrebbero riguardare solamente il reinvestimento integrale del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del PEPP fino a giugno, mentre, successivamente, il reinvestimento sarà parziale. Tali acquisti sono stimati in circa 33 miliardi, ovvero il 6 per cento del totale delle emissioni lorde di titoli di Stato previste nel mercato primario.

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

Le emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario sono stimate in aumento nel 2024, ad un livello di circa 166 miliardi (tab. 3.7).

⁴⁰ Nello scenario tendenziale del DEF 2024, il fabbisogno del settore statale è previsto in aumento al 7,1 per cento del PIL nel 2024 rispetto al 5,2 per cento del PIL nel 2023.

⁴¹ L'importo delle emissioni lorde è inoltre stimato tenendo conto delle variazioni delle giacenze di liquidità del Tesoro e dei prestiti della UE. In particolare, la stima è ottenuta includendo una riduzione delle giacenze di liquidità del Tesoro per circa 25 miliardi e prestiti per circa 15 miliardi dalla UE relativi alla quinta e sesta rata del RRF.

Tab. 3.7 – Emissioni nette di titoli di Stato italiani al netto dei programmi dell'Eurosistema
(miliardi di euro)

	2020	2021	2022	2023	2024
Fabbisogno del settore statale (a)	159	106	67	109	154
Variazione conto disponibilità del Tesoro (b)	10	5	-4	6	-25
Prestiti UE: SURE (c)	17	11	0	0	0
Prestiti UE: RRF (d)	0	16	22	23	15
Emissioni nette titoli di Stato (e)=(a)+(b)-(c)-(d)	152	84	41	92	114
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (f)	175	151	42	0	0
Scadenze titoli di Stato dei programmi APP e PEPP non reinvestite (g)	0	0	0	30	52
Scadenze titoli di Stato del programma SMP (h)	9	15	3	0	0
Acquisti netti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP, PEPP e SMP (i) = (f)-(g)-(h)	166	135	39	-30	-52
Emissioni nette titoli di Stato al netto dei programmi APP, PEPP e SMP (l) = (e) - (i)	-14	-51	2	122	166

Fonte: elaborazioni su dati DEF 2024, BCE, Banca d'Italia e MEF.

Oltre al più elevato saldo di cassa del settore statale, come già evidenziato, tale previsione sconta il proseguimento della riduzione dello *stock* di titoli di Stato italiani detenuti in portafoglio da parte dell'Eurosistema, per un importo complessivo stimato di circa 52 miliardi.

Infine, si evidenzia che la quota di debito delle Amministrazioni pubbliche italiane detenuta dall'Eurosistema, stimata a circa il 26,7 per cento a fine 2023⁴², continuerebbe a diminuire al 23,9 per cento nel 2024.

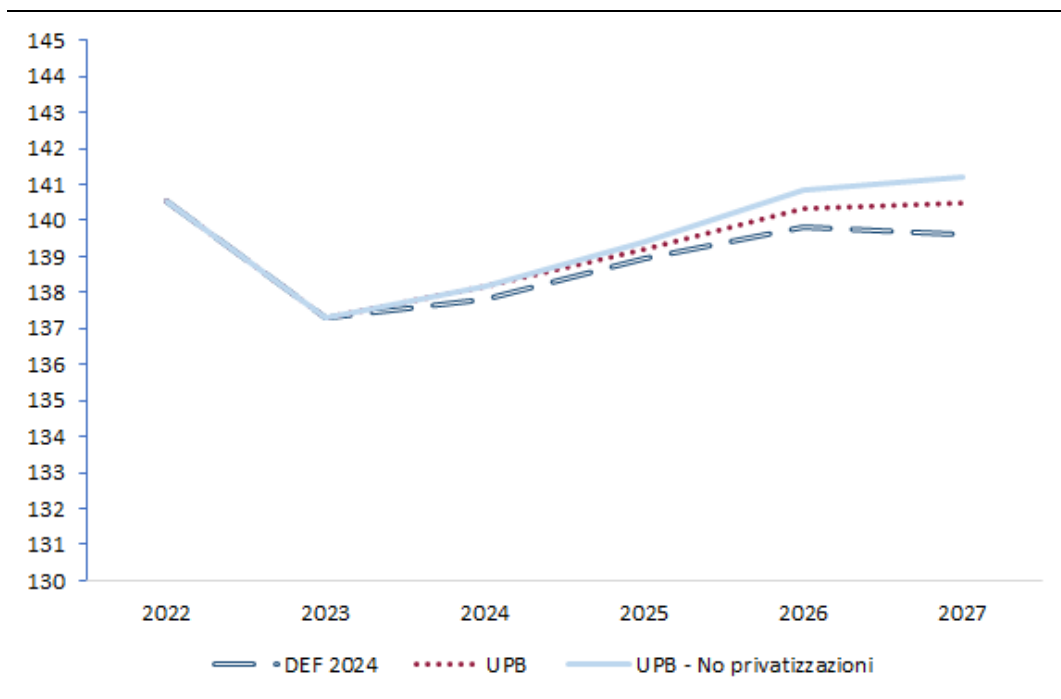
3.2.2 La sensitività del rapporto tra il debito e il PIL

L'analisi di sensitività del rapporto tra il debito e il PIL nello scenario tendenziale del DEF viene condotta attraverso l'esame dell'impatto della variazione di alcune ipotesi e affidandosi a metodi di tipo probabilistico.

La sensitività del debito in rapporto al PIL è stata innanzitutto analizzata utilizzando ipotesi alternative sul tasso di crescita del PIL reale, del deflatore del PIL e del deflatore dei consumi rispetto alle previsioni ufficiali del Governo. Rispetto allo scenario di riferimento, rappresentato dalla traiettoria del rapporto tra il debito e il PIL per il periodo 2024-27 del DEF a legislazione vigente ("scenario DEF 2024" nella figura 3.6), lo scenario alternativo ("scenario UPB") recepisce le previsioni di crescita del PIL reale, del deflatore del PIL e del deflatore dei consumi elaborate dall'UPB per il medesimo periodo in occasione della procedura di validazione, presentate nel paragrafo 2.1.

⁴² Alla quota di debito complessivo dell'Amministrazione pubblica detenuta dalla Banca d'Italia a fine 2023 e pari a circa il 24,3 per cento (in riduzione dal 26,1 di fine 2022) si aggiunge la stima della quota detenuta dalla BCE pari a circa il 2,4 per cento.

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



Fonte: elaborazione su dati del DEF 2024.

(1) Lo scenario “UPB – no privatizzazioni” è costruito partendo dallo scenario UPB ma ipotizzando, in aggiunta, che negli anni 2025-27 gli introiti da privatizzazioni pari cumulativamente a 0,7 punti percentuali di PIL ipotizzati dal Governo nel DEF 2024 non vengano realizzati.

Nello scenario UPB, il rapporto tra saldo primario e PIL del DEF viene rideterminato in ogni singolo anno dell’orizzonte di previsione operando su tre componenti. La prima componente è rappresentata dal differenziale tra la previsione della crescita del PIL reale dello scenario UPB rispetto a quella dello scenario DEF. Tale differenziale è moltiplicato per il parametro della semi-elasticità del saldo di bilancio in rapporto al PIL a variazioni del ciclo economico che, secondo le stime della Commissione europea, è pari per l’Italia a 0,544⁴³. La seconda e la terza componente si ottengono, rispettivamente, moltiplicando il differenziale del tasso di crescita del deflatore del PIL e quello del tasso di crescita del deflatore dei consumi risultante dai due scenari per apposite elasticità ottenute ipotizzando reazioni immediate o ritardate di alcune componenti delle entrate e spese delle Amministrazioni pubbliche rispetto alle variazioni dei prezzi.

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

⁴³ 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.

Infine, nello scenario UPB si assume che il differenziale della crescita dei prezzi al consumo con lo scenario del DEF si trasli sia sui tassi di interesse a breve sia sui tassi a medio-lungo termine relativi al debito in scadenza in corso d'anno. Il differenziale della crescita dei prezzi al consumo tra i due scenari impatta sui tassi a breve con un coefficiente unitario e sui tassi di interesse a medio-lungo termine con un coefficiente di 0,5. Infine, si tiene conto dell'impatto del differenziale del tasso di inflazione al consumo sulla spesa per interessi relativa ai titoli indicizzati all'inflazione sia italiana sia europea⁴⁴.

In tutto il periodo di previsione, il quadro macroeconomico dell'UPB prevede tassi di crescita del PIL reale più bassi di quelli del DEF. Come illustrato nel paragrafo 2.1, nel 2024, la crescita del PIL reale dello scenario UPB risulta essere inferiore di circa 0,2 punti percentuali rispetto al corrispondente valore del DEF. Il differenziale si riduce a 0,1 punti nel 2025, mentre nel 2026 e nel 2027 la previsione dell'UPB si attesta su un valore inferiore di 0,3 punti percentuali.

Per contro, la previsione dell'inflazione dello scenario UPB, misurata attraverso la dinamica del deflatore del PIL, risulta essere più elevata rispetto a quella del DEF. Nel 2024, il tasso di variazione del deflatore è circa 0,1 punti percentuali al di sopra della stima del DEF mentre nel 2025 il tasso di crescita del deflatore del PIL previsto nello scenario UPB si attesta al di sopra della previsione governativa per 0,2 decimi di punto. Infine, nel biennio 2026-27, il differenziale si amplia ulteriormente, risultando pari a 0,3 punti percentuali⁴⁵.

In media, nel quadriennio 2024-27, le diverse previsioni di crescita reale e inflazione si compensano cosicché i tassi di variazione del PIL nominale dello scenario UPB e DEF sono allineati. Nel 2024, la crescita del PIL nominale nello scenario UPB è inferiore di 0,2 punti percentuali rispetto alla stima governativa mentre nel 2025 risulta essere superiore di 0,1 punti percentuali. Nel biennio 2026-27, i due scenari prevedono invece uguali tassi di crescita del PIL.

Nel periodo 2024-27, l'utilizzo delle previsioni macroeconomiche dello scenario UPB implica una traiettoria del rapporto tra il debito e il PIL crescente e sempre al di sopra di quella prevista nel DEF. Nello scenario UPB il debito si attesterebbe al 138,2 per cento del PIL nel 2024, circa 0,3 punti percentuali al di sopra del corrispondente dato del DEF. Nel biennio 2025-26 il debito in rapporto al PIL dello scenario UPB continuerebbe ad aumentare a un ritmo leggermente più sostenuto rispetto alla traiettoria prevista dal DEF risultando pari nel 2026 al 140,3 per cento del PIL, circa 0,5 punti percentuali di PIL al di sopra della previsione a legislazione vigente del Governo. Nel 2027, a fronte della riduzione prevista nel DEF, il rapporto tra il debito e il PIL dello scenario UPB continuerebbe invece ad aumentare rispetto all'anno precedente, raggiungendo il valore

⁴⁴ Per i dettagli sul *framework* UPB per l'analisi della dinamica del debito pubblico nel breve-medio termine, si veda Gabbriellini C., G. Nocella, e F. Padrini (2021), "[Assessing Italy's public debt dynamics in the medium term with the PBO framework: Illustrative scenario analysis for the post-Covid period](#)", Nota di lavoro UPB n. 2. Rispetto al *framework* illustrato nella Nota di lavoro, l'attuale è stato migliorato introducendo l'impatto differenziato di *shock* dei deflatori del PIL e dei consumi sul saldo primario descritto nel testo del paragrafo.

⁴⁵ La previsione del tasso di crescita del deflatore dei consumi dello scenario UPB è simile a quella del DEF nel 2024 e nel 2025 e risulta essere più elevata di 0,2 punti percentuali sia nel 2026 sia nel 2027.

di 140,5 per cento, circa 0,9 punti percentuali al di sopra della corrispondente previsione governativa (fig. 3.6).

Alla riduzione del rapporto tra debito e PIL prevista dal DEF tra il 2026 e il 2027 contribuisce inoltre, il programma di privatizzazioni ipotizzato dal Governo. Come già annunciato nella NADEF 2023 dello scorso settembre, anche al fine di contribuire alla riduzione del rapporto tra debito e PIL, il Governo intende ricorrere a un programma di dismissioni delle imprese a partecipazione pubblica. I proventi di tale programma, inizialmente ipotizzati essere pari cumulativamente all'1 per cento di PIL nel triennio 2024-26, sono stati riprogrammati nel DEF 2024, prevedendo lo stesso ammontare ma su un orizzonte che ora si estende fino al 2027.

In un'ottica prudenziale, è importante valutare quale potrebbe essere la dinamica del rapporto tra debito e PIL nel caso il cui i proventi delle privatizzazioni previste non fossero effettivamente conseguiti. Nello "Scenario UPB – no privatizzazioni" si ipotizza, oltre alle ipotesi macroeconomiche dell'UPB, che gli introiti da dismissioni riportati dal DEF per gli anni 2025-27, pari, cumulativamente, allo 0,7 per cento del PIL, non vengano conseguiti.

Nell'ipotesi che il programma di privatizzazioni previsto per il 2025-27 non si realizzi, il debito in rapporto al PIL salirebbe in modo ancora più marcato nell'orizzonte di previsione del DEF (fig. 3.6). In questo caso, il rapporto tra debito e PIL aumenterebbe, rispetto al dato riportato nel DEF di 0,5 punti percentuali nel 2025 e di 1 punto percentuale nel 2026. Nell'ultimo anno di previsione, il rapporto si attesterebbe su un valore pari al 141,2 per cento tornando a un livello leggermente al di sopra di quello del 2022 e di 1,6 punti percentuali di PIL al di sopra della corrispondente previsione del DEF.

Come già evidenziato nel paragrafo 3.1, il sentiero di evoluzione a legislazione vigente del rapporto tra debito e PIL del DEF 2024 è significativamente influenzato dagli effetti del Superbonus e del Bonus facciate. Il Superbonus e il Bonus facciate hanno avuto un impatto sul disavanzo delle Amministrazioni pubbliche rilevante e crescente negli anni, pari, nel periodo 2020-23, a circa 170 miliardi⁴⁶. Con riferimento al debito, l'impatto si manifesta in termini di cassa. Questo è legato alla scansione temporale dell'effettivo utilizzo dell'agevolazione fiscale e, pertanto, si esplica su più anni a partire da quello successivo a quello in cui sorge l'obbligazione che dà diritto all'agevolazione. Pertanto, quanto rilevato sull'indebitamento netto nel quadriennio 2020-23 in termini di competenza economica inciderà sul debito soprattutto nel triennio 2024-26. Mentre nel triennio 2021-23 l'impatto medio annuo del Superbonus e del Bonus facciate sul debito è pari allo 0,5 per cento del PIL, nel triennio successivo l'onere sarà più elevato e pari a circa l'1,8 per cento del PIL.

È stato quindi condotto un esercizio ipotizzando di allungare l'orizzonte di utilizzo dell'agevolazione fiscale relativa al Superbonus maturato nel 2023 portandolo da

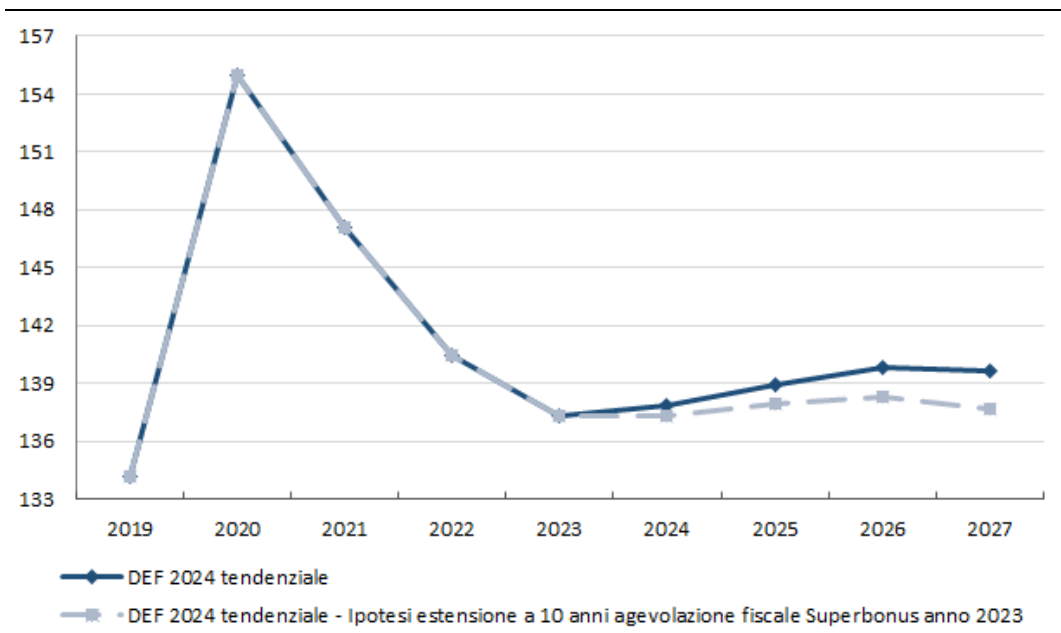
⁴⁶ Per quanto è possibile evincere dai dati Istat del 1° marzo 2024.

quattro anni, attualmente previsti dalla normativa, a dieci anni. La possibile estensione del periodo di fruizione della detrazione fiscale relativa al Superbonus maturato per competenza nel 2023, con effetti sul debito a partire dal 2024, ridurrebbe l'impatto sul debito del 2024-27, attualmente scontato nel quadro di finanza pubblica a legislazione vigente, distribuendo gli oneri sul decennio 2024-2033.

Secondo l'analisi di sensitività condotta dall'UPB, utilizzando i dati del 2023 sottostanti al conto economico delle Amministrazioni pubbliche dello scorso 1° marzo ed estendendo il periodo di fruizione delle detrazioni fiscali del Superbonus a dieci anni, il rapporto tra il debito pubblico e il PIL si ridurrebbe in modo rilevante nel periodo 2024-27 rispetto allo scenario a legislazione vigente (fig. 3.7). In questa ipotesi, il rapporto tra debito e PIL del DEF a legislazione vigente passerebbe dal 137,8 per cento del 2024 al 137,3 per cento, risultando così stabile rispetto al risultato del 2023. Nel 2025, il debito passerebbe dal 138,9 per cento del PIL al 137,9 per cento mentre nel 2026 calerebbe dal 139,8 per cento al 138,3 per cento del PIL. Nel 2027, il rapporto tra il debito e il PIL si ridurrebbe dal 139,6 per cento al 137,7 per cento con una riduzione rispetto al dato dell'anno precedente che passerebbe da 0,2 a 0,7 punti percentuali di PIL.

Tuttavia, l'estensione dei tempi di utilizzo dell'incentivo implicherebbe un corrispondente aumento dell'effetto annuo nel periodo residuo 2028-2033, mentre, secondo quanto riportato nell'analisi di sostenibilità del debito di medio periodo del DEF 2024 nello "Scenario di prolungamento del tendenziale", il rapporto tra debito e PIL nel

Fig. 3.7 – Evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL con estensione da quattro a dieci anni dell'agevolazione fiscale del Superbonus maturata nel 2023 (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2024 e dell'Istat.

periodo a partire dal 2027 si troverebbe su un sentiero discendente con una riduzione che diventerebbe ancora più marcata nella parte finale del periodo di aggiustamento settennale, ossia negli anni dal 2028 al 2031.

Va inoltre osservato che una eventuale estensione del periodo di utilizzo dell'agevolazione allungherebbe corrispondentemente i tempi per usufruire delle compensazioni, in particolare, per le banche e i servizi postali e le imprese delle costruzioni e della filiera dell'edilizia, con impatti potenzialmente significativi di segno opposto fra imprese capienti o che sono ancora in grado di cedere i propri crediti (che sperimenteranno una riduzione del valore dei crediti) e imprese incapienti che non hanno la possibilità di cedere i crediti (che vedranno aumentare le possibilità di compensazione in futuro).

Infine, è stata condotta un'analisi probabilistica che evidenzia un'elevata incertezza circa l'evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL prevista dal Governo. L'analisi probabilistica viene effettuata attraverso simulazioni stocastiche dove le variabili macro-finanziarie che influenzano la dinamica del rapporto tra il debito e il PIL (ovvero il tasso di crescita del PIL reale, il tasso di crescita del deflatore del PIL, il tasso di interesse a breve e il differenziale tra i tassi di interesse a breve e a lungo termine) vengono sottoposte a *shock* temporanei, sulla base della loro variabilità e correlazione storica, al fine di ottenere un gran numero di scenari alternativi e i relativi intervalli di probabilità⁴⁷.

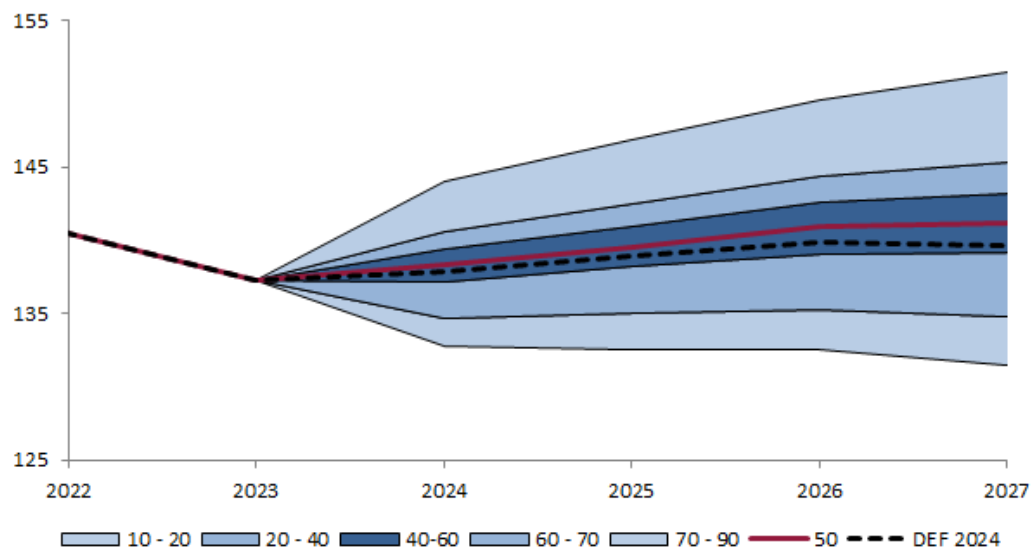
In particolare, vengono stimate 5.000 possibili traiettorie del rapporto tra il debito e il PIL prendendo come scenario di riferimento l'evoluzione del rapporto coerente con le previsioni macroeconomiche elaborate nello scenario UPB e ipotizzando che il programma di dismissioni venga effettivamente realizzato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

L'analisi mostra che l'evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL del DEF si colloca permanentemente al di sotto della mediana degli scenari generati stocasticamente (fig. 3.8). Date le ipotesi descritte precedentemente, le simulazioni stocastiche permettono la costruzione di un ventaglio probabilistico del rapporto tra il debito e il PIL. La distribuzione ottenuta vede la traiettoria del DEF collocarsi lungo l'intero intervallo di previsione su valori prossimi al quarantesimo percentile. Tale risultato implica che oltre la metà degli scenari generati stocasticamente prevedrebbe una evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL meno favorevole di quanto atteso nello scenario a legislazione vigente del Governo.

Inoltre, la probabilità di discesa del debito in rapporto al PIL in ciascun anno di previsione rispetto all'anno precedente si colloca su valori relativamente bassi (fig. 3.9). Questa probabilità, pari a circa il 40 per cento nel 2024, si riduce al 15 per cento nel 2025 per poi calare al di sotto del 10 per cento nel 2026. Nel 2027, la probabilità di discesa del debito in rapporto al PIL aumenta e si attesterebbe intorno al 40 per cento.

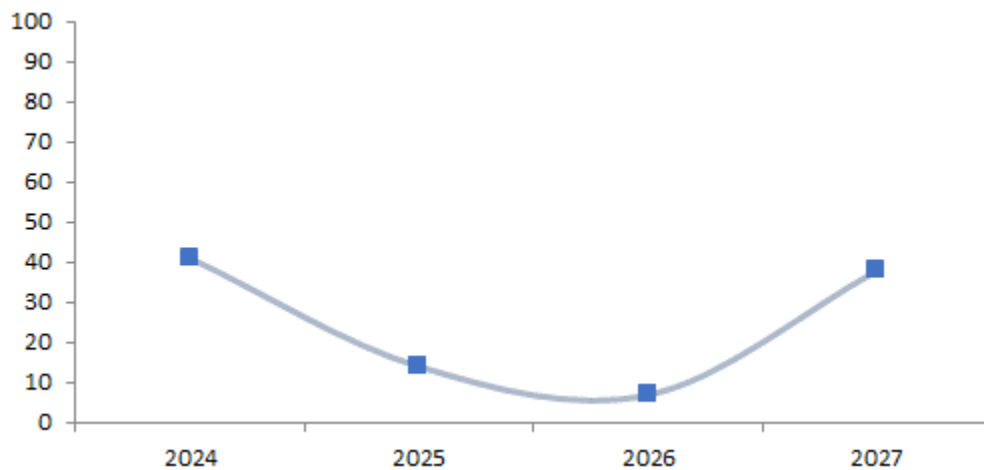
⁴⁷ Per maggiori dettagli sulla metodologia utilizzata, si veda Berti, K. (2013), "[Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries](#)", *European Commission Economic Papers* n. 480.

Fig. 3.8 – Analisi stocastica dell'evoluzione del debito in rapporto al PIL
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2024.

Fig. 3.9 – Probabilità implicite di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2024.

4. Il quadro di finanza pubblica alla luce delle regole di bilancio e delle indicazioni da parte della UE

4.1 Le indicazioni da parte dell'Eurogruppo per la politica di bilancio dei paesi dell'area dell'euro

A marzo scorso, i paesi dell'area dell'euro hanno concordato in seno all'Eurogruppo una Dichiarazione con linee comuni per coordinare la politica di bilancio del prossimo anno in una fase di transizione verso la nuova *governance* economica della UE. Le linee comuni sono state formulate in un contesto in cui il nuovo quadro di regole di bilancio della UE entrerà in vigore solo nella seconda parte dell'anno⁴⁸ e la Commissione, al contrario degli anni scorsi, ha deciso di non pubblicare gli orientamenti sulla politica di bilancio⁴⁹. Ciò nonostante, i Ministri delle Finanze hanno voluto confermare l'impegno a proseguire il coordinamento delle politiche di bilancio⁵⁰.

La Dichiarazione dell'Eurogruppo prende atto della sussistenza delle condizioni per un miglioramento dell'attività economica nel 2025 nell'area dell'euro, così come nell'Unione nel suo complesso. Sulla base delle previsioni d'inverno della Commissione⁵¹ nell'area dell'euro persistono le condizioni favorevoli del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione che a dicembre 2023 ha raggiunto il suo minimo storico. L'inflazione è in diminuzione ed è stimata avvicinarsi al 2 per cento entro il 2025. Al contempo, la politica monetaria è rimasta a lungo restrittiva con ripercussioni sull'economia, mentre le prospettive di crescita delineate dalla Commissione scontano rischi al ribasso legati alla forte incertezza e alle continue tensioni geopolitiche. In questo contesto, i Ministri dell'Eurogruppo riconoscono l'importanza di ricostituire adeguati margini di bilancio e di assicurare l'adozione coerente e rapida della nuova *governance* economica europea a partire da quest'anno.

I Ministri dell'Eurogruppo considerano appropriato l'orientamento leggermente restrittivo della politica di bilancio a livello aggregato per l'area dell'euro nel 2025 che deriva, in prospettiva, dall'applicazione della nuova *governance* economica europea. Sulla base delle stime macroeconomiche e di finanza pubblica della Commissione europea dell'autunno 2023, le nuove regole europee richiedono aggiustamenti di bilancio che nel complesso dell'area dell'euro risulterebbero in un orientamento di bilancio leggermente restrittivo nel 2025. L'Eurogruppo ritiene adeguato tale orientamento in considerazione

⁴⁸ L'accordo sulla riforma della *governance* economica della UE è stato raggiunto nel trilogato tra Consiglio, Parlamento europeo e Commissione a febbraio 2024. Il pacchetto legislativo di riforma dovrebbe essere approvato entro giugno 2024. Si veda il comunicato stampa del Consiglio dell'Unione europea del 10 febbraio 2024: "[Economic governance review: Council and Parliament strike deal on reform of fiscal rules](#)".

⁴⁹ Nel calendario del Semestre europeo, tali orientamenti forniscono indicazioni generali agli Stati membri della UE per la predisposizione dei loro Programmi di stabilità e di convergenza e rappresentano il punto di partenza per la definizione delle raccomandazioni in materia di politica di bilancio del "pacchetto di primavera" che conclude il processo annuale di sorveglianza multilaterale del Patto di stabilità e crescita.

⁵⁰ Si veda il comunicato stampa dell'Eurogruppo dell'11 marzo 2024, "[Eurogroup statement on the fiscal guidance for 2025](#)". Il Consiglio della UE ha poi approvato le raccomandazioni di politica economica per l'area dell'euro nella seduta del 22 marzo 2024.

⁵¹ Commissione europea (2024), [European Economic Forecast Winter 2024](#), 15 febbraio.

delle prospettive macroeconomiche, della necessità di migliorare la sostenibilità delle finanze pubbliche e di sostenere il processo di riduzione dell'inflazione attualmente in corso. Ciò detto, i Ministri hanno sottolineato che la politica di bilancio deve rimanere flessibile e capace di adattarsi alle circostanze mutevoli.

L'Eurogruppo di marzo ha riaffermato l'importanza di proseguire sul sentiero delle riforme strutturali, di incrementare gli investimenti pubblici soprattutto nei settori di interesse comune e di eliminare definitivamente le misure adottate negli anni passati per il contenimento dei costi dell'energia. In generale, i paesi dell'area dell'euro riconoscono la necessità di continuare a investire considerando anche le priorità emerse a livello europeo, *in primis* la transizione verde e digitale e il rafforzamento del settore della difesa. Inoltre, per il 2024 i Ministri dell'Eurogruppo intendono proseguire nel graduale abbandono delle misure di sostegno al caro energia che ancora rimangono nei bilanci nazionali, come già sottolineato a dicembre a seguito della valutazione dei documenti programmatici di bilancio⁵².

Oltre alla dichiarazione dell'Eurogruppo, è importante ricordare che dal presente anno è stata disattivata la clausola generale di salvaguardia e che nei prossimi mesi la Commissione valuterà l'opportunità di aprire procedure per deficit eccessivo basate sul criterio del disavanzo. Nella Comunicazione⁵³ recante gli orientamenti di politica di bilancio per il 2024, la Commissione aveva annunciato la decisione di disattivare la clausola di salvaguardia generale prevista dal Patto di stabilità e crescita (PSC) entro la fine del 2023. Tale orientamento è stato confermato a maggio dello scorso anno nel contesto del "pacchetto di primavera"⁵⁴ e nella valutazione dei DBP condotta in autunno⁵⁵.

Dopo aver ricevuto i Programmi di stabilità, la Commissione valuterà i risultati di finanza pubblica nel 2023, l'esecuzione del bilancio nel 2024 e la programmazione per i prossimi anni. L'eventuale apertura di una procedura per disavanzo eccessivo dovrà quindi essere

⁵² In linea con il comunicato finale dell'Eurogruppo del 7 dicembre 2024: *Eurogroup statement on draft budgetary plans for 2024*, che confermava la parte orizzontale della raccomandazione di politica di bilancio per il 2024 rivolta dal Consiglio a tutti gli Stati Membri e riportata anche per l'Italia (Raccomandazione del Consiglio del 14 luglio 2023 relativa al programma nazionale di riforma 2023 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità 2023 dell'Italia): *"Eliminare gradualmente le vigenti misure di sostegno di emergenza connesse all'energia, usando i relativi risparmi per ridurre il disavanzo pubblico, quanto prima nel 2023 e nel 2024; qualora nuovi aumenti dei prezzi dell'energia dovessero richiedere nuove misure di sostegno o il proseguimento di quelle esistenti, provvedere a che tali misure di sostegno mirino a tutelare le famiglie e le imprese vulnerabili, siano sostenibili a livello di bilancio e preservino gli incentivi al risparmio energetico"*.

⁵³ Commissione europea (2023), "Orientamenti di politica di bilancio per il 2024", 8 marzo.

⁵⁴ Si veda Commissione europea (2023), "Comunicazione della Commissione europea sul Semestre europeo 2023 - Pacchetto di primavera", 24 maggio.

⁵⁵ Si veda Commissione europea (2023), "Comunicazione della Commissione sui Documenti Programmatici di Bilancio del 2024: valutazione globale", 21 novembre, dove a pag. 2 si afferma che: *"Nella primavera 2024, la Commissione proporrà al Consiglio di avviare procedure per i disavanzi eccessivi basate sul disavanzo in base ai dati di consuntivo per il 2023, in linea con le disposizioni giuridiche vigenti. Gli Stati membri dovrebbero tenerne conto nell'esecuzione dei loro bilanci per il 2023 e nell'attuazione delle loro politiche di bilancio nel 2024"*.

tenuta presente dagli Stati membri nella definizione degli obiettivi di finanza pubblica per i prossimi anni.

4.2 *La regola sul disavanzo*

Come ricordato nel paragrafo precedente, **nei prossimi mesi la Commissione valuterà l'opportunità di aprire per gli Stati membri procedure per deficit eccessivo sulla base del criterio del disavanzo.** In linea con le disposizioni vigenti sul braccio correttivo del Patto di Stabilità e Crescita, la valutazione sarà basata sui risultati di bilancio conseguiti nel 2023 e sulle stime macroeconomiche e di finanza pubblica della Commissione della prossima primavera. Qualora lo Stato membro registri nel 2023 un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL e il mancato rispetto del limite sia previsto anche per gli anni successivi e non sia ritenuto eccezionale, la Commissione raccomanderà al Consiglio di avviare la procedura per i disavanzi eccessivi. La Commissione ha, inoltre, chiarito che il mancato rispetto della regola attualmente vigente di riduzione del debito pubblico non costituirà motivo per l'apertura di una procedura per disavanzo eccessivo.

Sulla base dei risultati del 2023 e delle stime per il 2024 e gli anni successivi, vi è una elevata probabilità che per l'Italia la Commissione decida di raccomandare al Consiglio l'avvio di una procedura per disavanzo eccessivo. Infatti, nel 2023 l'indebitamento netto in rapporto al PIL è stato pari al 7,2 per cento, quindi superiore al limite del 3 per cento. Nel 2024, l'indebitamento netto è previsto ridursi al 4,3 per cento del PIL, quindi ancora al di sopra del limite del 3 per cento. A legislazione vigente, il Governo prevede che l'indebitamento netto raggiunga il 3 per cento del PIL solo nel 2026.

Già nel 2023 la Commissione valutò l'opportunità dell'apertura di una procedura per deficit eccessivo per l'Italia ma decise di non procedere con la relativa raccomandazione al Consiglio. Infatti, il 24 maggio 2023 la Commissione adottò una Relazione a norma dell'articolo 126.3 del TFUE motivata dal fatto che il disavanzo nel 2022 superava il valore di riferimento del 3 per cento del PIL stabilito dal Trattato e il debito in eccesso rispetto al valore di riferimento del 60 per cento del PIL non era stato ridotto secondo la regola di riduzione di un ventesimo l'anno. La Relazione concluse che i criteri del disavanzo e del debito non erano soddisfatti. La Commissione decise di non raccomandare al Consiglio l'apertura di procedure di infrazione richiamando le motivazioni già spiegate nella sua Comunicazione di marzo⁵⁶: la forte incertezza che caratterizzava le prospettive macroeconomiche e di bilancio non avrebbe consentito di definire un percorso correttivo pluriennale credibile per il rientro dal disavanzo.

Sebbene a regime il percorso correttivo previsto in caso di procedura basata sul criterio del disavanzo non sia mutato rispetto alla legislazione vigente, la nuova *governance* prevede un regime transitorio più flessibile. Per gli Stati membri soggetti a procedura sulla base del criterio del disavanzo, il percorso correttivo della spesa primaria netta dovrà assicurare una riduzione minima del saldo strutturale complessivo di almeno 0,5 punti percentuali di PIL annui. Tuttavia, grazie al regime transitorio, nel triennio 2025-27

⁵⁶ Commissione europea (2023), "[Comunicazione sugli orientamenti di politica di bilancio per il 2024](#)", in particolare il paragrafo 6: "*A consistent implementation of the Excessive Deficit Procedure (EDP)*".

l'aggiustamento di bilancio correttivo non terrà conto dei maggiori costi legati all'incremento della spesa per interessi. In tali anni, quindi, la correzione minima richiesta sarà equivalente a un aggiustamento di almeno 0,5 punti percentuali di PIL in termini di saldo primario strutturale. Inoltre, per il biennio 2025-26 lo Stato membro può chiedere una eccezione alla "clausola di *no-backloading*" (per la quale il consolidamento annuo deve essere di norma lineare, ossia equamente distribuito lungo il periodo di aggiustamento) per l'ammontare delle risorse dedicate ai progetti finanziati con prestiti del RRF e di quelle relative al cofinanziamento nazionale dei progetti finanziati dalla UE.

La correzione del disavanzo strutturale prevista dalla procedura di disavanzo eccessivo (0,5 punti percentuali di PIL in termini strutturali) rappresenta un valore minimo: infatti, le correzioni di bilancio annuali devono essere coerenti anche con il rispetto degli altri criteri stabiliti dal nuovo quadro di regole nel braccio preventivo. Anche durante gli anni in cui i paesi si trovano in procedura, l'aggiustamento di bilancio deve garantire che, una volta usciti dalla procedura stessa, il saldo primario abbia raggiunto un livello tale da rispettare la salvaguardia numerica sul debito negli anni rimanenti del periodo di aggiustamento⁵⁷ e che, una volta finito il periodo di aggiustamento, il saldo primario abbia raggiunto un livello tale da assicurare la riduzione plausibile del debito nel medio termine.

4.3 *Le Raccomandazioni specifiche sulla politica di bilancio da parte della UE indirizzate all'Italia*

In prospettiva della disattivazione a fine 2023 della clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita, il 24 maggio dello scorso anno la Commissione europea ha pubblicato una proposta al Consiglio della UE di raccomandazioni specifiche per paese⁵⁸ con indicazioni quantitative formulate sulla base di un tetto alla crescita della spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali per il 2024. La spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali viene calcolata come la spesa primaria al netto della componente ciclica dei sussidi di disoccupazione, delle misure una tantum e delle spese finanziate da contributi della UE, nonché al netto dell'impatto finanziario delle misure discrezionali sulle entrate⁵⁹. Le raccomandazioni specifiche sono state successivamente approvate dal Consiglio della UE il 14 luglio scorso⁶⁰.

⁵⁷ Ovvero una riduzione media annua di un punto percentuale del debito in rapporto al PIL per i paesi, come l'Italia, con un debito al di sopra del 90 per cento del PIL.

⁵⁸ Si veda Commissione europea (2023), "Raccomandazione di Raccomandazione del Consiglio sul programma nazionale di riforma 2023 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità 2023 dell'Italia", 24 maggio.

⁵⁹ Dal 2025, a seguito dell'accordo tra Consiglio e Parlamento europeo sulle nuove regole del PSC, il monitoraggio annuale verrà condotto sulla base di un aggregato simile a quello usato per il 2024, con l'ulteriore esclusione delle spese di co-finanziamento nazionale dei programmi finanziati con contributi della UE.

⁶⁰ Si veda "Raccomandazione del Consiglio del 14 luglio 2023 relativa al programma nazionale di riforma 2023 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità 2023 dell'Italia".

Le raccomandazioni specifiche sono state formulate in linea con il quadro giuridico vigente relativo al Patto di stabilità e crescita e al contempo con alcuni elementi relativi alle proposte di riforma del quadro di *governance* economica europea⁶¹. Per il 2024, che rappresenta un anno di transizione tra le vecchie e le nuove regole del PSC, la Commissione europea ha proposto al Consiglio di determinare il tetto di crescita della spesa primaria netta sulla base di un aggiustamento di bilancio differenziato tra paesi (una variazione del saldo strutturale tra 0,3 e 0,7 punti percentuali di PIL) e modulato in base alla distanza dall'obiettivo di medio termine e alla valutazione sulla sostenibilità del debito pubblico.

Le raccomandazioni per il 2024 richiedono all'Italia di: i) mantenere una politica di bilancio prudente limitando la crescita in termini nominali della spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali al di sotto del tetto dell'1,3 per cento; ii) eliminare nel 2023 e nel 2024 le misure contro il caro energia e utilizzare i risparmi per ridurre il disavanzo di bilancio; iii) preservare gli investimenti finanziati a livello nazionale. Il tetto di crescita della spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali dell'1,3 per cento è coerente con un aggiustamento strutturale minimo pari a 0,7 punti percentuali che, secondo le stime della Commissione europea, tiene in conto "considerazioni" sulla sostenibilità della finanza pubblica e la necessità di ridurre il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL. Inoltre, le raccomandazioni richiedono di ridurre, il prima possibile nel 2023 e comunque entro il 2024, le misure di sostegno contro l'emergenza energetica, utilizzando i relativi risparmi per ridurre il disavanzo di bilancio⁶². Infine, il Consiglio ha richiesto di preservare gli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale e garantire l'effettivo assorbimento delle sovvenzioni del Dispositivo per la ripresa e la resilienza e di altri programmi della UE, in particolare per promuovere le transizioni verde e digitale e attuare i programmi per sostenere gli investimenti pubblici.

Per quanto riguarda il 2023, si ricorda che le Raccomandazioni specifiche per l'Italia⁶³ indicavano di assicurare una politica di bilancio prudente, limitando la crescita della spesa primaria corrente netta finanziata da risorse nazionali al di sotto della crescita del PIL potenziale di medio termine. Si sarebbe tenuto comunque conto della necessità di attuare misure temporanee e mirate per le famiglie e imprese vulnerabili a fronte degli aumenti dei prezzi energetici e delle popolazioni in fuga dall'Ucraina.

Si raccomandava inoltre, per il 2023, di espandere gli investimenti pubblici per finanziare le transizioni verde e digitale e per la sicurezza energetica, anche utilizzando i contributi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, di *RePowerEU* e di altri

⁶¹ Relativamente alle proposte legislative della Commissione europea di modifica del quadro di *governance* europea si veda, Ufficio parlamentare di bilancio (2023), "Audizione su coordinamento politiche economiche UE", 18 ottobre.

⁶² Tuttavia, qualora eventuali nuovi aumenti dei prezzi dell'energia rendessero necessarie la continuazione delle misure di sostegno esistenti o l'adozione di nuove misure, viene richiesto di garantire che queste siano specificatamente mirate a proteggere le famiglie e le imprese vulnerabili, siano sostenibili dal punto di vista della finanza pubblica e preservino incentivi per il risparmio energetico.

⁶³ Si veda "Raccomandazione del Consiglio del 12 luglio 2022 sul programma nazionale di riforma 2022 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità 2022 dell'Italia".

programmi della UE. Anche per il periodo successivo al 2023 si indicava di adottare una politica di bilancio che avesse l'obiettivo di raggiungere posizioni di bilancio di medio termine prudenti e di assicurare una riduzione credibile del debito e la sostenibilità delle finanze pubbliche attraverso un graduale consolidamento di bilancio, nonché l'attuazione di investimenti e riforme.

Sulla base delle stime sottostanti le previsioni del DEF, l'Italia rispetterebbe il tetto sulla crescita della spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali per il 2024. In base a tali stime, la spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali nel 2024 registrerebbe una riduzione del 2,6 per cento rispetto al 2023. Quindi, rispetto al tetto dell'1,3 per cento raccomandato dalla UE, la crescita dell'aggregato di spesa primaria netta si attesterebbe su un valore inferiore di quasi 4 punti percentuali.

Tuttavia, a causa dell'“effetto base” relativo al 2023, vi è il rischio che la crescita della spesa primaria netta nel 2024 sia valutata come “non pienamente in linea” con la raccomandazione⁶⁴. Infatti, il livello della spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali per il 2023 risulta notevolmente superiore alle stime effettuate al momento della formulazione delle raccomandazioni da parte della UE, in particolare a causa dell'impatto maggiore del previsto degli incentivi edilizi. Se la spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali nel 2023 fosse quella prevista al momento della raccomandazione, il tasso di crescita del medesimo aggregato previsto per il 2024 sarebbe pari al 5,4 per cento, ampiamente superiore al tasso di crescita massimo raccomandato dalla UE dell'1,3 per cento. Pertanto, sulla base di tale valutazione, la crescita della spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali potrebbe essere valutata come “non pienamente in linea” con la raccomandazione.

L'Italia rispetterebbe a grandi linee la raccomandazione relativa alla riduzione degli interventi di sostegno contro il caro energia, in quanto prevede di azzerare quasi totalmente tali misure entro il 2024 e i relativi risparmi verrebbero utilizzati per ridurre l'indebitamento netto. Secondo il DEF, le misure temporanee contro il caro energia si ridurrebbero dal 2,7 per cento del PIL nel 2022 all'1,2 per cento nel 2023 e a poco meno dello 0,1 per cento nel 2024, ovvero verrebbero eliminate quasi completamente, come richiesto dal Consiglio. Inoltre, come sottolineato in precedenza, nel 2024 la spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali si ridurrebbe del 2,6 per cento, equivalente a circa l'1,2 per cento del PIL, ovvero di un ammontare superiore alla riduzione di 1,1 punti percentuali di PIL delle misure temporanee per il caro energia. Ciò indica che l'intero

⁶⁴ In occasione del parere sul DPB 2024, la Commissione aveva rilevato che, sebbene la previsione di crescita della spesa primaria netta finanziata da risorse nazionali risultasse per il 2024 inferiore al valore massimo raccomandato dalla UE, la stima più recente del livello del medesimo aggregato di spesa per il 2023 fosse superiore alle stime effettuate a luglio dello scorso anno, ovvero al momento della formulazione delle raccomandazioni. Considerando il livello dell'aggregato per il 2023 stimato a luglio, il suo tasso di crescita nel 2024 risultava maggiore del tetto raccomandato. Per questo motivo, in tale occasione la Commissione europea ha giudicato il tasso di crescita dell'aggregato nel 2024 come “non pienamente in linea” con la raccomandazione. Si veda Commissione europea (2023), “Parere della Commissione del 21.11.2023 sul documento programmatico di bilancio dell'Italia”, 21 novembre.

ammontare dei risparmi derivanti dall'eliminazione di tali misure temporanee verrebbe utilizzato dal Governo per ridurre la spesa primaria netta nel 2024.

Tuttavia, la spesa primaria corrente netta finanziata da risorse nazionali, che è direttamente influenzata dall'eliminazione delle misure contro il caro energia, aumenterebbe nel 2024 di circa 0,2 punti di PIL rispetto alla crescita potenziale di medio periodo. Ciò indica che i risparmi derivanti dall'eliminazione di tali misure temporanee non verrebbero utilizzati per ridurre la spesa primaria corrente netta finanziata da risorse nazionali.

L'Italia avrebbe aumentato gli investimenti pubblici nel 2023 e sembrerebbe preservare tali investimenti nel 2024, sia complessivamente, sia quelli finanziati da risorse nazionali. In rapporto al PIL, gli investimenti pubblici totali sarebbero aumentati dal 2,7 per cento nel 2022 al 3,2 per cento nel 2023, per poi ridursi leggermente al 3,1 per cento del PIL nel 2024, rimanendo quindi pressoché stabili. In base alle stime sottostanti le previsioni del DEF, gli investimenti pubblici finanziati da risorse nazionali sarebbero aumentati nel 2023 di circa 0,5 punti percentuali di PIL rispetto alla crescita potenziale di medio periodo, mentre nel 2024 essi rimarrebbero pressoché in linea con la crescita potenziale di medio periodo.

Infine, l'Italia rispetterebbe per il 2023 la raccomandazione sulla limitazione della crescita della spesa primaria corrente netta finanziata da risorse nazionali al di sotto della crescita potenziale di medio periodo. In base alle stime sottostanti le previsioni del DEF 2024, nel 2023 la spesa primaria corrente netta finanziata da risorse nazionali si sarebbe ridotta di 0,9 punti percentuali di PIL rispetto alla crescita potenziale di medio periodo stimata dal Governo, indicando quindi un contributo restrittivo di tale componente di spesa all'orientamento di bilancio.

4.4 Gli scenari di finanza pubblica di medio termine nel contesto del nuovo quadro di regole della UE

4.4.1 Gli elementi principali del nuovo quadro di regole di bilancio della UE

La nuova *governance* economica della UE ha la finalità di ridurre il rapporto tra debito e PIL degli Stati membri verso livelli prudenti attraverso la fissazione di obiettivi pluriennali della spesa primaria netta specifici per ciascun paese. Al contempo, la riforma mira a rafforzare la crescita economica promuovendo le riforme e gli investimenti necessari ad affrontare le vulnerabilità specifiche di ciascun paese nonché le priorità economiche che interessano l'Unione nel suo complesso. Il nuovo sistema di regole punta, inoltre, a rafforzare la titolarità della programmazione di bilancio da parte degli Stati membri.

La normativa prevede che la programmazione economica e di bilancio venga effettuata mediante l'elaborazione di Piani strutturali e di bilancio (PSB) di medio termine. I Piani sostituiranno gli attuali Programmi di stabilità e i Programmi nazionali di riforma e

copriranno un intervallo di quattro o cinque anni a seconda della durata naturale della legislatura nazionale. Nel caso dell'Italia, il PSB verrà quindi presentato, di norma, una volta ogni cinque anni. Solo per la prima applicazione dei nuovi regolamenti, il PSB dovrà essere pubblicato e presentato alla Commissione europea e al Consiglio entro il 20 settembre prossimo mentre, a regime, esso andrà presentato entro il 30 aprile dell'ultimo anno coperto dal precedente piano.

Il PSB dovrà definire un programma di riforme strutturali e investimenti pubblici e delineare una traiettoria della spesa primaria netta, da concordare con la Commissione europea e il Consiglio, coerente con i requisiti dei regolamenti sul braccio preventivo e correttivo del Patto di stabilità e crescita. Tale sentiero di spesa è fissato in base a un programma di aggiustamento pluriennale di bilancio con durata minima di quattro anni, estendibile fino a sette anni nel caso il paese si impegni formalmente con la Commissione e il Consiglio ad attuare specifiche riforme e investimenti. La traiettoria di spesa dovrà essere in grado di assicurare, dopo il programma di aggiustamento, un percorso plausibilmente discendente del rapporto tra debito e PIL nel medio periodo e un indebitamento netto che si collochi al di sotto della soglia del 3 per cento del PIL.

Preliminarmente alla presentazione dei PSB, la Commissione sottoporrà ai paesi con debito superiore al 60 per cento del PIL o con disavanzo superiore alla soglia del 3 per cento del PIL una “traiettoria di riferimento” della spesa primaria netta tale da garantire una riduzione “plausibile” del rapporto tra debito e PIL nel medio periodo. Come previsto dall'accordo finale sulla nuova *governance*, nella prima applicazione delle nuove regole – in attesa che la metodologia ufficiale venga concordata in un gruppo di lavoro tecnico appositamente costituito – la Commissione utilizzerà la sua metodologia di analisi di sostenibilità del debito (*Debt sustainability analysis*, DSA), opportunamente adattata al nuovo quadro di regole⁶⁵, per determinare la traiettoria di riferimento che garantisca la convergenza del debito in rapporto al PIL su livelli prudenti.

Al fine di rafforzare il percorso di riduzione del debito, le traiettorie di riferimento predisposte dalla Commissione devono soddisfare alcune “salvaguardie” numeriche comuni a tutti i paesi della UE. La cosiddetta “salvaguardia sulla sostenibilità del debito” richiede che, durante il periodo di aggiustamento, il debito si riduca in media di 1 punto percentuale di PIL all'anno per i paesi con un debito superiore al 90 per cento del PIL e di 0,5 punti l'anno per paesi con debito compreso tra il 60 e il 90 per cento del PIL. La riduzione media del rapporto tra debito e PIL viene calcolata a partire dall'anno precedente l'inizio della traiettoria di riferimento o dall'anno in cui si prevede l'uscita dalla Procedura per deficit eccessivo (PDE) fino alla fine del periodo di aggiustamento. Inoltre, l'accordo finale prevede la cosiddetta “salvaguardia di resilienza sul deficit”, la quale

⁶⁵ La metodologia della Commissione è stata pubblicata nel Rapporto dello scorso marzo, Commissione europea (2024), “2023 Debt Sustainability Monitor”, *Institutional Paper* 271. Al momento, non tutte le ipotesi necessarie alla costruzione dei percorsi di aggiustamento pluriennale previsti dalla nuova normativa possono essere puntualmente ricostruite. Per un'analisi critica delle ipotesi necessarie alla predisposizione delle traiettorie tecniche da parte della Commissione europea, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2023) “Audizione sugli Orientamenti per la riforma del quadro di *governance* dell'UE”, 1° marzo.

richiede che il consolidamento di bilancio continui fino al conseguimento di un disavanzo strutturale di bilancio dell'1,5 per cento del PIL. Tale livello è considerato un margine di resilienza rispetto alla soglia di indebitamento del 3 per cento del PIL comune a tutti gli Stati membri. Infatti, l'ulteriore spazio di bilancio oltre quello che garantisce la discesa plausibile del debito consentirebbe di attuare politiche anticicliche o affrontare situazioni avverse e impreviste. Il miglioramento annuale del saldo primario strutturale richiesto per raggiungere tale margine di resilienza dovrà essere pari a 0,4 punti percentuali di PIL nel caso di un percorso di aggiustamento di 4 anni o a 0,25 punti percentuali nel caso di un percorso di aggiustamento esteso a 7 anni.

Gli Stati membri in procedura di disavanzo eccessivo dovranno assicurare un miglioramento annuale minimo del saldo complessivo strutturale pari almeno a mezzo punto percentuale di PIL fino a che il disavanzo risulti superiore al 3 per cento del PIL. Come già spiegato nel paragrafo 4.2, nel triennio 2025-27 per i paesi in PDE è previsto che si tenga in considerazione l'aumento della spesa per interessi in rapporto al PIL; in questo triennio, quindi, l'aggiustamento minimo richiesto è un miglioramento annuale del saldo primario strutturale di almeno 0,5 punti percentuali di PIL. È importante ricordare che questi aggiustamenti di bilancio rappresentano lo sforzo minimo richiesto: l'aggiustamento da conseguire sarà il più ambizioso tra i) quello minimo richiesto dalla PDE; ii) quello che garantisce la riduzione plausibile del rapporto tra il debito e il PIL; e iii) quello che permette di rispettare la salvaguardia numerica sul debito alla fine del periodo di PDE.

4.4.2 Gli scenari di finanza pubblica di medio termine coerenti con il nuovo quadro di regole di bilancio

In base alla metodologia sviluppata dall'UPB,⁶⁶ sono stati predisposti alcuni scenari di medio periodo che descrivono l'evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL e delle principali variabili di finanza pubblica coerenti, in linea generale, con l'approccio delineato nella nuova *governance* della UE. Ciò consente di trarre alcune indicazioni preliminari circa la posizione delle previsioni a legislazione vigente presentate nel DEF 2024 rispetto al nuovo quadro di regole di bilancio.

Il punto di partenza per la costruzione degli scenari è rappresentato dall'elaborazione di una proiezione del rapporto tra debito e PIL nell'ipotesi di "politiche di bilancio invariate". Per quanto riguarda la determinazione del saldo primario, nello scenario a politiche invariate dal 2025, l'ipotesi stilizzata di partenza è che la componente strutturale rimanga costante al livello del 2024 lungo tutto l'orizzonte di previsione. Per la determinazione del saldo primario nominale, al valore strutturale viene sommato

⁶⁶ Per maggiori dettagli sulla metodologia si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2023), "[Rapporto sulla politica di bilancio](#)", giugno. Tale metodologia è stata recentemente adattata ai requisiti richiesti dall'accordo finale tra Consiglio della UE e Parlamento europeo.

l'impatto della componente ciclica del saldo di bilancio e, a partire dal 2025, l'impatto delle spese connesse all'invecchiamento della popolazione (al netto della tassazione su pensioni e al netto dei redditi proprietari) così come riportate nell'*Ageing Report 2024*⁶⁷ di recente pubblicazione, predisposto dalla Commissione europea in collaborazione con l'*Ageing working group*. Per quanto riguarda la componente ciclica, essa è ottenuta dal prodotto tra l'*output gap* e l'elasticità di bilancio alla crescita economica stimata della Commissione europea, parametro che per l'Italia è pari a 0,54.

La proiezione del debito in rapporto al PIL richiede ipotesi sulle variabili macro-finanziarie che ne influenzano la dinamica nel breve e nel medio periodo. Per il breve periodo, si considerano come base di partenza le previsioni macroeconomiche per il periodo 2024-27 elaborate nel paragrafo 3.2.2. I risultati di tale scenario vengono rivisti considerando gli effetti di retroazione che derivano dall'ipotesi di politiche invariate.

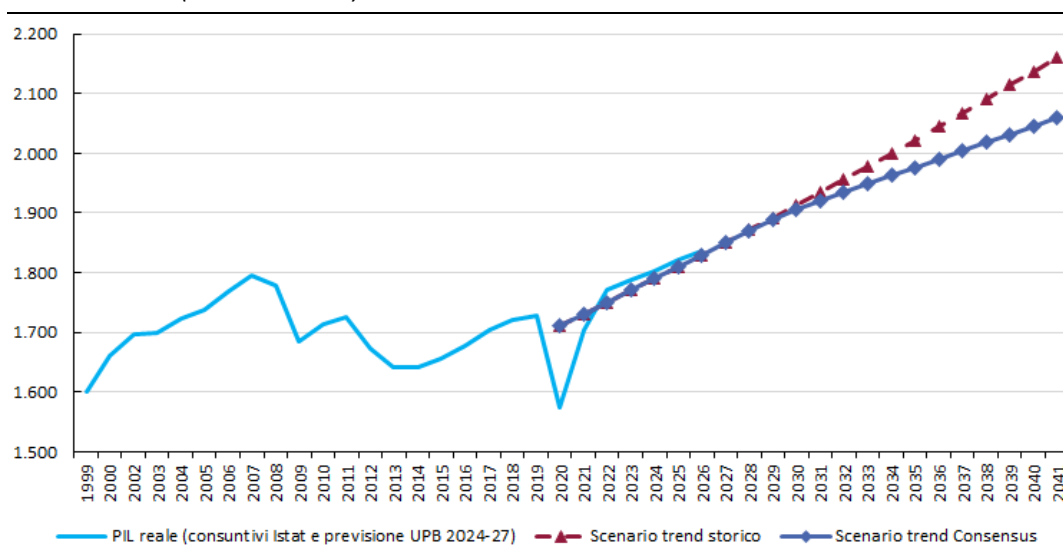
Si noti che i saldi primari del triennio 2025-27 risultano inferiori ai saldi previsti nelle simulazioni elaborate nel paragrafo 3.2.2. Di conseguenza, l'ipotesi di politiche invariate determina, mediante l'operare di moltiplicatori dinamici stimati con il modello di previsione macroeconomica MeMo-It in dotazione all'UPB, un aumento del tasso di crescita del PIL reale nel triennio 2025-27 rispetto alla previsione UPB utilizzata per validare lo scenario tendenziale del DEF e quindi un impatto favorevole sulla componente ciclica dei saldi di bilancio.

Per quanto riguarda l'evoluzione del PIL nel medio periodo, l'ipotesi di lavoro è che il PIL potenziale segua una traiettoria di *trend*. Si ritiene infatti che la stima del prodotto potenziale, ottenuta attraverso le diverse procedure statistiche disponibili, sia soggetta a forte volatilità e instabilità, soprattutto in questo periodo di elevata incertezza. Pertanto, per l'andamento di medio termine del PIL si ipotizza un'evoluzione di *trend* ricavata in base a due scenari alternativi (fig. 4.1):

- 1) uno **scenario "trend storico"** in cui il PIL potenziale evolve lungo l'intero periodo di proiezione su un sentiero lineare determinato dalla crescita media osservata nel periodo 2014-19, ossia nella fase espansiva precedente la pandemia, pari all'1,1 per cento. Tuttavia, nell'ipotesi prudenziale che le misure adottate dal Governo nel corso della crisi pandemica ed energetica abbiano contribuito solo in parte a evitare il deterioramento strutturale dell'economia, si ipotizza anche che il livello del PIL potenziale si collochi permanentemente su un valore di circa 2,4 punti percentuali al di sotto di quello di *trend* osservato nel 2014-19. Tale valore corrisponde approssimativamente alla perdita media annua del PIL potenziale italiano registrata dopo la crisi degli anni 2008-2013.

⁶⁷ Commissione europea (2024), "The 2024 Ageing Report", *Institutional Paper* n. 279.

Fig. 4.1 – Evoluzione del livello del PIL potenziale in scenari alternativi
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione su dati DEF 2024 e Istat.

- 2) uno **scenario “trend Consensus”**, nel quale si assume che fino al 2027 il livello del PIL potenziale sia identico a quello dello scenario “trend storico” dopodiché dal 2028 il suo tasso di crescita converge in sei anni a un valore inferiore e pari allo 0,7 per cento. Tale valore è coerente con l’attuale stima di crescita di lungo termine per l’Italia elaborata da *Consensus Forecast*⁶⁸.

L’evoluzione del livello del PIL reale dal 2028 al 2033 in ciascuno scenario si ottiene considerando l’ipotesi aggiuntiva di una chiusura graduale e lineare dell’*output gap* stimato per il 2027 in sei anni. Negli anni successivi, il PIL reale cresce in linea con il valore potenziale.

Le altre ipotesi necessarie alla costruzione degli scenari di evoluzione del rapporto tra debito e PIL nel medio periodo sono identiche a quelle utilizzate per esercizi simili già pubblicati nel Rapporto sulla politica di bilancio di giugno 2023 dell’UPB. Più nel dettaglio, per il periodo 2028-2041, si assume: i) la graduale convergenza (in sei anni) dell’inflazione al 2 per cento, valore che viene mantenuto costante dal 2033 fino al 2041; ii) la graduale convergenza (in sei anni) dei tassi d’interesse medi ponderati all’emissione all’1,9 per cento per i titoli di Stato a breve termine (ovvero con scadenza uguale o inferiore a un anno) e al 3,5 per cento per quelli a lungo termine, valori pari alle rispettive mediane del periodo 1999-2023; tali valori vengono quindi mantenuti dal 2033 al 2041; iii) un valore degli aggiustamenti *stock-flussi* in percentuale del PIL in ciascun anno della previsione pari al valore mediano registrato tra il 1999 e il 2023 (0,3 per cento).

Partendo dallo scenario a politiche di bilancio invariate, sono stati predisposti alcuni scenari stilizzati di evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL nel medio termine con un aggiustamento di bilancio pluriennale che, dal 2025, si protrae per un periodo di sette anni, ovvero fino al 2031. Tale periodo di aggiustamento è coerente con quanto riportato nel DEF 2024, ovvero che l’Italia presenterà nel proprio PSB un programma di

⁶⁸ Si veda, Consensus Forecasts (2024), “G7 & Western Europe Long-Term Consensus Forecast Datafile”, 8 Aprile.

consolidamento settennale. Gli scenari di consolidamento illustrati sono tali da garantire, date le ipotesi sopra ricordate, una discesa plausibile e continua del debito in rapporto al PIL e, al contempo, un livello di disavanzo che nel medio periodo si colloca stabilmente al di sotto della soglia del 3 per cento del PIL nell'ipotesi di politiche invariate nel decennio successivo alla fine del periodo di aggiustamento. Inoltre, tali scenari recepiscono le ipotesi relative alle salvaguardie numeriche comuni sul deficit e sul debito introdotte nell'accordo finale sulla nuova *governance* (si veda paragrafo 4.4.1). Infine, viene recepita l'ipotesi secondo cui, nel caso di apertura di una procedura per disavanzo eccessivo, l'aggiustamento minimo richiesto è ipotizzato essere pari, nel triennio 2025-27, a un miglioramento annuale del saldo primario strutturale di almeno mezzo punto percentuale di PIL mentre, a partire dal 2028, l'aggiustamento annuale minimo richiesto è pari a un miglioramento del saldo complessivo strutturale di almeno 0,5 punti percentuali di PIL.

Nello scenario “trend storico” predisposto dall’UPB, l’aggiustamento annuale del saldo primario strutturale coerente con i requisiti richiesti dalla nuova *governance* europea è stimato pari a circa 0,5 punti percentuali di PIL in ciascun anno del periodo 2025-2031⁶⁹.

Tale aggiustamento permette di rispettare anche la salvaguardia numerica sul debito, il quale nel periodo 2030-31, successivo alla fine della PDE prevista per il 2029, diminuirebbe, in media, di circa 1,4 punti percentuali di PIL. Inoltre, la salvaguardia numerica sul deficit si attiverebbe nel triennio 2032-34, richiedendo un ulteriore aggiustamento annuale di 0,25 punti percentuali di PIL in modo tale da consentire che il disavanzo strutturale si attesti su un livello non superiore all'1,5 per cento del PIL nel 2035.

Nello scenario “trend Consensus”, a causa della minore crescita del PIL potenziale, l’aggiustamento annuale previsto è invece più elevato e pari a 0,6 punti percentuali di PIL in ciascun anno del periodo 2025-2031⁷⁰.

In questo scenario, la procedura per deficit eccessivo verrebbe chiusa nel 2028. La salvaguardia numerica sul debito verrebbe rispettata con una riduzione media del rapporto tra debito e PIL di 1,2 punti percentuali nel periodo 2029-2031. A seguito del disavanzo strutturale del 2034 superiore alla soglia dell'1,5 per cento del PIL a causa del previsto aumento delle spese per l'invecchiamento

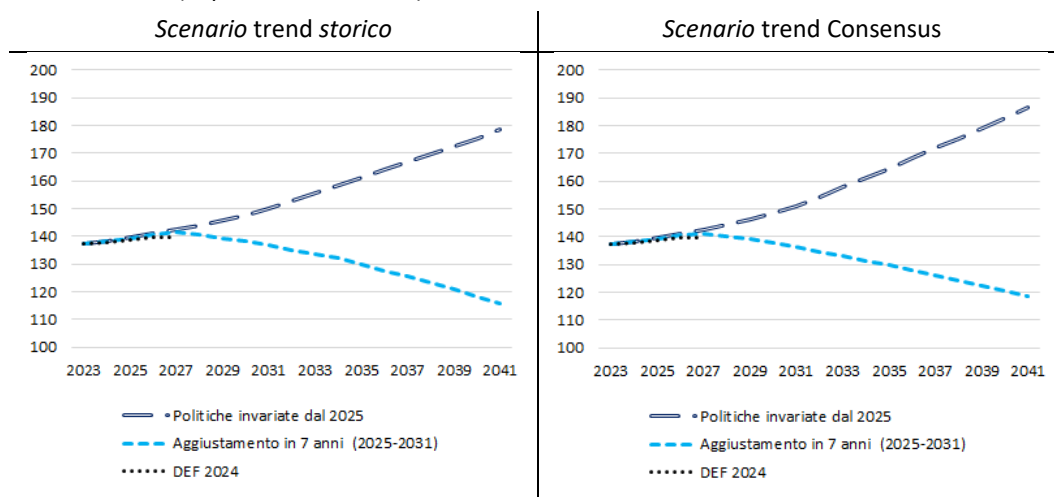
⁶⁹ Con l'eccezione del 2028, anno in cui, nello scenario “trend storico”, la procedura per deficit eccessivo dovrebbe essere ancora attiva. In questa eventualità, l'aggiustamento del saldo primario strutturale è pari a 0,63 punti percentuali di PIL in modo da consentire una riduzione del saldo strutturale complessivo pari a 0,5 punti percentuali di PIL.

⁷⁰ Si noti che, negli scenari con aggiustamento di bilancio, vengono utilizzati i moltiplicatori dinamici stimati per l'economia italiana con il modello di previsione macroeconomica MeMo-It in dotazione all'UPB per rideterminare il tasso di crescita del PIL prevedendo che le misure pluriennali di consolidamento abbiano effetti di contrazione sull'economia rispetto allo scenario a politiche invariate con effetti sfavorevoli sulla componente ciclica dei saldi di bilancio. Inoltre, in linea con le ipotesi della Commissione europea si assume che l'*output gap* si chiuda negli anni successivi all'aggiustamento di bilancio. Nelle proiezioni UPB si ipotizza che esso si azzeri nei sei anni successivi all'ultimo anno del periodo di consolidamento mentre nello scenario presentato nel DEF 2024 viene ipotizzato che la chiusura dell'*output gap* si realizzi in tre anni dopo la fine del periodo di consolidamento.

della popolazione, la salvaguardia numerica sul deficit si attiverebbe nel 2035 richiedendo un ulteriore aggiustamento sul saldo primario strutturale di 0,25 punti percentuali di PIL⁷¹.

Nell'ipotesi di politiche di bilancio invariate dal 2025, il rapporto tra debito e PIL mostrerebbe una dinamica crescente a partire dal 2026 (fig. 4.2). Nello scenario “trend storico”, il debito raggiungerebbe nel 2031, alla fine del periodo settennale di aggiustamento, un livello pari al 150,1 per cento del PIL. Nel decennio successivo, il rapporto tra debito e PIL continuerebbe ad aumentare attestandosi nel 2041 a circa il 178 per cento del PIL, circa 40 punti percentuali al di sopra del dato di partenza del 2024. Nello scenario “trend Consensus”, il rapporto tra debito e PIL a politiche invariate mostrerebbe una dinamica crescente più accentuata rispetto allo scenario “trend storico”. Nel 2031, il debito si attesterebbe su un valore pari al 151,1 per cento del PIL. Negli anni successivi, il rapporto tra debito e PIL continuerebbe a salire fino a raggiungere nel 2041 il livello del 186,4 per cento del PIL. Tali dinamiche crescenti sono dovute all'ipotesi tecnica di assenza di aggiustamento di bilancio e alla sempre più elevata incidenza delle spese connesse con l'invecchiamento della popolazione.

Fig. 4.2 – Evoluzione del debito pubblico (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazione su dati DEF 2024, Banca d'Italia e Istat.

⁷¹ Come già evidenziato, le simulazioni presentate in entrambi gli scenari recepiscono la variazione delle spese connesse all'invecchiamento presentata nel 2024 *Ageing Report* appena pubblicato dalla Commissione europea. In questo rapporto, l'aumento delle spese connesse all'invecchiamento (al netto della tassazione sui trattamenti pensionistici) è pari in media a 0,6 punti percentuali di PIL nel periodo 2025-2041 e a 0,8 punti percentuali di PIL nel decennio 2031-2041 successivo al periodo di aggiustamento settennale. Nella precedente edizione del Rapporto (si veda Commissione europea (2021), “2021 Ageing Report”, *Institutional Paper* 148), l'aumento delle spese connesse all'invecchiamento (al netto della tassazione sui trattamenti pensionistici) è pari in media a 1,2 punti percentuali di PIL nel periodo 2025-2041 e a 1,7 punti percentuali di PIL nel decennio 2031-2041. Considerando la variazione delle spese connesse all'invecchiamento presentata nel 2021 *Ageing Report*, l'aggiustamento annuale richiesto in sette anni sarebbe stato pari a 0,6 punti percentuali di PIL nello scenario “trend storico” e a 0,65 punti percentuali di PIL nello scenario “trend Consensus”.

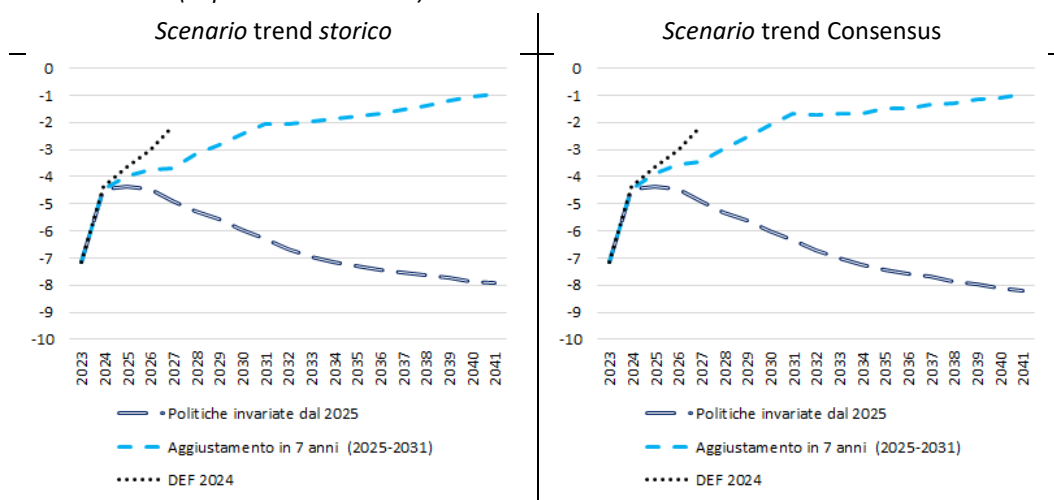
Per contro, a seguito degli aggiustamenti pluriennali di bilancio, il rapporto tra debito e PIL si collocherebbe su un sentiero continuamente discendente. In entrambi gli scenari, nel 2031, alla fine del periodo settennale di consolidamento, il rapporto tra debito e PIL si attesterebbe intorno al 136,5 per cento. Nel 2041, alla fine del periodo di proiezione, il livello del debito in rapporto al PIL scenderebbe fino a circa il 115,9 per cento nello scenario *“trend storico”* e fino al 118,6 per cento nello scenario *“trend Consensus”*. Rispetto al livello del 2024, il rapporto tra debito e PIL farebbe registrare nel 2041 una riduzione pari, rispettivamente, a circa 22 punti e a 19,5 punti percentuali di PIL.

Per consentire la riduzione del debito in rapporto al PIL osservata nello scenario *“trend storico”*, il disavanzo dovrebbe scendere al di sotto della soglia del 3 per cento del PIL a partire dal 2029 e raggiungere il 2,1 per cento nel 2031, alla fine del piano di aggiustamento in sette anni (fig. 4.3). Nello scenario *“trend Consensus”*, il disavanzo dovrebbe scendere al di sotto del 3 per cento nel 2028 e raggiungere l’1,7 per cento del PIL alla fine del piano settennale di consolidamento.

Per il triennio 2025-27, l’evoluzione a legislazione vigente del disavanzo in rapporto al PIL presentata nel DEF appare coerente con le indicazioni dell’accordo finale sul quadro di regole della UE nel caso di un aggiustamento di bilancio in sette anni. Infatti, come illustrato nella figura 4.3, in entrambi gli scenari, il sentiero di indebitamento netto tendenziale del DEF prevede un consolidamento di bilancio più marcato di quello coerente con il quadro di regole.

Nello scenario *“trend storico”*, con un periodo di aggiustamento in sette anni, il saldo primario dovrebbe raggiungere un avanzo di circa il 2,6 per cento del PIL nel 2031. Negli anni successivi, l’avanzo primario aumenterebbe fino a convergere al 2,9 per cento del PIL nel 2041 a causa dell’aggiustamento ulteriore richiesto dalla salvaguardia numerica

Fig. 4.3 – Evoluzione dell’indebitamento netto (in percentuale del PIL)



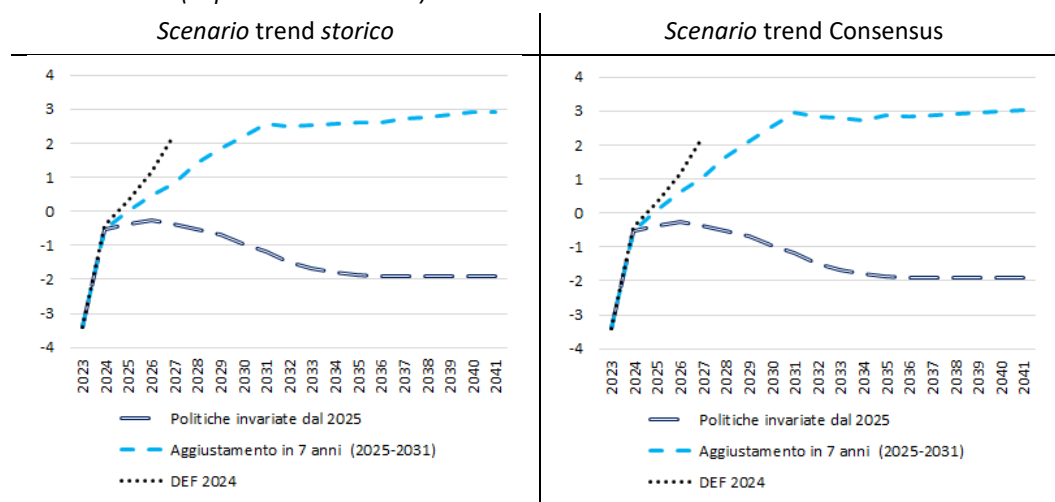
Fonte: elaborazione su dati DEF 2024, Banca d’Italia e Istat.

sul deficit per il triennio 2032-34 (fig. 4.4). Nello scenario “*trend Consensus*”, l’aggiustamento sul saldo primario dovrebbe essere ancora più elevato. Infatti, il consolidamento di bilancio dovrebbe comportare il raggiungimento di un avanzo primario pari al 3,0 per cento del PIL nel 2031, livello che verrebbe sostanzialmente mantenuto anche nel decennio successivo.

In linea con le indicazioni tecniche della Commissione europea⁷², sono stati condotti una serie di *stress test*, al fine di verificare che, seguendo il piano di consolidamento, il debito in rapporto al PIL diminuisca anche in presenza di ipotesi avverse. Tali *stress test* considerano tre scenari alternativi di tipo deterministico e un’analisi basata su simulazioni stocastiche del rapporto tra debito e PIL. Più nel dettaglio, sono stati condotti i seguenti esercizi di tipo deterministico:

1. L’aumento permanente di circa 1 punto percentuale del cosiddetto *snowball effect*, vale a dire della differenza tra il costo medio del debito e il tasso di crescita del PIL. Tale ipotesi viene simulata assumendo dal 2032 (primo anno successivo alla fine del periodo di aggiustamento), una riduzione permanente della crescita del PIL (reale e potenziale) di 0,5 punti percentuali rispetto allo scenario a politiche invariate e l’aumento permanente dei tassi d’interesse di mercato di 0,5 punti percentuali.

Fig. 4.4 – Evoluzione del saldo primario (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazione su dati DEF 2024, Banca d’Italia e Istat.

⁷² Commissione europea (2024), “2023 Debt Sustainability Monitor”, *Institutional Paper* 271.

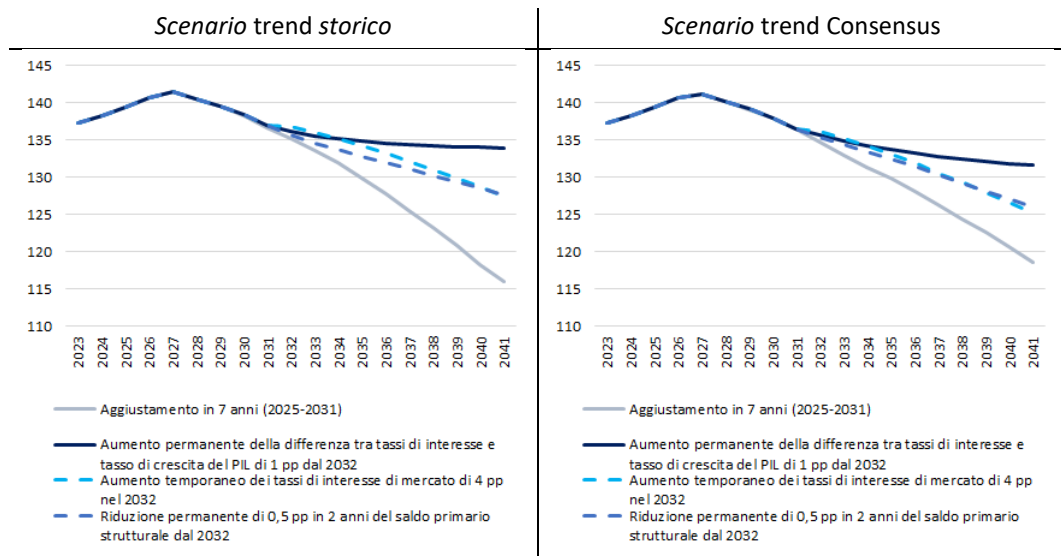
2. L'aumento temporaneo, limitato al primo anno successivo alla fine del percorso di consolidamento, dei tassi di interesse di mercato di 100 punti base più un premio al rischio⁷³ il quale viene attivato solo per i paesi con debito superiore al 90 per cento del PIL. Nel caso dell'Italia, queste ipotesi si traducono in un aumento temporaneo dei tassi di mercato di circa 4 punti percentuali per il solo anno successivo al periodo di aggiustamento.
3. Il deterioramento permanente del saldo primario strutturale di 0,5 punti percentuali complessivi nei due anni successivi al periodo di consolidamento (ovvero 0,25 punti percentuali ogni anno). Negli anni successivi il saldo primario strutturale rimane costante e cambia solo al variare delle spese connesse all'invecchiamento della popolazione.

In entrambi gli scenari, l'aggiustamento in sette anni contribuisce a garantire che la dinamica del rapporto tra debito e PIL si mantenga comunque su una traiettoria discendente o stabile anche a seguito degli *shock* sui tassi di mercato, sulla crescita del PIL e sul saldo primario strutturale (fig. 4.5). In tutte le configurazioni, l'aumento temporaneo dei tassi di interesse di circa 4 punti percentuali determina una traiettoria del rapporto più elevata solo temporaneamente, mentre nello scenario che prevede l'aumento di 1 punto percentuale della differenza tra i tassi di interesse e il tasso di crescita del PIL, la traiettoria del debito si stabilizza nel medio periodo intorno a valori prossimi o di poco inferiori al 130 per cento del PIL.

La plausibilità della discesa del rapporto tra debito e PIL a seguito delle ipotesi di aggiustamento di bilancio pluriennale viene valutata anche attraverso un'analisi probabilistica. Essa si basa su simulazioni stocastiche e permette di valutare se la probabilità che il debito si collochi su un sentiero discendente sia sufficientemente elevata (fig. 4.6). Le figure mostrano che, in tutti gli scenari esposti, il rapporto tra debito e PIL ha una dinamica decrescente con elevata probabilità dopo il periodo di aggiustamento. In particolare, al quinto anno successivo alla fine del percorso di consolidamento, ossia nel 2036 per lo scenario con aggiustamento in sette anni, la probabilità che il rapporto tra debito e PIL sia inferiore al livello dell'ultimo anno di aggiustamento (vale a dire il 2031) risulta essere superiore al 70 per cento, in linea con le indicazioni relative alla nuova *governance* economica della UE.

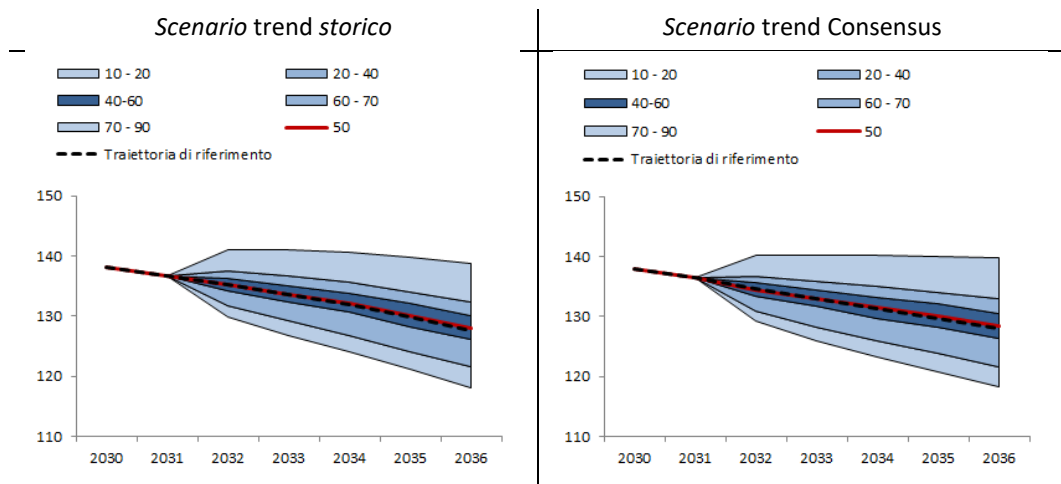
⁷³ Il premio al rischio è ottenuto moltiplicando il differenziale tra il rapporto debito/PIL del 2028 e il livello del 90 per cento per un parametro pari a 0,06. Per maggiori dettagli, si veda Paumies S., Carnot N. e A. Patarau (2021), "Do fundamentals explain differences between Euro Area sovereign interest rates", *European Economy Discussion paper* 141.

Fig. 4.5 – Evoluzione del debito pubblico con stress test su scenario con aggiustamento in sette anni (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazione su dati DEF 2024, Banca d'Italia e Istat.

Fig. 4.6 – Analisi probabilistica del debito in rapporto al PIL nello scenario con aggiustamento in sette anni (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazione su dati DEF 2024, Banca d'Italia e Istat.

Dato l'aggiustamento di bilancio pluriennale del saldo primario strutturale, è possibile derivare il sentiero di spesa primaria netta finanziata a livello nazionale coerente con tale aggiustamento⁷⁴. Tale profilo di crescita dell'aggregato di spesa primaria netta dovrebbe costituire l'indicatore unico utilizzato per il monitoraggio delle regole. Nell'ipotesi di

⁷⁴ In Commissione europea (2024): "2023 Debt Sustainability Monitor", paragrafo II.1.9, viene illustrata l'equivalenza tra l'indicatore della spesa primaria netta e il saldo primario strutturale, presentando una formula che permette di derivare il tetto del tasso di crescita della spesa primaria netta corrispondente al profilo del saldo primario strutturale coerente con il rispetto del quadro di regole.

politiche di bilancio invariate, nel periodo 2025-31 la spesa primaria netta cresce in media del 3,4 per cento nello scenario “*trend storico*” e del 3,3 per cento nello scenario “*trend Consensus*” (tab. 4.1). In questi scenari la spesa primaria netta aumenta in media più della crescita di medio periodo del prodotto potenziale a causa dell’aumento delle spese connesse all’invecchiamento della popolazione.

Prevedendo un aggiustamento annuale sul saldo primario strutturale tra il 2025 e il 2031 di 0,5 punti percentuali di PIL nello scenario “*trend storico*” e di 0,6 punti percentuali di PIL nello scenario “*trend Consensus*”, il limite superiore alla crescita della spesa primaria netta si attesterebbe in media, rispettivamente, al 2,1 per cento e all’1,8 per cento. Data la necessità di ridurre il debito attraverso un miglioramento del saldo primario strutturale di bilancio, il tasso di crescita della spesa primaria netta dovrà essere inferiore al tasso di crescita del PIL potenziale nonostante la prevista crescita delle spese connesse all’invecchiamento della popolazione.

Tab. 4.1 – Limite superiore della crescita dell’aggregato di spesa primaria netta finanziata con risorse nazionali e crescita nominale del PIL potenziale di medio periodo (1)
(*medie annuali nel periodo di aggiustamento, valori percentuali*)

		Limite superiore della crescita dell’aggregato di spesa netta	Crescita nominale del PIL potenziale di medio periodo
Scenario <i>trend storico</i>	Politiche invariate dal 2025	3,4	3,3
	Aggiustamento in 7 anni dal 2025 al 2031	2,1	3,3
Scenario <i>trend Consensus</i>	Politiche invariate dal 2025	3,3	3,2
	Aggiustamento in 7 anni dal 2025 al 2031	1,8	3,2

Fonte: elaborazioni su dati DEF 2024.

(1) La crescita media viene calcolata dal 2025 al 2031 per lo scenario a politiche invariate e per lo scenario con aggiustamento in 7 anni. La crescita nominale del PIL potenziale di medio periodo è pari alla media per gli anni 2025-2031 della somma tra tasso di crescita del PIL potenziale in termini reali e tasso di crescita del deflatore del PIL.