

Commissioni riunite

V della Camera dei Deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione) e
5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio)

Audizione preliminare all'esame del
Documento di economia e finanza 2024

Testimonianza di Sergio Nicoletti Altimari
Capo del Dipartimento Economia e Statistica
della Banca d'Italia

Camera dei Deputati
Roma, 22 aprile 2024

Signor Presidente, Onorevoli Deputati, Onorevoli Senatori,

vi ringrazio per avere invitato la Banca d'Italia a questa audizione, nell'ambito dell'esame del *Documento di economia e finanza 2024* (DEF). Mi soffermerò inizialmente sul quadro macroeconomico per poi passare all'analisi dei conti pubblici nel 2023 e negli anni successivi.

1. Il quadro macroeconomico

Sull'attività economica mondiale continuano a pesare gli effetti delle politiche monetarie restrittive e dell'incertezza alimentata dai conflitti in corso. La crescita del prodotto è superiore alle attese negli Stati Uniti, mentre in Cina è tuttora ostacolata dalla crisi del settore immobiliare. Il commercio globale risente della debolezza del ciclo manifatturiero e rimane in parte frenato dai rincari del trasporto marittimo dovuti alle tensioni nel Mar Rosso. Alcuni segnali positivi sono emersi nei mesi recenti dagli indici dei responsabili per gli acquisti, in aumento soprattutto per il settore dei servizi. Secondo le stime diffuse ad aprile dal Fondo Monetario Internazionale, la crescita del PIL mondiale si stabilizzerebbe poco al di sopra del 3 per cento quest'anno, come nell'anno passato, inferiore a quella non particolarmente elevata del decennio precedente la crisi pandemica.

L'economia dell'area dell'euro è in sostanziale stagnazione dall'ultimo trimestre del 2022 e i dati disponibili per la prima parte di quest'anno, pur con qualche segnale di ripresa, ancora non suggeriscono un deciso ritorno alla crescita. Questo andamento risente in particolare della debolezza del ciclo a livello globale e in Germania.

L'inflazione dell'area è diminuita nel 2023 (al 5,4 per cento, dall'8,7 del 2022) e ha continuato a calare anche nei primi mesi di quest'anno, scendendo al 2,4 per cento in marzo. Vi ha inciso la dinamica della componente energetica, che si è fortemente ridimensionata grazie alla normalizzazione del prezzo del gas naturale, tornato ai valori dell'estate del 2021, prima delle interruzioni dei flussi dalla Russia. Il prezzo del petrolio, pur in un contesto di domanda debole, è stato recentemente sospinto dai tagli alla produzione dell'OPEC+, e risente della persistente incertezza connessa con i conflitti in atto nell'area mediorientale. Anche la dinamica dei prezzi al netto dei beni energetici e alimentari (inflazione di fondo) si è ridotta, scendendo sotto al 3 per cento il mese scorso, un livello inferiore di oltre due punti rispetto ai massimi registrati un anno fa. Contribuisce al processo di disinflazione la restrizione monetaria attuata dalla BCE.

Nelle proiezioni di marzo degli esperti della BCE il PIL dell'area aumenterebbe dello 0,6 per cento nel 2024, per accelerare intorno all'1,5 nel 2025 e all'1,6 l'anno seguente; l'inflazione scenderebbe al 2,3 per cento nella media del 2024 e si riporterebbe appena sotto al 2 nel prossimo biennio. Nella riunione di aprile il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariati i tassi di riferimento.

Il Consiglio direttivo ha annunciato anche che l'attuale grado di restrizione della politica monetaria potrà essere ridotto qualora le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria consolidino ulteriormente la fiducia che l'inflazione stia convergendo stabilmente verso l'obiettivo. I mercati si aspettano un primo taglio di 25 punti base in giugno e un calo complessivo di circa 100 punti base entro la fine dell'anno.

Nel nostro paese, la crescita nel quarto trimestre del 2023 è stata dello 0,2 per cento, in linea con il tasso medio osservato in corso d'anno e in calo rispetto al precedente. Alla contrazione dei consumi, indeboliti dagli effetti dell'elevata inflazione, si è contrapposto l'aumento delle altre componenti della domanda, in particolare degli investimenti, che hanno segnato una forte espansione nel comparto edilizio.

Il valore aggiunto è molto aumentato nelle costruzioni, verosimilmente anche per l'accelerazione impressa ai lavori di ristrutturazione edilizia in vista del ridimensionamento degli incentivi fiscali a partire da quest'anno; è rimasto pressoché stabile sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi, mentre si è contratto nell'agricoltura.

Sulla base delle informazioni più recenti, la crescita sarebbe rimasta modesta nei primi mesi dell'anno in corso. La produzione manifatturiera sarebbe diminuita nel primo trimestre, frenata dalla fiacchezza della domanda. Per contro, l'attività avrebbe beneficiato di un recupero nei servizi e di una ulteriore espansione nel comparto delle costruzioni, dove la produzione è però diminuita in febbraio; secondo le indagini condotte dall'Istat, l'ammontare dei lavori in corso o ancora da eseguire resta elevato, nonostante il calo delle nuove commesse. L'occupazione, salita molto alla fine dello scorso anno soprattutto nei servizi e nelle costruzioni, è rimasta stabile nei primi due mesi del 2024. Al contempo, l'inflazione si è marcatamente ridimensionata nel corso del 2023 e rimane molto contenuta nella media del primo trimestre (intorno all'1 per cento); quella al netto delle componenti più volatili ha continuato a scendere, portandosi al 2,2 per cento in marzo (da 2,6 in febbraio).

Secondo le nostre proiezioni, diffuse all'inizio di aprile, la crescita sarebbe quest'anno dello 0,6 per cento e si collocherebbe in media poco al di sopra dell'1 per cento nel prossimo biennio. L'attività sarebbe sostenuta principalmente

dall'espansione dei consumi, che beneficerebbero della ripresa dei redditi reali, e dalla graduale accelerazione delle vendite all'estero. Si attenuerebbe il contributo degli investimenti, che risentirebbero nella componente delle costruzioni degli effetti della riduzione degli incentivi alla riqualificazione delle abitazioni. Proseguirebbe il buon andamento degli investimenti in beni strumentali e di quelli pubblici, che beneficerebbero dell'impulso fornito dalle misure previste dal PNRR. In prospettiva, un progressivo miglioramento delle condizioni di finanziamento potrebbe rimuovere uno dei fattori che attualmente frenano l'accumulazione di capitale.

Se si esclude la correzione per le giornate lavorative, il nostro quadro macroeconomico prefigura una crescita dello 0,8 per cento per quest'anno, dello 0,9 il prossimo e dell'1,3 per cento nel 202. Esso si discosta pertanto solo lievemente da quello presentato nel DEF. La stima del Governo per quest'anno sconta una valutazione più favorevole delle componenti interne della domanda, in particolare dei consumi, sia pubblici sia privati, e un rimbalzo delle scorte. Per il prossimo biennio si prospetta una dinamica degli investimenti più elevata di quella da noi prefigurata. Nel complesso gli andamenti macroeconomici delineati dal DEF alla base del quadro tendenziale di finanza pubblica sono ricompresi nel ventaglio delle proiezioni dei principali previsori, collocandosi tra quelli più positivi.

I rischi per la crescita rimangono prevalentemente orientati al ribasso. L'attesa accelerazione degli scambi internazionali potrebbe materializzarsi con ritardo, anche in relazione all'incertezza sulla ripresa dell'economia cinese; l'impatto della restrizione monetaria in corso potrebbe risultare più accentuato del previsto e incidere più intensamente sulla domanda interna; il ridimensionamento degli incentivi alla riqualificazione delle abitazioni in Italia potrebbe contribuire alla correzione dell'attività nel comparto edilizio. In questo quadro, il contributo fornito da una attuazione piena ed efficace degli investimenti del PNRR che a partire da questo anno dovrebbero accelerare è quanto mai decisivo per conseguire i tassi di sviluppo delineati nel quadro del Governo.

2. I conti pubblici nel 2023

Secondo i dati diffusi da Istat a inizio aprile, nel 2023 l'indebitamento netto è sceso di 1,4 punti percentuali, al 7,2 per cento del PIL¹.

La spesa per interessi – beneficiando del ridimensionamento degli oneri sui titoli indicizzati all'inflazione rispetto ai livelli estremamente elevati del 2022 – è diminuita di mezzo punto percentuale, al 3,8 per cento del prodotto.

¹ L'Eurostat diffonderà i dati di consuntivo nell'ambito della Notifica EDP in data odierna.

L'incidenza sul PIL delle entrate è rimasta sostanzialmente stabile, mentre quella delle spese primarie è diminuita di 0,8 punti. Su queste dinamiche ha inciso il forte calo del costo delle misure espansive temporanee contro i rincari energetici (dal 2,7 all'1,2 per cento del PIL).

Le entrate sono aumentate del 6,4 per cento. Tra le entrate correnti sono particolarmente cresciute le imposte dirette (sostenute soprattutto da Irpef e Ires) e quelle indirette (con rialzi significativi delle imposte sull'energia elettrica e di quelle sugli oli minerali e derivati). Il forte incremento percentuale delle entrate in conto capitale è invece per lo più riconducibile alle sovvenzioni connesse con l'attuazione del PNRR.

Le spese primarie sono aumentate del 4,5 per cento. La crescita è stata particolarmente forte per le spese in conto capitale, sospinte, oltre che dai contributi agli investimenti (influenzati in particolare dalla contabilizzazione dei crediti per Superbonus maturati nell'anno), dall'espansione di quasi il 26 per cento degli investimenti fissi lordi, che hanno raggiunto il 3,2 per cento del PIL (il livello più alto dal 2009). La dinamica delle uscite primarie correnti è stata sostenuta da quelle delle prestazioni sociali, in parte indicizzate all'inflazione dell'anno precedente.

Il miglioramento del disavanzo è stato più contenuto di quanto programmato dal Governo lo scorso autunno: la *Nota di Aggiornamento del DEF 2023* (NADEF 2023) pianificava un calo di 2,7 punti percentuali del PIL. Secondo le valutazioni contenute nel DEF, la deviazione dagli obiettivi è principalmente attribuibile ai maggiori oneri derivanti dal Superbonus – per 1,9 punti percentuali del prodotto – emersi solo successivamente alla predisposizione delle stime ufficiali autunnali (già la NADEF rivedeva al rialzo la stima rispetto al DEF 2023 per 1,1 punti percentuali). Benché il DEF non includa informazioni esplicite al riguardo, si può dunque valutare che l'ammontare dei crediti d'imposta per Superbonus contabilizzati per competenza nei conti del 2023 pubblicati da Istat a inizio aprile sia pari a quasi 3,7 punti percentuali del PIL (77 miliardi). Si tratta di un valore di oltre cinque volte superiore a quanto il DEF 2023 prevedeva sarebbe maturato nell'anno.

Il secondo volume del DEF contiene un confronto tra i dati di consuntivo e i programmi ufficiali autunnali, così come dettagliati nella Nota tecnica illustrativa della legge di bilancio 2024-26. Dalle analisi del Governo si evince che allo scostamento rilevato a consuntivo sul disavanzo contribuiscono maggiori crediti per gli investimenti delle imprese per il programma "Transizione 4.0" (per 0,2 punti percentuali del PIL) e gli investimenti pubblici (approssimativamente per 0,3 punti), per effetto di maggiori spese da parte di enti locali e società pubbliche effettuate nell'ultima parte dell'anno. In senso opposto ha influito l'andamento delle entrate, più favorevole delle attese (per circa 0,7 punti), sospinto principalmente da quello dalle imposte dirette.

Nel 2023 il rapporto tra il debito e il prodotto si è contratto di oltre tre punti percentuali, collocandosi al 137,3 per cento. Nel complesso del triennio 2021-23 si è dunque ridotto di quasi 18 punti, tornando su un livello prossimo a quello pre-pandemico.

Nello scorso anno, il disavanzo primario è stato più che compensato dall'effetto favorevole del differenziale tra la crescita nominale del prodotto (6,2 per cento) e l'onere medio del debito (2,9 per cento), nonché dalla componente stock-flussi. Quest'ultima registra, tra l'altro, le discrepanze tra gli effetti di cassa (sul debito) e quelli di competenza (sull'indebitamento netto) delle misure di bilancio: il suo valore significativamente negativo nel 2023 è per lo più spiegato dal fatto che diversi interventi di finanza pubblica già registrati nel conto economico delle Amministrazioni pubbliche negli anni precedenti (tra cui quelli relativi al Superbonus e al Bonus facciate) hanno avuto un impatto ancora limitato sulle uscite di cassa. Gli effetti di cassa della spesa in incentivi edilizi, ulteriormente aumentata nel 2023, avranno un impatto accrescitivo consistente sulla dinamica del debito già dal 2024.

Soprattutto in virtù della più favorevole dinamica del prodotto nominale, il calo dell'incidenza del debito sull'economia è stato più marcato di quanto preventivato dalla NADEF 2023 (1,5 punti percentuali).

Nel 2023 lo stock di garanzie pubbliche – che in quanto passività solo potenziali non sono incluse nel debito di Maastricht – è sceso per il secondo anno consecutivo, al 14,4 per cento del PIL (dal 15,9 per cento del 2022; 16,1 per cento del 2021). Tale andamento è stato guidato lo scorso anno dalla sensibile contrazione dell'ammontare delle garanzie concesse dai programmi introdotti durante la pandemia di Covid-19 (dal 9,5 al 6,1 per cento del PIL) per effetto dell'avvio (dopo un iniziale periodo di “grazia” in cui non doveva essere rimborsata la quota capitale) della fase di ammortamento per una parte consistente dei prestiti sottostanti. Di contro, è aumentata l'incidenza sul PIL delle garanzie concesse dagli schemi per il contrasto della crisi energetica (dallo 0,4 all'1,9 per cento) e da quelli ordinari (dal 5,9 al 6,4 per cento). Il DEF specifica che la scadenza del portafoglio per le garanzie Covid-19 del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese (pari al 4,7 per cento del PIL alla fine dello scorso anno) si concentra tra il 2024 e il 2028.

3. L'indebitamento netto nel quadriennio 2024-27

Il Documento aggiorna le stime del quadro dei conti pubblici tendenziali a legislazione vigente per il triennio 2024-26 ed estende l'orizzonte di previsione al 2027. Non è invece presente il profilo programmatico. Il Governo ritiene infatti di rimandare la definizione dei nuovi obiettivi al primo Piano strutturale di bilancio di medio termine (*national medium-term fiscal-structural plan*), che secondo la nuova *governance* economica della UE dovrà essere trasmesso alla Commissione entro il prossimo 20 settembre².

² Per maggiori dettagli circa contenuti e tempi della riforma del quadro di regole di bilancio europeo, cfr. Banca d'Italia (2024), “Indagine conoscitiva sulle prospettive di riforma delle procedure di programmazione economica e finanziaria e di bilancio in relazione alla riforma della *governance* economica europea”, Memoria richiesta dalle Commissioni riunite 5^a del Senato della Repubblica e V della Camera dei Deputati.

Il DEF prevede un graduale miglioramento del saldo sia complessivo sia primario. L'indebitamento netto si collocherebbe quest'anno al 4,3 per cento del PIL, in forte riduzione rispetto al 2023 soprattutto grazie al venire meno delle misure legate al contrasto del "caro energia" e al forte ridimensionamento della spesa per il Superbonus³. Continuerebbe a diminuire negli anni successivi, al 3 per cento del PIL nel 2026 e al 2,2 per cento nel 2027.

La contrazione attesa delle spese per il Superbonus nel 2024 risente di due elementi, anche se il DEF non riporta quantificazioni precise: 1) il calo dei crediti che matureranno nell'anno in corso e in quello successivo, anche a seguito dell'evoluzione della normativa; 2) il diverso trattamento statistico dei crediti di imposta, registrati "per competenza" fino allo scorso anno e "per cassa", almeno in parte, dall'anno corrente nelle previsioni del Governo.

La spesa per interessi aumenterebbe lungo tutto l'orizzonte previsivo (dal 3,9 per cento del PIL del 2024 fino al 4,4 nel 2027) anche per effetto della trasmissione dell'aumento dei tassi registrato nello scorso biennio a una quota crescente dei titoli pubblici.

Il saldo primario, ancora lievemente in disavanzo nell'anno in corso, tornerebbe positivo dal 2025, in massima parte per il venire meno degli sgravi contributivi in essere. Migliorerebbe ulteriormente nel successivo biennio, sino a raggiungere il 2,2 per cento del PIL, un valore lievemente superiore a quello immediatamente precedente la pandemia e di poco inferiore a quello medio registrato nel periodo 1999-2007. Il miglioramento realizzato nell'ultimo anno dell'orizzonte previsivo (1,1 punti percentuali del PIL) incorpora una riduzione della spesa in conto capitale di 1,1 punti percentuali del prodotto (verosimilmente anche in connessione con la conclusione del PNRR), un calo della spesa primaria corrente (per circa mezzo punto) e un livello della pressione fiscale sostanzialmente invariato⁴.

Il saldo primario strutturale passerebbe da un disavanzo del 4,3 per cento del PIL nel 2023 a un avanzo dello 0,4 per cento nel 2026 e dell'1,6 nel 2027. Va comunque considerato che l'Italia beneficerà di interventi di importo rilevante (non quantificati nel DEF) finanziati attraverso le sovvenzioni del Dispositivo di ripresa e resilienza (DRR); dal punto di vista statistico queste spese sono controbilanciate

³ Nel confrontare il quadro tendenziale con i risultati del 2023, bisogna considerare che le previsioni del Governo scontano una variazione metodologica nei criteri di contabilizzazione della spesa per redditi da lavoro rispetto ai conti di consuntivo pubblicati dall'Istat il 5 aprile scorso. In particolare, il Governo dal 2024 registra gli effetti dei rinnovi contrattuali per competenza, indipendentemente dal momento in cui sono versati gli aumenti e gli eventuali arretrati. Sinora l'Istat ha invece utilizzato un criterio di registrazione sostanzialmente per cassa.

⁴ Si riducono sia le altre entrate correnti sia le altre entrate in conto capitale anche per il venire meno degli introiti imputati connessi con il PNRR.

da entrate puramente imputate, che migliorano meccanicamente il saldo primario ma non costituiscono un freno all'attività economica.

In rapporto al prodotto la spesa primaria corrente continuerebbe a ridursi fino a collocarsi su un livello inferiore di oltre 1,5 punti percentuali a quello pre-pandemico alla fine dell'orizzonte previsivo. In termini nominali il DEF prevede un aumento della spesa primaria corrente del 3 per cento nel 2024 e di circa l'1,5 per cento in media all'anno nel triennio successivo. Per quest'ultimo periodo, in termini reali (utilizzando il deflatore del PIL), la dinamica sarebbe negativa (in media per circa mezzo punto percentuale) rispetto a una crescita di poco oltre mezzo punto nella media degli anni 2008-2019.

La spesa per pensioni resterebbe intorno al 15,5 per cento del PIL lungo l'intero orizzonte previsivo; l'accelerazione impressa agli esborsi dalla elevata dinamica dei prezzi attraverso il meccanismo dell'indicizzazione si esaurirà nell'anno in corso. Nel medio periodo, tuttavia, per effetto del pensionamento delle coorti numerose dei nati negli anni sessanta l'incidenza di tale voce riprenderà gradualmente a salire, fino a raggiungere un massimo pari a 17 punti percentuali di PIL nel 2040, per poi ridursi anche per effetto delle riforme varate in passato.

La spesa sanitaria in rapporto al prodotto rimarrebbe sostanzialmente invariata fino al 2027 (intorno al 6,3 per cento); in prospettiva, andranno tuttavia attentamente gestite le pressioni sulla spesa sanitaria che potranno derivare dall'evoluzione dall'invecchiamento della popolazione⁵.

Viene confermata la forte dinamica degli investimenti pubblici, che dopo l'incremento eccezionale dello scorso anno, anche grazie alle risorse del DRR⁶ aumenterebbero di quasi il 17 per cento nel complesso del biennio 2024-25. Gli investimenti si contrarrebbero di oltre il 10 per cento nel 2026-27, riportandosi in rapporto al prodotto al 3 per cento, un livello in linea con quello medio del periodo 1999-2007 e superiore a quello registrato nel decennio pre-pandemia.

Il profilo atteso del disavanzo è sostanzialmente in linea con quello programmatico della NADEF. Il saldo del 2023 – al netto della significativa ma

⁵ Cfr. “Audizione preliminare all’esame della manovra economica per il triennio 2024-2026”, Testimonianza del Vice Capo del Dipartimento Economia e Statistica della Banca d’Italia Andrea Brandolini, Commissioni riunite 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e V della Camera dei Deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione), Roma, 13 novembre 2023. Si veda anche Aimone Gigio, L., Ivaldi, G., Mancini, A.L. e Messina, G. (2022), “La sanità italiana all’appuntamento con la pandemia: debolezze strutturali e prospettive di riforma”, *Politica economica*, vol. 1, pp. 91-152,

⁶ Il DRR prevede investimenti per circa 4,3 punti percentuali del PIL lungo l'intero periodo di vigenza del programma (2020-26).

temporanea ulteriore maggiore spesa registrata per il Superbonus – risulta analogo a quello programmato in autunno. Nel 2024-26, la spesa per interessi è inferiore (per circa 0,3 punti percentuali del PIL in media nel primo biennio e per circa mezzo punto nel 2026) ma il saldo primario è peggiore di circa 0,4 punti percentuali del prodotto in media all'anno, verosimilmente per effetto di una revisione di alcune tendenze di fondo dei conti emerse dall'analisi dei consuntivi e, in parte, per un quadro macroeconomico lievemente peggiore di quello programmato in autunno.

Per un adeguato confronto, occorrerebbe considerare anche l'effetto sul saldo delle recenti modifiche al PNRR, che hanno introdotto tra l'altro un nuovo profilo degli interventi connessi con il DRR e un nuovo capitolo legato al piano *REPowerEU* per i quali l'Unione europea ha assegnato all'Italia risorse aggiuntive per quasi 3 miliardi⁷; tuttavia ciò non è al momento possibile in quanto queste informazioni non sono presenti nel DEF.

Il DEF riporta anche il profilo di indebitamento netto tendenziale a “politiche invariate”, ossia tenendo conto dell'impatto del rifinanziamento di alcune misure cui il Governo darebbe corso in conseguenza di impegni internazionali o altri fattori considerati imprescindibili dall'esecutivo. In particolare, il Documento sottolinea l'intenzione di prorogare il taglio del cuneo fiscale. In questo caso, il disavanzo sarebbe superiore rispetto a quello tendenziale a legislazione vigente di circa un punto percentuale del PIL in media d'anno nel triennio 2025-27, rimanendo al di sopra del 3 per cento in tutti gli anni dell'orizzonte previsivo.

Un'ulteriore proroga di natura temporanea degli sgravi contributivi accrescerebbe l'incertezza sull'evoluzione futura dei conti pubblici; d'altra parte, rendere strutturali gli sgravi aprirebbe due questioni rilevanti. In primo luogo, verrebbe meno a livello aggregato l'equilibrio tra entrate contributive e uscite per prestazioni che, nel medio periodo, caratterizza il nostro sistema previdenziale e ne rappresenta un punto di forza. In secondo luogo, senza una modifica della struttura degli sgravi, i lavoratori con redditi prossimi alle soglie al di sotto delle quali si matura il beneficio continuerebbero a essere penalizzati da elevate aliquote marginali effettive, con effetti potenzialmente distorsivi dell'offerta di lavoro.

4. Il debito pubblico

Secondo il DEF – in assenza di nuovi interventi di bilancio – il rapporto tra il debito e il PIL aumenterebbe di 2,5 punti percentuali nel complesso del triennio 2024-26, per poi diminuire leggermente (0,2 punti) al 139,6 per cento nel 2027.

⁷ Cfr. la sezione “La finanza pubblica” in *Bollettino economico*, n. 1, 2024.

Questa dinamica sarebbe guidata da una componente stock-flussi particolarmente penalizzante (circa 6,5 punti nel complesso del 2024-27), connessa in larga parte con gli effetti di cassa (molto rilevanti fino al 2027) delle agevolazioni edilizie maturate (e già contabilizzate nell'indebitamento netto) negli scorsi anni.

Tale impatto sarebbe parzialmente controbilanciato dal contributo favorevole del saldo primario (-3,2 punti) e da quello derivante dal differenziale tra onere medio del debito e crescita economica (-0,9 punti). Quest'ultima componente è stata determinante per la riduzione del rapporto tra il debito e il PIL nel 2021-23 e, secondo le stime del Governo, continuerebbe a fornire un apporto favorevole ancora nell'anno in corso e nel 2025; a seguito della normalizzazione della dinamica nominale del prodotto e del rialzo graduale dell'onere per interessi, nel 2026-27 tornerebbe ad alimentare la crescita dell'incidenza del debito, così come è stato in ogni anno dall'avvio dell'area dell'euro alla pandemia.

Rispetto agli obiettivi fissati con la NADEF 2023 per il periodo 2024-26 (un calo di 0,6 punti), la dinamica attesa del rapporto tra debito e prodotto è ora più sfavorevole (per circa 3 punti).

Vi contribuiscono una componente stock-flussi più ampia (anche in conseguenza dei maggiori oneri per Superbonus evidenziati a consuntivo nel 2023) e, in misura minore, un saldo primario che, come discusso, sarebbe leggermente meno favorevole di quanto programmato lo scorso autunno. Gli effetti di una spesa per interessi più contenuta di quanto previsto nella NADEF 2023 e di un prodotto nominale leggermente meno dinamico sostanzialmente si compenserebbero.

I conti presentati nel DEF presuppongono una riduzione delle giacenze di liquidità del Tesoro rispetto ai livelli del 2023 (i quali a fine anno risultarono pari a circa 50 miliardi), anche se non viene fornito un obiettivo quantitativo.

A differenza di quanto programmato nella NADEF 2023 (che preventivava proventi da dismissioni per circa 1 punto di PIL nel 2024-26), il DEF prevede ora incassi per 0,7 punti nel 2025-27. A questo riguardo, vale la pena ricordare che con due operazioni effettuate rispettivamente a novembre 2023 e nello scorso marzo, il Governo ha ceduto quasi il 38 per cento del capitale sociale di Banca Monte dei Paschi di Siena (portando la sua partecipazione poco al di sotto del 27 per cento), per un incasso complessivo di circa 1,6 miliardi.

I crediti per Superbonus maturati nel 2023 in eccesso a quanto atteso dal Governo in autunno e registrati a consuntivo si tradurranno in maggiori esborsi di cassa valutabili in circa mezzo punto percentuale del prodotto all'anno tra il 2024 e il 2027. Per quanto riguarda l'anno in corso, poiché la stima aggiornata della componente stock-flussi è sostanzialmente analoga a quella effettuata in autunno, tale impatto di cassa deve essere controbilanciato da altri fattori (non individuati esplicitamente nel Documento).

Come di consueto, il DEF elabora alcuni scenari di sensitività delle proiezioni. In particolare, secondo queste valutazioni nel caso di un aumento dei differenziali di rendimento tra i nostri titoli di Stato e quelli tedeschi pari a 100 punti base, il rapporto tra il debito e il PIL nel 2027 sarebbe più alto di quanto stimato nel quadro tendenziale di circa 5,5 punti (collocandosi poco oltre il 145 per cento). Tale divario sarebbe determinato da una più alta spesa per interessi (che si materializzerebbe solo gradualmente in virtù della relativamente alta vita media residua del debito pubblico) e dall'impatto sull'economia (e, quindi, sul saldo primario) delle più sfavorevoli condizioni di finanziamento anche per il settore privato.

Il rapporto tra il debito e il prodotto è comunque nel 2026 solo leggermente più alto di quello programmato dalla NADEF per lo stesso anno, poiché il livello del 2023 è risultato a consuntivo più basso dell'obiettivo per circa tre punti percentuali.

Il DEF include alcune simulazioni di medio-lungo periodo del debito, utili per chiarire il quadro di riferimento per la gestione dei conti pubblici nei prossimi anni. In un esercizio si ipotizza che, al fine di essere coerenti con la nuova *governance*, nel periodo 2025-2031 il saldo primario strutturale aumenti di 0,6 punti percentuali in media all'anno (raggiungendo in questo modo il 3,3 per cento). L'incidenza del debito tornerebbe così nel 2031 intorno al 137 per cento.

I risultati della simulazione sembrerebbero segnalare che le nuove regole richiedano di attenersi al saldo primario strutturale del quadro tendenziale fino al 2027 (ultimo anno di tale quadro) e di attuare azioni correttive nel quadriennio successivo.

Secondo quanto descritto nel DEF, per essere in linea con le nuove norme, l'andamento dei conti pubblici dovrebbe rispettare le seguenti condizioni: a) l'indebitamento netto si riporta e rimane sotto al 3 per cento del PIL; b) il rapporto tra il debito e il prodotto si trova alla fine del periodo di aggiustamento su un percorso che soddisfa i requisiti delle traiettorie deterministiche e stocastiche illustrate nel Debt Sustainability Monitor 2023 della Commissione europea; c) si registrano gli aggiustamenti strutturali minimi in caso di apertura di una Procedura per disavanzi eccessivi; d) vengono rispettate le salvaguardie previste.

A causa del fatto che in questo scenario si ipotizza un effetto di retroazione della politica di bilancio sul PIL particolarmente elevato, il profilo del rapporto tra il debito e il PIL nell'esercizio risulta leggermente più alto di quello stimato a legislazione vigente nel 2024-27.

* * *

Facendo riferimento alla nuova *governance* europea, il Governo ha scelto di presentare nel DEF l'andamento dei conti pubblici solo nel loro quadro tendenziale. La definizione di nuovi programmi è così rimandata alla predisposizione del primo Piano strutturale di bilancio di medio termine, quando il Governo e il Parlamento

saranno chiamati a delineare una traiettoria vincolante per la politica di bilancio quantomeno fino al termine della legislatura. Le analisi contenute nel DEF – ad esempio sulla dinamica delle varie componenti di spesa e sulle tendenze del debito pubblico – sono comunque d’aiuto per ragionare su come affrontare adeguatamente quell’importante passaggio.

Negli anni 2024-26, l’andamento tendenziale a legislazione vigente dell’indebitamento netto non si discosta molto da quello programmatico della NADEF; l’incidenza del debito invece è ora prevista in rialzo, anche per i riflessi di cassa dei maggiori costi del Superbonus emersi nei conti di consuntivo.

Nel 2027 l’avanzo primario supererebbe i 2 punti percentuali del PIL; si tratta di un valore simile a quello medio registrato nei dieci anni successivi all’avvio dell’Unione monetaria, ma non sufficiente a far scendere l’incidenza del debito in misura significativa, a causa del fatto che il differenziale tra crescita nominale del prodotto e l’onere medio del debito diventerà nei prossimi anni sfavorevole.

La politica di bilancio sarà chiamata, oltre a reperire risorse per le “politiche invariate” che si deciderà di perseguire, anche a finanziare le transizioni digitale e verde. Per raggiungere gli obiettivi a queste connessi, infatti, sembra necessario rafforzare gli investimenti pubblici in innovazione, il sistema di incentivi alla ricerca e sviluppo e all’efficientamento energetico. Nell’introdurre nuovi schemi di incentivazione occorrerà peraltro evitare di ripetere gli errori che hanno caratterizzato alcune misure recenti, in particolare l’esperienza del Superbonus⁸.

Le ripetute revisioni al rialzo delle stime di costo di misure del passato generano inevitabilmente incertezza. Per contribuire a dissiparla occorrono informazioni su alcune variabili molto rilevanti per l’evoluzione dei conti, in particolare quelle relative agli incentivi edilizi che si prevede matureranno nel 2024-25 e ai tempi degli investimenti del PNRR.

⁸ Per una estesa valutazione cfr. Banca d’Italia (2024), “Disegno di legge S. 1092, conversione in legge del Decreto legge 29 marzo 2024 n. 39, recante misure urgenti in materia di agevolazioni fiscali di cui agli articoli 119 e 119-ter del decreto legge 19 maggio 2020 n. 34, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 luglio 2020 n. 77, altre misure urgenti in materia fiscale e connesse a eventi eccezionali, nonché relative all’amministrazione finanziaria”, memoria richiesta dalla 6ª Commissione del Senato della Repubblica.

TAVOLE E FIGURE

Quadro macroeconomico nei più recenti documenti ufficiali
(variazioni percentuali)

VOCI	Nota di aggiornamento del DEF 2023 quadro programmatico				DEF 2024 (1) quadro tendenziale				
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2027
PIL reale	0,8	1,2	1,4	1,0	0,9	1,0	1,2	1,1	0,9
<i>Importazioni</i>	0,1	3,3	4,1	3,6	-0,5	2,1	4,2	3,8	2,6
<i>Consumi famiglie e ISP</i>	1,3	1,3	1,1	1,0	1,2	0,7	1,2	1,1	1,1
<i>Spesa PA</i>	0,6	-1,0	0,8	0,0	1,2	1,3	0,5	0,0	0,0
<i>Investimenti</i>	1,0	3,0	2,4	1,9	4,7	1,7	1,7	2,6	1,0
<i>Esportazioni</i>	0,7	2,4	4,3	3,5	0,2	2,0	4,2	3,8	2,6
PIL nominale	5,3	4,1	3,6	3,1	6,2	3,7	3,5	3,0	2,7
Deflatore dei consumi	5,6	2,3	2,0	2,1	5,2	1,6	1,9	1,9	1,8
Occupazione (ULA)	1,4	0,7	1,1	0,7	2,2	0,8	1,0	0,8	0,8

(1) Il documento non include un quadro programmatico.

Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Entrate	47,9	47,8	46,7	46,3	46,2	47,0	47,4	47,5	47,7	47,8
Spese (2)	50,9	50,3	49,1	48,8	48,4	48,5	56,8	56,3	56,3	55,0
di cui: <i>interessi</i>	4,6	4,1	3,9	3,8	3,6	3,4	3,4	3,5	4,2	3,8
Avanzo primario (3)	1,6	1,6	1,5	1,4	1,5	1,9	-5,9	-5,2	-4,3	-3,4
Indebitamento netto	3,0	2,6	2,4	2,4	2,2	1,5	9,4	8,7	8,6	7,2
Fabbisogno complessivo	4,1	3,1	2,6	3,4	2,2	1,9	9,4	5,2	2,4	4,3
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari	4,3	3,5	2,6	3,4	2,2	1,9	9,4	5,2	2,2	4,3
Debito	135,4	135,3	134,8	134,2	134,5	134,2	155,0	147,1	140,5	137,3

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Conto trimestrale delle AP, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 5 aprile 2024).

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni immobili del patrimonio pubblico. – (3) Un segno negativo indica un disavanzo.

Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Imposte dirette	14,6	14,7	14,6	14,4	14,0	14,4	15,1	14,7	14,8	15,4
Imposte indirette	15,2	14,9	14,3	14,3	14,4	14,3	13,7	14,3	14,2	14,1
Imposte in c/capitale	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pressione tributaria	29,9	29,6	29,2	28,9	28,5	28,8	28,8	29,1	29,2	29,6
Contributi sociali	13,2	13,2	13,0	13,0	13,2	13,5	13,8	13,5	13,3	12,9
Pressione fiscale	43,1	42,9	42,2	41,8	41,7	42,3	42,7	42,6	42,5	42,5
Produzione vendibile e per uso proprio	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,3	2,4	2,4	2,4
Altre entrate correnti	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	2,0	2,1	1,8
Altre entrate in c/capitale	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,5	0,8	1,1
Totale entrate	47,9	47,8	46,7	46,3	46,2	47,0	47,4	47,5	47,7	47,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Conto trimestrale delle AP, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 5 aprile 2024).

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

Spese delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Redditi da lavoro dipendente	10,2	9,9	9,8	9,6	9,7	9,6	10,4	9,7	9,5	8,9
Consumi intermedi	5,6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,6	6,2	6,1	6,1	5,9
Prestazioni sociali in natura	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5	2,8	2,6	2,5	2,5
Prestazioni sociali in denaro	20,1	20,1	19,8	19,7	19,7	20,1	24,0	21,8	20,7	20,4
Interessi	4,6	4,1	3,9	3,8	3,6	3,4	3,4	3,5	4,2	3,8
Altre spese correnti	4,1	3,9	3,9	3,6	3,8	3,8	4,6	4,6	4,9	4,6
Totale spese correnti	47,3	46,2	45,8	44,9	45,1	45,0	51,5	48,3	48,0	46,0
di cui: <i>spese correnti al netto degli interessi</i>	42,7	42,1	41,9	41,1	41,5	41,7	48,0	44,8	43,8	42,3
Investimenti fissi lordi	2,3	2,4	2,3	2,2	2,1	2,3	2,6	2,9	2,7	3,2
Altre spese in conto capitale	1,3	1,7	1,0	1,6	1,2	1,1	2,7	5,1	5,6	5,7
Totale spese in conto capitale	3,6	4,1	3,3	3,8	3,3	3,4	5,3	8,0	8,3	8,9
Totale spese	50,9	50,3	49,1	48,8	48,4	48,5	56,8	56,3	56,3	55,0
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	46,3	46,2	45,2	45,0	44,7	45,1	53,3	52,8	52,0	51,2

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Conto trimestrale delle AP, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 5 aprile 2024).

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

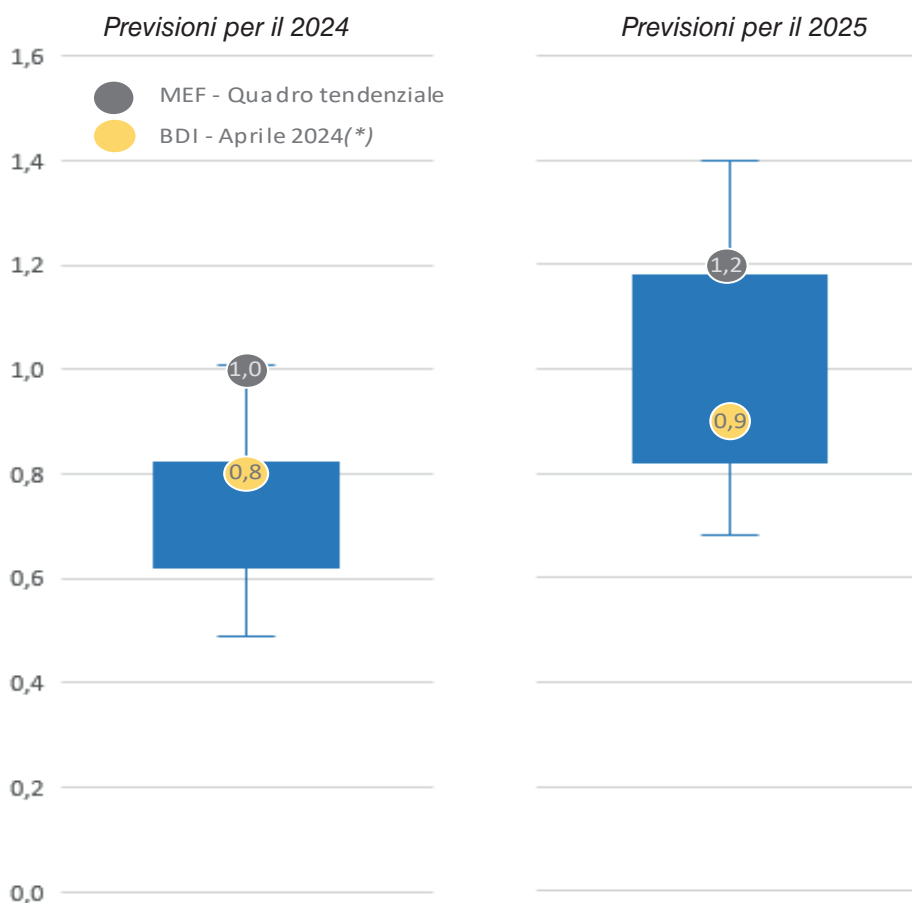
**Quadro programmatico e tendenziale di finanza pubblica
nei più recenti documenti ufficiali**
(in percentuale del PIL)

VOCI	Nota di aggiornamento del DEF 2023 quadro programmatico				DEF 2024 (1) quadro tendenziale				
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2027
Indebitamento netto	5,3	4,3	3,6	2,9	7,2	4,3	3,7	3,0	2,2
Avanzo primario	-1,5	-0,2	0,7	1,6	-3,4	-0,4	0,3	1,1	2,2
Spesa per interessi	3,8	4,2	4,3	4,6	3,8	3,9	4,0	4,1	4,4
Debito	140,2	140,1	139,9	139,6	137,3	137,8	138,9	139,8	139,6
Crescita del PIL	0,8	1,2	1,4	1,0	0,9	1,0	1,2	1,1	0,9

(1) Il documento non include un quadro programmatico.

Figura 1

**Diagramma degli estremi e dei quartili
delle previsioni di crescita del PIL (1)**

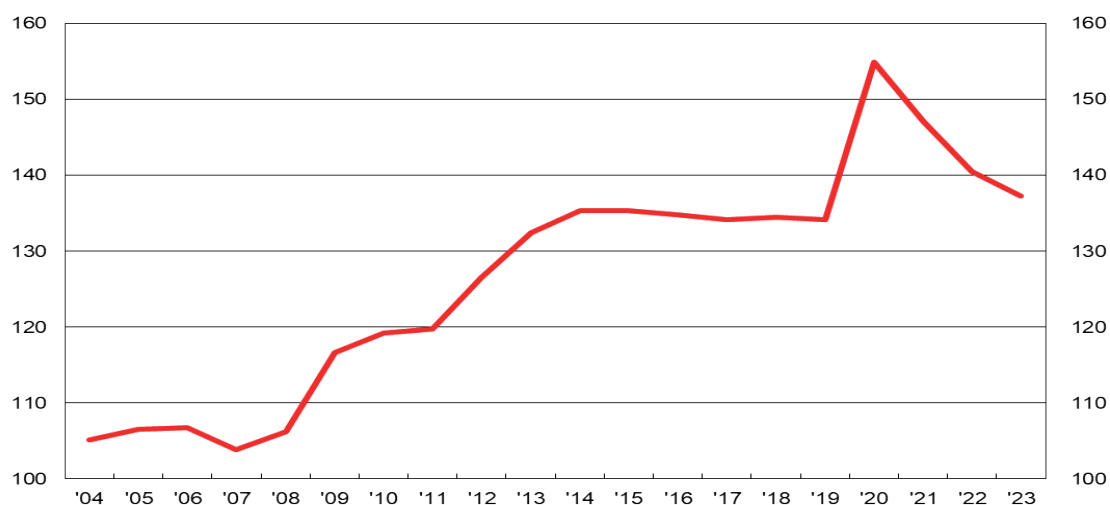


(*) Per coerenza con le previsioni pubblicate nel DEF 2024, si riportano per la Banca d'Italia le stime di crescita non corrette per le giornate lavorative. Le corrispondenti proiezioni di crescita corrette per le giornate lavorative sono 0,6 e 1 per cento nel 2024 e nel 2025 rispettivamente.

(1) Gli intervalli sono basati sulle proiezioni dei principali analisti privati censiti da Consensus Economics a aprile. Sono incluse le proiezioni di Allianz, Banca Nazionale del Lavoro, Bank of America - Merrill, Bloomberg Economics, Capital Economics, Centro Europa Ricerche, Citigroup, Confindustria, Deutsche Bank, Economist Intelligence Unit, Fitch Ratings, Goldman Sachs, HSBC, ING Financial Markets, Intesa Sanpaolo, LC Macro Advisors, Moody's Analytics, Natixis, Oxford Economics, Prometeia, Rabobank, REF Ricerche, S&P Global Market Intel, S&P Global Ratings, Société Generale, UBS, UniCredit.

Figura 2

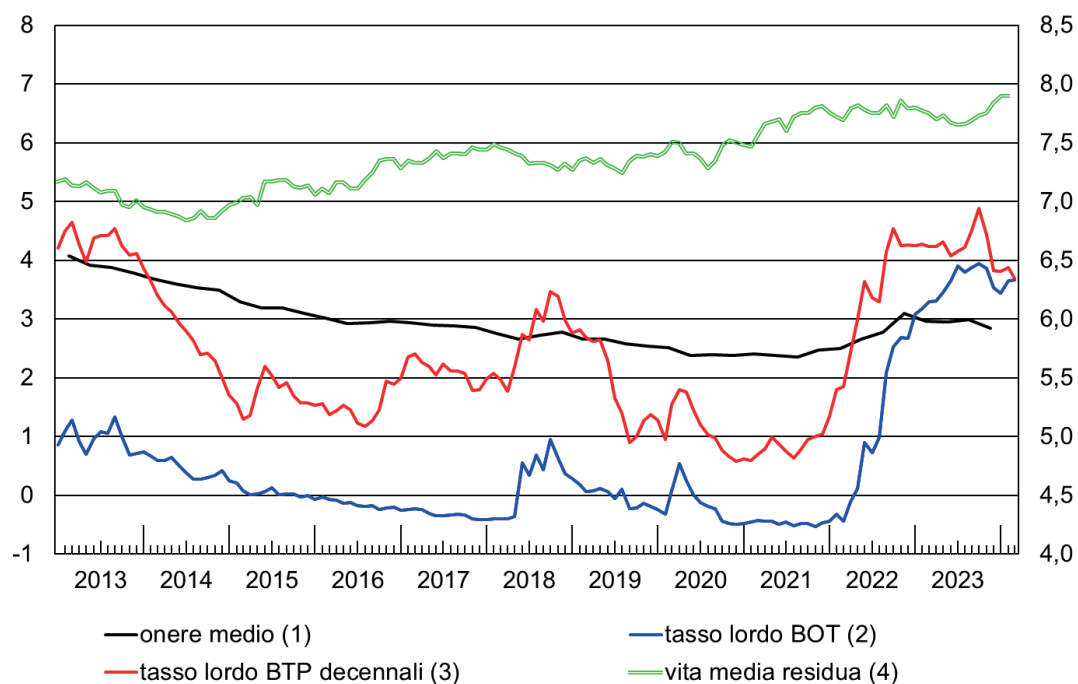
Debito delle Amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL)



Fonte: per il PIL, Istat (stima diffusa lo scorso 1° marzo).

Figura 3

Tasso lordo dei BOT e dei BTP decennali, onere medio e vita media residua del debito (valori percentuali e anni)



Fonte: per la spesa per interessi, Istat.

(1) Rapporto tra la spesa per interessi nei 4 trimestri precedenti e la consistenza del debito alla fine del corrispondente trimestre dell'anno precedente. – (2) Rendimento all'emissione calcolato come media ponderata, sulla base delle quantità assegnate, dei tassi composti di aggiudicazione alle aste di emissione regolate nel mese. – (3) Media mensile del rendimento a scadenza del titolo benchmark scambiato sul mercato telematico dei titoli di Stato. – (4) Scala di destra.

