

Prospettive della finanza pubblica

Introduzione

Questo Focus illustra le prospettive dei principali aggregati della finanza pubblica prendendo come riferimento lo scenario a legislazione vigente presentato dal Governo nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) 2022 e successivamente ribadito nel Documento programmatico di bilancio (DPB) presentato alla UE. Ambedue i documenti verranno aggiornati dal nuovo Governo con la presentazione dello scenario programmatico prima della predisposizione della legge di bilancio.

Nel primo paragrafo viene illustrato lo scenario a legislazione vigente del conto economico delle Amministrazioni pubbliche (PA). Nel secondo paragrafo viene descritta l'evoluzione tendenziale del debito pubblico e vengono evidenziate le esigenze di finanziamento dell'Italia anche alla luce del programma di acquisti di debito pubblico da parte dell'Eurosistema. Infine, il terzo paragrafo contiene valutazioni preliminari sulla coerenza della politica di bilancio con le raccomandazioni della UE.

Secondo la NADEF e il DPB, il deficit in rapporto al PIL calerebbe al 5,1 per cento nel 2022 (dal 7,2 del 2021), per poi scendere ancora nel 2023, risalire appena nel 2024 e ridiminuire nel 2025. Il rapporto tra disavanzo primario (vale a dire il saldo al netto della spesa per interessi) e PIL si contrarrebbe ancora nel 2022 (all'1,1 per cento, dal 3,7 del 2021); il saldo primario tornerebbe in avanzo già dall'anno prossimo, con un anticipo di due anni rispetto a quanto previsto nel Documento di economia e finanza (DEF).

La spesa per interessi in rapporto al PIL, dopo l'aumento atteso per il 2022 (dal 3,6 per cento del 2021 al 4), rimarrebbe sostanzialmente stabile a un livello appena inferiore negli anni successivi, durante i quali tuttavia sarebbe di circa un punto di PIL superiore alle previsioni del DEF.

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL continuerebbe a scendere in modo consistente anche nel 2022 (al 145,4 per cento, dal 150,3 del 2021), ma a ritmi inferiori in ognuno degli anni del periodo di previsione, collocandosi al 139,3 per cento nel 2025. Questo percorso risulta più

favorevole di quello indicato nel DEF, dove a fine periodo il rapporto era pari a oltre il 141 per cento.

Quindi, nel 2025, anno finale della previsione, il deficit risulta superiore al 3 per cento del PIL e il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto è più elevato di oltre cinque punti percentuali di PIL rispetto a quello pre-pandemico del 2019. Mentre il sentiero del debito appare più favorevole di quello previsto nei documenti programmatici precedenti – grazie anche al ritorno a un avanzo primario già dal 2023 – occorre sottolineare che ciò si riscontra in una previsione tendenziale a legislazione vigente che, quindi, non incorpora vari fattori che potrebbero produrre un aggravio dei conti. Tra questi vi sono, in primo luogo, quelli propri delle politiche invariate, che riguardano solitamente i rinnovi contrattuali del pubblico impiego, il rifinanziamento delle missioni internazionali e altre spese relative a esigenze indifferibili. In secondo luogo, sono da considerare le eventuali necessità per provvedimenti che potrebbero dover ancora essere disposti sia contro il caro energia per famiglie e imprese sia per il raggiungimento di altri obiettivi di politica economica.

In conseguenza, sono da valutare attentamente gli spazi di manovra che saranno disponibili per garantire allo stesso tempo il raggiungimento degli obiettivi di politica economica e la continuazione della riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il PIL sia nel breve sia nel medio-lungo termine.

Inoltre, sulla base di stime preliminari degli indicatori utilizzati a livello UE per la sorveglianza dei conti pubblici e la valutazione dell'orientamento della

politica di bilancio, si deduce che l'aggregato della spesa primaria corrente netta finanziata da risorse nazionali nel 2022 è cresciuto in misura significativa, mentre le raccomandazioni UE indicavano di limitarlo. Va tuttavia considerato che una parte rilevante di tale spesa corrente deriverebbe dall'effetto delle misure atte a calmierare i prezzi energetici di cui la UE ha dichiarato di voler tenere conto (seppur riferendosi al 2023). Per il 2023, l'andamento dello stesso aggregato di spesa sembrerebbe contribuire a un orientamento più restrittivo della politica di bilancio, risultando quindi ampiamente in linea con le raccomandazioni. Tuttavia, la coerenza dell'orientamento di bilancio per il prossimo anno con le raccomandazioni della UE andrà valutata nuovamente alla luce del profilo programmatico della finanza pubblica e della manovra di bilancio per il 2023.

Per quanto riguarda il mercato dei titoli di Stato, gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario sono stimati nel 2022 in circa 92 miliardi (circa la metà dell'anno precedente) e nel 2023 – quando dovrebbero riguardare solamente il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza – in circa 65 miliardi. In questo scenario, le emissioni dei titoli di Stato al lordo dei relativi rimborsi e al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario ammonterebbero a 314 miliardi nel 2022 (un ammontare superiore di 35 miliardi rispetto a quello del 2021) e a 383 miliardi nel 2023 (un ammontare superiore di 69 miliardi rispetto al 2022). In quest'ultimo anno si tratterebbe in ogni caso di un valore simile a quello osservato nel 2019.

La stima delle emissioni di titoli di Stato al netto dei relativi rimborsi e al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario sarebbe pari a zero nel 2022 (mentre lo scorso anno tale stima era risultata negativa per -51 miliardi) e a circa 42 miliardi nel 2023, un valore positivo ma comunque inferiore a quello stimato nel 2019.

1. Il quadro tendenziale di finanza pubblica

La NADEF aggiorna le previsioni tendenziali di finanza pubblica riportate nel DEF dello scorso aprile incorporando una serie di elementi: 1) i cambiamenti allo scenario macroeconomico, in particolare le revisioni al rialzo della crescita attesa per il 2022 e al ribasso di quella per il 2023, e l'andamento più sfavorevole del previsto dei tassi di interesse; 2) l'impatto finanziario dei provvedimenti legislativi successivi al DEF contenenti principalmente misure di sostegno a famiglie e imprese a fronte dell'aumento dei prezzi energetici¹; 3) i risultati del monitoraggio in corso d'anno dei conti pubblici; 4) l'utilizzo delle risorse previste dal Piano di rilancio *Next generation EU* (NGEU) secondo una nuova scansione temporale, con un impatto sulla spesa pubblica diverso rispetto a quanto ipotizzato nel DEF, ovvero inferiore per il triennio 2022-24 e superiore per il biennio 2025-26; 5) le revisioni apportate dall'Istat ai dati di consuntivo della contabilità nazionale.

¹ Il DL 38/2022 (confluito nel DL 21/2022 in sede di conversione), il DL 50/2022 (in cui, in sede di conversione, è confluito il DL 80/2022), il DL 115/2022, il DL 144/2022 e i decreti interministeriali

L'Istat ha pubblicato il 23 settembre scorso le revisioni del conto delle risorse e degli impieghi e del conto della PA per il triennio 2019-2021, in seguito alle nuove informazioni disponibili dopo la stima diffusa in precedenza, in occasione dell'invio a Eurostat – il 22 aprile scorso – della Notifica su deficit e debito pubblico. Le nuove stime di contabilità nazionale hanno comportato sia per il 2019 che per il 2020 una revisione al rialzo delle entrate e una al ribasso delle uscite e, per il solo 2020, il miglioramento del rapporto tra il deficit e il PIL di 0,1 punti percentuali, dal 9,6 al 9,5 per cento. Con riferimento al 2021, viceversa, le entrate sono state riviste al ribasso e le uscite al rialzo, con conseguente peggioramento di circa 0,6 miliardi del deficit, che è stato tuttavia confermato al 7,2 per cento del PIL indicato ad aprile. In particolare, dal lato delle entrate, la diminuzione delle "altre entrate correnti" (-1,5 miliardi) è stata parzialmente compensata dagli aumenti delle entrate in conto capitale (+0,6 miliardi) e delle imposte dirette (+0,4 miliardi) e indirette (+0,2 miliardi). Nonostante tali lievi aumenti delle imposte, la pressione fiscale è stata rivista al ribasso, dal 43,5 al 43,4 per cento, a causa della revisione al rialzo del PIL di 6,6 miliardi (dopo una revisione al rialzo di 3,7 miliardi per il 2020). Dal lato delle uscite, le revisioni al rialzo delle spese in conto capitale (+1,3 miliardi) – principalmente dovuta ai contributi agli investimenti alle imprese (+1,1 miliardi) – e della spesa per interessi (+0,9 miliardi) sono state in gran parte bilanciate dalla revisione al ribasso delle uscite correnti al netto degli interessi (-2 miliardi), come sintesi di diminuzioni delle prestazioni sociali in denaro (-1,3 miliardi), dei consumi intermedi in senso stretto (-0,8 miliardi) e delle "altre uscite correnti" (-0,7 miliardi) da una parte e aumenti più limitati delle prestazioni in natura (+0,5 miliardi) e dei redditi da lavoro (+0,2 miliardi) dall'altra.

In base a quanto riportato nella NADEF e nel DPB², il deficit, sia in termini nominali sia in rapporto al PIL, si attesterebbe nel 2022 a un livello ben inferiore a quello

adottati per il contenimento dei prezzi dei carburanti.

² Il DPB 2023 contiene unicamente le previsioni tendenziali a legislazione vigente e verrà aggiornato

dell'anno precedente, si contrarrebbe ancora consistentemente nel 2023 per poi salire appena nel 2024 e tornare a ridursi nel 2025, anno in cui – a differenza di quanto previsto nel DEF – risulta ancora superiore al 3 per cento del PIL (tab. 1). In particolare, il disavanzo passerebbe dal 7,2 per cento del PIL registrato nel 2021 al 5,1

per cento nel 2022, al 3,4 nel 2023, al 3,5 nel 2024 e al 3,2 nel 2025.

Per l'anno in corso e il prossimo i deficit sono inferiori rispetto a quanto indicato nel DEF, per i due anni successivi essi risultano invece più elevati. Nel 2022 il disavanzo è

Tab. 1 – Conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali

	Milioni di euro					Valori in % del PIL					Tassi di crescita			
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
SPESE														
Redditi da lavoro dipendente	176.548	188.236	187.104	185.238	186.053	9,9	9,9	9,5	9,0	8,7	6,6	-0,6	-1,0	0,4
Consumi intermedi	157.228	167.130	165.027	162.313	162.915	8,8	8,8	8,3	7,9	7,6	6,3	-1,3	-1,6	0,4
Prestazioni sociali di cui:	397.905	409.600	427.680	446.180	458.560	22,3	21,6	21,6	21,6	21,5	2,9	4,4	4,3	2,8
Pensioni	286.280	297.350	320.800	338.290	349.790	16,1	15,7	16,2	16,4	16,4	3,9	7,9	5,5	3,4
Altre prestazioni sociali	111.625	112.250	106.880	107.890	108.770	6,3	5,9	5,4	5,2	5,1	0,6	-4,8	0,9	0,8
Altre spese correnti	82.562	106.774	89.745	87.477	86.850	4,6	5,6	4,5	4,2	4,1	29,3	-15,9	-2,5	-0,7
Totale spese correnti al netto interessi	814.243	871.740	869.557	881.209	894.377	45,7	46,0	43,9	42,7	41,9	7,1	-0,3	1,3	1,5
Interessi passivi	63.753	75.177	77.990	77.743	82.429	3,6	4,0	3,9	3,8	3,9	17,9	3,7	-0,3	6,0
Totale spese correnti di cui:	877.996	946.917	947.546	958.951	976.806	49,3	49,9	47,9	46,5	45,7	7,8	0,1	1,2	1,9
Spesa sanitaria	127.834	133.998	131.724	128.708	129.428	7,2	7,1	6,7	6,2	6,1	4,8	-1,7	-2,3	0,6
Totale spese in conto capitale	108.172	82.369	100.911	94.871	101.918	6,1	4,3	5,1	4,6	4,8	-23,9	22,5	-6,0	7,4
Investimenti fissi lordi	50.846	49.185	65.830	72.256	78.204	2,9	2,6	3,3	3,5	3,7	-3,3	33,8	9,8	8,2
Contributi in c/capitale	21.952	22.694	26.964	18.002	19.062	1,2	1,2	1,4	0,9	0,9	3,4	18,8	-33,2	5,9
Altri trasferimenti	35.374	10.490	8.118	4.613	4.652	2,0	0,6	0,4	0,2	0,2	-70,3	-22,6	-43,2	0,8
Totale spese finali al netto di interessi	922.415	954.109	970.468	976.080	996.295	51,8	50,3	49,0	47,3	46,6	3,4	1,7	0,6	2,1
Totale spese finali	986.168	1.029.287	1.048.458	1.053.822	1.078.724	55,3	54,3	53,0	51,0	50,5	4,4	1,9	0,5	2,4
ENTRATE														
Totale entrate tributarie	527.629	569.090	580.193	590.465	611.662	29,6	30,0	29,3	28,6	28,6	7,9	2,0	1,8	3,6
Imposte dirette	267.492	285.033	273.920	277.140	288.986	15,0	15,0	13,8	13,4	13,5	6,6	-3,9	1,2	4,3
Imposte indirette	258.539	279.243	304.833	311.870	321.207	14,5	14,7	15,4	15,1	15,0	8,0	9,2	2,3	3,0
Imposte in c/capitale	1.598	4.814	1.440	1.455	1.469	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	201,3	-70,1	1,0	1,0
Contributi sociali	244.988	264.241	279.730	287.027	295.529	13,7	13,9	14,1	13,9	13,8	7,9	5,9	2,6	3,0
Contributi effettivi	240.501	259.460	274.875	282.098	290.499	13,5	13,7	13,9	13,7	13,6	7,9	5,9	2,6	3,0
Contributi figurativi	4.487	4.781	4.855	4.929	5.030	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	6,6	1,5	1,5	2,0
Altre entrate correnti	78.386	89.454	96.765	90.336	91.163	4,4	4,7	4,9	4,4	4,3	14,1	8,2	-6,6	0,9
Totale entrate correnti	849.405	917.970	955.248	966.372	996.885	47,7	48,4	48,3	46,8	46,7	8,1	4,1	1,2	3,2
Entrate in c/capitale non tributarie	6.263	9.717	24.140	13.019	12.793	0,4	0,5	1,2	0,6	0,6	55,1	148,4	-46,1	-1,7
Totale entrate in c/capitale	7.861	14.531	25.580	14.474	14.262	0,4	0,8	1,3	0,7	0,7	84,8	76,0	-43,4	-1,5
Totale entrate finali	857.266	932.501	980.828	980.846	1.011.146	48,1	49,2	49,6	47,5	47,3	8,8	5,2	0,0	3,1
<i>p.m. Pressione fiscale</i>						43,4	43,9	43,4	42,5	42,5				
SALDI														
Saldo primario	-65.149	-21.608	10.360	4.766	14.851	-3,7	-1,1	0,5	0,2	0,7				
Saldo di parte corrente	-28.591	-28.947	7.701	7.421	20.078	-1,6	-1,5	0,4	0,4	0,9				
Indebitamento netto	-128.902	-96.786	-67.630	-72.976	-67.578	-7,2	-5,1	-3,4	-3,5	-3,2				

Fonte: NADEF 2022.

dal nuovo Governo una volta che saranno fissati gli obiettivi programmatici per il triennio 2023-25, prima della presentazione della legge di bilancio.

previsto diminuire rispetto al 2021, nonostante la risalita della spesa per interessi, grazie all'andamento particolarmente favorevole delle entrate – in larga misura connesso all'inflazione, soprattutto all'aumento dei prezzi energetici – e a una crescita più moderata rispetto alle attese delle uscite primarie essenzialmente connessa con una marcata riduzione delle spese in conto capitale. Questi fattori hanno inoltre consentito di finanziare i decreti successivi alla stesura del DEF, indirizzati sostanzialmente al sostegno di famiglie e imprese a fronte del caro energia.

Secondo la NADEF, le maggiori entrate connesse anche con il perdurare dell'inflazione, sebbene a livelli più contenuti, e la mancanza di interventi che caratterizza lo scenario a legislazione vigente consentirebbero di migliorare il deficit ancora nel 2023 rispetto a quello in corso e, in modo ancora più marcato, rispetto alle attese del DEF. Nel biennio 2024-25 si avrebbe invece un peggioramento del disavanzo rispetto alle stime di aprile scorso per l'aumento delle voci di spesa maggiormente connesse all'inflazione, in particolare pensioni, e per l'impatto dell'ipotizzato aumento dei rendimenti dei titoli di Stato sulla spesa per interessi.

Il 2024 segnerebbe, in particolare, un'interruzione nella tendenza alla riduzione dei disavanzi, con un aumento del deficit sia in valore assoluto sia in percentuale del PIL, in conseguenza del combinarsi di una crescita delle uscite – seppure modesta e ascrivibile all'aumento delle prestazioni sociali – con una stasi del complesso delle entrate sul livello dell'anno precedente, riconducibile anche

agli effetti di una crescita più moderata delle basi imponibili degli aggregati fiscali.

Guardando più in dettaglio alle principali componenti dei saldi rispetto al PIL, il disavanzo primario, vale a dire al netto della spesa per interessi, già ridottosi nel 2021 (al 3,7 per cento dal 6 per cento del 2020), si contrarrebbe ancora nel 2022 (all'1,1 per cento); il saldo primario tornerebbe quindi in avanzo nei tre anni successivi (pari a 0,5 per cento del PIL nel 2023, 0,2 nel 2024 e 0,7 nel 2025), in anticipo di due anni rispetto al DEF, dove il saldo primario era previsto tornare positivo solo nel 2025. La spesa per interessi in rapporto al PIL, dopo l'aumento atteso per il 2022 (dal 3,6 per cento nel 2021 al 4), rimarrebbe sostanzialmente stabile a un livello appena inferiore negli anni successivi (3,9 per cento nel 2023, 3,8 nel 2024 e 3,9 nel 2025), durante i quali tuttavia sarebbe di circa un punto di PIL superiore alle previsioni del DEF.

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL, dopo essere aumentato di quasi ventuno punti percentuali nel 2020 (dal 134,1 per cento del 2019 al 154,9) ed essere diminuito significativamente nel 2021, è previsto continuare a scendere marcatamente anche nel 2022 e a ritmi inferiori in ognuno degli anni successivi sino ad attestarsi al 139,3 per cento nel 2025, grazie al sentiero di riduzione del deficit e alla crescita nominale del prodotto (si veda il paragrafo 2). Tale percorso risulta costantemente più favorevole di quello indicato nel DEF, dove a fine periodo il rapporto era pari a oltre il 141 per cento.

Come già ricordato, il quadro di finanza pubblica risente del nuovo profilo finanziario relativo al Piano NGEU. In

particolare, le previsioni tendenziali incorporano le ipotesi sulle spese che verranno finanziate da sovvenzioni, vale a dire contributi a fondo perduto, e prestiti relativi al Dispositivo per la ripresa e la resilienza (*Recovery and Resilience Facility*, RRF) secondo il profilo indicato nella tabella 2a, cui sono da aggiungere le spese che verranno finanziate da sovvenzioni del Pacchetto di assistenza alla ripresa per la coesione e i territori d'Europa (*ReactEU*). Dalla tabella si evince una diversa distribuzione temporale dell'utilizzo delle risorse da spendere, in larga misura dovuta alle spese sostenute nel biennio 2020-21 e stimate per il 2022, che nella NADEF

risultano nel complesso inferiori rispetto a quanto previsto nel DEF di aprile. Si assiste, quindi, con il susseguirsi dei documenti programmatici, alla riprogrammazione della spesa legata al PNRR.

Nel dettaglio, a fronte di un leggero incremento operato nelle contabilizzazioni relative al biennio 2020-21 (di 1,2 miliardi), sono stati rivisti al ribasso gli importi per il triennio 2022-24 (rispettivamente di 14,4, 2,4 e 0,8 miliardi), con un contestuale spostamento in avanti delle spese, al 2025 (+6,1 miliardi) e al 2026 (+10,5 miliardi) (tab. 2a, riga (f)). Guardando alle componenti, il profilo di spesa del programma *ReactEU* è rimasto invariato mentre, per quanto riguarda il dispositivo RRF, è da

Tab. 2a – Ipotesi di utilizzo delle risorse NGEU (1)
(miliardi di euro)

	2020-21	2022	2023	2024	2025	2026	Totale
<i>NADEF 2022</i>							
RRF Sovvenzioni (a)	1,5	9,0	21,7	16,2	14,8	5,7	68,9
RRF Prestiti (b)	4,0	6,0	19,3	30,2	32,9	30,2	122,6
Totale RRF (c)=(a)+(b), di cui:	5,5	15,0	40,9	46,5	47,7	35,9	191,5
Aggiuntivi (c.1)	1,3	8,2	27,6	31,0	32,4	24,0	124,5
Sostitutivi (c.2)	4,2	6,8	13,3	15,5	15,3	11,9	67,0
ReactEU Sovvenzioni (d)	0,0	4,2	10,2				14,4
TOTALE (e)=(c)+(d), di cui:	5,5	19,2	51,1	46,5	47,7	35,9	205,9
Totale aggiuntivi (sovvenzioni e prestiti) (e.1)=(c.1)+(d)	1,3	12,4	37,8	31,0	32,4	24,0	138,9
Differenza totali NADEF 2022-DEF 2022 (f)=(e)-(e')	1,2	-14,4	-2,4	-0,8	6,1	10,5	0,0
Differenza aggiuntivi (sovvenzioni e prestiti) (g)=(e.1)-(e'.1)	0,2	-9,8	-1,5	0,2	4,3	6,6	0,0
<i>DEF 2022</i>							
RRF Sovvenzioni (a')	1,5	14,1	22,5	15,6	10,9	4,2	68,9
RRF Prestiti (b')	2,8	15,3	20,8	31,7	30,7	21,2	122,6
Totale RRF (c')=(a')+(b'), di cui:	4,3	29,4	43,3	47,3	41,6	25,4	191,5
Aggiuntivi (c'.1)	1,1	18,0	29,1	30,8	28,1	17,4	124,5
Sostitutivi (c'.2)	3,2	11,3	14,2	16,6	13,6	8,1	67,0
ReactEU Sovvenzioni (d')	0,0	4,2	10,2				14,4
TOTALE (e')=(c')+(d'), di cui:	4,3	33,6	53,5	47,3	41,6	25,4	205,9
Totale aggiuntivi (sovvenzioni e prestiti) (e'.1)=(c'.1)+(d')	1,1	22,2	39,3	30,8	28,1	17,4	138,9
Differenza totali DEF 2022-DEF 2021 (f')=(e')-(e'')	-18,2	0,6	9,6	6,3	7,4	-5,0	0,9
<i>DEF 2021</i>							
	2021						
RRF Sovvenzioni (a'')	10,5	16,7	26,7	10,1	4,1	0,8	68,9
RRF Prestiti (b''), di cui:	8,0	12,0	12,0	30,9	30,1	29,6	122,6
Aggiuntivi (b''.1)				12,9	13,5	13,6	40,0
Sostitutivi (b''.2)	8,0	12,0	12,0	18,0	16,6	16,0	82,6
Totale RRF (c'')=(a'')+(b'')	18,5	28,7	38,7	41,0	34,2	30,4	191,5
ReactEU Sovvenzioni (d'')	4,0	4,25	5,25				13,5
TOTALE (e'')=(c'')+(d'')	22,5	32,95	43,95	41,0	34,2	30,4	205,0

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF 2022, del DEF 2022 e del DEF 2021.

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

sottolineare che, data la revisione della stima per il 2022, sebbene la proiezione del livello di spesa per il 2023 sia stata lievemente abbassata, la variazione della stessa rispetto all'anno precedente risulta ben più consistente di quanto previsto nel DEF (+12 miliardi).

Le tabelle 2b e 2c mostrano che nel 2022 dovrebbero essere stati finanziati tramite sovvenzioni (quindi con identiche compensazioni in entrata) investimenti per lo 0,1 per cento del PIL, trasferimenti in conto capitale per lo 0,2 e riduzioni delle entrate fiscali sempre per lo 0,2, nonché, tramite prestiti (quindi con un impatto contabile peggiorativo sui saldi di finanza pubblica), ulteriori investimenti pubblici sempre per lo 0,2 per cento del PIL. Verosimilmente, come avvenuto negli altri documenti programmatici, per ragioni prudenziali e tenuto conto della

relativa esiguità degli importi, non sono state considerate le risorse relative al programma Sviluppo rurale, al *Just Transition Fund* (JTF) e ad altri programmi³.

La Relazione sullo stato di attuazione del PNRR, presentata al Parlamento il 5 ottobre, sottolinea che le realizzazioni della spesa sinora documentate riguardano principalmente i cosiddetti "progetti in essere", previsti da disposizioni antecedenti il PNRR e, quindi, in una fase attuativa più matura. Dal 2023, invece, dovrebbero trovare attuazione interventi, finanziati con risorse aggiuntive rispetto a quanto previsto prima della predisposizione del PNRR, che

Tab. 2b – Utilizzo delle risorse RRF per categoria economica – Sovvenzioni
(in percentuale del PIL)

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

Fonte: NADEF 2022, DEF 2022, NADEF 2021 e DEF 2021.

³ Per le regole di contabilizzazione del SEC 2010, tali risorse e le spese connesse a tali finanziamenti si compensano con impatto nullo sul deficit.

Tab. 2c – Utilizzo delle risorse RRF per categoria economica – Prestiti
(in percentuale del PIL)

		2021	2022	2023	2024	2025	2026
Spese finanziate da prestiti RRF							
Totale spese correnti	NADEF 2022	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	n.d.
	DEF 2022	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	n.d.
	NADEF 2021	0,0	0,0	0,0	0,1	n.d.	n.d.
	DEF 2021	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Investimenti fissi lordi	NADEF 2022	0,1	0,2	0,9	1,3	1,4	n.d.
	DEF 2022	0,1	0,7	0,9	1,4	1,4	n.d.
	NADEF 2021	0,3	0,6	0,8	1,4	n.d.	n.d.
	DEF 2021	0,5	0,5	0,5	1,0	0,9	0,8
Trasferimenti in c/capitale	NADEF 2022	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.d.
	DEF 2022	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.d.
	NADEF 2021	0,1	0,0	0,0	0,0	n.d.	n.d.
	DEF 2021	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1

Fonte: NADEF 2022, DEF 2022, NADEF 2021 e DEF 2021.

sinora non hanno dato luogo a erogazioni di spesa in quanto ancora nelle fasi procedurali precedenti l'avvio dei lavori.

Si ricorda che, relativamente al dispositivo RRF, la Commissione europea ha già effettuato a favore dell'Italia due versamenti: il 13 agosto del 2021, un anticipo di circa 24,9 miliardi (pari al 13 per cento dell'insieme dei trasferimenti RRF), di cui 9 miliardi relativi a sovvenzioni e 15,9 miliardi a prestiti; il 13 aprile 2022, la prima rata semestrale, per circa 21 miliardi, di cui 10 circa di sovvenzioni e 11 circa di prestiti. Inoltre, il 27 settembre scorso, la Commissione europea ha approvato la valutazione preliminare positiva della seconda richiesta dell'Italia di pagamento di 21 miliardi, di cui 10 di sovvenzioni e 11 miliardi di prestiti, presentata il 28 giugno sulla base del raggiungimento dei 45 traguardi e obiettivi del primo semestre del 2022.

Sulla base delle informazioni contenute nella NADEF, è possibile formulare alcune osservazioni di carattere generale.

Nel 2025, anno finale dell'orizzonte previsivo, il deficit risulta superiore al 3 per cento del PIL e il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto è più elevato di oltre cinque punti percentuali rispetto a quello pre-pandemico del 2019. Il sentiero del debito appare più favorevole di quello previsto nei documenti programmatici precedenti, grazie anche al ritorno a un avanzo primario dal 2023; occorre tuttavia sottolineare che ciò emerge da una previsione tendenziale a legislazione vigente che, quindi, non incorpora vari fattori che potrebbero produrre un aggravio dei conti. Tra questi, in primo luogo, vi sono quelli propri delle politiche invariate, che riguardano solitamente i rinnovi contrattuali del pubblico impiego, il rifinanziamento delle missioni internazionali e altre spese relative a esigenze indifferibili. Inoltre, sono da considerare le eventuali necessità future per provvedimenti che potrebbero dover essere disposti sia contro il caro energia per famiglie e imprese sia per altri obiettivi di politica economica.

Sono pertanto da valutare attentamente gli spazi di manovra che saranno disponibili per garantire allo stesso tempo il raggiungimento degli obiettivi di politica economica e la prosecuzione della riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il PIL sia nel breve sia nel medio-lungo termine.

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

Nel Documento, viene esplicitamente riportato che la variazione attesa per il prossimo anno delle spese legate al PNRR secondo le nuove stime fornirebbe un impulso aggiuntivo alla crescita del PIL pari a 0,3 punti percentuali in confronto a quanto atteso nel DEF, compensando almeno in parte i fattori – quali soprattutto il peggioramento delle variabili esogene internazionali – che invece hanno condotto a una revisione al ribasso delle previsioni. Ulteriori ritardi nell'attuazione del Piano possono quindi rappresentare un rilevante elemento di rischio. Occorre evitare che il profilo di spesa del PNRR venga ulteriormente disatteso, con conseguenze sul percorso di crescita dell'economia indicato nella NADEF. In tal senso la realizzazione, in particolare, della crescita attesa per gli investimenti nel 2023 (+33,8

per cento) necessiterà di uno sforzo straordinario da parte di tutti i soggetti attuatori.

Infine, si devono considerare gli ulteriori ampi elementi di incertezza che caratterizzano il quadro macroeconomico, soprattutto di matrice internazionale, con il pericolo maggiore riguardante la guerra in Ucraina e, in particolare, l'eventualità di un razionamento del gas per il prossimo inverno, ma anche il rischio connesso all'evoluzione della pandemia e alle possibili restrizioni alla mobilità individuale e alle attività produttive per contrastarla, nonché i rischi sui prezzi, concentrati nel biennio 2022-23. Tutti fattori che costituiscono ancora un'incognita circa le possibili conseguenze in termini di finanza pubblica in un contesto in cui dal 2024 rientreranno in vigore le regole di bilancio europee, riformate dopo il dibattito avviato dalla Commissione europea.

1.1 Ulteriori elementi di dettaglio dello scenario di finanza pubblica tendenziale

Le stime per il 2022. – L'indebitamento netto, come già ricordato, è stimato al 5,1 per cento del PIL nel 2022, in discesa dal 7,2 per cento registrato nel 2021. Si tratta di un livello inferiore rispetto a quanto riportato nel DEF, che prevedeva un 5,6 per cento programmatico. Il deficit è invece ora atteso al livello indicato come tendenziale ad aprile.

Rispetto al tendenziale definito nel DEF, l'attuale stima del 2022 incorpora vari elementi. In primo luogo gli effetti del DL 38/2022 (confluito nel DL 21/2022 in sede di conversione) e del DL 50/2022, che

hanno utilizzato il ricorso all'indebitamento – pari a 10,5 miliardi – richiesto tramite la Relazione al Parlamento presentata in concomitanza del DEF (tab. 3). Inoltre, viene scontato il favorevole andamento dei conti emerso dal monitoraggio effettuato in corso d'anno, che ha permesso di finanziare gli interventi aggiuntivi disposti tramite il DL 115/2022 e il DL 144/2022 (tab. 3), per gli importi evidenziati nelle Relazioni al Parlamento presentate, rispettivamente, a luglio e a settembre scorsi.

In particolare, nella Relazione di luglio, il Governo stimava – in base alle informazioni disponibili relative al primo semestre dell'anno – un indebitamento netto inferiore di 14,3 miliardi (lo 0,8 per cento del PIL) rispetto a

quanto previsto nel DEF, interamente dovuto alle maggiori entrate. Di queste, 11,1 miliardi erano attribuibili alla componente tributaria e, in particolare, all'andamento favorevole dell'IVA (dovuto all'inflazione al consumo e ai prezzi dell'energia importata) e ai versamenti dell'autoliquidazione; i restanti 3,2 miliardi alla componente extratributaria delle entrate. Sempre in base al monitoraggio, era poi previsto un aumento della spesa per interessi che veniva tuttavia compensato da minori spese, sia correnti primarie sia in conto capitale. Con la Relazione di settembre, in base al monitoraggio dei primi otto mesi dell'anno, si configurava un ulteriore miglioramento del disavanzo, pari a 6,2 miliardi (lo 0,3 per cento del PIL), anche in questo caso dovuto a maggiori entrate rispetto al previsto. Tale spazio di bilancio era ascrivibile a un miglioramento nei versamenti delle imposte dirette (Irpaf e Ires) per 4 miliardi mentre la restante parte derivava da più favorevoli contributi sociali. Inoltre,

Tab. 3 – Impatto finanziario dei decreti legge disposti successivamente al DEF 2022 (milioni di euro)

	2022	2023	2024	2025
DL 38⁽¹⁾				
<i>Entrate</i>	-2.330	247	-107	0
<i>Uscite</i>	-191	247	40	0
Saldo	-2.139	0	-147	0
DL 50 convertito⁽²⁾				
<i>Entrate</i>	3.478	-110	-130	-122
<i>Uscite</i>	11.834	4.134	2.890	2.040
Saldo	-8.356	-4.244	-3.019	-2.163
DL 115 convertito				
<i>Entrate</i>	-6.775	-123	-46	0
<i>Uscite</i>	7.512	-135	-50	-5
Saldo	-14.287	13	4	5
DL 144				
<i>Entrate</i>	3.242	42	-32	-28
<i>Uscite</i>	9.441	10	-39	-28
Saldo	-6.199	31	8	0
Impatto complessivo				
<i>Entrate</i>	-2.385	55	-315	-151
<i>Uscite</i>	28.596	4.256	2.841	2.007
Saldo	-30.981	-4.200	-3.155	-2.158

Fonte: Prospetti riepilogativi degli effetti finanziari dei decreti legge.

(1) Nella tabella sono riportati gli effetti finanziari derivanti dagli interventi del DL 38/2022 confluito nel DL 21/2022 in sede di conversione, non considerati nel DEF. – (2) Nella tabella sono riportati gli effetti finanziari derivanti dagli interventi del DL 80/2022 confluito nel DL 50/2022 in sede di conversione.

come accaduto a luglio per il primo semestre, sulla base della proiezione a fine anno delle spese basata sul monitoraggio a tutto agosto, si stimava una maggiore spesa per interessi passivi legata all'evoluzione dell'inflazione e della curva dei tassi *forward*, che veniva compensata dalla revisione al ribasso della stima della spesa corrente primaria e delle spese in conto capitale. Lo spazio di bilancio, peraltro, sarebbe risultato ancora maggiore se non si fossero registrati effetti superiori alle previsioni per talune misure, come per esempio quelle relative ai *bonus* edilizi.

Il deficit è quindi rimasto sullo stesso livello tendenziale indicato nel DEF (5,1 per cento del PIL, pur peggiorando di 1,6 miliardi in valore assoluto) ma risultano modificati i livelli complessivi delle uscite e delle entrate e la composizione delle varie voci economiche all'interno del conto della PA (tab. 4). In particolare, rispetto a quanto stimato ad aprile, il totale delle uscite è maggiore di circa 20,5 miliardi e quello delle entrate di circa 18,9 miliardi.

Per comprendere gli elementi che hanno condotto alla nuova stima del deficit dell'anno in corso è utile il confronto tra la previsione tendenziale del conto delle Amministrazioni pubbliche per il 2022 contenuta nella NADEF, che incorpora gli effetti del DL 38/2022, del DL 50/2022, del DL 115/2022 e del DL 144/2022 e indica un disavanzo di 96,8 miliardi, con quella tendenziale del DEF che non includeva gli effetti di tali decreti legge e che indicava un deficit di 95,2 miliardi, pari al 5,1 per cento del PIL (tab. 4). Da questo confronto emerge che il disavanzo è aumentato di 1,6 miliardi, un importo assai più modesto rispetto ai 31 miliardi che scaturirebbero – a parità di altre condizioni – dall'aggiunta degli effetti finanziari al valore facciale dei decreti emanati successivamente al DEF (tab. 3). Sempre con le stesse ipotesi, le uscite sarebbero dovute risultare più elevate di 28,6 miliardi e le entrate sarebbero dovute essere più contenute per 2,4 miliardi (maggiormente se si considera che gli introiti relativi al contributo straordinario sugli extraprofiti sono stati inseriti nelle stime della NADEF in misura inferiore a quanto quantificato nei prospetti riepilogativi dei

decreti). Le entrate, invece, nel conto della NADEF risultano maggiori per l'importo – appena ricordato – di 18,9 miliardi, risentendo dell'andamento più favorevole delle imposte indirette (anche se in seguito contenute dagli effetti delle misure volte a mitigare il costo dell'energia) dovuto all'impatto dell'inflazione e, in particolare, dei rincari energetici. Esse risentono inoltre dell'aumento più elevato del previsto delle imposte dirette, specialmente dell'Irpef – sostenuta dalla maggiore crescita della massa retributiva dell'economia attesa nella NADEF – e dell'Ires, con versamenti dovuti a saldo molto elevati dopo che gli acconti del 2021 erano risultati limitati da una competenza economica ridotta per gli effetti del COVID. Elementi questi che hanno quindi più che compensato sia gli effetti di riduzione delle entrate ascrivibili ai decreti legge prima citati sia la riduzione delle entrate in conto capitale non tributarie dovuta alle minori sovvenzioni RRF imputate in tale voce in seguito alla già menzionata decisione di spostare in avanti parte delle spese per investimento.

Le uscite, che avrebbero dovuto essere più elevate di 28,6 miliardi rispetto alle stime tendenziali del DEF, nella NADEF sono invece più elevate dei soli 20,5 miliardi già ricordati a causa di una minore spesa in conto capitale, che ha compensato anche parte delle maggiori uscite per interessi passivi ascrivibili all'aumento dei tassi di interesse e soprattutto alla rivalutazione dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione.

Passando al confronto rispetto ai risultati del 2021, il deficit del 2022 stimato nella NADEF riflette, oltre un aumento della spesa per interessi sia in valore assoluto (di 11,4 miliardi) che in percentuale del PIL (dal 3,6 al 4 per cento), un saldo primario ancora negativo ma ben inferiore quello dello scorso anno (-1,1 per cento del PIL rispetto al -3,7) (tab. 1). Ciò è dovuto al combinarsi di una riduzione in percentuale del PIL delle uscite al netto degli interessi (al 50,3 per cento rispetto al precedente 51,8) – dovuta alla flessione della componente in conto capitale – con un aumento delle entrate (al 49,2 per cento

rispetto al precedente 48,1). Nel caso delle spese, quelle primarie correnti aumenterebbero in percentuale del prodotto dal 45,7 al 46 per cento mentre quelle in conto capitale calerebbero dal 6,1 al 4,3 per cento. Sul versante delle entrate,

quelle correnti si incrementerebbero dal 47,7 al 48,4 per cento rispetto al PIL e quelle in conto capitale (tributarie e non tributarie) aumenterebbero dallo 0,4 allo 0,8 per cento.

Tab. 4 – Conto economico delle Amministrazioni pubbliche: differenze tra previsioni tendenziali NADEF 2022 e DEF 2022 (milioni di euro)

	2021 ⁽¹⁾	2022	2023	2024	2025
SPESE					
Redditi da lavoro dipendente	239	-582	192	-146	389
Consumi intermedi	-270	4.317	1.093	86	594
Prestazioni sociali, di cui:	-1.287	8.000	1.900	9.730	11.350
Pensioni	-747	840	2.270	10.040	11.740
Altre prestazioni sociali	-540	7.160	-370	-310	-390
Altre spese correnti	-705	13.252	-444	-412	-1.359
Totale spese correnti al netto interessi	-2.023	24.987	2.741	9.259	10.973
Interessi passivi	890	9.256	16.291	16.540	19.265
Totale spese correnti, di cui:	-1.133	34.243	19.031	25.798	30.238
Spesa sanitaria	0	2.288	990	-164	-90
Totale spese in conto capitale	1.340	-13.765	-2.851	-152	3.325
Investimenti fissi lordi	137	-8.805	-4.380	390	2.925
Contributi in c/capitale	1.123	-1.386	1.821	575	1.470
Altri trasferimenti	80	-3.574	-291	-1.117	-1.069
Totale spese finali al netto di interessi	-683	11.222	-110	9.107	14.298
Totale spese finali	207	20.479	16.181	25.647	33.563
ENTRATE					
Totale entrate tributarie	579	20.494	14.276	11.651	14.540
Imposte di rette	352	14.624	-540	-1.595	-135
Imposte indirette	231	6.625	14.985	13.415	14.844
Imposte in c/capitale	-4	-755	-169	-169	-169
Contributi sociali	-37	1.055	4.370	3.923	3.979
Contributi effettivi	-10	1.040	4.375	3.928	3.982
Contributi figurativi	-27	15	-5	-5	-3
Altre entrate correnti	-1.542	1.023	2.446	-71	3.881
Totale entrate correnti	-996	23.326	21.261	15.671	22.569
Entrate in c/capitale non tributarie	632	-3.712	810	2.207	1.492
Totale entrate in c/capitale	628	-4.467	641	2.038	1.323
Totale entrate finali	-368	18.859	21.902	17.709	23.891
<i>p.m. Pressione fiscale</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,8</i>	<i>0,6</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>
SALDI					
Saldo primario	315	7.637	22.012	8.602	9.593
<i>in % di PIL</i>	<i>0,0</i>	<i>0,5</i>	<i>1,1</i>	<i>0,4</i>	<i>0,5</i>
Saldo di parte corrente	137	-10.916	2.229	-10.127	-7.670
<i>in % di PIL</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,5</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,4</i>
Indebitamento netto	-575	-1.620	5.721	-7.937	-9.672
<i>in % di PIL</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,4</i>
PIL nominale tendenziale	6.614	13.462	12.987	26.721	30.891

Fonte: NADEF 2022 e DEF 2022.

(1) Le differenze relative all'anno 2021 sono dovute alla revisione dell'Istat effettuata il 23 settembre 2022.

La pressione fiscale salirebbe dal 43,4 per cento al 43,9, riflettendo una stabilità in percentuale del PIL delle imposte dirette e incrementi analoghi – pari a circa due decimi di punto percentuale – di tutte le altre componenti.

Le spese primarie crescerebbero del 3,4 per cento rispetto al 2021 – di 31,7 miliardi in valore assoluto – riflettendo un aumento del 7,1 per cento delle spese primarie correnti e una riduzione del 23,9 di quelle in conto capitale (tab. 1). Entrando più in dettaglio nelle componenti di uscita, i redditi da lavoro dipendente dovrebbero espandersi del 6,6 per cento scontando in primo luogo il rinnovo dei contratti per i comparti del pubblico impiego del triennio contrattuale 2019-2021, con l'erogazione degli arretrati. Dovrebbero avere inoltre un impatto gli esborsi introdotti dalla legge di bilancio per il 2022, relativi, in particolare, a: i) i trattamenti accessori e gli ordinamenti professionali per il personale non dirigente delle Amministrazioni pubbliche (stabiliti per la tornata contrattuale 2019-2021); ii) le assunzioni a tempo indeterminato delle Amministrazioni dello Stato e degli Enti pubblici non economici; iii) la professionalità dei docenti scolastici e l'assunzione di personale docente e tecnico amministrativo delle Università. I consumi intermedi, comprensivi della componente relativa agli acquisti di beni e servizi prodotti da produttori *market*, crescerebbero del 6,3 per cento risentendo degli aumenti del comparto sanitario, in connessione anche con gli incrementi dei prezzi delle fonti energetiche – che hanno peraltro influito sulle spese di tutte le Amministrazioni pubbliche –, delle esigenze di accoglienza dei profughi provenienti dall'Ucraina nonché di alcuni *bonus* a favore delle famiglie contro il rincaro dell'energia, inseriti tra gli acquisti da produttori *market* in quanto valutati come acquisti del servizio di energia da parte dello Stato sul mercato poi forniti direttamente alle famiglie.

Le prestazioni sociali in denaro dovrebbero aumentare del 2,9 per cento a sintesi di un incremento del 3,9 per cento dei trattamenti pensionistici e di uno più limitato e pari allo 0,6 per cento delle altre prestazioni sociali. Quanto alla spesa per pensioni, l'incremento incorpora

anche gli effetti dei provvedimenti disposti dal DL 115/2022 al fine di contrastare l'impatto negativo dell'inflazione, in base ai quali sono previsti sia l'anticipo dal 1° gennaio 2023 al 1° novembre 2022 della decorrenza del conguaglio (pari a due decimi di punto percentuale rispetto alla perequazione già riconosciuta a decorrere dal 1° gennaio 2022) concernente il calcolo della perequazione relativa al 2021, sia un incremento provvisorio, pari al massimo a due punti percentuali, riconosciuto a pensioni non superiori a uno specifico importo e con esclusivo riferimento alle mensilità di ottobre, novembre e dicembre 2022 e alla tredicesima mensilità spettante nel trimestre in oggetto. Con riferimento alle altre prestazioni incidono: da un lato, la maggiore spesa dovuta all'andata a regime degli importi relativi all'assegno per carichi di famiglia e gli effetti della corresponsione dei contributi *una tantum* a favore di lavoratori dipendenti e autonomi, professionisti, pensionati e altre categorie di soggetti in difficoltà economica (percettori di NASPI, DIS-COLL, indennità di disoccupazione e reddito di cittadinanza) con un reddito al di sotto di una specifica soglia; dall'altro, il minor impatto dei trattamenti di integrazione salariale rispetto ai livelli ancora elevati registrati nel 2021 e i minori oneri associati al cosiddetto *bonus* cuneo fiscale, riclassificati in parte tra le minori entrate in seguito agli interventi di revisione della struttura dell'Irpef contenuti nella manovra per il 2022. Le altre uscite correnti registrerebbero un incremento notevole, pari al 29,3 per cento, rispecchiando in particolare gli effetti delle misure dedicate alla riduzione dei costi energetici per le famiglie e per le imprese e l'aumento delle spese relative alle risorse proprie UE.

Nell'ambito delle uscite in conto capitale (in diminuzione del 23,9 per cento) si associano una crescita dei contributi agli investimenti (+3,4 per cento) con riduzioni degli investimenti fissi lordi (-3,3 per cento) e soprattutto delle altre uscite in conto capitale (-70,3 per cento). Queste ultime scontano il sostanziale venir meno dei contributi a fondo perduto concessi a sostegno delle imprese e dei titolari di partita IVA nel biennio 2020-21, il rifinanziamento del fondo di garanzia a favore delle PMI e i crediti di imposta per DTA derivanti da operazioni di aggregazione aziendale. Gli investimenti (con 8,8 miliardi in meno rispetto al DEF) risentono

di un'attuazione del PNRR inferiore rispetto alle attese indicate nel Documento dello scorso aprile.

Le entrate complessive crescerebbero dell'8,8 per cento, di oltre 75 miliardi in valore assoluto. Le imposte dirette dovrebbero registrare una crescita consistente (6,6 per cento), nonostante gli effetti delle modifiche alla tassazione delle persone fisiche e dell'abolizione delle detrazioni per figli a carico fino a 21 anni contestuale all'introduzione dell'assegno unico per carichi familiari che comportano nel complesso una riduzione del gettito, grazie al già ricordato favorevole andamento delle ritenute Irpef e dell'autotassazione Ires. Le imposte indirette aumentano in misura notevole (8 per cento) riflettendo, in particolare, la forte dinamica dell'IVA, che ha mostrato incrementi percentuali cumulati a due cifre sin dall'inizio dell'anno, con la crescita della componente relativa agli scambi interni che è stata trainata in maniera significativa dall'incremento dei prezzi registrato nel corso dei mesi e quella relativa alle importazioni legata, in larga parte, all'andamento del prezzo del petrolio e del gas. Il gettito della tassazione indiretta è stato tuttavia in parte limitato dai ripetuti interventi per il contenimento dei prezzi nel settore elettrico e del gas.

I contributi sociali si evolvono in linea con la massa retributiva dell'intera economia che risulta ben più dinamica della crescita del PIL nominale (riflettendo anche l'impatto del rinnovo dei contratti del pubblico impiego relativi al triennio 2019-2021).

Per l'anno in corso incide sulle imposte in conto capitale il prelievo straordinario sulle imprese operanti nei settori dell'energia disposto dal DL 21/2022 e rafforzato dal DL 50/2022, con impatti tuttavia ben inferiori alle attese. Le altre entrate, come già ricordato, scontano gli effetti delle sovvenzioni della UE oltre che l'acquisizione all'Erario dei proventi derivanti dal meccanismo di compensazione sul prezzo dell'energia elettrica prodotta da fonti rinnovabili.

Le previsioni per il triennio 2023-25. – Nel triennio 2023-25 si delinea, come evidenziato in precedenza, un percorso di riduzione del deficit tendenziale che

cala al 3,4 per cento del PIL nel 2023 (era previsto, nel quadro programmatico del DEF, al 3,9) per poi aumentare appena, al 3,5 per cento nel 2024 (3,3 nel DEF) e quindi riscendere al 3,2 per cento nel 2025 (2,8 nel DEF) (tab. 1). Il saldo primario diviene positivo già nel 2023, posizionandosi allo 0,5 per cento del PIL (nel DEF era invece negativo e pari allo 0,8 per cento), per scendere allo 0,2 nel 2024 (nel DEF era ancora negativo e pari allo 0,3 per cento) e risalire allo 0,7 per cento nel 2025 (anche nel DEF era previsto un avanzo ma limitato allo 0,2 per cento del PIL).

In percentuale del PIL, dopo i picchi del biennio 2020-21, le uscite al netto degli interessi si ridurrebbero in tutti gli anni, calerebbero infatti dal 50,3 per cento del PIL nel 2022 al 46,6 per cento nel 2025.

La diminuzione deriverebbe da quella delle uscite primarie correnti (che scenderebbero dal 46 per cento del PIL del 2022 al 43,9 nel 2023, al 42,7 nel 2024 e al 41,9 nel 2025), con riduzioni in tutte le componenti tranne che nelle prestazioni sociali. Queste ultime rimarrebbero sostanzialmente costanti attorno al 21,5 per cento del PIL a sintesi, tuttavia, di un aumento della spesa per trattamenti pensionistici – influenzata a partire dal 2023 anche dall'aumento dell'inflazione dell'anno precedente – e di un contenimento di quella relativa alle altre prestazioni sociali, derivante anche al venir meno delle indennità *una tantum* corrisposte nel 2022 a un'ampia categoria di soggetti e volte a mitigare l'effetto dell'inflazione energetica sui redditi.

L'incidenza sul PIL della spesa in conto capitale aumenterebbe dal 4,3 per cento atteso per il 2022 al 4,8 nel 2025, con un picco nel 2023 dovuto al notevole incremento delle spese legate al PNRR, sia per investimenti pubblici (che crescerebbero in valore del 33,8 per cento rispetto al 2022) che per contributi a quelli privati (con un aumento in valore del 18,8 per cento sull'anno precedente). In particolare, la spesa per investimenti, dato il nuovo profilo di attuazione del dispositivo RRF, crescerebbe in

percentuale del PIL di oltre un punto, passando dal 2,6 per cento atteso per il 2022 al 3,7 per cento nel 2025, raggiungendo il picco registrato nel 2009.

La spesa per interessi, come già ricordato, dopo l'aumento al 4 per cento del PIL stimato per l'anno in corso, rimarrebbe sostanzialmente stabile attorno al 3,9 per cento. In valore assoluto, gli interessi passivi cumulati nel quadriennio 2022-25 risulterebbero nel complesso maggiori di oltre 61 miliardi rispetto a quanto previsto nella previsione tendenziale del DEF; nel solo 2025 il livello sarebbe superiore di oltre 19 miliardi (tab. 4).

Il complesso delle entrate in rapporto al PIL calerebbe dal 49,2 del 2022 al 47,3 per cento nel 2025, con un aumento iniziale al 49,6 nel 2023, dovuto anche alla consistente contabilizzazione in entrata, tra le altre entrate correnti e specialmente in quelle in conto capitale non tributarie, delle sovvenzioni RRF provenienti dalla UE (tab. 1 e tab. 2b). La pressione fiscale scenderebbe dal 43,9 del 2022 al 42,5 per cento nel 2024 per rimanere su tale livello anche l'anno successivo.

Sul calo della pressione fiscale inciderebbe, in particolare, la diminuzione della componente relativa alle imposte dirette, dovuta in larga misura al ridimensionamento delle basi imponibili nonché, dal 2023, all'accentuarsi degli effetti negativi dei crediti per *bonus* edilizi sul gettito Irpef. Un altro fattore è costituito dal venir meno del contributo straordinario – registrato tra le imposte in conto capitale – sugli extraprofiti delle imprese operanti nei settori dell'energia elettrica, gas e petrolifero. Per le imposte indirette è prevista una quota sul PIL maggiore rispetto al 2022 per l'esaurimento degli effetti degli interventi contro il rincaro dei prodotti energetici adottati. I contributi sociali evolvono in linea con la massa retributiva

dell'intera economia e scontano le manovre di vari provvedimenti.

2. L'evoluzione tendenziale del debito

Considerando i nuovi dati di contabilità nazionale pubblicati dall'Istat⁴, che ha rivisto al rialzo il livello del PIL nominale di circa 3,7 miliardi nel 2020 e 6,6 miliardi nel 2021, il rapporto tra il debito e il PIL è sceso dal 154,9 per cento nel 2020 al 150,3 per cento nel 2021 (tab. 5). Rispetto alle precedenti stime, tale revisione ha ridotto il rapporto di 0,3 e 0,6 punti percentuali di PIL nel 2020 e nel 2021 rispettivamente.

La NADEF a legislazione vigente e il DPB confermano il proseguimento del percorso di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL per tutto il quadriennio di previsione. Per il 2022, è previsto un ritmo di discesa in linea con quello dell'anno precedente e pari a circa 4,8 punti percentuali, mentre nel triennio successivo la flessione sarebbe meno marcata e pari in media annuale a poco più di 2 punti percentuali di PIL. In particolare, alla fine dell'anno in corso il debito dovrebbe attestarsi al 145,4 per cento del PIL; negli anni successivi, il rapporto passerebbe al 143,2 per cento nel 2023, al 140,9 per cento nel 2024 e al 139,3 per cento nel 2025. Nel periodo di previsione della NADEF, la riduzione attesa è pari a 11 punti percentuali di PIL. A fine periodo, il debito sarebbe più alto di 5,1 punti percentuali di PIL rispetto a quello registrato prima della crisi pandemica nel 2019.

⁴ Si veda il comunicato stampa Istat, "Conti Economici Nazionali" del 23 settembre 2022.

Tab. 5 – Determinanti della variazione tendenziale del rapporto tra il debito e il PIL (1)
(in percentuale del PIL e tassi di variazione)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Rapporto debito/PIL	154,9	150,3	145,4	143,2	140,9	139,3
Variazione rapporto debito/PIL	20,8	-4,6	-4,8	-2,2	-2,3	-1,6
Avanzo primario⁽²⁾ (competenza economica)	6,0	3,7	1,1	-0,5	-0,2	-0,7
Effetto snow-ball⁽³⁾, di cui:	14,4	-7,0	-5,1	-2,2	-2,1	-0,9
Spesa per interessi/PIL nominale	3,5	3,6	4,0	3,9	3,8	3,9
Contributo crescita PIL nominale	11,0	-10,6	-9,0	-6,1	-5,9	-4,8
p.m. : Costo medio del debito	2,4	2,5	2,8	2,8	2,7	2,8
p.m. : Indebitamento netto	-9,5	-7,2	-5,1	-3,4	-3,5	-3,2
Aggiustamento stock-flussi, di cui:	0,3	-1,3	-0,9	0,5	0,0	0,0
Variazione disponibilità liquide del MEF	0,6	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Altro	-0,3	-1,6	-0,7	0,6	0,1	0,1

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2022.

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

In confronto agli obiettivi programmatici del DEF, il profilo aggiornato del rapporto del debito sul PIL a legislazione vigente è atteso collocarsi su valori inferiori in media di 2 punti percentuali lungo tutto l'orizzonte di previsione 2022-25. Si evidenzia che la previsione a legislazione vigente non tiene conto di elementi peggiorativi del debito quali le politiche invariate ed eventuali nuovi provvedimenti da adottare per contrastare lo *shock* energetico o per attuare altri obiettivi di politica economica.

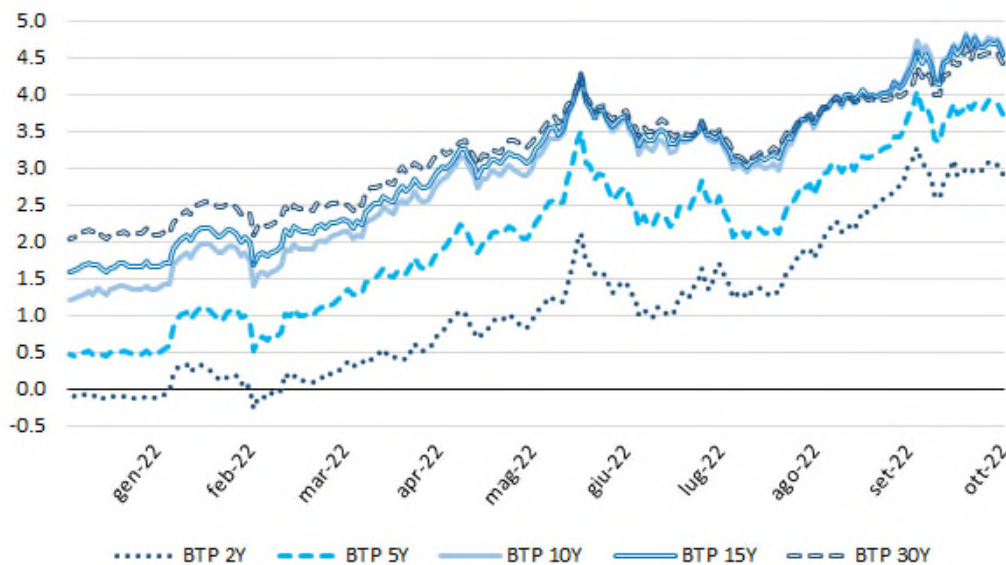
Se si scompone la dinamica del rapporto del debito sul PIL nelle sue diverse determinanti, l'avanzo primario fornisce un contributo sfavorevole solo nel 2022 per 1,1 punti percentuali; nel triennio successivo il contributo diviene leggermente favorevole e contribuisce nel complesso a una riduzione del debito per 1,4 punti percentuali del PIL.

La componente *snow-ball*, ovvero la componente legata al differenziale tra la spesa per interessi e il contributo del PIL nominale, dovrebbe guidare la riduzione del debito nell'orizzonte di previsione per complessivi 10,3 punti percentuali di PIL, sebbene con impatti decrescenti nel

tempo, di cui 25,8 dovuti alla crescita del PIL nominale parzialmente compensati da 15,5 relativi alla spesa per interessi, che incorpora l'aumento dei rendimenti degli ultimi mesi.

I tassi di interesse si collocano su livelli sensibilmente superiori rispetto a quelli prevalenti nel periodo di predisposizione del DEF (fig.1), risentendo dell'accelerazione dei prezzi maggiore delle attese e della normalizzazione più rapida del previsto delle politiche monetarie in risposta alle pressioni inflazionistiche. Tuttavia, grazie a una vita media elevata del debito, l'impatto dell'aumento dei tassi sulla spesa per interessi sarà diluito nel tempo. Pertanto, nonostante l'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato a tasso fisso e la rivalutazione all'inflazione per i titoli indicizzati ai prezzi al consumo, il costo medio del debito si manterrà intorno al 2,8 per cento lungo tutto l'orizzonte di previsione, in lieve peggioramento rispetto al 2,5 per cento registrato nel 2021. Tale dinamica risulta

Fig. 1 – Rendimenti dei titoli di Stato (BTP a 2 anni, 5 anni, 10 anni, 15 anni e 30 anni) (punti percentuali)



Fonte: Refinitiv.

più che compensata dall'evoluzione della crescita del PIL nominale che, pur in rallentamento nel periodo di previsione, si mantiene in media oltre il 4 per cento.

Per quanto riguarda l'attività di emissione del debito, nei primi nove mesi del 2022, il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) ha emesso titoli di Stato a medio-lungo termine per un importo nominale complessivo pari a circa 210 miliardi, che rappresenta circa il 76,5 per cento di quanto potrebbe dover emettere complessivamente nell'anno⁵. La vita media del debito al 30 settembre 2022 è stata pari a 7,12 anni, sostanzialmente stabile rispetto al 31 dicembre 2021. Il costo medio all'emissione fino al 30 settembre è stato pari a 1,31 per cento, in marcato aumento rispetto allo 0,10 per cento registrato nel 2021.

Nel quadriennio 2022-25, l'aggiustamento *stock-flussi* ha complessivamente un impatto favorevole per circa lo 0,4 per cento di PIL, contribuendo alla discesa del

debito nell'anno in corso per 0,9 punti di PIL, in aumento di 0,5 punti di PIL nel 2023 e con un contributo nullo nel biennio 2024-25. Tra le componenti dell'aggiustamento *stock-flussi*, le disponibilità liquide del Tesoro contribuiranno alla riduzione del debito per circa lo 0,2 per cento del PIL nel 2022 e per lo 0,1 per ciascuno anno del triennio successivo, in modo da riportare il saldo del conto di disponibilità intorno al livello registrato a fine 2019, ovvero prima dell'inizio della crisi pandemica.

Mentre la NADEF non riporta informazioni sufficienti per distinguere gli altri elementi sottostanti la dinamica dell'aggiustamento *stock-flussi*, il DPB contiene il dettaglio di alcune voci anche se solo per il biennio 2022-23. Per l'anno in corso, la differenza cassa-competenza contribuisce favorevolmente alla riduzione del debito per 1,7 punti di PIL; all'interno di tale voce dovrebbero rilevare gli incassi delle sovvenzioni RRF. Gli impatti

⁵ Il calcolo considera la copertura del fabbisogno del Settore Statale e il rifinanziamento dei titoli di Stato a medio-lungo termine in scadenza, al netto dell'incasso della prima *tranche* del prestito NGEU pari a 11 miliardi di euro ricevuta ad aprile e della

seconda *tranche* di NGEU attesa entro la fine dell'anno. Si veda il comunicato stampa del MEF, "Programma trimestrale di emissione per il quarto trimestre del 2022", del 30 settembre 2022.

sfavorevoli per 0,8 punti di PIL nel 2022 e per 0,3 punti di PIL nel 2023 attribuiti dal DPB all'accumulazione netta di attività finanziarie, invece, dovrebbero derivare dall'operatività di Patrimonio Destinato, uno degli strumenti istituiti per contrastare gli effetti dell'emergenza pandemica. Infine, nel 2023, gli effetti di valutazione del debito contribuiscono sfavorevolmente per 0,2 punti percentuali di PIL.

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

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

A seguito delle pressioni inflazionistiche e sulla base delle nuove proiezioni macroeconomiche, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha proseguito il processo di normalizzazione della politica monetaria, ponendo fine agli acquisti netti di attività finanziarie nell'ambito dell'APP dal 1° luglio 2022 (quelli del PEPP erano già stati interrotti a fine marzo 2022) e procedendo con un primo incremento di 50 punti base dei tassi di interesse ufficiali in luglio e con un secondo pari a 75 punti base in settembre.

Per contrastare i rischi relativi al funzionamento del meccanismo di

trasmissione monetaria connessi alla pandemia, il Consiglio della BCE ha annunciato il ricorso alla flessibilità (tra classi di attività, tra paesi e nel tempo) nei reinvestimenti del PEPP. Inoltre, al fine di sostenere l'efficace trasmissione della politica monetaria, è stato approvato un nuovo strumento, il *Transmission Protection Instrument* (TPI), attivabile per contrastare ingiustificate, disordinate dinamiche di mercato che possano mettere seriamente a repentaglio la trasmissione della politica monetaria in tutta l'area dell'euro.

Nella riunione dell'8 settembre 2022, il Consiglio direttivo della BCE ha confermato che intende proseguire a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza dell'APP per un periodo di tempo prolungato successivamente alla data in cui ha iniziato a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché sarà necessario per mantenere condizioni di abbondante liquidità e un orientamento adeguato di politica monetaria. Per quanto riguarda il PEPP, il Consiglio direttivo ha dichiarato che intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza almeno sino alla fine del 2024.

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

Per il 2022 le emissioni di titoli di Stato al lordo dei relativi rimborsi (nel resto del paragrafo per semplicità "emissioni lorde") sono stimate in 406 miliardi, un ammontare inferiore rispetto a quello del 2021 (tab. 6). Tale stima deriva da una

Tab. 6 – Emissioni lorde di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema

	2021	2022	2023
Fabbisogno del settore statale (a)	106	63	67
Rimborsi titoli di Stato (b)	387	369	406
Variazione conto disponibilità del Tesoro (c)	5	-4	-2
Prestiti UE: SURE (d)	11	0	0
Prestiti UE: RRF (e)	16	22	23
Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario (f)=(a)+(b)+(c)-(d)-(e)	471	406	448
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (g)	151	40	0
Reinvestimento scadenze nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (h)	42	52	65
Acquisti lordi titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (i)=(g)+(h)	193	92	65
Emissioni lorde titoli di Stato nel mercato primario al netto dei programmi APP e PEPP (l)=(f)-(i)	279	314	383

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

previsione di copertura del fabbisogno del settore statale pari a 63 miliardi⁶ e dell'ammontare dei titoli in scadenza stimato in 369 miliardi, al netto dei prestiti del RRF per circa 22 miliardi⁷, e della variazione del conto disponibilità del Tesoro per circa 4 miliardi.

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

Per quanto riguarda la stima del reinvestimento delle scadenze per il 2022 e il 2023, si applica la *capital key* italiana (pari al 17 per cento) al dato aggregato pubblicato dalla BCE relativo alle scadenze totali dei titoli pubblici dell'APP, cui si aggiunge una stima del reinvestimento delle scadenze del PEPP sulla base di alcune ipotesi elaborate a partire dalle informazioni pubblicate riguardanti lo *stock* e la vita media dei titoli in portafoglio. Si noti che a fine settembre 2022, gli acquisti netti di titoli italiani ammontavano a circa il 17,1 per cento nell'APP e al 17,6 per cento nel PEPP.

Con queste ipotesi, per il 2022 gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario sono stimati in circa 92 miliardi ovvero il 23 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario (tab. 6). Rispetto all'anno precedente, la stima degli acquisti lordi dell'Eurosistema risulterebbe più che dimezzata.

In questo scenario, le emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario ammonterebbero a 314 miliardi, un ammontare superiore di 35 miliardi rispetto a quello dello scorso anno, nonostante le emissioni lorde sul mercato primario si riducano di 65 miliardi nello stesso periodo.

La stima delle emissioni di titoli di Stato al netto dei relativi rimborsi (nel resto del paragrafo per semplicità "emissioni nette") al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario sarebbe pari a zero, mentre lo scorso anno tale stima era risultata negativa per -51 miliardi (tab. 7).

⁶ Pari al 3,3 per cento del PIL 2022, come indicato nella NADEF 2022 a pag. 62.

⁷ Pari all'1,2 per cento del PIL 2022, come indicato nella NADEF 2022 a pag. 64.

Tab. 7 – Emissioni nette di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema

	2021	2022	2023
Fabbisogno del settore statale (a)	106	63	67
Variazione conto disponibilità del Tesoro (b)	5	-4	-2
Prestiti UE: SURE (c)	11	0	0
Prestiti UE: RRF (d)	16	22	23
Emissioni nette titoli di Stato (e)=(a)+(b)-(c)-(d)	84	37	42
Acquisti titoli di Stato nel mercato secondario dei programmi APP e PEPP (f)	151	40	0
Scadenze titoli di Stato del SMP (g)	-15	-3	0
Acquisti netti titoli di Stato nel mercato secondario (h)=(f)+(g)	135	37	0
Emissioni nette titoli di Stato al netto acquisti dei programmi APP e PEPP e scadenze SMP (i)=(e)-(h)	-51	0	42

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

Per il 2023 le emissioni lorde dei titoli di Stato sono stimate in 448 miliardi, un ammontare superiore a quello del 2022 principalmente per un importo maggiore di titoli da rimborsare nell'anno (tab. 6). Infatti, tale stima deriva da una previsione di copertura del fabbisogno del settore statale pari a 67 miliardi⁸ e dell'ammontare dei titoli in scadenza stimato in 406 miliardi, al netto dei prestiti del RRF per circa 23 miliardi⁹ e della variazione del conto disponibilità del Tesoro per circa 2 miliardi.

Nel medesimo anno, gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario dovrebbero riguardare solamente il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza; essi sono stimati in circa 65 miliardi, ovvero il 15 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario.

Le emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario nel 2023 ammonterebbero quindi a 383 miliardi, un ammontare superiore di 69 miliardi rispetto al 2022. La

stima delle emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario tornerebbe positiva nel 2023 e sarebbe pari a circa 42 miliardi (tab. 7).

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

Considerando come riferimento l'anno precedente alla crisi pandemica, ovvero il 2019, nel 2023 le emissioni lorde al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario risulterebbero inferiori di circa un miliardo mentre le emissioni nette dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario risulterebbero inferiori di circa 16 miliardi.

Infine, si evidenzia che a fine 2021 la quota di debito complessivo della PA detenuta dalla Banca d'Italia era pari al 25,3 per cento. Inoltre, dato l'ammontare complessivo di acquisti netti nell'ambito dell'APP e del PEPP da parte della BCE, si può stimare che a fine 2021 essa

⁸ Pari al 3,4 per cento del PIL 2023, come indicato nella NADEF 2022 a pag. 62.

⁹ Pari all'1,2 per cento del PIL 2023, come indicato nella NADEF 2022 a pag. 64.

deteneva circa il 2,6 per cento del debito della PA. Quindi, si può stimare che in totale la quota di debito della PA detenuta dall'Eurosistema fosse pari al 27,8 per cento. Sommando gli acquisti netti di titoli di Stato nel mercato secondario da parte dell'Eurosistema stimati per il 2022 e 2023, tale quota passerebbe al 28,4 per cento nel 2022 e tornerebbe intorno al 27,6 nel 2023.

3. Lo scenario a legislazione vigente nel contesto delle raccomandazioni della UE

Il 2 marzo 2022 la Commissione europea ha pubblicato la Comunicazione "Orientamenti di politica di bilancio per il 2023", con indicazioni generali per le strategie di bilancio degli Stati membri. La Comunicazione ha sottolineato che le raccomandazioni di bilancio per il 2023 sarebbero state formulate in termini qualitativi ma su basi quantitative, focalizzandosi in particolare sull'obiettivo di limitare la crescita della spesa corrente e ponendo attenzione alla qualità e composizione della spesa pubblica. Più in particolare, la Commissione europea ha indicato come appropriata una transizione da una politica di bilancio aggregata espansiva nel 2020-22 a una neutra nel 2023. Al contempo, la Commissione europea ha sottolineato che le strategie di bilancio nazionali devono essere differenziate: gli Stati membri ad alto debito devono ridurre gradualmente il debito, realizzando un aggiustamento di bilancio nel 2023, al netto dei contributi a fondo perduto del Dispositivo per la ripresa e la resilienza e di altre sovvenzioni UE, mentre gli altri Stati membri devono

rafforzare gli investimenti per le transizioni verde e digitale.

Nella Comunicazione "Semestre europeo 2022 – Pacchetto di primavera" del 23 maggio 2022, la Commissione europea ha ribadito che l'intonazione più o meno espansiva delle politiche di bilancio nazionali fosse differenziata a seconda del livello del debito in rapporto al PIL. Inoltre, essa ha confermato che per la valutazione dei Programmi di stabilità e convergenza e dei DPB sarebbe stato utilizzato l'indicatore della *fiscal stance* complessiva già introdotto lo scorso anno e alcune delle sue sottocomponenti.

L'aggregato di riferimento dell'indicatore della *fiscal stance* scelto dalla Commissione europea è rappresentato dalla spesa primaria, al netto delle spese cicliche per sussidi di disoccupazione e delle misure *una tantum*. Considerate le eccezionali circostanze provocate dalla pandemia da COVID-19, vengono inoltre escluse le misure temporanee di emergenza relative alla crisi sanitaria. A differenza dell'indicatore di spesa netta solitamente utilizzato per la parte preventiva del Patto di stabilità e crescita, non vengono invece escluse le spese finanziate dalle sovvenzioni della UE, in modo da poter cogliere anche l'impulso espansivo dei trasferimenti del Dispositivo per la ripresa e la resilienza. Il valore di questo aggregato, al netto della variazione delle misure discrezionali sulle entrate, viene messo a confronto con il *benchmark* che si ottiene nell'ipotesi che il medesimo aggregato, riferito all'anno precedente, aumenti in linea con il tasso di crescita del PIL potenziale di medio periodo e il tasso di crescita del deflatore del PIL. La differenza tra i due valori viene quindi misurata in rapporto al PIL per ottenere l'indicatore della *fiscal stance* complessiva. Si noti che, per una convenzione utilizzata dalla Commissione europea, un valore negativo (positivo) dell'indicatore segnala un'intonazione di bilancio espansiva (restrittiva). La Commissione europea valuta inoltre la variazione di alcune sottocomponenti dell'indicatore della *fiscal stance* complessiva, ovvero la spesa primaria corrente netta finanziata con risorse nazionali, la spesa

finanziata dai trasferimenti del Dispositivo per la ripresa e la resilienza e altri fondi UE e gli investimenti finanziati con risorse nazionali, oltre alla restante spesa in conto capitale.

Sempre il 23 maggio 2022 la Commissione europea ha pubblicato le proposte di Raccomandazioni per paese, che sono poi state adottate dal Consiglio dei Ministri finanziari della UE (Ecofin) del 12 luglio, dopo l'approvazione da parte del Consiglio europeo del 23 e 24 giugno. Per l'Italia, la UE raccomanda di assicurare, nel 2023, una politica di bilancio prudente, in particolare limitando la crescita della spesa corrente finanziata con risorse nazionali al di sotto della crescita del prodotto potenziale di medio termine, tenendo conto delle misure di sostegno temporaneo e mirato legate agli aumenti dei prezzi energetici e al sostegno all'Ucraina. Si ricorda inoltre che le raccomandazioni per il 2022 adottate lo scorso anno indicavano di utilizzare il Dispositivo per la ripresa e la resilienza per finanziare nuovi investimenti, preservare gli investimenti finanziati a livello nazionale e limitare l'aumento della spesa corrente finanziata a livello nazionale.

In base alle sue previsioni di primavera pubblicate a maggio, la Commissione europea ha stimato per l'Italia un indicatore complessivo della *fiscal stance* pari a -2,8 nel 2022, indicando un orientamento fortemente espansivo della politica di bilancio, e un valore pari a -1,2 nel 2023, ovvero un impulso ancora espansivo, anche se di minore entità. Tra le sottocomponenti dell'indicatore, quello relativo alla spesa primaria corrente netta finanziata da risorse nazionali era stimata pari a -1,3 per il 2022 e a -0,2 per il 2023. La NADEF riporta la stima solamente di questa

sottocomponente e solo per l'anno 2023: essa risulterebbe pari a circa 1,5, contribuendo quindi a un orientamento di bilancio fortemente restrittivo. Tuttavia, la NADEF riporta che la spesa per investimenti, finanziata sia da risorse nazionali che dalla UE tramite il PNRR, contribuisce a una intonazione più espansiva della politica di bilancio.

Nella NADEF 2022 viene sottolineato che la costruzione dell'aggregato della *fiscal stance* e della sottocomponente relativa alla spesa primaria corrente netta finanziata da risorse nazionali, proposti dalla Commissione europea per la valutazione dei Programmi di stabilità e convergenza e dei DPB presuppone la quantificazione delle misure temporanee di emergenza legate al COVID-19, da scorporare dall'aggregato di spesa, il cui perimetro è in parte arbitrario e legato a diverse valutazioni possibili e la cui quantificazione può essere soggetta a rilevanti revisioni nel corso del tempo. Viene inoltre sottolineato che si è aggiunta la difficoltà di come considerare le misure per rispondere agli aumenti dei prezzi energetici, il cui ammontare sta crescendo nel tempo; anche tali spese dovrebbero essere considerate temporanee e di emergenza, che per il momento non vengono scorporate dall'aggregato di spesa.

Valutazioni preliminari condotte sulla base di dati del MEF e della Commissione europea portano a stimare per l'Italia un indicatore della *fiscal stance* complessiva inferiore a -3 per il 2022 per lo scenario a legislazione vigente presentato nella NADEF, suggerendo un'intonazione di bilancio fortemente espansiva, e all'incirca nullo per il 2023, che suggerisce una politica di bilancio neutra. L'impatto espansivo della finanza pubblica nel 2022 deriverebbe quasi interamente dalla sottocomponente della spesa primaria corrente netta finanziata da risorse nazionali, anch'essa stimata inferiore a -3. Tuttavia, secondo le stime del MEF, questo

impatto deriverebbe per una parte rilevante dall'effetto delle misure atte a contrastare le conseguenze della crescita dei prezzi energetici. L'impatto neutro nel 2023 dovrebbe derivare, come riportato anche nella NADEF, da un contributo restrittivo, per circa 1,5 punti di PIL, della spesa primaria corrente netta finanziata da risorse nazionali, compensata principalmente da spese finanziate da fondi UE e da altre spese in conto capitale (diverse dagli investimenti pubblici). Anche in questo caso l'impatto restrittivo di questa componente deriverebbe per una parte rilevante dal venir meno delle misure emergenziali per contrastare gli effetti dell'aumento dei prezzi energetici ipotizzato nello scenario a legislazione vigente.

Sulla base di queste stime preliminari, si deduce quindi che l'aggregato della spesa primaria corrente netta finanziata da

risorse nazionali nel 2022 è cresciuto in misura significativa, mentre le raccomandazioni UE indicavano di limitarlo. Tuttavia, occorre considerare che una parte rilevante di tale spesa corrente netta deriverebbe da misure atte a calmierare i prezzi energetici di cui la UE ha dichiarato di voler tenere conto (seppur riferendosi al 2023).

Al contrario, l'andamento tendenziale dello stesso aggregato di spesa per il 2023 sembrerebbe contribuire a un orientamento più restrittivo della politica di bilancio, risultando quindi ampiamente in linea con le raccomandazioni UE. Tuttavia, tale valutazione si basa sullo scenario a legislazione vigente; la coerenza dell'orientamento di bilancio per il 2023 con le raccomandazioni della UE andrà valutata nuovamente alla luce del profilo programmatico della finanza pubblica e della manovra di bilancio per il 2023.