



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

**nell'ambito dell'attività conoscitiva
preliminare all'esame della Nota di
aggiornamento del Documento di
economia e finanza 2018**

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

9 ottobre 2018

SINTESI DEI CONTENUTI

1. Il quadro macroeconomico

Dai primi mesi dell'anno il contesto internazionale è stato contrassegnato da segnali di rallentamento, che hanno rapidamente inciso anche sulla crescita dell'economia italiana. Secondo gli indicatori congiunturali disponibili nel terzo trimestre di quest'anno l'attività economica sarebbe rimasta molto debole.

Con riferimento alla certificazione delle previsioni macroeconomiche del MEF, l'UPB ha trasmesso i propri rilievi critici che evidenziano un eccessivo ottimismo del quadro programmatico per il 2019. In assenza di una revisione delle previsioni pubblicate nella NADEF coerente con tali rilievi, non è possibile per l'UPB procedere a una validazione positiva.

Il quadro programmatico si caratterizza per significativi e diffusi disallineamenti rispetto alle stime elaborate dal *panel* dei previsori UPB sulle principali variabili macroeconomiche. Risulta eccessivamente ottimistica sia la previsione di crescita del PIL reale (1,5 per cento) sia quella sul PIL nominale (3,1 per cento nel 2019), variabile quest'ultima cruciale per la dinamica degli aggregati di finanza pubblica. I disallineamenti che inducono un giudizio negativo riguardano, in ultima analisi, la dimensione – ma non il segno - dell'impatto della manovra sul quadro macroeconomico. Inoltre, non vanno trascurati i forti rischi al ribasso cui sono soggette le previsioni per il 2019 alla luce di diversi fattori: a) le deboli tendenze congiunturali di breve termine, che rendono poco realistiche forti inversioni di tendenza, rispetto allo scenario tendenziale, nel breve termine; b) la possibilità che nelle attese degli operatori di mercato lo stimolo di domanda ingenerato dall'espansione dell'indebitamento venga limitato dal contestuale aumento delle turbolenze finanziarie. Disallineamenti rispetto alle stime del panel UPB e rischi al ribasso sulla crescita reale riguardano anche il biennio 2020-2021, periodo al di fuori dell'orizzonte di validazione.

2. La finanza pubblica

In questo paragrafo si illustrano gli scenari tendenziale e programmatico di finanza pubblica contenuti nella NADEF.

Il documento prospetta un disavanzo all'1,8 per cento del PIL nel 2018 al di sopra di quanto indicato nel DEF principalmente a causa dell'aumento dei tassi di interesse maggiore di quanto previsto in primavera e di un peggioramento del quadro macroeconomico.

Nel triennio successivo, il disavanzo programmatico viene fatto salire rispetto al tendenziale al 2,4 per cento del PIL nel 2019, al 2,1 per cento nel 2020 e all'1,8 per cento

nel 2021. Nonostante il peggioramento del disavanzo, secondo il Governo il rapporto tra il debito e il PIL dovrebbe continuare la sua discesa dal 131,2 registrato nel 2017 al 126,7 per cento nel 2021 grazie soprattutto a una sostenuta crescita del PIL nominale.

Il peggioramento del disavanzo, insieme a misure di copertura da definire nella manovra di bilancio, verrà utilizzato per disinnescare gli aumenti delle imposte indirette previsti a legislazione vigente, un aumento degli investimenti pubblici rispetto al tendenziale e, soprattutto, le misure del programma di Governo, anch'esse da definire nei dettagli in sede di manovra di bilancio ma che in larga parte dovrebbero tradursi in aumenti di spesa corrente per prestazioni di assistenza sociale e pensionistiche.

In termini strutturali, nelle stime del Governo ciò implica un significativo peggioramento nel 2019 rispetto all'anno precedente e una sostanziale costanza nei due anni successivi per raggiungere un livello dell'1,7 per cento nel 2021. Nelle intenzioni del Governo, la convergenza verso il pareggio di bilancio in termini strutturali avverrà gradualmente solo negli anni a seguire, in particolare dopo che il PIL reale e il tasso di disoccupazione saranno tornati ai valori pre-crisi.

In attesa del disegno di legge di bilancio, il contenuto della NADEF permette già di formulare alcune prime osservazioni sullo scenario di finanza pubblica. In primo luogo, si osserva che il nuovo disavanzo programmatico della NADEF 2018 incorpora una maggiore spesa per interessi rispetto alle previsioni tendenziali, già riviste sensibilmente al rialzo rispetto a quanto indicato nel DEF 2018. Ciò è soprattutto dovuto all'aumento dello *spread* rispetto ai tassi di interesse degli altri paesi della UE registrato nei mesi recenti.

Inoltre, i saldi risentono di una disattivazione solo parziale della clausola di salvaguardia sulle imposte indirette nel 2020-21. Non computando gli introiti della clausola il deficit programmatico (con un esercizio meramente meccanico) salirebbe dal 2,4 per cento del PIL del 2019 al 2,8 per cento nel 2020 per poi posizionarsi al 2,6 per cento nel 2021.

Infine, sul versante degli impieghi della prossima manovra, la quota destinata a nuovi investimenti pubblici mira ad aumentarne l'incidenza sul PIL dall'1,9 per cento del 2018 al 2,3 per cento nel 2021. Si evidenzia come tale obiettivo della NADEF, peraltro condivisibile, risulti particolarmente ambizioso in confronto con i precedenti documenti e, soprattutto, con quanto realizzato a consuntivo. Pur considerando le intenzioni del Governo di rimuovere alcuni degli ostacoli che hanno rappresentato finora un freno alla realizzazione degli investimenti, gli incrementi programmati appaiono ambiziosi e ciò rappresenta uno dei rischi verso il basso sulla crescita del PIL delineata nel quadro programmatico.

3. La sostenibilità della finanza pubblica nel medio termine

In questo paragrafo viene valutata la sostenibilità delle finanze pubbliche del quadro programmatico di finanza pubblica pubblicato nella NADEF 2018.

Nello scenario *baseline*, ottenuto estrapolando gli obiettivi della NADEF sotto l'ipotesi che venga ripreso il percorso di aggiustamento verso il pareggio di bilancio, il rapporto tra il debito e il PIL continua a ridursi anche oltre il 2021; tuttavia, nel 2027 esso risulterebbe ancora al 109 per cento del PIL.

Anche nello scenario UPB, ottenuto utilizzando le relative previsioni di crescita e inflazione, il rapporto tra il debito e il PIL scende, anche se in misura moderata, entro la fine dell'orizzonte di previsione della NADEF e, in misura maggiore, negli anni successivi. La divergenza tra la traiettoria dello scenario UPB rispetto a quella della NADEF è pari a due punti percentuali nel 2021 e cresce fino a 8 punti percentuali nel 2027.

Ipotizzando l'assenza delle clausole di salvaguardia negli anni 2020-2021, il rapporto tra il debito e il PIL continuerebbe la sua discesa nel biennio 2020-21 seppur in misura minore rispetto allo scenario programmatico NADEF, collocandosi al 128,4 per cento alla fine del periodo di programmazione invece che al 126,7.

Un ulteriore esercizio di simulazione ha permesso di stimare il tasso di crescita del PIL reale che – a costanza di altre ipotesi come quella sull'inflazione – stabilizzerebbe la dinamica del rapporto tra il debito e il PIL al valore del 2018. I risultati della simulazione mostrano che il tasso di crescita del PIL reale tale da mantenere costante il rapporto è pari all'1 per cento nel 2019, allo 0,7 per cento nel 2020, e all'1,1 per cento nel 2021. Quindi, per esempio, un tasso di crescita del PIL reale al di sotto dell'1 per cento farebbe, a parità di deflatore del PIL, aumentare il rapporto tra il debito e il PIL nel 2019.

In altri esercizi, si ipotizzano diversi scenari per i tassi di interesse. I risultati di queste simulazioni mostrano che nel caso di maggiori tassi di interesse per un punto percentuale, la dinamica del rapporto tra il debito e il PIL mostra ancora una discesa. Nel caso di una dinamica particolarmente sfavorevole del differenziale tra tasso di interesse e crescita del PIL nominale (osservata in Italia nel 2011 per esempio), l'evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL mostrerebbe un andamento crescente fino al 2021. Invece, il sentiero del rapporto tra il debito e il PIL previsto nella NADEF sarebbe compatibile con uno scenario particolarmente favorevole del differenziale tra tasso di interesse e crescita del PIL nominale (osservato ad esempio nel 2000).

Sono stati inoltre simulati gli stessi scenari alternativi ma ipotizzando un diverso orientamento di politica di bilancio dopo il 2021. In particolare, invece di convergere verso il pareggio di bilancio come ipotizzato precedentemente, l'avanzo primario strutturale resta costante dal 2021 in poi al valore programmato nella NADEF. Con queste ipotesi, in tutti gli scenari la discesa del rapporto sarebbe ancora assicurata, anche se in misura ovviamente meno marcata rispetto a quelli precedenti. Nel caso dello

scenario relativamente sfavorevole, oltre a un aumento nel breve periodo, il rapporto tra il debito e il PIL mostrerebbe una sostanziale stabilità dopo il 2022 intorno al livello del 130 per cento.

4. Gli obiettivi di finanza pubblica alla luce delle regole di bilancio

Il presente paragrafo presenta una analisi del quadro programmatico della NADEF ai fini della valutazione del rispetto delle regole di bilancio nazionali.

I primi paragrafi concludono, come anche affermato nella NADEF, che gli obiettivi di finanza pubblica per il triennio 2019-2021 configurano un rischio di deviazione significativa sia in relazione alla regola sul saldo strutturale, ai fini dell'avvicinamento all'obiettivo di medio termine, sia in relazione alla regola sulla spesa. La regola sul debito non è soddisfatta con alcuno dei criteri previsti nell'ordinamento europeo, come recepito nell'ordinamento nazionale.

Nell'analisi della Relazione al Parlamento vengono evidenziati alcuni elementi problematici. In particolare, sembrerebbe mancare una compiuta analisi delle condizioni cicliche che hanno portato alla proposta del Governo di deviare dal percorso di avvicinamento all'obiettivo di medio termine, nonché la scansione temporale del piano di rientro. Viene poi dato conto della interlocuzione con la Commissione europea, dalla quale si evincono perplessità delle istituzioni sovranazionali sul quadro programmatico proposto con la NADEF. La mancanza di un quadro di condivisione degli spazi aggiuntivi di flessibilità sembrerebbe essere l'elemento di differenza maggiore rispetto alle Relazioni al Parlamento presentate negli esercizi precedenti.

1. Quadro macroeconomico

1.1 *Congiuntura mondiale*

Dai primi mesi dell'anno in corso il contesto macroeconomico internazionale si è andato gradualmente indebolendo, in concomitanza con le dichiarazioni e i primi provvedimenti protezionistici attuati dall'amministrazione statunitense, a cui hanno fatto seguito alcune misure di ritorsione. L'adozione di dazi su pannelli solari, lavatrici, acciaio e alluminio, nonché su specifici prodotti provenienti dalla Cina, paese individuato come particolarmente scorretto nelle pratiche commerciali nei confronti degli Stati Uniti, hanno frenato i flussi di commercio internazionale. Ciò si è riflesso, unitamente ai timori di ulteriori inasprimenti nelle misure restrittive, in una decelerazione dell'attività economica, risultata più evidente nell'area dell'euro e nei paesi emergenti (specialmente quelli dell'America Latina e la Turchia); per contro, la crescita del PIL negli Stati Uniti ha accelerato nel secondo trimestre del 2018. La favorevole fase ciclica ha indotto la Riserva Federale a proseguire nel sentiero di normalizzazione della politica monetaria, effettuando il terzo rialzo del 2018 del tasso d'interesse di riferimento. Il vigore della dinamica produttiva e l'intonazione della politica monetaria hanno contribuito al rafforzamento della valuta statunitense.

Il prezzo del petrolio è aumentato, soprattutto per fattori di offerta e l'inflazione nell'area dell'euro è salita intorno al 2 per cento. La Banca centrale europea a partire dal primo ottobre ha dimezzato il programma di acquisto di attività, pur mantenendo inalterata la politica del reinvestimento del capitale.

In questo contesto di rallentamento ordinato dell'attività economica non mancano rischi che, allo stato attuale, appaiono maggiormente orientati verso il basso. L'acuirsi delle tensioni commerciali, tra gli Stati Uniti e la Cina, in via principale, ma anche verso gli altri *partner* potrebbe inferire un duro colpo agli scambi internazionali e alla crescita. La normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti, con il conseguente incremento dei tassi di interesse, unitamente all'aumento di volatilità nei mercati finanziari dei paesi emergenti e al peggioramento delle prospettive in alcuni paesi (Argentina, Brasile, Turchia), potrebbero indurre un *flight-to-quality* con repentini movimenti di capitale, conseguenza anche di tensioni geopolitiche che perdurano da anni. Ulteriori restrizioni all'offerta di prodotti petroliferi potrebbero implicare nuovi aumenti delle quotazioni, con riflessi negativi per i paesi importatori netti di materie prime energetiche.

1.2 *Le ipotesi NADEF sulle variabili internazionali*

L'insieme delle esogene internazionali della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) recepisce il rallentamento che si è registrato nella dinamica dell'attività economica internazionale. In particolare, rispetto alle ipotesi del Documento di economia e finanza (DEF) la crescita del commercio mondiale risulta ridotta nell'anno

corrente di un punto percentuale e di mezzo punto nel 2019, mentre si mantiene pressoché invariata nel biennio 2020-21. Le proiezioni per i mercati rilevanti per l'Italia, i cui tassi di crescita risulterebbero più elevati di quelli del commercio mondiale, sono riviste al ribasso come per il commercio mondiale nel 2018 e 2019, ma al rialzo negli anni 2020 e 2021.

Nella NADEF si rivede anche il cambio euro/dollaro rispetto al DEF. L'ipotesi tecnica specificata nel documento (che implica valori costanti, sull'orizzonte di previsione, del dato medio degli ultimi 10 giorni lavorativi) comporta un apprezzamento del dollaro nel 2018 di poco inferiore al 5 per cento e un successivo marginale indebolimento (-2,2 per cento) nel 2019. Ne risulta un cambio dell'euro più debole rispetto a quanto ipotizzato nel DEF negli anni 2019 e seguenti e pari a 1,16, contro l'1,23 ipotizzato lo scorso aprile).

Le quotazioni del petrolio sono riviste al rialzo su tutto l'orizzonte previsivo, scontando sia l'aumento dei prezzi *spot* avvenuto tra aprile e settembre, sia le aspettative degli operatori desunte dalle quotazioni *futures*. Rispetto al DEF nella NADEF si anticipa un incremento molto più marcato del prezzo del Brent in euro nel 2018 rispetto al 2017 (del 27,8 per cento, rispetto al 10,1 del DEF), e un contenuto incremento anche nel 2019, a fronte di una diminuzione attesa ad aprile. Per quanto riguarda il successivo biennio, la dinamica della NADEF ricalca sostanzialmente i lievi cali già anticipati nel DEF. Nelle ultime settimane le quotazioni petrolifere hanno continuato ad aumentare per cui, nel caso in cui tali tendenze si consolidassero, le ipotesi della NADEF risulterebbero inferiori rispetto alle attese di mercato.

Scontando la più recente evoluzione avvenuta sui mercati dei titoli di Stato, con tassi di collocamento in aumento rispetto alla prima parte dell'anno, nella NADEF i tassi di interesse, sia a breve sia a lungo termine, sono stati rivisti al rialzo. Le ipotesi sui tassi d'interesse rappresentano uno dei fattori d'incertezza più importanti di questa previsione. Negli ultimi mesi è cresciuta la volatilità sui rendimenti dei titoli obbligazionari italiani, per cui in prospettiva le attese incorporate nella NADEF comportano elevati elementi di rischio.

In definitiva, le ipotesi sul commercio mondiale e sui tassi di cambio, appaiono in linea con le recenti attese di istituzioni e analisti di mercato. I più recenti andamenti del prezzo del petrolio segnalano alcuni elementi di disallineamento che, se confermati nel prosieguo dell'orizzonte previsivo, possono ripidamente impattare sulla crescita e sui prezzi. Le ipotesi sui tassi d'interesse sono altresì soggette a elevati fattori di rischio.

1.3 Congiuntura italiana

L'ultima pubblicazione dei conti trimestrali, diffusa dall'Istat il 3 ottobre scorso, ha confermato il profilo congiunturale e tendenziale del PIL delle stime di fine agosto: nel secondo trimestre di quest'anno l'economia italiana si sarebbe espansa dello 0,2 per

cento rispetto al periodo precedente e dell'1,2 per cento nei confronti dello stesso trimestre del 2017. A seguito di tale evoluzione, la variazione acquisita del PIL per l'anno in corso si attesterebbe allo 0,9 per cento.

L'attività economica nel secondo trimestre è stata trainata dalla *performance* positiva delle spese per investimento e, in misura minore, dall'accumulo di scorte, a fronte di un contributo nullo dei consumi finali. L'apporto positivo alla crescita fornito dalle componenti interne di domanda è stato però parzialmente eroso dal contributo negativo della domanda estera netta; esso deriva dalla sostanziale stasi delle esportazioni (dopo la marcata contrazione nel trimestre invernale, -2,4 per cento) a fronte della dinamica vivace delle importazioni (1,6 per cento rispetto a gennaio-marzo). Dal lato dell'offerta sono emersi andamenti congiunturali moderatamente positivi per il valore aggiunto delle costruzioni e dei servizi; per contro la crescita settoriale è stata pressoché piatta nell'industria in senso stretto e in netta flessione nell'agricoltura.

Al debole andamento della produzione industriale nei primi due trimestri del 2018 (mediamente in flessione dello 0,2 per cento in termini congiunturali) è seguito un brusco calo in luglio (-1,8 per cento rispetto al mese precedente); secondo le stime dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) l'attività industriale recupererebbe in agosto, ma nel complesso del trimestre estivo la produzione risulterebbe pressoché invariata rispetto ai livelli registrati in primavera. Segnali di debolezza per il comparto manifatturiero giungono anche dagli indicatori qualitativi. Il *Purchasing Managers' Index* (PMI) è sceso in luglio e agosto per stabilizzarsi in settembre in prossimità della soglia comunemente intesa come spartiacque tra fasi di espansione e contrazione. Nello stesso mese l'indice Istat sulla fiducia delle imprese manifatturiere è rimasto sui livelli di agosto, quando aveva scontato una flessione di circa due punti. Nella media dei primi sette mesi dell'anno, la produzione delle costruzioni ha segnato un incremento su base tendenziale (1,3 per cento), rimanendo comunque prossima ai livelli storicamente bassi che hanno caratterizzato il periodo 2015-17. Il clima di fiducia nell'edilizia, pur mantenendosi lungo una tendenza positiva, ha segnato un arretramento in agosto-settembre. Il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa in giugno-luglio, segnala che le attese degli operatori sulle prospettive di breve e medio termine del mercato immobiliare sono relativamente positive, sebbene inferiori rispetto alla rilevazione condotta nei mesi primaverili. Il settore dei servizi è risultato in ulteriore espansione nel secondo trimestre dell'anno (il valore aggiunto è aumentato dello 0,3 per cento in termini congiunturali), nonostante la dinamica stagnante dei consumi privati. Gli indicatori qualitativi forniscono indicazioni prospettiche caute, con un livello della fiducia nel settore dei servizi di mercato nella media luglio-settembre in calo rispetto al secondo trimestre e pressoché stagnante per quello del comparto del commercio al dettaglio; l'indice PMI dei servizi, pur recuperando in settembre, nel complesso del trimestre estivo è rimasto sostanzialmente stabile. Per quanto riguarda l'insieme dei settori produttivi, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, si posiziona nella media luglio-settembre su un valore lievemente inferiore rispetto a quello del secondo trimestre, risultante da una flessione della componente relativa alla manifattura e ai servizi solamente in parte bilanciata dai rialzi per le costruzioni e il commercio al dettaglio. Anche gli indicatori sintetici del ciclo economico, elaborati da varie Istituzioni, segnalano l'indebolimento della fase ciclica. L'indice coincidente della crescita di fondo elaborato dalla Banca d'Italia, ITA-coin, in settembre si è confermato appena sopra lo zero; nello stesso mese l'indicatore anticipatore Istat prosegue la sua tendenza al ribasso, in atto dalla fine del 2017.

La debole evoluzione degli indicatori congiunturali si riflette nelle stime dei modelli UPB di breve periodo. Nel terzo trimestre si attende una crescita del PIL appena positiva, con

rischi al ribasso derivanti dalla volatilità del ciclo industriale; nello scorcio finale dell'anno dovrebbe seguire una stabilizzazione della dinamica o un marginale recupero. Tale profilo condurrebbe a un incremento del PIL aggiustato per il calendario nel 2018 di un punto percentuale. Tenendo inoltre conto del maggior numero di giorni lavorativi rispetto al 2017, il PIL annuale non aggiustato per il calendario (dato confrontabile con la stima del Governo) aumenterebbe nel 2018 dell'1,1 per cento. La debole fase ciclica in corso incide anche sul trascinarsi statistico rispetto alla crescita del PIL per il prossimo anno, che sulla base delle stime UPB risulterebbe molto contenuto (0,2 per cento).

Anche sul fronte dei prezzi al consumo la dinamica in Italia resta debole. Nonostante alcuni recenti segnali di ripresa, l'inflazione si mantiene inferiore a quella dell'area dell'euro e continua a essere influenzata dalle componenti maggiormente erratiche.

Le stime preliminari Istat indicano una lieve diminuzione dell'indice nazionale dell'inflazione in settembre (1,5 per cento da 1,6 di agosto). I prezzi dei beni alimentari e dei servizi di trasporto, avrebbero risentito della fine del periodo estivo; la dinamica della componente energetica è altresì scesa, ma resta su valori molto elevati (9,3 per cento su base annua) sulla scia della risalita del prezzo del petrolio e del deprezzamento dell'euro. La variazione acquisita dell'inflazione al consumo per il 2018 è pari all'1,2 per cento. La dinamica della misura di fondo, che esclude gli energetici e gli alimentari freschi, non mostra invece pressioni al rialzo e si mantiene stabilmente al di sotto del punto percentuale (0,8 per cento su base annua in settembre).

Le pressioni derivanti dal mercato del lavoro restano modeste, sebbene a fronte di qualche segnale di incremento.

Il costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria è salito nel secondo trimestre di quest'anno del 2,6 per cento su base annua, valore più alto dalla fine del 2013, riflettendo anche il progressivo venire meno delle decontribuzioni sugli assunti a tempo indeterminato nel 2015 e nel 2016. A tale fattore si affiancano poi gli effetti dei rinnovi contrattuali del pubblico impiego per il biennio 2016-18, che hanno innalzato le retribuzioni nelle Amministrazioni Pubbliche del 4,9 per cento.

Nel settore del credito perdurano condizioni di stabilizzazione sulle quantità e sui tassi, benché con qualche segnale di maggior cautela da parte delle banche nei criteri di erogazione dei prestiti. La dinamica della domanda di prestiti da parte delle imprese appare in crescita moderata nel secondo trimestre dell'anno, sebbene a un ritmo inferiore rispetto a quello osservato all'inizio del 2018. Si conferma relativamente più elevata la crescita dei mutui delle famiglie, favoriti dai bassi tassi di interesse. L'indagine sugli operatori indicherebbe il perdurare di una fase di espansione della domanda di credito. Di diversa intonazione risultano i risultati più recenti dell'inchiesta Istat sulle imprese manifatturiere che, a settembre, segnalano un peggioramento delle condizioni di finanziamento, soprattutto per le aziende di piccole dimensioni.

L'occupazione nei primi otto mesi dell'anno ha continuato il percorso di recupero dal punto di minimo raggiunto a fine 2013. Pur in presenza di una crescita economica in lieve rallentamento, il tasso di occupazione ha guadagnato ulteriore slancio in agosto,

portandosi al 59 per cento, con incrementi distribuiti su entrambe le componenti di genere. Alla crescita degli occupati si è accompagnata una riduzione del tasso di disoccupazione (al 9,7 per cento) e un lieve recupero degli inattivi.

La crescita dell'occupazione su base annua nei primi otto mesi del 2018 ha interessato in maggior misura i lavoratori a termine, ma è salito lievemente anche il numero dei dipendenti; si è ridotta la domanda di lavoratori indipendenti e in minor misura di quelli con contratto permanente. I dati amministrativi dell'Osservatorio INPS sul precariato indicano un aumento delle assunzioni nel periodo gennaio-luglio 2018 del 6,5 per cento rispetto allo stesso periodo del 2017, principalmente concentrato sui contratti di apprendistato, a tempo determinato e intermittenti. Al contempo, aumentano in modo consistente le trasformazioni dei contratti da tempo determinato a tempo indeterminato, che nei primi sette mesi dell'anno hanno superato le 100.000 unità. Nello stesso periodo, gli incentivi fiscali per il progetto "Giovani" (L. 27/12/2017 n. 202) hanno interessato circa 70.000 posizioni lavorative ovvero circa il 7 per cento del totale dei rapporti a tempo indeterminato attivati.

1.4 La validazione del quadro macroeconomico

L'UPB sottopone a validazione le previsioni macroeconomiche pubblicate nella NADEF che si articolano in uno scenario tendenziale, basato sulle previsioni di finanza pubblica a legislazione vigente, e uno scenario programmatico, che incorpora gli interventi di politica economica che il Governo preciserà nella legge di bilancio. La normativa europea richiede la validazione delle sole previsioni programmatiche; in accordo con il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), l'UPB estende l'esercizio di validazione anche alle previsioni dello scenario tendenziale. L'orizzonte della validazione concerne il periodo oggetto del Documento programmatico di bilancio (DPB), ossia, nel caso della NADEF 2018, il biennio 2018-19. Per gli anni successivi (2020-21), l'UPB valuta il realismo della previsione del Governo al di fuori del processo di validazione.

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

L'esercizio viene effettuato attraverso l'analisi complessiva dei quadri macroeconomici ipotizzati dal MEF, attingendo da varie fonti informative: 1) le stime UPB circa gli andamenti di breve periodo del PIL e delle componenti di domanda; 2) le previsioni annuali dell'UPB, effettuate con il modello econometrico UPB-Istat, impiegato nell'ambito dell'Accordo-quadro sottoscritto con questo Istituto; 3) le previsioni annuali prodotte dagli istituti indipendenti (CER, Prometeia, REF.ricerche) facenti parte del *panel* UPB; 4) il monitoraggio delle più recenti previsioni di altre istituzioni nazionali e internazionali. È stata inoltre condotta un'analisi della coerenza interna dei quadri elaborati dal MEF con l'insieme delle variabili esogene internazionali. La valutazione complessiva, incentrata sui predetti strumenti, tiene naturalmente conto dei margini di incertezza che caratterizzano le previsioni. Ai fini di un confronto omogeneo con le previsioni del MEF, le stime dei previsori del *panel* UPB (inclusive anche delle previsioni UPB) sono state formulate sulla base delle stesse ipotesi sulle variabili esogene internazionali adottate dal MEF. Inoltre, per il quadro programmatico, i previsori del *panel* UPB adottano la stessa ipotesi della manovra per il triennio 2019-2021, elaborata dall'UPB tenendo conto delle indicazioni della

NADEF e delle informazioni ricevute dal MEF sulle differenze tra la finanza pubblica incorporata nel quadro programmatico e nel tendenziale.

L'UPB ha trasmesso lo scorso 19 settembre la lettera di validazione del quadro macroeconomico tendenziale 2018-19, che riporta una valutazione positiva circa la plausibilità delle stime del Governo per tale biennio, ma sottolinea i rilevanti fattori di rischio sia per il biennio di validazione sia per i due anni successivi¹. Ciò è avvenuto dopo che l'UPB aveva comunicato, il 13 settembre, i propri rilievi su una prima versione provvisoria della previsione governativa a cui era seguita la predisposizione di un nuovo quadro macroeconomico tendenziale che ha infine ricevuto la validazione.

Quanto al quadro macroeconomico programmatico, nella mattinata di oggi l'UPB ha trasmesso al MEF i propri rilievi critici, che evidenziano un eccessivo ottimismo delle previsioni ufficiali del 2019. In assenza di una revisione coerente con tali rilievi, l'UPB si troverebbe nell'impossibilità di validarlo positivamente.

1.4.1 La validazione del quadro macroeconomico tendenziale

Il Consiglio dell'UPB ha validato le previsioni tendenziali per gli anni 2018-19, pur sottolineando la presenza di significativi rischi al ribasso sulla crescita reale del PIL e marginali disallineamenti rispetto alle stime del *panel* UPB. Quanto alle previsioni per gli anni successivi, vale a dire per il biennio 2020-21 (che non sono oggetto di validazione), si sottolinea la prevalenza di fattori di rischio negativo, che pesano sulle prospettive dei principali aggregati macroeconomici.

In quanto segue si richiamano i tratti essenziali dello scenario tendenziale della NADEF e i risultati dell'analisi di valutazione dell'UPB (tab. 1.2).

Nel quadro tendenziale del Governo la crescita dell'economia italiana passerebbe dall'1,6 per cento del 2017 all'1,2 quest'anno e allo 0,9 nel 2019; nel biennio 2020-21 il ritmo di sviluppo si irrobustirebbe lievemente, all'1,1 per cento. Rispetto al DEF di aprile si registra una revisione al ribasso su tutto l'orizzonte previsivo, più marcata per gli anni 2018 e 2019 (rispettivamente pari a tre e cinque decimi di punto percentuale).

Con riferimento alla procedura di validazione, la figura 1.1 riporta i confronti tra i tassi di crescita dei principali aggregati macroeconomici nelle previsioni tendenziali della NADEF e nelle stime del *panel* UPB. Per gli anni 2018-19, il tasso di crescita del PIL reale è all'interno di un accettabile intervallo di valutazione, pur in presenza di un lieve disallineamento nell'anno in corso.

¹ La lettera di validazione è disponibile al seguente indirizzo: <http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2018/10/Lettera-di-validazione-QMT-NADEF-2018-con-allegato.pdf>.

La valutazione complessiva di accettabilità delle stime tendenziali della NADEF tiene conto: a) dell'entità modesta degli sforamenti, considerando anche il grado di incertezza sulle attuali prospettive di breve periodo; b) di una stima nella NADEF del PIL nominale – variabile direttamente rilevante per la finanza pubblica – allineata all'*upper bound* del *panel* UPB. Si sottolinea comunque la rilevanza di vari rischi, sia nel breve sia nel medio periodo, che appaiono prevalentemente orientati al ribasso sulla crescita economica.

Le variabili relative al mercato del lavoro, costi e prezzi della NADEF risultano coerenti con gli altri principali indicatori del quadro macroeconomico tendenziale e si mantengono, con la sola eccezione del tasso di disoccupazione, nell'intorno dei valori mediani del *panel* UPB. L'aumento del deflatore dei consumi, che l'anno prossimo recepirebbe l'incremento dell'IVA, coincide con la mediana del *panel* in ciascun anno del biennio 2018-19. Nello stesso periodo la dinamica del deflatore del PIL si colloca in prossimità del limite dell'intervallo di variazione delle previsioni; quella del PIL nominale (al 2,5 e 2,7 per cento, rispettivamente nel 2018 e 2019) non eccede l'estremo superiore delle previsioni del *panel*.

Per quanto attiene al periodo 2020-21, che non è oggetto di validazione da parte dell'UPB, la previsione sulla crescita del PIL (1,1 per cento in entrambi gli anni) nel quadro tendenziale della NADEF si colloca nella media del biennio sull'estremo superiore delle stime del *panel* UPB. Per quanto accettabile rispetto all'intervallo di variazione definito dal *panel*, la crescita di medio termine stimata nella NADEF risulterebbe relativamente elevata, se confrontata con le stime prevalenti sul potenziale dell'economia italiana.

Le previsioni sull'ultimo biennio dell'orizzonte quadriennale sono sempre soggette a margini di incertezza ampi. Nel caso delle stime della NADEF 2018, effettuate quest'anno, l'incertezza è ancora maggiore, in considerazione dei rilevanti fattori di rischio al ribasso che gravano sugli esercizi di previsione (par. 1.5).

1.4.2 La validazione del quadro macroeconomico programmatico

Il quadro programmatico si differenzia da quello tendenziale per gli effetti complessivi sull'economia delle misure che il Governo intende attuare con la legge di bilancio (si veda per una descrizione il capitolo 2 di questa audizione). L'orizzonte temporale dell'esercizio di validazione riguarda il 2018 e il 2019. Gli andamenti del 2018 non sono influenzati dalla manovra, per cui coincidono con quelli tendenziali (la cui validazione è discussa nel precedente paragrafo). Per il 2019, la valutazione UPB si basa su informazioni generali e preliminari, fornite dal MEF, sulla composizione della manovra. L'effettiva e specifica articolazione delle misure di finanza pubblica che andranno a costituirle verrà però definita solo con la legge di bilancio per il 2019.

Sulla base di tali informazioni l'UPB ha effettuato una valutazione complessiva della previsione programmatica del Governo, avvalendosi come di consueto delle analisi svolte dal *panel* UPB. L'UPB è giunto alla conclusione che le previsioni macroeconomiche sul 2019 nel quadro programmatico di questa versione della NADEF non possono essere validate. Tale valutazione discende dai significativi e diffusi disallineamenti sulle principali variabili del quadro programmatico, con riferimento sia ai volumi sia ai prezzi. La decisione è inoltre corroborata dall'analisi sulle tendenze congiunturali in corso e sulle attese di breve termine. Infine, anche per quanto attiene alle previsioni degli anni successivi (biennio 2020-21), che non sono oggetto di validazione, le proiezioni delle principali variabili macroeconomiche della NADEF eccedono gli estremi superiori delle stime del *panel*.

Si illustra sinteticamente di seguito lo scenario programmatico; successivamente si descrivono gli elementi presi in considerazione nell'esercizio svolto con il *panel* UPB, ai fini della valutazione congiunta del quadro programmatico del Governo presentato nella NADEF 2018.

La manovra porta l'indebitamento netto del 2019 al 2,4 per cento del PIL, ampliandolo di 1,2 punti percentuali rispetto al quadro tendenziale. Questa differenza tra disavanzo programmatico e tendenziale resta poi pressoché costante nella media del biennio 2020-21. Nel quadro del MEF la manovra dispiega i suoi effetti sul sistema economico velocemente, in quanto già nel 2019 innalza la crescita del PIL all'1,5 per cento, sei decimi di punto in più rispetto allo scenario tendenziale (tab. 1.3). Le misure di politica economica comportano un forte stimolo all'accumulazione di capitale, che beneficia dei maggiori investimenti pubblici, ma anche di un marcato miglioramento dell'accumulazione di macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto. La spesa per consumi privati trae vantaggio dalla mancata attivazione, nell'anno di validazione, delle clausole di aumento dell'IVA, per cui viene stimato un aumento di oltre mezzo punto percentuale rispetto alla dinamica tendenziale. L'intervento sull'imposizione indiretta contribuisce alla sostanziale stabilizzazione dell'inflazione (misurata dal deflatore dei consumi privati) poco sotto l'1,5 per cento, mentre nel tendenziale sarebbe aumentata oltre il due per cento. Tale dinamica influisce in misura molto limitata su quella del deflatore del PIL, che si riduce rispetto allo scenario tendenziale di due decimi di punto. Nel complesso il PIL nominale è atteso aumentare del 3,1 per cento (0,4 punti oltre il tendenziale).

Nel biennio 2020-21 lo stimolo sull'attività economica indotto dalle misure programmate si attenua lievemente, ma rimane elevato. La crescita del PIL è maggiore rispetto allo scenario a legislazione vigente di circa mezzo punto percentuale nel 2020, di tre decimi di punto nel 2021. L'aumento degli investimenti, sia pubblici sia privati, resta assai sostenuto; la spesa delle famiglie, che nel 2020 fronteggia un incremento dell'IVA (per la disattivazione solo parziale della clausola di salvaguardia), conferma tassi di crescita prossimi a quelli del 2019. Le variazioni sull'imposizione indiretta sostengono i prezzi; il deflatore del PIL nel biennio si attesta su una dinamica media dell'1,8 per cento,

superiore di due decimi di punto a quella dello scenario tendenziale. Ne consegue, tenuto anche conto dei citati andamenti della componente reale, un incremento del PIL nominale del 3,5 per cento nel 2020 e del 3,1 nel 2021.

Si indicano di seguito le motivazioni che non rendono possibile la validazione dello scenario programmatico della NADEF.

Rispetto alle previsioni dei principali operatori nazionali e internazionali al momento disponibili, la dinamica delle più rilevanti variabili rappresentative dell'attività economica e dei prezzi stimata nella NADEF appare eccessiva.

- Nelle stime del *panel* UPB (fig. 1.2) la crescita stimata dal MEF per il PIL del 2019 eccede sia quella della mediana sia quella dell'estremo superiore in misura non trascurabile (due decimi di punto percentuale). Il disallineamento deriva interamente dalle previsioni sulle maggiori componenti della domanda interna, consumi e investimenti. In particolare, gli investimenti in beni strumentali, che sono principalmente operati dal settore privato, registrano nella NADEF una crescita eccedente rispetto a quella dell'estremo superiore del *panel*, per circa due punti percentuali; la prudenza nelle proiezioni del *panel* risiede anche nella considerazione che tale componente ha ormai sostanzialmente recuperato i valori precedenti la crisi dei debiti sovrani per cui occorrono miglioramenti nelle aspettative di profitto delle imprese affinché la dinamica resti elevata. Inoltre, i recenti segnali di iniziali restrizioni nei criteri di erogazione del credito, verosimilmente indotti dalla volatilità registrata sui mercati dei titoli obbligazionari a reddito fisso, suggerirebbero prudenza nell'indicare previsioni sugli investimenti privati ampiamente superiori a quelle del tendenziale.
- I divari rispetto alle stime del *panel* non sono trascurabili anche per quanto riguarda i prezzi. Il deflatore del PIL eccede l'*upper bound* del *panel* UPB, sebbene in misura lieve. Rispetto allo scenario a legislazione vigente si registra una minore accelerazione dell'inflazione (misurata dal deflatore dei consumi) per otto decimi di punto percentuale, coerentemente con la disattivazione delle clausole sull'IVA; di contro, il deflatore del PIL si riduce rispetto allo scenario tendenziale soltanto di 0,2 punti percentuali, quindi in misura assai attenuata rispetto all'incidenza dei consumi sul totale del PIL (in condizioni di sostanziale invarianza sui deflatori all'*import* e all'*export*).
- Tenendo conto anche dei citati scostamenti sulle variabili reali, la dinamica del PIL nominale, variabile direttamente legata agli andamenti dei maggiori aggregati di finanza pubblica, risulta molto diversa rispetto al consenso del *panel*: il divario di crescita è di sette decimi di punto percentuale rispetto alla mediana e di quattro decimi rispetto all'estremo superiore. In precedenti esercizi l'UPB aveva validato quadri macroeconomici con lievi disallineamenti sulla crescita, ma in virtù di stime sul PIL nominale all'interno dell'intervallo di

variazione definito dai previsori del *panel*. Scostamenti per il PIL nominale hanno particolare importanza in questo esercizio, in quanto incidono sulla prudenza richiesta al quadro macroeconomico anche per le implicazioni sugli indicatori di finanza pubblica (solo per fare un esempio, semplicemente utilizzando il PIL nominale della previsione UPB, la più vicina tra quelle del *panel* alla previsione della NADEF, il rapporto debito pubblico/PIL nel 2021 risulterebbe più alto di un punto percentuale rispetto alla proiezione ufficiale).

- Anche le attese dei principali previsori esterni sembrano discostarsi dal quadro programmatico del Governo. Già prima della presentazione della NADEF, quando la maggior parte degli analisti incorporava la completa disattivazione delle clausole sull'IVA senza corrispettive coperture di bilancio, le stime sulla crescita del PIL dell'Italia per il 2019 erano molto concentrate intorno all'1,0 per cento (tab. 1.4). Tenendo conto che nello scenario programmatico di finanza pubblica, al netto dell'intervento sulle clausole vi è un'espansione del disavanzo di circa mezzo punto percentuale di PIL, l'attesa del MEF di una crescita del PIL dell'1,5 per cento implicherebbe un moltiplicatore sostanzialmente unitario già nel primo anno, poco coerente con l'evidenza empirica disponibile.

Un altro ordine di considerazioni riguarda le dinamiche infrannuali, sia con riferimento alle tendenze cicliche sia per quanto attiene alla tempistica degli stimoli di bilancio.

- Come osservato nella sezione 1.3, la fase congiunturale dell'economia italiana si è progressivamente indebolita nella prima metà dell'anno e, secondo le previsioni UPB, la crescita dell'attività economica resterebbe molto contenuta anche nel breve termine. Incorporando uno scenario di variazione del PIL dello 0,1 per cento sia nel terzo sia nel quarto trimestre di quest'anno, il trascinarsi statistico al 2019 sarebbe molto basso (0,2 per cento). Ne deriva che per conseguire una variazione annua del prodotto dell'1,5 per cento sarebbe necessaria una forte e rapida accelerazione già dal primo trimestre del 2019, su ritmi non inferiori allo 0,5 per cento in termini congiunturali in tutti e quattro i trimestri (una tale ricorrenza non si verifica in Italia dalla fine degli anni novanta). Andamenti più progressivi e più realistici resterebbero invece coerenti con il quadro tendenziale del MEF (per conseguire l'aumento annuo dello 0,9 per cento sarebbe sufficiente una crescita dello 0,3 per cento sul periodo precedente nei quattro trimestri del prossimo anno).
- Quanto precede rileva anche in virtù della verosimile distribuzione temporale delle misure programmate dal Governo nei prossimi trimestri. L'incremento degli investimenti pubblici, che sono tipicamente molto espansivi, nello scenario programmatico si somma alla netta inversione di tendenza già stimata nello scenario a legislazione vigente; ne consegue che la componente ascrivibile al programmatico potrebbe ragionevolmente concentrarsi nella seconda metà del 2019, più che nei primi mesi. Anche l'avvio del Reddito di cittadinanza, che

comporta un'espansione del reddito disponibile delle famiglie più disagiate, (e con propensione al consumo più elevata) potrebbe richiedere qualche mese per essere attivato.

Infine, si segnala la possibile moderazione degli effetti espansivi della manovra sulla crescita, a causa della reazione degli investitori finanziari. Successivamente all'annuncio degli obiettivi di finanza pubblica, avvenuto a fine settembre, le tensioni sul mercato dei titoli di Stato italiani sono rapidamente tornate a inasprirsi, in misura non trascurabile. Poiché la nostra economia è più esposta di altre a tali turbolenze, in considerazione dell'elevato *stock* di debito pubblico da rifinanziare, la perdita di valore degli attivi finanziari può riverberarsi sulla fiducia e quindi sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese.

Gli elementi di perplessità già rilevati per l'anno prossimo tendono a rafforzarsi sul biennio 2020-21. La risposta dell'economia allo stimolo fiscale resta elevata, nonostante nel biennio le clausole sull'IVA vengano disattivate solo in parte. Il ritmo di crescita dell'attività economica eccede l'estremo superiore dei previsori del *panel* UPB in entrambi gli anni. In termini di componenti di domanda, oltre ai valori elevati sugli investimenti in macchinari e attrezzature, similmente a quanto avveniva per il 2019, si rilevano anche scostamenti rispetto alle stime del *panel* sulle previsioni dei consumi privati.

Anche sui prezzi si registrano dei disallineamenti, soprattutto sulla componente del deflatore dei consumi, e il PIL nominale nel 2020 eccede agli estremi superiori del *panel*.

Nel complesso, sul biennio 2020-21 il moltiplicatore dello *shock* di finanza pubblica resta relativamente alto, sia con riferimento all'attività economica sia per quanto attiene ai prezzi. Inoltre, il ritmo di crescita a fine periodo è stimato ben oltre le prevalenti stime sul potenziale di sviluppo dell'economia italiana, ancora di più rispetto a quanto già osservato nel commento sullo scenario tendenziale. Poiché gli stimoli fiscali di domanda normalmente tendono a riassorbirsi nel tempo, la crescita di medio termine dovrebbe piuttosto rientrare verso i ritmi di sviluppo di fondo dell'economia italiana.

In conclusione, il giudizio negativo sul quadro macroeconomico programmatico della NADEF per il 2019 si fonda sui forti rischi al ribasso, alla luce di considerazioni su diversi aspetti: a) i disallineamenti rispetto alle attese sulle principali variabili macroeconomiche del *panel* UPB e a quelle dei più accreditati previsori, nazionali e internazionali; b) le deboli tendenze congiunturali di breve termine, che rendono poco realistiche forti deviazioni al rialzo rispetto allo scenario tendenziale del prossimo anno (validato dall'UPB); c) il rischio che nelle attese degli operatori di mercato lo stimolo di domanda ingenerato dall'espansione dell'indebitamento venga limitato dal contestuale aumento delle turbolenze finanziarie.

I fattori di incertezza sulla crescita reale riguardano anche il biennio 2020-21, periodo al di fuori dell'orizzonte di validazione, quando lo stimolo di domanda associato all'espansione di bilancio sembrerebbe avere effetti elevati e persistenti.

1.5 *Rischi dello scenario internazionale*

Le prospettive di medio termine appaiono caratterizzate da forti rischi, prevalentemente orientati al ribasso sulle condizioni di crescita. Di seguito si riportano alcuni possibili scenari, la cui origine è di natura esterna, ma che avrebbero importanti conseguenze avverse sull'economia italiana.

Guerra commerciale. Il 2018 ha segnato l'avvio di misure protezionistiche i cui effetti, al momento non chiaramente quantificabili, potrebbero aver contribuito all'indebolimento del commercio mondiale, eventualmente anche soltanto per un effetto sulle attese. In prospettiva vi è una probabilità non trascurabile di un ulteriore inasprimento di tali tensioni e di una più forte frenata del commercio internazionale. Le ipotesi sulla crescita del commercio mondiale per il 2019 potrebbero quindi risultare *ex post* ampiamente ottimistiche. Per l'economia italiana, tradizionalmente aperta agli scambi internazionali, ne deriverebbero rapide e pesanti ripercussioni sull'*export* e sulla produzione industriale dei settori molto esposti alla concorrenza estera.

Aumento delle quotazioni petrolifere. L'indebolimento degli scambi mondiali si è accompagnato al calo dei corsi delle materie prime metallifere, mentre le quotazioni dei beni energetici hanno riflesso prevalentemente vincoli dal lato dell'offerta dei paesi produttori di petrolio. Il prezzo del greggio è quindi aumentato nella prima metà del 2018. Le tensioni geo-politiche in corso in vari paesi che estraggono petrolio sono tali da non escludere ulteriori restrizioni nella produzione che si scaricherebbero, almeno in parte, sui prezzi. Ulteriori incrementi delle quotazioni, oltre i valori già incorporati nel QM si traslerebbero sui prezzi al consumo; ne risulterebbe un'erosione del potere d'acquisto delle famiglie, che frenerebbe la dinamica della spesa per consumi privati.

Inversione del ciclo economico e finanziario. Vi è incertezza sulla durata dell'attuale ciclo espansivo, sia con riferimento al numero di trimestri di crescita globale ancora sostenibili, sia sulla possibilità che i prezzi degli attivi finanziari invertano la tendenza crescente in atto da diversi anni. Individuare con le informazioni a disposizione i possibili punti di inversione del ciclo globale e finanziario è un esercizio oltremodo difficile. Tuttavia occorre considerare che il manifestarsi di un tale scenario avrebbe forti ripercussioni a livello globale, per lo spazio limitato di reazione che sembrano avere le politiche di bilancio e monetarie di diversi paesi avanzati. L'aumento dei premi al rischio richiesti dagli investitori internazionali penalizzerebbe le economie con emittenti, pubblici e privati, con basso merito di credito. Questo si ripercuoterebbe in misura non

marginale sui prezzi dei principali attivi finanziari dell'economia italiana, con effetti eventualmente anche sulla fiducia di famiglie e imprese.

Al fine di illustrare a scopo esemplificativo i possibili effetti sull'economia italiana di un generalizzato aumento dei premi per il rischio si è costruito uno scenario alternativo utilizzando il modello internazionale dell'*Oxford Economics (Global Economic Model)*. Nello specifico, lo *shock* è stato modellato come un incremento dell'avversione al rischio corrispondente a un aumento di 100 punti base (un punto percentuale) di una variabile che approssima lo stress finanziario sui titoli di debito. Si osserva che l'impulso scelto nell'esercizio ha solo la valenza di un *benchmark* e non è indicativo del possibile ordine di grandezza del deterioramento. Assumendo la modesta non linearità degli effetti, i risultati si prestano a immediati riproporzionamenti.

Nel modello macroeconomico utilizzato la variabile di stress dei mercati del debito internazionale influenza quella dei singoli paesi in modo differenziato, a seconda del merito di credito. Ne conseguono impatti diversi sui tassi di interesse applicati sui prestiti alle imprese per gli investimenti, e sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Così, ad esempio la riduzione del tasso di crescita che si registra in Germania, che ha *rating* massimo, è più contenuta di quella che si verificherebbe in Italia (tab. 1.5), per via del minore incremento dei tassi di interesse a famiglie e imprese.

Nel complesso del triennio 2019-2021 si assisterebbe a un calo di circa quattro decimi di punto di PIL dell'Italia, a fronte di una contrazione appena apprezzabile (1 decimo di punto) per l'economia tedesca. In questo scenario la politica monetaria reagisce attraverso la regola di Taylor, in virtù della quale la minore attività economica induce le banche centrali ad attuare una politica più accomodante di riduzione dei tassi di interesse di riferimento. Se invece la politica monetaria non reagisse al rallentamento dell'attività economica la perdita cumulata nel triennio sarebbe alquanto più elevata: poco meno di 7 decimi per l'Italia e 4 decimi per la Germania, mentre la perdita per l'area dell'euro e per il complesso dell'economia mondiale risulterebbero intermedie tra questi due estremi.

Come detto, l'esercizio ha una pura valenza esemplificativa. Il fine è quello di mostrare la maggiore o minore vulnerabilità dei paesi a uno *shock* di natura simmetrica sui mercati finanziari, a seconda del loro merito creditizio.

Altri fattori potenziali di rischio, presenti con vari gradi di probabilità nello scenario macro globale, con ripercussioni per l'Italia, riguardano le problematiche connesse alla normalizzazione delle politiche monetarie in Europa, l'intonazione più restrittiva che essa potrebbe assumere negli Stati Uniti per effetto della politica fiscale dell'amministrazione americana e la definizione dei negoziati sulla Brexit.

1.6 Le stime dell'output gap

La stima dell'*output gap* della NADEF, come di consueto, è basata sullo scenario programmatico. Il confronto con il precedente del DEF però è possibile solo sul quadro tendenziale, in quanto nel DEF di quest'anno non è stato presentato lo scenario programmatico.

Nella NADEF l'*output gap* viene rivisto al ribasso, soprattutto nell'anno in corso e nel successivo (rispettivamente a -1,9 e -1,2 da -1,3 e -0,6). Tali stime indetificherebbero quindi un ciclo più negativo rispetto a quello precedentemente stimato nel periodo 2018-2021 (*output gap* negativo più ampio di quattro/sei decimi). Su tale risultato hanno inciso le revisioni del quadro macroeconomico programmatico – più favorevole del tendenziale del DEF 2018 – e la revisione dei dati di contabilità Istat per gli anni 2015-17 (si veda l'Allegato 1) e la modifica dei parametri iniziali per la stima della disoccupazione strutturale (*Non-accelerating Wage Rate of Unemployment, NAWRU*) e della produttività totale dei fattori (PTF).

Da un esercizio dell'UPB risulta che gran parte della revisione delle stime rispetto ad aprile è dovuta all'uso di nuovi parametri per la stima della PTF, segue poi il quadro macroeconomico mentre la revisione dei parametri nel modello del NAWRU ha un effetto opposto, ovvero di chiusura del *gap*. A titolo di confronto, si rammenta che secondo le previsioni di primavera della Commissione europea, il *gap* tra PIL effettivo e potenziale si chiuderebbe già nel 2019; nelle attuali stime NADEF esso invece resta negativo fino a fine periodo (nel DEF era previsto azzerarsi nel 2021).

Negli ultimi anni le previsioni del Governo sono risultate in più occasioni diverse da quelle della Commissione europea, spesso in misura non trascurabile, nonostante il modello di stima adottato dal MEF sia quello concordato in sede europea. Il motivo di tali differenze è dovuto a diversi fattori, che intervengono contemporaneamente e di cui solitamente è difficile isolare il singolo contributo. Gli elementi che incidono sulle stime sono: a) il quadro macroeconomico per l'anno in corso e per quelli successivi; b) l'orizzonte di previsione (di due anni più lungo nei documenti programmatici nazionali rispetto a quelli comunitari c) alcune ipotesi tecniche (cosiddetti parametri iniziali) che riguardano i filtri utilizzati dalla metodologia concordata in sede europea per separare la componente ciclica da quella di lungo periodo. Recentemente la Commissione europea ha avviato una procedura di revisione del metodo concordato in sede comunitaria per tener conto di alcune specificità dei singoli paesi. In particolare per l'Italia è stato accordato l'uso della procedura sviluppata dal MEF per la determinazione dei parametri iniziali del NAWRU e una serie del clima di fiducia nei servizi, utilizzata per la stima della PTF, che parte dal 2003 invece che dal 1998, in modo da garantire una maggiore copertura dell'indagine di rilevazione. Queste modifiche hanno avvicinato le stime della Commissione europea a quelle del Governo, ma permangono differenze non trascurabili.

2. La finanza pubblica

2.1 Il quadro tendenziale

Nella NADEF vengono aggiornate le previsioni tendenziali di finanza pubblica riportate nel DEF dello scorso aprile. Le nuove stime, oltre al peggioramento del quadro macroeconomico e agli effetti di aumento dei tassi di interesse previsti per l'anno in corso e per il prossimo triennio, tengono conto: 1) delle revisioni apportate dall'Istat ai dati di consuntivo di finanza pubblica del quadriennio 2014-17 e al quadro macroeconomico; 2) dei risultati del monitoraggio dei conti pubblici operato dal MEF in corso d'anno; 3) degli effetti finanziari dei provvedimenti legislativi adottati successivamente alla presentazione del DEF.

L'Istat ha pubblicato il 21 settembre scorso le revisioni apportate al PIL e al conto delle Amministrazioni pubbliche: l'indebitamento netto è stato corretto al rialzo per il periodo 2014-17, con un peggioramento in percentuale del PIL solo nel 2017, anno in cui il deficit è stato rivisto dal 2,3 al 2,4 per cento del prodotto. Anche l'avanzo primario è peggiorato di un decimo risultando pari all'1,4 per cento del PIL. La pressione fiscale risulta ridotta, dal 42,5 al 42,2 per cento, per effetto anche dell'aumento del PIL nominale al denominatore. Le revisioni più consistenti hanno riguardato le imposte e le uscite in conto capitale. Le prime sono state ridotte in seguito a una nuova quantificazione, in aumento, dei rimborsi di imposta. Le seconde sono state invece aumentate per tener conto, oltre che degli usuali aggiornamenti delle fonti statistiche, del trasferimento in favore della società Alitalia per oltre 600 milioni, operato in seguito alla riclassificazione del prestito concesso nel 2017.

Nel complesso, la NADEF prospetta un quadro tendenziale meno favorevole di quello indicato nel DEF. In rapporto al PIL, viene prevista una riduzione meno marcata delle uscite e, a parità di dinamica, un minore livello delle entrate, sebbene sempre sostenute dalla presenza delle clausole di salvaguardia su IVA e accise. L'indebitamento netto si attesterebbe all'1,8 per cento del PIL nel 2018, all'1,2 nel 2019, allo 0,7 nel 2020 e allo 0,5 nel 2021, collocandosi ben al di sopra di quanto indicato nel DEF (rispettivamente, di 0,2 punti nell'anno in corso, di 0,4 nel 2019 e di 0,7 nel 2020 e nel 2021).

// 2018. – Il Governo stima per il 2018 un indebitamento netto dell'1,8 per cento del PIL, in diminuzione di 0,6 punti percentuali di PIL rispetto al 2017. Vi contribuirebbe, per la prima volta in quattro anni consecutivi di riduzione del disavanzo, l'aumento dell'avanzo primario dall'1,4 all'1,8 per cento del PIL. Quest'ultimo deriverebbe da una riduzione delle spese primarie sul PIL di sei decimi (al 44,3 per cento) – e in particolare di quelle in conto capitale influenzate nel 2017 dalle misure straordinarie di sostegno al settore bancario – solo in parte compensata dalla flessione di due decimi del complesso delle entrate (al 46,2 per cento). La spesa per interessi, nonostante un incremento di 1,9 miliardi rispetto a quanto atteso nel DEF dovuto al recente aumento dei rendimenti dei titoli di Stato, continuerebbe a ridursi ancora rispetto al 2017 sia in valore assoluto che in termini di prodotto (dal 3,8 al 3,6 per cento) (fig. 2.1).

L'indebitamento netto stimato nella NADEF è più elevato di due decimi di punto di PIL rispetto a quello indicato nel DEF (1,6 per cento del PIL) a causa sia della maggiore spesa

per interessi (0,1 punti percentuali del PIL) sia di un minore avanzo primario (0,1 punti percentuali). Il peggioramento di quest'ultimo deriverebbe da minori entrate (0,2 punti percentuali) solo in parte compensate dalla più contenuta spesa per investimenti (di 0,1 punti), non più attesa crescere già dall'anno in corso in controtendenza con gli anni precedenti. È attesa una ricomposizione all'interno delle poste della spesa primaria corrente: riduzioni delle prestazioni sociali (come avviene da tempo, certificate a consuntivo) e dei redditi da lavoro (con incrementi successivi connessi allo slittamento di alcuni rinnovi contrattuali) sostanzialmente compensano un aumento dei consumi intermedi (dovuto in parte a maggiori spese sanitarie).

Le peggiorate attese per le entrate riflettono la crescita meno favorevole di quella sottostante le previsioni del DEF e, in minor misura, il trascinarsi in avanti di alcune revisioni apportate dall'Istat lo scorso settembre sugli anni precedenti. Complessivamente la previsione delle entrate tributarie è stata ridotta di circa 5 miliardi, di cui 3,9 per le sole imposte dirette. Queste ultime riflettono un'inesorabile e notevole riduzione rispetto al DEF a causa dell'effetto ritardato della riduzione dell'aliquota (dal 27,5 al 24 per cento disposta con la legge di stabilità 2016 a partire dal 2017), nonché dell'entrata in vigore dal 2018 di nuovi standard contabili (IFRS 9) che impongono alle banche di registrare in maniera più tempestiva il deterioramento della qualità del credito con conseguenti maggiori deduzioni ai fini fiscali. Anche i contributi sociali sono stati rivisti al ribasso (circa un miliardo) sia per effetto delle modifiche apportate dall'Istat sul consuntivo 2017, sia per il loro andamento in corso d'anno (anche il tasso di crescita dell'occupazione è minore di quanto atteso nel DEF). Infine, dalla rottamazione delle cartelle esattoriali sono attesi introiti inferiori di 800 milioni rispetto a quanto prospettato nel DEF. La pressione fiscale, a causa sia delle riduzioni apportate alle entrate sia degli effetti di rivalutazione del PIL operata dall'Istat sul 2017, si colloca al 41,9 per cento, 0,3 decimi di punto al di sotto di quanto indicato nel DEF il 42,2 per cento), ma con la medesima riduzione di tre decimi di PIL rispetto al 2017.

A parziale compensazione di queste riduzioni vi è l'aumento della voce relativa alle altre entrate correnti (+2,2 miliardi), connesso in parte al trascinarsi di un effetto del 2017 e in parte a più elevati utili di gestione della Banca d'Italia e dividendi versati da alcune società pubbliche partecipate, come indicato nell'ultima legge di assestamento.

Il triennio 2019-2021. – Nel triennio 2019-2021 si profila una traiettoria di riduzione del deficit tendenziale più graduale, con il mantenimento nell'ultimo anno di programmazione di un disavanzo dello 0,5 per cento del PIL, a fronte dell'avanzo di 0,2 atteso nel DEF. In particolare, come già ricordato, le previsioni aggiornate indicano che l'indebitamento netto dovrebbe ridursi dall'1,2 per cento del 2019 allo 0,7 nel 2020 e allo 0,5 nel 2021. Si tratta di un peggioramento del saldo tendenziale di 0,4 punti percentuali del prodotto nel 2019 e di 0,7 punti in ciascun anno del biennio successivo. Tali andamenti scontano un avanzo primario che cresce in misura inferiore a quello atteso nel DEF (dall'1,8 per cento del PIL del 2018 al 3,3 nel 2021, a fronte di un aumento dall'1,9 al 3,7 per cento). Anche la spesa per interessi è stata rivista; a fronte

della stabilizzazione al 3,5 per cento del prodotto stimata nel DEF, l'incidenza è ora maggiore e crescente negli anni, dal 3,6 al 3,8 per cento. In termini assoluti tale spesa è stata incrementata di 3 miliardi nel 2019, 3,8 nel 2020 e 4,6 nel 2021.

Sempre nel periodo 2019-2021, la spesa primaria è prevista in aumento, in media annua, dell'1,4 per cento (come nel DEF), come riflesso di una crescita dell'1,5 per cento di quella primaria corrente e di una riduzione dello 0,3 per cento di quella in conto capitale (-0,1 per cento nel DEF). Come nel Documento di aprile, al netto delle prestazioni sociali (per le quali la crescita in media è prevista al 2,5 per cento), la spesa primaria aumenterebbe in media dello 0,5 per cento all'anno. Queste tendenze della spesa sono valutate a legislazione vigente e, quindi, non tengono conto di quelle dovute alle "esigenze indifferibili", che dovranno essere finanziate nell'ambito della prossima legge di bilancio. In percentuale del PIL, la spesa primaria si ridurrebbe di 1,6 punti nell'orizzonte di previsione, al 42,7 del 2021, riflettendo la sostanziale stabilità delle prestazioni sociali e riduzioni in tutte le componenti a eccezione degli investimenti (fig. 2.2). Questi ultimi, nonostante le diminuzioni di oltre un miliardo operate rispetto al DEF, sono previsti in rialzo di un decimo di PIL nel biennio 2020-21 (al 2 per cento), nell'ipotesi di una loro ripresa a partire dal prossimo anno grazie all'utilizzo del fondo *ad hoc* istituito nel 2017 e rifinanziato nel 2018, ai maggiori interventi per calamità naturali e alla consegna di beni di investimento della Difesa.

L'incidenza delle entrate sul PIL si riduce marginalmente nell'arco della previsione, passando dal 46,2 per cento del 2018 al 46 del 2021. Sono attese diminuzioni in termini di prodotto per le imposte dirette (che risentono dell'introduzione dell'IRI nonché delle varie detrazioni operate a vario titolo nell'ultima legge di bilancio), per i contributi sociali (per una crescita salariale dell'intera economia inferiore all'espansione del PIL nominale) e, soprattutto, per le altre entrate correnti (che, come già ricordato, sono previste in crescita robusta nel 2018). La flessione delle entrate avviene nonostante nel tendenziale vi sia ancora l'aumento del peso delle imposte indirette connesso con le clausole di salvaguardia su IVA e accise. Come risultato di questi andamenti, la pressione fiscale sale dal 41,9 per cento del 2018 al 42,1 nell'ultimo anno della previsione (fig. 2.3).

2.2 Il quadro programmatico

Lo scenario programmatico della NADEF, dopo un miglioramento di 0,2 punti percentuali del PIL nel 2018, prevede un saldo strutturale in peggioramento di 0,8 punti percentuali nel 2019 e invariato in ognuno dei due anni successivi. Infatti, il deficit strutturale, pari allo 0,9 per cento del prodotto nell'anno in corso, si posizionerebbe costantemente all'1,7 per cento nell'intero triennio di programmazione 2019-2021 (tab. 2.1).

Secondo il Governo, il sostanziale raggiungimento dell'obiettivo di medio termine (OMT), ossia il pareggio di bilancio in termini strutturali, avverrà gradualmente negli anni

a seguire, con una ripresa del processo di convergenza verso l'OMT solo dopo che la crescita economica si sarà consolidata, in particolare quando il livello del PIL reale e il tasso di disoccupazione saranno tornati ai valori pre-crisi.

In questo quadro, il deficit nominale, stimato pari all'1,8 per cento del PIL nel 2018, a seguito della manovra che sarà attuata con la prossima legge di bilancio è programmato in crescita al 2,4 per cento nel 2019 e quindi in riduzione al 2,1 per cento nel 2020 e all'1,8 per cento nel 2021.

La figura 2.4 mostra la variazione dell'indebitamento netto programmatico distinta nelle sue componenti:

- la variazione dell'avanzo primario strutturale è la componente che meglio identifica l'azione discrezionale della politica di bilancio in ciascun anno rispetto al precedente. Tale azione risulta marcatamente espansiva per il 2019, con un peggioramento del surplus primario strutturale di 0,7 decimi di PIL, solo in parte recuperato nei due anni successivi con miglioramenti rispettivamente di 1 e 2 decimi di punto, realizzati attraverso le clausole di salvaguardia;

- la spesa per interessi, che dal 2013 fino all'anno in corso ha concorso in ogni anno al miglioramento del saldo, incide negativamente in tutti e tre gli anni del periodo 2019-2021, risentendo dell'aumento dei tassi e di quello del valore assoluto dello *stock* di debito;

- la componente ciclica del bilancio concorre nelle stime del Governo a migliorare il saldo per l'intero arco di previsione ma in misura ampiamente decrescente: pur restando negativa, essa si riduce tra il 2018 e il 2021 da -1 a -0,1 per cento del PIL, risentendo positivamente della prevista progressiva chiusura della fase negativa del ciclo (l'*output gap*, che misura la distanza tra il PIL effettivo e quello potenziale, è previsto passare da -1,9 nel 2018 a -0,2 per cento del PIL nel 2021);

- l'andamento della componente *una tantum* del saldo, che non considera le eventuali misure che potranno essere incluse nella legge di bilancio per il 2019, risente pressoché esclusivamente della continuazione di spese per calamità naturali che sono previste ridursi progressivamente dopo il 2019, migliorando il saldo complessivo di bilancio.

Il nuovo quadro programmatico sconta una manovra che peggiora il deficit nominale tendenziale di 1,2 punti di PIL nel 2019, 1,4 punti nel 2020 e 1,3 nel 2021. Nelle intenzioni del Governo, le risorse saranno destinate principalmente:

- a disinnescare le clausole di salvaguardia, integralmente per il 2019 e parzialmente per i due anni successivi;
- ad ampliare gli istituti di sostegno del reddito in favore dei soggetti in condizioni di povertà, con contestuale potenziamento dei centri per l'impiego;
- a consentire l'accesso anticipato al pensionamento;

- ad aumentare le spese per investimenti in misura crescente nel triennio;
- a estendere l'ambito di applicazione del regime fiscale forfettario per piccole imprese, professionisti e artigiani;
- a prevedere la parziale detassazione degli utili d'impresa reinvestiti in beni strumentali o destinati a maggiori assunzioni;
- a proseguire le politiche di promozione degli investimenti, dell'innovazione e della riqualificazione energetica delle abitazioni, nonché le politiche di sostegno alle piccole e medie imprese;
- a predisporre risorse per le code contrattuali e le perequazioni relative alle retribuzioni pubbliche;
- a finanziare selettivamente le cosiddette politiche vigenti, incluse le missioni di pace.

Il Governo intende finanziare gli interventi sopra menzionati con risorse che saranno reperite principalmente mediante:

- ricorso al deficit in misura pari all'incremento dell'indebitamento netto (1,2 punti di PIL nel 2019, 1,4 punti nel 2020 e 1,3 nel 2021);
- tagli alle spese dei ministeri e ad altre spese per circa lo 0,2 per cento del PIL;
- soppressione di interventi assorbiti da quelli previsti nell'ambito degli impieghi, in particolare il reddito di inclusione (REI), l'imposta sul reddito imprenditoriale (IRI), l'aiuto alla crescita economica (ACE);
- modifiche dei regimi agevolativi e delle detrazioni fiscali;
- introduzione di imposte ambientali;
- effetti di maggior gettito attesi dalla trasmissione elettronica dei corrispettivi, nonché da ulteriori misure di risoluzione del contenzioso fiscale e modifiche delle aliquote di acconto.

Un'analisi esaustiva del quadro programmatico sarà possibile solo quando saranno disponibili tutti i dettagli della manovra contenuta nel disegno di legge di bilancio. Tuttavia, il contenuto della NADEF permette già di formulare alcune prime osservazioni.

In primo luogo, si osserva che il nuovo deficit programmatico della NADEF 2018 incorpora una maggiore spesa per interessi rispetto alle previsioni tendenziali, già riviste sensibilmente al rialzo rispetto a quanto indicato nel DEF 2018. Ciò è dovuto all'aumento dello *spread* rispetto ai tassi di interesse degli altri paesi della UE registrato nei mesi recenti e in misura minore all'incremento dei livelli del debito programmatico.

Nel complesso, la maggiore spesa per interessi programmatica rispetto al quadro tendenziale di aprile risulta superiore di 1,9 miliardi nel 2018, per arrivare a un aumento di oltre 6,6 miliardi nel 2021², corrispondenti a un'incidenza sul deficit crescente da un

² Tale importo si ottiene applicando alla spesa per interessi del quadro tendenziale l'aumento minimo che consente di giungere all'incidenza sul PIL della spesa per interessi indicata nel quadro programmatico della NADEF 2018 (incidenza pari al 3,9 per cento del prodotto nel 2021).

decimo di punto percentuale di PIL nel 2018 a 4 decimi nel 2021 (tab. 2.2). Complessivamente, tale maggiore spesa incide sul debito pubblico a fine 2021 per un ammontare, come minimo, di oltre 17 miliardi, pari pertanto ad almeno 0,9 punti percentuali di PIL³.

Inoltre, sia il saldo nominale che quello strutturale programmatici risentono della neutralizzazione totale della clausola di salvaguardia su IVA e accise nel 2019 e di una parziale disattivazione nei due anni successivi. Nella NADEF sono ancora presenti entrate collegate a tale clausola pari allo 0,7 per cento del PIL nel 2020 e allo 0,8 per cento nel 2021. Non computando tali introiti il deficit nominale programmatico (con un esercizio meramente meccanico) salirebbe dal 2,4 per cento del PIL del 2019 al 2,8 per cento nel 2020 per poi posizionarsi al 2,6 per cento nel 2021. Il deficit strutturale programmatico salirebbe dall'1,7 per cento del 2019 al 2,4 per cento del 2020 e al 2,5 per cento nel 2021.

Si ricorda peraltro che analoghe operazioni di disattivazione progressiva e parziale delle clausole hanno caratterizzato gli ultimi anni della politica di bilancio (salvo un aumento disposto a decorrere dal 2019 dalla legge di bilancio per il 2017) (tab 2.3). Tuttavia, fino a oggi il mantenimento parziale delle clausole negli anni successivi al primo è stato utilizzato per prevedere un profilo decrescente del saldo strutturale al fine di raggiungere l'OMT nell'arco del periodo di programmazione, mentre nella NADEF il mantenimento di tali clausole consente di tenere stabile il saldo strutturale all'1,7 per cento, quindi è diretto a finanziare misure permanenti di entrate e di spese. In ogni caso, è importante sottolineare che nella NADEF si rinvia al Programma di stabilità 2019 per l'individuazione di "interventi di revisione della spesa corrente e di miglioramento della riscossione delle imposte che consentano la completa eliminazione delle clausole di salvaguardia".

Un ulteriore aspetto critico è rappresentato dall'incidenza delle misure *una tantum* sul saldo di bilancio. Analogamente a quanto fatto in precedenza, le misure *una tantum* considerate nella tavola del quadro programmatico sono le medesime risultanti dagli andamenti tendenziali (tab. 2.4). Il quadro programmatico andrà pertanto presumibilmente aggiornato a seguito della definizione del contenuto della legge di bilancio per il 2019, la quale, sulla base delle anticipazioni fornite dalla NADEF, dovrebbe contenere misure da includere nelle *una tantum* (quali, ad esempio, ulteriori interventi di risoluzione del contenzioso fiscale o modifiche delle percentuali di acconto di versamento delle imposte). Ove l'effetto di tali misure sul lato dell'entrata non fosse controbilanciato da analoghi effetti *una tantum* sul lato della spesa, il saldo strutturale indicato nella NADEF subirebbe una revisione in senso peggiorativo.

³ Per la stima dell'effetto cumulato della maggiore spesa per interessi del periodo 2018-2021, si è usata il metodo di calcolo indicato nella nota precedente, con riferimento agli anni 2019-2021.

Infine, sul versante degli impieghi della prossima manovra, peraltro assorbiti in larga parte da aumenti di spesa corrente per prestazioni di assistenza sociale e pensionistiche, la quota destinata a investimenti mira ad aumentarne l'incidenza sul PIL dall'1,9 per cento del 2018 al 2,3 per cento nel 2021. Sebbene l'obiettivo di incrementare la spesa in conto capitale sia una caratteristica comune a tutti i recenti documenti programmatici, si evidenzia come tale obiettivo nella NADEF risulti particolarmente ambizioso in confronto con i precedenti documenti e con quanto realizzato a consuntivo (tab. 2.5 e fig. 2.5).

I dati di consuntivo mostrano infatti che negli anni recenti la spesa effettiva per investimenti non ha mai raggiunto gli obiettivi programmati, nonostante gli ingenti stanziamenti di bilancio destinati a tale finalità. I tassi di crescita degli investimenti presentano segno negativo dal 2010 al 2017 e, per il 2018, la NADEF ha apportato una revisione alle stime del DEF, sostituendo l'incremento del 2,5 per cento previsto ad aprile con una riduzione del 2,2 per cento.

A fronte di tali andamenti storici, nella NADEF si programmano aumenti degli investimenti del 16 per cento nel 2019, 10,7 per cento nel 2020 e 7,1 per cento nel 2021⁴. Pur considerando un possibile impulso derivante dalla rimozione di alcuni ostacoli che hanno rappresentato un freno oggettivo alla concreta realizzazione della spesa programmata (come i vincoli contabili per le Amministrazioni locali e le difficoltà procedurali connesse alla riforma del codice degli appalti), gli incrementi programmati, sia in termini di ammontare complessivo che di successione temporale nel triennio, appaiono ambiziosi e ciò rappresenta un rischio verso il basso sulla crescita del PIL delineata nel quadro programmatico.

2.2.1 L'evoluzione programmatica del rapporto tra debito e PIL

Nello scenario programmatico della NADEF, il rapporto tra il debito e il PIL dovrebbe continuare la sua discesa nell'arco del periodo di programmazione. Dopo l'attesa riduzione per il 2018 al 130,9 per cento, dal 131,2 registrato nel 2017, il debito dovrebbe diminuire negli anni successivi fino a raggiungere il 126,7 per cento nel 2021 (tab. 2.6), circa 4 punti percentuali di PIL in meno rispetto al risultato del 2017 e circa 2 punti in più rispetto allo scenario tendenziale NADEF.

Tra le determinanti della variazione di tale rapporto, il risultato è attribuibile quasi interamente agli avanzi primari nel triennio 2019-2021 che assicurerebbero una diminuzione di circa 7 punti percentuali di PIL. L'impatto dell'effetto *snow-ball*, legato al differenziale tra la spesa per interessi e il contributo della crescita del PIL nominale, diviene favorevole nel biennio 2019-2020 grazie a proiezioni di crescita del PIL nominale

⁴ Le cifre riportate sono stime basate sul contenuto della NADEF 2018.

superiori al 3 per cento, e, nel periodo di programmazione, contribuisce alla riduzione del debito per circa mezzo punto percentuale di PIL. Il contributo dell'aggiustamento *stock-flussi* alla variazione del debito risulta sfavorevole nel quadriennio 2018-2021, per un importo cumulato pari a circa 3 punti percentuali. Rispetto allo scenario NADEF tendenziale, si evidenzia il peggioramento dell'avanzo primario dello scenario programmatico, circostanza che contribuisce sfavorevolmente alla discesa del debito (fig. 2.6).

La spesa per interessi passivi sul PIL del quadro programmatico NADEF interrompe la sua discesa (iniziata dal 2013) al 3,6 per cento di PIL previsto nel 2018, e ricomincia ad aumentare al 3,7 nel 2019, al 3,8 nel 2020 e infine al 3,9 nel 2021. Anche il costo medio del debito segue la stessa dinamica, e ricomincia a salire dopo il 2018 attestandosi al 3,1 per cento a fine periodo.

Lo scenario dei tassi di interesse utilizzato per le stime della spesa per interessi passivi si basa sulle previsioni implicite derivanti dai tassi *forward* sui titoli di Stato, calcolati sulla base dei livelli di mercato nel periodo di compilazione della NADEF 2018. Tuttavia, le recenti tensioni sui mercati finanziari potrebbero comportare un rischio di rialzo dei tassi di interesse maggiore di quanto già scontato nelle previsioni⁵.

Per quanto riguarda l'aggiustamento *stock-flussi*, l'aumento delle giacenze di liquidità del MEF programmate per lo 0,3 per cento del PIL nel 2018 è finalizzato a far fronte al maggiore volume di scadenze di titoli di Stato nel 2019 (per circa 18 miliardi rispetto all'anno precedente); per gli anni successivi, dal 2019 al 2021, è prevista, invece, una riduzione annuale delle disponibilità liquide del Tesoro per oltre lo 0,1 per cento di PIL.

Le stime del rapporto tra il debito e il PIL incorporano ipotesi di proventi da privatizzazione pari allo 0,3 per cento di PIL in ciascuno degli anni del triennio 2018-2020. Come già sottolineato dall'UPB in occasione dell'audizione su documenti programmatici in passato, si osserva che anche la NADEF 2018 non contiene informazioni sufficienti per la valutazione del programma di privatizzazioni. Risulta, inoltre, particolarmente incerto, alla data attuale, realizzare introiti da privatizzazioni per 0,3 punti percentuali del PIL nel 2018. Per realizzare una riduzione del rapporto tra il debito e il PIL nell'anno in corso occorre valutare la possibilità di utilizzare strumenti alternativi.

⁵ Si veda il paragrafo 3.1.1 c) in cui si analizza la sensitività nel breve/medio termine del rapporto tra il debito e il PIL in scenari alternativi del livello dei tassi di interesse rispetto alle ipotesi sottostanti il quadro NADEF.

2.2.2 L'analisi della fiscal stance

La definizione della *fiscal stance* richiede che l'orientamento della politica di bilancio sia valutato in relazione alla posizione dell'economia nel ciclo. Quest'ultima viene generalmente misurata attraverso l'*output gap* (la distanza tra il livello del prodotto effettivo e quello potenziale, espressa in rapporto a quest'ultimo), mentre un'indicazione sintetica del tipo di impulso (espansivo o restrittivo) dato dalla politica di bilancio e della sua intensità è data dalla variazione del saldo primario strutturale (che misura la correzione dei saldi di finanza pubblica al netto della componente ciclica, delle misure transitorie e della spesa per interessi). Il confronto di questi due indicatori permette, perciò, di qualificare una manovra di bilancio espansiva (variazione negativa del saldo primario) come anti-ciclica o pro-ciclica a seconda che essa abbia luogo in una fase, rispettivamente, di contrazione (*output gap* negativo) o di espansione (*output gap* positivo) del ciclo economico; viceversa in caso di manovre restrittive.

La NADEF modifica visibilmente l'orientamento della politica di bilancio rispetto allo scenario presentato nel DEF di aprile (fig. 2.7).

In primo luogo, il Governo stima un peggioramento della posizione congiunturale, con un *output gap* inferiore di 0,6 punti nel biennio 2018-19 e di 0,4 punti nei due anni successivi.

In base ai criteri stabiliti dalla Comunicazione pubblicata dalla CE a gennaio 2015⁶, un *output gap* inferiore a -1,5 per cento indica una fase ciclica "sfavorevole" (*bad times*), mentre un valore compreso tra -1,5 e +1,5 indica una fase normale (*normal times*). Secondo le stime contenute nella NADEF, quindi, fino al 2018 (anno in cui l'*output gap* sarebbe pari a -1,9 per cento) l'Italia si troverebbe ancora in condizioni cicliche avverse, mentre nel 2019 si avrebbe una normalizzazione del ciclo (*output gap* pari a -1,2 per cento), per arrivare al 2021 con un prodotto effettivo ancora leggermente al di sotto del livello potenziale.

A fronte di questo peggioramento e del rallentamento evidenziato negli ultimi trimestri dal quadro macroeconomico, lo scenario programmatico prevede un deciso allentamento dell'avanzo primario strutturale nel 2019 (-0,7 punti percentuali del PIL rispetto all'anno precedente), in luogo del miglioramento di 0,5 punti percentuali ipotizzato dal DEF. Quest'ultimo, come l'ulteriore aggiustamento programmato per il 2020, era determinato quasi integralmente dagli aumenti di entrate connessi alle clausole di salvaguardia ancora attive su IVA e accise (per circa 12,5 miliardi)⁷.

Alla netta inversione di tendenza indicata dalla NADEF contribuisce la totale sterilizzazione delle clausole di salvaguardia per il 2019 e le importanti misure sia dal lato delle spese che delle entrate, in parte finanziate in disavanzo (par. 2.2): il risultato è

⁶ Commissione europea (2015), Comunicazione sull'utilizzo dei margini di flessibilità consentiti dal Patto di Stabilità e Crescita, 12, 13 gennaio.

⁷ La legge di bilancio 2018-2020 aveva infatti provveduto alla completa disattivazione delle clausole per il solo 2018 e a una disattivazione parziale per il 2019, lasciando invariato l'importo delle clausole stesse a decorrere dal 2020 (oltre 19 miliardi).

un'espansione piuttosto marcata di carattere anti-ciclico nel primo anno della manovra. La disattivazione solo parziale delle stesse clausole sugli anni successivi, invece, fa sì che il 2020 e il 2021 si caratterizzino per un orientamento di politica fiscale sostanzialmente neutro, con una variazione dell'avanzo strutturale appena positiva (+0,1 punti percentuali in ciascun anno) in corrispondenza di una dinamica del prodotto effettivo che tende a chiudere il divario con il potenziale portando l'*output gap* vicino a un valore nullo.

3. La sostenibilità della finanza pubblica nel medio termine

In questo paragrafo viene valutata la sostenibilità delle finanze pubbliche del quadro programmatico di finanza pubblica pubblicato nella NADEF 2018. La Commissione europea e il Fondo Monetario Internazionale definiscono la sostenibilità della finanza pubblica come la capacità di mantenere nel futuro la politica di bilancio attuale senza causare un incremento continuo e potenzialmente esplosivo del debito in rapporto al PIL.

Nello scenario di riferimento della nostra analisi, l'intonazione della politica di bilancio corrisponde alla strategia delineata nella NADEF 2018 nel periodo 2018-2021 che viene estesa agli anni successivi ipotizzando un sentiero di aggiustamento che assicuri il rispetto del pareggio di bilancio nel medio termine. La sostenibilità quindi viene monitorata attraverso simulazioni che permettono l'analisi della traiettoria del rapporto tra il debito e il PIL nel medio termine in uno scenario di base e in scenari con ipotesi alternative.

Nel dettaglio, l'analisi di sostenibilità di medio termine⁸ si articola in due parti: 1) un'analisi deterministica con la formulazione di uno scenario *baseline*, in cui il sentiero programmatico del rapporto tra il debito e il PIL presentato nella NADEF viene esteso fino al 2027 con ipotesi *ad hoc* e viene sottoposto ad analisi di sensitività; 2) un'analisi stocastica, in cui le variabili che influenzano la dinamica del rapporto tra il debito e il PIL vengono sottoposte a *shock* temporanei e permanenti al fine di ottenere un gran numero di scenari del rapporto nel prossimo decennio e determinarne gli intervalli di probabilità.

Le ipotesi *ad hoc* per estendere dal 2022 al 2027 il sentiero programmatico del rapporto tra il debito e il PIL della NADEF sono le seguenti: 1) la convergenza graduale della crescita reale a un valore pari allo 0,5 per cento, sulla base delle nuove proiezioni della Commissione europea⁹ di crescita del PIL potenziale per l'Italia; 2) la convergenza graduale del tasso di inflazione al 2 per cento, quale obiettivo di politica monetaria della BCE nel medio periodo; 3) la convergenza graduale del tasso di interesse a breve termine al 3 per cento; 4) la convergenza graduale del tasso di interesse a lungo termine al 4,5 per cento, dato dalla somma del tasso di interesse a breve termine e di un premio al rischio pari a 150 punti base, coerente con la media riscontrata per l'Italia dall'entrata nell'euro fino al 2017; 5) un saldo primario di bilancio che si aggiusta di circa mezzo punto percentuale ogni anno fino al raggiungimento (e mantenimento) del pareggio strutturale; 6) un aggiustamento *stock-flussi* nullo. L'estrapolazione è condotta utilizzando una metodologia simile a quella dalla Commissione europea per l'analisi di sostenibilità del debito pubblico¹⁰.

⁸ In linea con le analisi della Commissione europea, negli scenari di medio-termine non si considera l'evoluzione della spesa pensionistica connessa con l'invecchiamento della popolazione.

⁹ Si veda European Commission, *Debt Sustainability Monitor 2017*.

¹⁰ Si veda anche Ufficio parlamentare di bilancio (2016), *"Rapporto sulla politica di bilancio 2017"*, Appendice 3.3.

3.1 *Analisi deterministica*

Nello scenario *baseline*, applicando queste ipotesi, il rapporto tra il debito e il PIL continua a ridursi anche oltre il 2021; tuttavia, alla fine del periodo di previsione di medio termine, nel 2027, risulterebbe ancora al 109 per cento del PIL (fig. 3.1).

Tale traiettoria viene confrontata con quella del rapporto tra il debito e il PIL coerente con le previsioni di crescita del PIL reale e del deflatore del PIL elaborate dall'UPB.

Dopo il 2021 si confermano le medesime ipotesi utilizzate nello scenario *baseline* per l'evoluzione del tasso di crescita del PIL reale e del tasso di inflazione. Per l'intero periodo 2018-2027, il rapporto tra avanzo primario e PIL, invece, viene calcolato applicando un'elasticità di tale saldo pari a 0,539¹¹, da applicare al differenziale di crescita reale tra lo scenario UPB e lo scenario NADEF. Inoltre, viene ipotizzato che una variazione della crescita dei prezzi si trasli parzialmente sui tassi di interesse. L'aggiustamento *stock-flussi* rimane invariato rispetto allo scenario programmatico della NADEF.

Anche nello scenario UPB il rapporto tra il debito e il PIL scende, anche se in misura moderata, entro la fine dell'orizzonte di previsione della NADEF e, in misura maggiore, negli anni successivi. La divergenza tra la traiettoria dello scenario UPB rispetto a quella della NADEF è pari a due punti percentuali nel 2021 e cresce fino a 8 punti percentuali nel 2027. Alla fine del periodo di previsione, nel 2027, il rapporto tra il debito e il PIL risulterebbe al 117 per cento del PIL.

Con riguardo al rispetto della regola del debito con il criterio *backward-looking*, lo scenario NADEF prevede un rapporto tra il debito e il PIL al di sotto del *benchmark* dal 2025. Invece, nello scenario UPB la regola del debito *backward-looking* non sarebbe mai rispettata lungo tutto il periodo di previsione di medio termine.

3.1.1 *Analisi di sensitività sulla dinamica del debito pubblico*

In questo paragrafo si analizza la sensitività nel breve/medio termine del rapporto tra il debito e il PIL nello scenario programmatico NADEF 2018 rispetto a scenari alternativi riguardo le ipotesi sottostanti tale quadro.

a) *Impatto sul rapporto tra il debito e il PIL dell'assenza di clausola di salvaguardia nel biennio 2020-21*

In questo scenario si ipotizza l'assenza delle clausole di salvaguardia negli anni 2020-21, che risultano solo parzialmente disattivate nello scenario programmatico NADEF 2018. Si ricorda che questa ipotesi è quella adottata dalla Commissione europea e dai principali previsori (tab. 3.1).

¹¹ In linea con quella stimata dall'OCSE e dalla Commissione europea.

L'esercizio tiene conto di un impulso espansivo pari all'importo residuo stimato delle clausole, i cui effetti sulla crescita del PIL reale sono determinati attraverso il moltiplicatore delle imposte indirette del modello UPB. Inoltre si considera anche l'effetto sulla dinamica dei prezzi applicando l'elasticità del deflatore del PIL ad un impulso fiscale attraverso le imposte indirette, anch'essa stimata dal modello UPB. Si ipotizza inoltre che una variazione della crescita del deflatore del PIL si trasli parzialmente (per il 50 per cento) sui tassi di interesse.

L'iniziale conseguente peggioramento dei saldi viene parzialmente compensato dal miglioramento della componente ciclica dei saldi stessi e dal minor costo all'emissione dei titoli del debito pubblico. In questo scenario, il rapporto tra il debito e il PIL continuerebbe la sua discesa nel biennio 2020-21 seppur in misura minore rispetto allo scenario programmatico NADEF, collocandosi al 128,4 per cento alla fine del periodo di programmazione invece che al 126,7.

b) Crescita del PIL reale che consentirebbe di mantenere costante il rapporto tra il debito e il PIL

In questo esercizio, il modello di simulazione determina il tasso di crescita del PIL reale che stabilizzerebbe la dinamica del rapporto tra il debito e il PIL al valore del 2018 (pari al 130,9 per cento), considerando il valore della semi-elasticità dell'avanzo primario rispetto al PIL (0,539) generalmente usato a livello europeo. Pertanto, la spesa per interessi viene rideterminata sulla base del diverso importo dell'indebitamento. Per semplicità, si ipotizza che le altre variabili rilevanti (crescita del deflatore del PIL, costo medio del debito) rimangano uguali ai valori della NADEF (tab. 3.2).

I risultati della simulazione mostrano che il tasso di crescita del PIL reale tale da mantenere costante il rapporto tra il debito e il PIL è pari all' 1 per cento nel 2019, allo 0,7 per cento nel 2020, e all' 1,1 per cento nel 2021. Quindi, per esempio, un tasso di crescita del PIL reale al di sotto dell'1 per cento farebbe, a parità di deflatore del PIL, aumentare il rapporto tra il debito e il PIL nel 2019.

c) Impatto sul rapporto tra il debito e il PIL di un aumento o di una discesa dei tassi di interesse

In questo esercizio, si ipotizzano diversi scenari relativi alla curva dei tassi di interesse: 1) uno scenario con maggiori tassi di interesse, in cui si ipotizza un aumento di 100 punti base dei tassi a breve e lungo termine rispetto allo scenario programmatico della NADEF dal 2019 al 2021; 2) uno scenario con minori tassi di interesse, in cui si ipotizza una riduzione di 100 punti base dei tassi a breve e lungo termine rispetto allo scenario programmatico della NADEF dal 2019 al 2021; 3) uno scenario tale per cui il differenziale tra il tasso di interesse e la crescita del PIL nominale sia particolarmente sfavorevole (corrispondente ai peggiori 5 degli ultimi 18 anni) e; 4) uno scenario tale per cui la

dinamica del differenziale tra il tasso di interesse e la crescita nominale sia particolarmente favorevole (corrispondente ai migliori 5 degli ultimi 18 anni)¹².

Per semplicità, gli scenari alternativi relativi alla curva dei tassi di interesse non prevedono alcun impatto sulle altre variabili macroeconomiche (tasso di crescita del PIL reale e deflatore del PIL). In tutti questi scenari, si ipotizza che dopo il 2021 i tassi di interesse convergano di nuovo ai valori di medio termine (si veda paragrafo precedente) come nello scenario *baseline*.

I risultati delle simulazioni mostrano che nel caso di maggiori tassi di interesse, la dinamica del rapporto tra il debito e il PIL mostra ancora una discesa. Lo scenario con minori tassi di interesse garantirebbe ovviamente una discesa ancora più marcata del rapporto tra il debito e il PIL rispetto al quadro programmatico. Nel caso della dinamica sfavorevole del differenziale tra tasso di interesse e crescita del PIL nominale, l'evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL mostrerebbe un andamento crescente fino al 2021. Infine, nello scenario con la dinamica favorevole del differenziale tra tasso di interesse e crescita del PIL nominale, il sentiero del rapporto tra il debito e il PIL mostrerebbe una evoluzione simile a quella prevista dalla NADEF.

Le traiettorie dei diversi scenari alternativi dei tassi di interesse risultano decrescenti dopo il 2021 (anche lo scenario con maggiori tassi di interesse) e fino alla fine del periodo di proiezione anche grazie alle ipotesi di convergenza utilizzate per il medio periodo.

Da questo esercizio si può quindi concludere che: 1) in condizioni relativamente sfavorevoli per il costo medio del debito o la crescita del PIL nominale, la strategia di finanza pubblica delineata nella NADEF non assicurerebbe la discesa del rapporto tra il debito e il PIL; 2) la dinamica del rapporto tra il debito e il PIL della NADEF sarebbe realizzabile solo al verificarsi di ipotesi relativamente favorevoli sul costo medio del debito o sulla crescita nominale del PIL (tab. 3.3 e fig. 3.2).

Infine, si simulano gli stessi scenari alternativi ma ipotizzando un diverso orientamento di politica di bilancio dopo il 2021. In particolare, invece di convergere verso l'OMT come ipotizzato precedentemente, l'avanzo primario strutturale resta costante dal 2021 in poi al valore programmato nella NADEF (pari al 2,2 per cento). La differenza tra questo valore e quello corrispondente nello scenario *baseline* calcolato precedentemente rappresenta un impulso espansivo i cui effetti sul PIL reale sono valutati attraverso il moltiplicatore medio del modello UPB. A sua volta la dinamica del PIL si riflette favorevolmente sulla componente ciclica dell'avanzo primario attraverso l'elasticità prima ricordata.

¹² Il 75° percentile (coda sfavorevole) della distribuzione della differenza tra tasso di interesse e tasso di crescita del PIL nominale si è verificato nel 2011; il 25° percentile (coda favorevole) nel 2000.

Con queste ipotesi, in tutti gli scenari la discesa del rapporto sarebbe ancora assicurata, anche se in misura ovviamente meno marcata rispetto a quelli precedenti. Inoltre, nel caso dello scenario relativamente sfavorevole, oltre a un aumento nel breve periodo, il rapporto tra il debito e il PIL mostrerebbe una sostanziale stabilità dopo il 2022 intorno al livello del 130 per cento.

Queste simulazioni mostrano che uno scenario caratterizzato dall'invarianza del saldo strutturale primario di bilancio dopo il 2021 implicherebbe una discesa marcata del rapporto tra il debito e il PIL solo in condizioni relativamente favorevoli per il costo medio del debito e per la crescita nominale del prodotto; al contrario, in condizioni relativamente sfavorevoli la discesa sarebbe lenta oppure addirittura insufficiente a ridurre il rapporto significativamente al di sotto dei livelli attuali (fig. 3.3).

3.2 *Analisi stocastica*

Per tener conto delle incertezze delle stime, lo scenario programmatico presentato dal Governo viene messo a confronto con intervalli probabilistici ottenuti attraverso tecniche statistiche in linea con quelle utilizzate dalla Commissione europea e dal Fondo monetario internazionale¹³. In particolare, vengono stimate 5.000 possibili traiettorie del rapporto tra il debito e il PIL prendendo come riferimento l'evoluzione del rapporto coerente con le previsioni macroeconomiche (crescita del PIL reale e del deflatore del PIL) elaborate dall'UPB. Tale procedura, permette la costruzione di un ventaglio probabilistico sotto l'ipotesi di *shock* temporanei e permanenti alle variabili che influenzano la dinamica del debito (fig. 3.4).

Attraverso l'equazione che descrive la traiettoria del debito, gli scenari alternativi del rapporto tra il debito e il PIL sono ottenuti sottoponendo a *shock* le variabili che caratterizzano l'equazione stessa: tasso di crescita del PIL reale, tasso di crescita del deflatore del PIL, tasso di interesse a breve e *spread* tra i tassi di interesse a breve e a lungo termine¹⁴.

Date le previsioni macroeconomiche elaborate dall'UPB, la distribuzione ottenuta nel caso di *shock* temporanei vede il rapporto tra il debito e il PIL programmatico della NADEF collocarsi intorno al trentacinquesimo percentile: ciò vuol dire che il 65 per cento degli scenari generati prevedrebbero una evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL su livelli più alti rispetto a quanto prospettato dalla NADEF.

¹³ Si veda in particolare Berti, K. (2013), "Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries", Commissione europea, *Economic Papers* 480, April.

¹⁴ L'ipotesi di *shock* temporanei prevede variazioni delle variabili che determinano l'evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL con effetto limitato all'anno dello *shock*. L'ipotesi di *shock* permanenti prevede invece *shock* persistenti nel tempo per quanto riguarda i tassi di interesse.

L'ipotesi di *shock* permanenti determina una distribuzione leggermente più ampia dei valori del rapporto tra il debito e il PIL. In dettaglio, la distanza tra il novantesimo e il decimo percentile è pari a 49 punti percentuali nel caso di *shock* temporanei, mentre sale a 53 punti nel caso di *shock* permanenti; a fronte di ciò, a fine periodo (2027) tutti i decili della distribuzione assumono un valore più basso nel caso di *shock* permanenti. Di conseguenza, alla traiettoria del rapporto tra il debito e il PIL della NADEF viene assegnata una probabilità più alta di realizzazione, risultando in prossimità della mediana della distribuzione. Tale risultato è spiegato dal fatto che gli *shock* sui tassi di interesse si cumulano avendo come base il valore del tasso di interesse a breve del primo anno di previsione (2018), che – sebbene in aumento rispetto agli anni più recenti – si colloca ancora su livelli bassi in prospettiva storica e in relazione a quanto ipotizzato dalla stessa NADEF per il triennio 2019-2021, le cui previsioni utilizzano le curve *forward* aggiornate nel periodo di elaborazione del documento, che risultano essere più sfavorevoli.

La figura 3.5 riporta per ciascun anno la probabilità di una riduzione del debito rispetto all'anno precedente (grafico a)), di una riduzione del debito rispetto all'ultimo anno consuntivato (grafico b)) e di rispetto della regola del debito con il criterio *backward-looking* (grafico c)) sotto ipotesi di *shock* temporanei e permanenti.

Con *shock* temporanei la probabilità di discesa del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente è pari a circa il 60 per cento nel 2019 e cresce fino al 2020, anno in cui raggiunge il 72 per cento; nel 2021, tale probabilità si abbassa al 59 per cento, dal momento che la riduzione prevista nello scenario UPB è piuttosto esigua. Successivamente cresce fino al 2024 (87 per cento) per poi ridursi al 74 per cento alla fine del periodo di simulazione. Nel caso di *shock* permanenti, la dinamica è piuttosto simile, ma si colloca su valori stabilmente più alti, con una differenza che supera i 10 punti percentuali fino al 2023, per poi ridursi progressivamente a 5 punti percentuali circa alla fine dell'orizzonte di simulazione.

La probabilità di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto al 2017 (ultimo anno con dati di consuntivo) è pari a circa il 50 per cento nell'anno in corso e cresce fino al 60 per cento nel 2021 e al 74 per cento nel 2027 nel caso di *shock* temporanei, mentre nello scenario con *shock* permanenti tali probabilità coincidono nell'anno in corso e risultano maggiori di circa 10 punti negli anni successivi.

Infine, con riguardo alla regola del debito con il criterio *backward-looking*, i risultati indicano una probabilità di mancato rispetto della stessa che, nell'ultimo anno di previsione della NADEF (2021) si attesta intorno al 70 per cento in caso di *shock* permanenti e all'80 per cento con *shock* temporanei; negli anni successivi tali probabilità si riducono fino al 2024, per poi rimanere prossime al 50 per cento nel primo caso e al 65 per cento nel secondo.

4. Gli obiettivi di finanza pubblica alla luce delle regole di bilancio

4.1 La regola sul saldo strutturale

Lo scenario programmatico della NADEF 2018 si distingue da quello delineato nel DEF di aprile per l'allontanamento nel 2019 e l'arresto nel 2020-21 del percorso di avvicinamento verso l'OMT.

La valutazione del rispetto delle regole di bilancio in autunno si articola nell'analisi *in-year* relativa al 2018 e nell'analisi *ex ante* relativa al 2019 e al biennio successivo. La valutazione da parte della Commissione europea si baserà sul *Draft Budgetary Plan 2019* che sarà presentato dall'Italia entro metà ottobre. Si ricorda che, a livello europeo, l'analisi *ex post* per il 2017 si è conclusa con le valutazioni del Programma di stabilità da parte della Commissione e del Consiglio nel corso del primo semestre di quest'anno.

La tabella 4.1 mostra sia i valori pubblicati nella NADEF per la valutazione del rispetto della regola sul saldo strutturale, sia quelli calcolati dall'UPB su dati NADEF tenendo conto del *Vademecum* sul Patto di stabilità e crescita predisposto dalla Commissione europea¹⁵. Le colonne illustrano, per ogni anno considerato, gli elementi principali da considerare nella valutazione della regola di aggiustamento del saldo strutturale, e le conclusioni da trarre sul rischio di deviazioni (su base annuale e biennale) dalle regole di bilancio.

Per il 2018, in termini annuali, la NADEF mostra un miglioramento del saldo strutturale pari a circa 0,2 punti percentuali di PIL. Il miglioramento richiesto dalla matrice è pari a 0,6 punti percentuali, dimezzato a 0,3 punti per l'applicazione del "margine di discrezionalità" (*"margin of appreciation"*) da parte della Commissione europea. Ciò comporterebbe un rischio di deviazione di -0,1 punti percentuali. Tale deviazione sarebbe di norma considerata non significativa; tuttavia, al momento dell'applicazione del margine, la Commissione ha dichiarato che non sarebbero state permesse ulteriori deviazioni rispetto all'aggiustamento richiesto.

Per il 2019, la NADEF traccia un sentiero per il saldo strutturale diverso da quello tendenziale del DEF. Nel DEF l'aggiustamento strutturale era pari a 0,6 punti percentuali di PIL, uguale a quello richiesto, comportando quindi il pieno rispetto della regola. Nella NADEF, invece, l'aggiustamento programmato è un deterioramento del saldo strutturale di 0,8 punti percentuali di PIL, a fronte dello stesso aggiustamento richiesto. Ciò comporterebbe una deviazione significativa in termini sia annuali, pari a -1,4 punti percentuali di PIL, sia in media su due anni.

Per quanto riguarda il biennio 2020-21, lo scenario programmatico contenuto nella NADEF mostra un aggiustamento strutturale pari a zero in ciascun anno. Essendo la

¹⁵ Si veda *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact – 2017 Edition* (COM), pagg. 48-52, disponibile sulla pagina web https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/vade-mecum-stability-and-growth-pact-2017-edition_en.

richiesta di aggiustamento da matrice pari a 0,6 punti percentuali per ogni anno, si avrebbe un rischio di deviazione annuale di 0,6 punti percentuali in ambedue gli anni, ovvero significativa. Vi sarebbe inoltre il rischio di una deviazione significativa anche in termini biennali.

4.2 La regola sulla spesa

Per quanto riguarda la regola sulla spesa, i risultati illustrati in tabella 4.2 portano a concludere il rischio di deviazione non significativa in termini annuali nel 2018. Anche per questa regola, tuttavia, il margine di discrezionalità della Commissione europea è stato concesso senza la possibilità di ulteriori deviazioni, per cui si prospetta il rischio di mancato rispetto anche di questa regola. Per il 2019, la NADEF mostra un forte rischio di deviazione significativa dell'aggregato di spesa dal rispettivo *benchmark* sia in termini annuali che biennali.

Più in dettaglio, si noti innanzitutto che la NADEF riporta i valori dell'aggregato di spesa e del *benchmark* in termini reali per il 2016 e 2017 e in termini nominali per il 2018 e 2019; infatti dal 2018 la Commissione europea valuterà la regola della spesa su base nominale piuttosto che reale, come invece è stata valutata fino al 2017. Per il 2018, la NADEF conferma una variazione programmata dell'aggregato di spesa (1,3 per cento) superiore al *benchmark* (0,5 per cento). Tale scostamento è, in punti percentuali di PIL, pari a -0,3 (come nel DEF), indicando il rischio di deviazione non significativa. Infine, per il 2019 la NADEF prospetta un tasso di crescita nominale dell'aggregato di spesa, pari a 2,7 per cento, maggiore del *benchmark*, pari a 0,1 per cento. Questo scostamento è, in punti percentuali di PIL, pari a -1,1 in termini annuali e pari a -0,7 punti di PIL in termini biennali, indicando il rischio di deviazione significativa.

Considerate le deviazioni sia dalla regola sul saldo strutturale sia da quella sulla spesa, è previsto che la Commissione europea conduca una valutazione complessiva per stabilire se sia stata rispettata la parte preventiva del Patto di stabilità e crescita. Il risultato di tale valutazione complessiva dovrebbe avere anche un impatto sull'analisi che la Commissione potrebbe condurre come conseguenza del mancato rispetto della regola numerica sul debito. Infatti, nelle analisi condotte in passato il rispetto della parte preventiva del Patto è stato considerato come uno dei principali fattori rilevanti per evitare l'apertura di una procedura per disavanzo eccessivo.

Si ricorda che, se lo sforzo di bilancio per il 2019 contenuto nella NADEF venisse confermato nel DPB e se tale sforzo venisse giudicato dalla Commissione europea "nettamente" al di sotto di quanto raccomandato dal Consiglio a luglio (aggiustamento strutturale di 0,6 punti percentuali), essa potrebbe considerare come "particolarmente grave" il mancato rispetto delle regole del Patto. In questo caso, entro una settimana dalla pubblicazione del DPB la Commissione dovrebbe consultare il Governo sulla possibilità di modificare lo sforzo di bilancio. Se, nonostante le interlocuzioni con il Governo, la Commissione europea ritenesse ancora come particolarmente grave il mancato rispetto delle regole, essa potrebbe adottare un'opinione negativa sul DPB entro due settimane dalla pubblicazione del documento richiedendone la revisione

entro le successive tre settimane. Se un DPB rivisto venisse quindi presentato, la Commissione dovrebbe adottare una nuova opinione entro tre settimane.

Al contrario se il mancato rispetto delle regole del Patto non venisse considerato come particolarmente grave dalla Commissione, essa dovrebbe adottare la sua opinione sul documento entro il 30 novembre.

4.3 La regola di riduzione del debito

L'andamento del rapporto programmatico tra il debito e il PIL descritto nella NADEF mostra una graduale riduzione nel 2018 (dal 131,2 al 130,9 per cento) e nel 2019 (al 130 per cento), per poi scendere più rapidamente (al 128,1 per cento nel 2020 e al 126,7 nel 2021). Nonostante la discesa del debito, la regola numerica di riduzione non viene mai rispettata nel periodo di programmazione coperto dalla NADEF, né con il criterio *backward looking* fino al 2021 (fig. 4.1), né con quello *forward looking* fino al 2019, né con il criterio di correzione per il ciclo.

Mentre nel DEF si prospettava una discesa più ripida del rapporto tra il debito e il PIL, la NADEF prevede una discesa più graduale, facendo aumentare i *gap* rispetto al *benchmark*, da 1,4 punti percentuali a 4,2 per il 2018 e da 0,8 punti percentuali a 3,9 per il 2019.

Come già sottolineato in precedenti audizioni, il rispetto della regola con la metodologia *forward looking* in un dato anno equivale al rispetto della regola con la metodologia *backward looking* due anni dopo quello di riferimento. Ad esempio, il rispetto della regola con il criterio *backward looking* nel 2021 implicherebbe il suo rispetto nel 2019 con il criterio *forward looking*. Ciò significa anche che non è possibile valutare allo stato delle informazioni attuali il rispetto della regola con il criterio *forward looking* nel biennio 2020-21 perché necessiterebbe di proiezioni del rapporto tra il debito e il PIL per il biennio 2022-23.

Si rammenta infine che nel maggio scorso la Commissione europea ha redatto un rapporto ex articolo 126(3) del Trattato, in considerazione del mancato rispetto della regola numerica sul debito nel 2017. Il rapporto ha concluso che, tenendo conto dei fattori rilevanti, il criterio del debito poteva essere considerato rispettato. La Commissione ha inoltre dichiarato che il rispetto del criterio del debito sarà di nuovo verificato nella primavera del 2019, sulla base della notifica dei dati di consuntivo relativi al 2018. Si ricorda, tuttavia, che la Commissione ha la possibilità di redigere un nuovo rapporto ex articolo 126(3) ogni volta che vi siano modifiche sostanziali ("*material changes*") nella considerazione dei fattori rilevanti.

4.4 *La Relazione al Parlamento ai sensi della L.243/2012*

Il Governo ha presentato, insieme con la NADEF 2018, una Relazione al Parlamento in cui chiede l'autorizzazione a rivedere il piano di rientro verso l'OMT stabilito nella NADEF 2017.

La L. 243/2012, all'articolo 6, prevede la possibilità per il Governo di discostarsi temporaneamente dall'obiettivo programmatico, al fine di fronteggiare eventi eccezionali, previa autorizzazione delle Camere, con la procedura prescritta dal comma 3 del medesimo articolo.

La L. 243/2012, istitutiva dell'Ufficio parlamentare di bilancio, prevede che l'UPB effettui proprie valutazioni sugli scostamenti dagli obiettivi derivanti dal verificarsi degli eventi eccezionali (art. 18, comma 1, lettera e)). Anche il Regolamento europeo n. 473/2013 (che prescrive agli Stati membri di istituire organismi indipendenti per la valutazione della finanza pubblica) prevede che gli organismi indipendenti svolgano valutazioni pubbliche sull'emergere delle circostanze eccezionali e sull'allontanamento dal percorso di medio termine (art. 5, comma 2, lettera c)).

Il Governo richiama nella Relazione al Parlamento l'articolo 6, comma 5 della L. 243/2012 che prevede la possibilità di aggiornare il piano di rientro precedentemente approvato al verificarsi di ulteriori eventi eccezionali ovvero qualora, in relazione all'andamento del ciclo, il Governo intenda apportarvi modifiche.

La NADEF 2017 prevedeva che il saldo strutturale avrebbe quasi raggiunto l'OMT nel 2020 (saldo a -0,2 per cento), con aggiustamenti strutturali pari a 4 decimi di punto sia nel 2019 sia nel 2020. Nel DEF 2018, redatto a legislazione vigente, l'equilibrio in termini strutturali era previsto essere raggiunto nel 2020 e poi mantenuto nel 2021.

Il piano può essere aggiornato con le stesse modalità previste dall'articolo 6, comma 3, ossia il Governo, sentita la Commissione, sottopone all'autorizzazione parlamentare una Relazione, da approvare a maggioranza assoluta, con cui aggiorna gli obiettivi programmatici di finanza pubblica, indichi la durata e la misura dello scostamento, le finalità alle quali destinare le risorse disponibili in conseguenza dello scostamento e il relativo piano di rientro verso l'obiettivo programmatico, commisurandone la durata alla gravità degli eventi. Il piano di rientro è da attuare a partire dall'esercizio successivo a quelli per i quali è autorizzato lo scostamento.

Negli anni passati, Relazioni al Parlamento ai sensi della L. 243/2012 sono state presentate dai governi precedenti in occasione del DEF 2014, della NADEF 2014, della NADEF per il 2015, del DEF per il 2016, della NADEF per il 2016 e della NADEF per il 2017. Un'altra Relazione è stata presentata il 19 dicembre 2016, in occasione del DL 237/2016 volto a fornire sostegno al sistema creditizio italiano. La L. 243/2012 prevede, infatti, che il Governo, in presenza di eventi straordinari, possa ricorrere all'indebitamento per realizzare operazioni relative alle partite finanziarie.

Un breve approfondimento deve essere svolto sul contesto giuridico nel quale si pone la Relazione, e, in particolare se, – nel richiamare l'articolo 6, comma 5, della legge 243/2012 – essa invochi il manifestarsi di un nuovo evento eccezionale, oppure si richiami l'ultima parte del testo, quello che fa riferimento a una intenzione del Governo di modificare il piano di rientro in relazione all'andamento del ciclo economico. Occorre ricordare che un nuovo evento eccezionale sembrerebbe dover ricadere nell'ambito definitorio del comma 2 del medesimo art. 6, ovvero grave recessione economica o evento straordinario al di fuori del controllo dello Stato. Da aprile non sembra essersi manifestata alcuna di queste circostanze e la stessa Relazione non menziona

l'emergere di ulteriori eventi eccezionali. Analogamente ai precedenti documenti presentati dal 2015, la presente Relazione svolge argomentazioni generali sulle condizioni economiche dell'Italia: divari di crescita con il resto dell'Europa, crescita potenziale ancora ben al di sotto del livello pre-crisi, elevata disoccupazione. Sembra quindi che la modifica del piano di rientro sia invocata ai sensi dell'ultima parte del comma 5, quella che rinvia all'andamento del ciclo economico.

4.4.1 I presupposti e le finalità dell'intervento

Le motivazioni dell'aggiornamento del piano evidenziate dal Governo nella Relazione sono le seguenti.

- 1) In primo luogo, il PIL reale non ha ancora recuperato i livelli pre-crisi del 2008, in particolare gli ultimi dati relativi al 2017 mostrano un valore inferiore di circa 4 punti percentuali rispetto al 2008. Nello stesso periodo i divari territoriali tra Nord, Centro e Sud si sono allargati ed è aumentato il numero di persone che si trovano in condizioni di povertà, deprivate materialmente o appartenenti a famiglie a bassa intensità di lavoro.
- 2) Negli ultimi anni si sono riscontrati alcuni segnali positivi per la crescita dell'economia italiana, che tuttavia non sono ancora pienamente consolidati. Nella prima metà dell'anno l'economia Italiana è cresciuta meno delle attese, uno scenario determinato, in particolare, da un andamento delle esportazioni inferiore alle aspettative, anche in conseguenza delle tensioni commerciali internazionali; esistono inoltre rischi significativi per il futuro, legati alle evoluzioni dello scenario internazionale (commercio internazionale, prezzo del petrolio, tasso di cambio dell'euro).
- 3) Il Governo ritiene che i tassi di crescita del PIL e dell'occupazione previsti nello scenario macroeconomico tendenziale della NADEF, rivisti al ribasso per tenere conto dei fattori enunciati e dei più recenti indicatori congiunturali, siano inaccettabilmente bassi.

Il Governo intende, pertanto, rivedendo gli obiettivi di indebitamento ereditati, conseguire tassi di crescita del PIL più elevati e ridurre sensibilmente il divario di crescita nei confronti dell'Europa.

Nelle motivazioni addotte per richiedere alle Camere l'aggiornamento del piano di rientro, si fa riferimento al peggioramento della congiuntura per l'anno in corso e i successivi, ma manca una esplicita analisi del ciclo economico, che costituisce la dimensione a cui fa diretto riferimento il comma 5 dell'articolo 6 della L. 243/2012.

4.4.2 Il piano di rientro

Per quanto riguarda il piano di rientro, il Governo dichiara nella Relazione di voler riprendere il percorso di convergenza verso l'OMT solo dopo che la crescita economica si sarà consolidata, in particolare quando il livello del PIL reale e il tasso di disoccupazione saranno tornati ai valori pre-crisi.

La Relazione, quindi, non indica la scansione temporale del rientro verso l'OMT, né la dimensione dell'aggiustamento annuo, a differenza di quanto avvenuto in tutte le precedenti occasioni.

Nella NADEF per il 2018 si legge che: "il Governo prevede di riprendere il processo di riduzione dell'indebitamento strutturale dal 2022 in avanti. Laddove il PIL reale e l'occupazione oltrepassassero i livelli pre-crisi prima del 2021, i tempi di questa riduzione verrebbero accelerati".

Nelle precedenti Relazioni, il nuovo quadro programmatico prevedeva che il conseguimento dell'OMT fosse rinviato di un anno rispetto al precedente sentiero di convergenza (DEF per il 2014, NADEF per il 2014, NADEF per il 2015, DEF per il 2016 e NADEF per il 2017). Nel caso della NADEF per il 2016, la Relazione non modificava il saldo strutturale previsto in precedenza per l'ultimo anno del periodo di programmazione (2019), mentre veniva variato il percorso di aggiustamento (tab. 4.3).

4.4.3 Il dialogo con la Commissione europea e lo scambio di lettere tra questa e il MEF

Il Ministro dell'Economia e delle finanze ha informato con una lettera del 4 ottobre scorso la Commissione europea della richiesta del Governo al Parlamento di autorizzare una revisione del percorso verso l'OMT¹⁶. Nella lettera, il Ministro evidenzia la necessità di modificare il quadro programmatico di finanza pubblica del triennio 2019-2021, al fine di realizzare un programma di riforme socio-economiche e di investimenti in un contesto di decelerazione dell'economia italiana ed europea, in cui il tasso di disoccupazione italiano è eccessivamente alto, sia in termini assoluti, sia rispetto alla media europea. Nella lettera del Ministro si ribadisce l'intenzione del Governo di riprendere il processo di riduzione dell'indebitamento strutturale quando il livello del PIL reale e il tasso di disoccupazione saranno tornati ai valori pre-crisi.

Nella sua risposta¹⁷, la Commissione europea ricorda che le Raccomandazioni all'Italia per il 2019, approvate dal Consiglio europeo nel giugno scorso e formalmente adottate dall'ECOFIN il 13 luglio 2018, in entrambi i casi all'unanimità, prevedono per l'Italia un

¹⁶ http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/2018/documenti/October_2018_Letter_to__EC_Vice_President_04_10_2018_16H30.pdf.

¹⁷ https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/com_reply_minister_tria_0.pdf

aggiustamento strutturale di 6 decimi di punto di PIL, a fronte di un deterioramento previsto nella NADEF del saldo strutturale per 8 decimi di punto nel 2019, e di un saldo strutturale stabile nel 2020-21. La Commissione evidenzia quindi l'esistenza, in prospettiva, di una deviazione significativa nel 2019 dal sentiero di aggiustamento richiesto dal Consiglio. La Commissione valuterà formalmente la strategia di bilancio del Governo dopo la pubblicazione del DPB il 15 ottobre prossimo.

A differenza delle occasioni precedenti, dalla Relazione e dallo scambio di lettere, non sembra emergere l'esistenza di un dialogo in atto con la Commissione, o di condivisione con essa, circa la deviazione rispetto al percorso verso l'OMT. Ad esempio, nel caso della Relazione al Parlamento 2015 (NADEF 2015), il Governo dichiarava di voler utilizzare pienamente i margini di flessibilità che la Commissione, con la Comunicazione del 13 gennaio 2015¹⁸, aveva individuato al fine di incoraggiare l'attuazione effettiva delle riforme strutturali e degli investimenti. Inoltre, il Governo dichiarava di voler utilizzare, ove riconosciuti in sede europea, anche gli spazi correlati all'emergenza immigrazione. Nella Relazione 2014 (DEF 2014) il Governo richiamava anche l'art. 5 del Regolamento UE 1175/2011, che prevede esplicitamente una forma di flessibilità sul calendario di convergenza verso l'OMT in presenza di riforme strutturali significative, che producano un impatto positivo sul bilancio nel medio periodo. Ancora, nella Relazione 2016 (NADEF 2016), il Governo dichiarava di voler utilizzare appieno tutti i margini di flessibilità previsti dall'ordinamento europeo.

4.4.4 Alcune considerazioni

La valutazione della Relazione al Parlamento richiede alcune riflessioni sulle condizioni per rivedere il piano rientro e sulla esperienza fino a oggi. Si tratta di temi che dovrebbero essere affrontati non solo con la visione dell'economista pubblico che commenta una regola di bilancio ma in un'ottica interdisciplinare. Per questo motivo, l'UPB si limita qui a svolgere alcune considerazioni sul quadro di regole esistenti e sulla esperienza degli ultimi anni.

La principale questione da chiarire è se la formulazione dell'ultima parte del comma 5 possa essere letta come una facoltà del Governo incondizionata, da esercitare nell'ambito di argomentazioni legate esclusivamente all'andamento del ciclo economico. La risposta appare complessa, suggerisce di inquadrare questo inciso nel quadro costituzionale vigente e deve necessariamente tenere anche conto della prassi applicativa del quadro di regole dal 2014 (primo anno di applicazione della legge rinforzata) a livello nazionale e sovranazionale.

¹⁸ <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/IT/1-2015-12-IT-F1-1.PDF>.

La legge 243/2012 è, come noto, di attuazione della modifica costituzionale approvata nel 2012. Come largamente condiviso dalla letteratura dei costituzionalisti, l'attuale formulazione non contiene un preciso vincolo numerico sul saldo di bilancio, ma introduce un principio generale di responsabilità di bilancio (art. 97), articolato nelle sue due componenti e cioè Stato (art. 81) e Amministrazioni territoriali (art. 119). In tutti e tre gli articoli modificati, vi sono numerosi rinvii ai criteri e ai principi dell'ordinamento dell'Unione europea. Questi rinvii sembrano riflettere la *ratio* della modifica costituzionale, desumibile dal dibattito a livello europeo di quegli anni e come emerge dagli accordi siglati tra la maggioranza degli Stati membri dell'Unione europea (prima con il Patto Europlus del marzo 2011 e poi con il Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* (TSCG) del 2012), ovvero l'incorporazione negli ordinamenti interni, preferibilmente a livello costituzionale, del quadro di regole sovranazionali.

A partire dal Trattato di Maastricht, un sistema di regole numeriche guida la formazione dei bilanci degli Stati membri che partecipano alla moneta comune. Le regole erano inizialmente individuate nel 3 per cento del rapporto tra il disavanzo e il PIL e nel 60 per cento del rapporto tra il debito e il PIL; poi, nell'evoluzione successiva, sono state articolate nel raggiungimento di un obiettivo di medio termine espresso in termini strutturali e nell'individuazione di un percorso predeterminato per l'avvicinamento a questo valore. In particolare, gli anni in cui la crisi finanziaria (2011-13) sono stati gli stessi in cui vi è stato un inasprimento di questo quadro di regole, con la codificazione dell'impegno degli Stati membri a mettere in atto annualmente misure di consolidamento importanti e quantitativamente predeterminate, fino al raggiungimento dell'OMT. Questa base giuridica è sostanzialmente riflessa nella legge rinforzata approvata nel 2012. Occorre peraltro ricordare che attualmente vi è un'ampia discussione sulla eccessiva complessità del sistema di regole, con numerose proposte che le Istituzioni europee dovranno affrontare.

Le regole europee, negli ultimi anni, hanno però mostrato una significativa evoluzione, allontanandosi dallo schema "rigido" descritto in precedenza. A partire dal 2014, nella negoziazione con le istituzioni comunitarie, sono stati via via definiti elementi di flessibilità nel percorso di avvicinamento, in sede di interpretazione, a opera della Commissione, dei Regolamenti stessi. Questi spazi sono stati accordati sulla base di clausole di diversa natura (riforme strutturali; investimenti pubblici; revisione della matrice che modula l'aggiustamento strutturale richiesto agli Stati membri a seconda delle condizioni cicliche; il cosiddetto "*margin of appreciation*" della Commissione), alcune delle quali classificate come eventi eccezionali (flussi migratori, eventi sismici, sicurezza). Gli elementi che sembrano aver caratterizzato l'esperienza degli ultimi anni sono certamente la ricerca di margini di bilancio più ampi di quelli previsti come norma nei regolamenti europei, ma nell'ambito di un percorso condiviso con le istituzioni sovranazionali, che consentisse comunque di classificare queste scelte nell'ambito dei margini di flessibilità esistenti nei Regolamenti.

Il quadro europeo in evoluzione ha introdotto quindi spazi di flessibilità e ha consentito rientri più gradualmente agli Stati membri. Man mano che il livello sovranazionale ha seguito strade interpretative dei regolamenti europei che introducevano maggiore flessibilità nell'ordinario percorso di avvicinamento all'OMT, una interpretazione "letterale" della legge italiana ha portato a inquadrare, ai fini delle procedure interne, quella stessa politica di bilancio nell'ambito dell'articolo 6 della legge rinforzata (eventi eccezionali e scostamenti dall'obiettivo programmatico strutturale), inizialmente facendo riferimento a un evento eccezionale, poi alla intenzione del Governo di rivedere il piano in relazione all'andamento del ciclo.

La ripetizione nel tempo della pratica di invocare l'articolo 6 della legge rinforzata ha prodotto alcuni effetti. Ha sminuito la stessa eccezionalità della clausola derogatoria, inducendo una certa confusione semantica negli osservatori esterni. Ma soprattutto ha divaricato la discussione interna sugli elementi di flessibilità dal dibattito in corso con le istituzioni europee, portando probabilmente a sottovalutare la componente di condivisione della politica di bilancio implicita nel quadro di regole sovranazionali, ora incorporato nel nuovo quadro costituzionale.

Tab. 1.1 – Simulazione di uno scenario di stress finanziario (1), effetti sul PIL

	2018		2019		2020		2021	
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF
Commercio mondiale (variazioni %)	4,9	3,9	4,4	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7
Mercati esteri rilevanti per l'Italia, (variazioni %)	5,2	4,3	4,4	4,0	4,0	4,3	3,7	4,1
Prezzo in \$ del petrolio	65,0	72,6	61,2	73,8	58,4	70,7	57,0	67,9
variazioni %	20,0	33,9	-5,8	1,7	-4,6	-4,2	-2,4	-4,0
Tasso di cambio \$/€	1,23	1,19	1,23	1,16	1,23	1,16	1,23	1,16
variazioni %	9,0	4,9	0,1	-2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Prezzo del petrolio in €	52,8	61,3	49,6	63,7	47,4	61,0	46,2	58,6
variazioni %	10,1	27,7	-5,9	3,9	-4,6	-4,2	-2,4	-4,0
Tassi di interesse a breve termine	-0,3	0,2	0,2	1,0	0,9	1,9	1,7	2,7
Tassi di interesse a lungo termine	2,2	2,7	2,7	3,3	3,0	3,5	3,3	3,7

Fonte: elaborazioni su dati del DEF e della NADEF per il 2018.

(1) Nello scenario si ipotizza un incremento di 100 punti base della variabile internazionale "stress sul mercato dei titoli di debito" e una politica monetaria dei maggiori paesi che reagisce alle mutate condizioni dell'attività economica.

Tab. 1.2 – Le principali variabili del quadro tendenziale nel DEF e nella NADEF

	2018		2019		2020		2021	
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF
PIL	1,5	1,2	1,4	0,9	1,3	1,1	1,2	1,1
Contributi alla crescita del PIL								
Esportazioni nette	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1
Scorte	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	1,5	1,4	1,1	0,9	1,1	0,8	1,2	1,0
Deflatore PIL	1,3	1,3	1,8	1,8	1,7	1,7	1,5	1,5
PIL nominale	2,9	2,5	3,2	2,7	3,1	2,8	2,7	2,6

Fonte: elaborazioni su dati del DEF e della NADEF per il 2018.

Tab. 1.3 – Il quadro tendenziale e programmatico nella NADEF

	2018		2019		2020		2021	
	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.
PIL	1,2	1,2	0,9	1,5	1,1	1,6	1,1	1,4
Contributi alla crescita del PIL								
Esportazioni nette	-0,3	-0,3	0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,1
Scorte	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Domanda nazionale al netto delle scorte	1,4	1,4	0,9	1,6	0,8	1,6	1,0	1,4
Deflatore PIL	1,3	1,3	1,8	1,6	1,7	1,9	1,5	1,7
PIL nominale	2,5	2,5	2,7	3,1	2,8	3,5	2,6	3,1

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018.

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

	PIL			
	2018	2019	2020	2021
Fondo Monetario Internazionale - ottobre 2018	1,2	1,0	0,9	0,8
Confindustria - ottobre 2018	1,1	0,9		
OCSE - settembre 2018 ⁽¹⁾	1,2	1,1		
Oxford Economics - settembre 2018 ⁽¹⁾	1,2	1,1	1,0	0,8
Consensus Economics - settembre 2018	1,2	1,1		
Commissione europea - luglio 2018	1,3	1,1		
Banca d'Italia - luglio 2018	1,3	1,0	1,2	
Banca d'Italia - luglio 2018 ⁽¹⁾	1,2	1,0	1,1	

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

Tab. 1.5 – Simulazione di uno scenario di stress finanziario, effetti sul PIL (1)
(differenze in punti percentuali rispetto ai tassi di crescita dello scenario base)

	2019	2020	2021	2019-2021
Mondo	-0,10	-0,15	-0,07	-0,32
Area dell'euro	-0,10	-0,08	0,02	-0,16
Germania	-0,06	-0,06	0,02	-0,10
Italia	-0,10	-0,14	-0,14	-0,38

(1) Si ipotizza un incremento di 100 punti base della variabile internazionale "stress sul mercato dei titoli di debito" e la politica monetaria dei maggiori paesi che reagisce alle mutate condizioni dell'attività economica.

Tab. 2.1 – Indicatori di finanza pubblica (1)
(in percentuale del PIL; segno + = miglioramento del saldo)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Indebitamento netto tendenziale (a)	-2,5	-2,4	-1,8	-1,2	-0,7	-0,5
<i>Variazione (a')</i>		0,1	0,6	0,6	0,5	0,2
Misure <i>una tantum</i> tendenziali	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Interventi netti (b)				-1,2	-1,4	-1,3
di cui: <i>disattivazione clausole di salvaguardia (c)</i> ⁽²⁾				-0,7	-0,3	-0,2
Indebitamento netto programmatico (d=a+b)	-2,5	-2,4	-1,8	-2,4	-2,1	-1,8
<i>Variazione (d')</i>		0,1	0,6	-0,6	0,3	0,3
Interessi (e)	-3,9	-3,8	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9
<i>Variazione (e')</i>		0,1	0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Componente ciclica del saldo di bilancio programmatico (f)	-1,9	-1,3	-1,0	-0,7	-0,3	-0,1
Indebitamento netto programmatico corretto per il ciclo (g=d-f)	-0,7	-1,1	-0,8	-1,8	-1,8	-1,7
Misure <i>una tantum</i> programmatiche (h)	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Avanzo primario strutturale (i)	3,1	2,7	2,7	2,0	2,1	2,2
<i>Variazione (i')</i>		-0,4	0,1	-0,7	0,1	0,2
Saldo di bilancio programmatico strutturale (l=g-h)	-0,9	-1,1	-0,9	-1,7	-1,7	-1,7
<i>Variazione (l')</i>		-0,9	-0,2	0,2	0,0	0,0

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti delle cifre decimali. – (2) Per gli anni 2020 e 2021 le cifre riportate sono stime basate sul contenuto dell'audizione sulla NADEF del Ministro dell'Economia e delle finanze del 9 ottobre 2018.

Tab. 2.2 – Spesa per interessi
(in percentuale del PIL)

	2017	2018	2019	2020	2021
a) DEF tendenziale	65.641	62.536	63.004	65.466	68.313
	3,8	3,5	3,5	3,5	3,5
b) NADEF tendenziale	65.515	64.477	66.011	69.284	72.917
	3,8	3,6	3,6	3,7	3,8
c) NADEF programmatico	65.515	64.477	n.d.	n.d.	n.d.
	3,8	3,6	3,7	3,8	3,9
d) Differenze (c-a)	-126	1.941	n.d.	n.d.	n.d.
	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4

Fonte: elaborazioni su dati del DEF e della NADEF per il 2018.

Tab. 2.3 – Attivazione e disattivazione delle clausole di salvaguardia su IVA e accise
(milioni di euro)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Legge di stabilità per il 2015 (L. 190/2014)							
Attivazione	0	12.814	19.221	21.965	21.965	21.965	21.965
Legge di stabilità per il 2016 (L. 208/2015)							
Disattivazione		-12.814	-4.088	-2.394	-2.394	-2.394	-2.394
Effetto netto		0	15.133	19.571	19.571	19.571	19.571
Legge di bilancio per il 2017 (232/2016)							
Disattivazione			-15.133	0	0	0	0
Nuova clausola					3.679	3.679	3.679
Effetto netto			0	19.571	23.250	23.250	23.250
Decreto legge 50/2017							
Disattivazione				-3.828	-4.363	-4.088	-3.679
Effetto netto				15.743	18.887	19.162	19.571
Decreto legge 148/2017							
Disattivazione				-835	-340	0	0
Effetto netto				14.908	18.547	19.162	19.571
Legge di bilancio per il 2018 (L. 205/2017)							
Disattivazione				-14.908	-6.075	0	0
Effetto netto				0	12.472	19.162	19.571
NADEF 2018							
Disattivazione ⁽¹⁾					-12.472	-5.500	-4.000
Effetto netto					0	13.662	15.571

Fonte: elaborazioni su dati delle relazioni tecniche dei provvedimenti citati in tabella.

(1) Per gli anni 2020 e 2021, cfr. Audizione sulla NADEF del Ministro dell'Economia e delle finanze del 9 ottobre 2018.

Tab. 2.4 – Misure *una tantum* a legislazione vigente
(milioni di euro; segno - = peggioramento dell'indebitamento netto nominale)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Saldo <i>una tantum</i> tendenziali in % del PIL	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Saldo <i>una tantum</i> tendenziali in valore assoluto (= a + b + c)	3.465	-160	1.250	-1.449	-783	-52
a) Entrate, di cui:	5.565	8.880	3.133	950	607	188
<i>Imposte sostitutive varie</i>	1.067	1.070	1.386	442	442	0
<i>Allineamento valori di bilancio ai principi IAS</i>	394	250	231	173	173	173
<i>Fondo solidarietà UE per sisma Amatrice</i>	0	1.167	0	0	0	0
<i>Fondo di risoluzione bancaria</i>	0	1.526	0	0	0	0
<i>Emersione capitali all'estero (voluntary disclosure)</i>	4.078	956	112	0	0	0
<i>Rottamazione cartelle, inclusa estensione al 2017 e riapertura respinte</i>	0	3.896	1.389	320	-23	0
<i>Condono edilizio</i>	26	15	15	15	15	15
b) Spese, di cui:	-3.045	-9.689	-2.483	-3.039	-1.990	-840
<i>Dividendi in uscita</i>	-30	-20	0	0	0	0
<i>Interventi per calamità naturali</i>	-2.127	-2.326	-2.483	-3.039	-1.990	-840
<i>Fondo risoluzione (4 banche)</i>	0	-1.000	0	0	0	0
<i>Interventi in favore di MPS e Banche venete</i>	0	-6.343	0	0	0	0
<i>One-off EU nuova decisione risorse proprie 2014</i>	-888	0	0	0	0	0
c) Dismissioni immobiliari (minori spese)	945	649	600	640	600	600

Fonte: elaborazione su dati della tavola III.4 della NADEF per il 2018.

Tab. 2.5 – Investimenti fissi lordi delle Amministrazioni pubbliche: confronto tra previsioni programmatiche e consuntivi
(milioni di euro)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NTI alla legge di stabilità 2015	38.310	36.391	36.808	37.090	38.426				
<i>Variazioni %</i>		-5,0	1,1	0,8	3,6				
NTI alla legge di stabilità 2016		35.678	37.473	38.339	38.793	38.508			
<i>Variazioni %</i>			5,0	2,3	1,2	-0,7			
NTI alla legge di bilancio 2017			36.770	37.112	39.555	41.359	42.507		
<i>Variazioni %</i>				0,9	6,6	4,6			
NTI alla legge di bilancio 2018				35.394	35.528	36.608	38.804	38.866	
<i>Variazioni %</i>					0,4	3,0			
NADEF 2018 quadro tendenziale					33.787	33.031	34.828	37.431	38.940
<i>Variazioni %</i>						-2,2			
NADEF 2018 valori programmatici (1)						33.031	38.300	42.400	45.400
<i>Variazioni %</i>							16,0	10,7	7,1
Notifica Istat del 21/09/2018	38.555	37.008	36.643	35.660	33.787				
<i>Variazioni %</i>		-4,0	-1,0	-2,7	-5,3				
PIL programmatico (miliardi)					1.725,0	1.767,6	1.822,7	1.887,0	1.946,3
Incidenza sul PIL degli investimenti programmatici						1,9	2,1	2,2	2,3

Fonte: elaborazione sui dati dei documenti di finanza pubblica indicati nella tabella.

Tab. 2.6 – Determinanti della variazione del rapporto tra il debito e il PIL (1)
(in percentuale del PIL e tassi di variazione)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rapporto debito/PIL	131,4	131,2	130,9	130,0	128,1	126,7
Variazione rapporto debito/PIL	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-1,9	-1,3
Avanzo primario (competenza economica)	-1,4	-1,4	-1,8	-1,3	-1,7	-2,1
Effetto snow-ball ⁽²⁾ di cui:	1,0	1,1	0,4	-0,3	-0,6	0,0
<i>spesa per interessi/PIL nominale</i>	3,9	3,8	3,6	3,7	3,8	3,9
<i>contributo crescita PIL nominale</i>	-2,9	-2,7	-3,2	-4,0	-4,4	-3,9
<i>p.m. : costo medio del debito</i>	3,1	3,0	2,8	2,9	3,0	3,1
Aggiustamento stock-flussi	0,2	0,1	1,1	0,6	0,4	0,8
<i>Introiti da privatizzazioni</i>	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0
<i>Variazione disponibilità liquide del MEF</i>	0,4	-0,8	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
<i>Altro</i>	-0,1	0,9	1,1	1,0	0,8	0,9

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) L'effetto *snow-ball* è calcolato come somma della spesa per interessi su PIL nominale e del contributo della crescita del PIL nominale, dato da $(d_{t-1}/PIL_{t-1}) * (-g_t/(1+g_t))$, dove d_{t-1} è il debito al tempo t-1, e g_t è il tasso di crescita nominale del PIL al tempo t.

Tab. 3.1 – Scenario alternativo a): effetti dell'eliminazione della clausola di salvaguardia
(in percentuale del PIL)

	2019		2020		2021	
	NADEF 2018	Scenario assenza clausole	NADEF 2018	Scenario assenza clausole	NADEF 2018	Scenario assenza clausole
Avanzo primario strutturale	2,0	2,0	2,1	1,4	2,2	1,4
Crescita PIL reale	1,5	1,5	1,6	1,7	1,4	1,5
Deflatore PIL (var.%)	1,6	1,6	1,9	1,6	1,7	1,6
Avanzo primario	1,3	1,3	1,7	1,0	2,1	1,4
Rapporto debito/PIL	130,0	130,0	128,1	129,1	126,7	128,4
<i>p.m. Impatto (% PIL) clausole di salvaguardia residue considerando scenario programmatico NADEF 2018</i>		-		0,7		0,8

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018.

Tab. 3.2 – Scenario alternativo b): stabilizzazione del rapporto tra il debito e il PIL
(in percentuale del PIL)

	2019		2020		2021	
	NADEF 2018	Scenario <i>breakeven</i> debito/PIL	NADEF 2018	Scenario <i>breakeven</i> debito/PIL	NADEF 2018	Scenario <i>breakeven</i> debito/PIL
Crescita PIL reale	1,5	1,0	1,6	0,7	1,4	1,1
Avanzo primario	1,3	1,0	1,7	1,0	2,1	1,2
Debito/PIL	130,0	130,9	128,1	130,9	126,7	130,9

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018.

Tab. 3.3 – Scenario alternativo c): ipotesi sui livelli dei tassi di interesse
(in percentuale del PIL)

		2018	2019	2020	2021
NADEF prog. 2018	Rapporto debito/PIL	130,9	130,0	128,1	126,7
	Spesa per interessi	3,6	3,7	3,8	3,9
	Indebitamento	-1,8	-2,4	-2,1	-1,8
Maggiori tassi di interesse	Rapporto debito/PIL	130,9	130,5	129,3	128,8
	Spesa per interessi	3,6	4,2	4,5	4,7
	Indebitamento	-1,8	-2,9	-2,8	-2,6
Minori tassi di interesse	Rapporto debito/PIL	130,9	129,5	126,9	124,8
	Spesa per interessi	3,6	3,2	3,1	3,1
	Indebitamento	-1,8	-1,9	-1,4	-1,0
Dinamica tassi di interesse/crescita sfavorevole	Rapporto debito/PIL	130,9	131,5	131,5	132,0
	Spesa per interessi	3,6	5,2	5,7	5,9
	Indebitamento	-1,8	-3,9	-4,0	-3,8
Dinamica tassi di interesse/crescita favorevole	Rapporto debito/PIL	130,9	130,1	128,2	126,4
	Spesa per interessi	3,6	3,9	3,8	3,4
	Indebitamento	-1,8	-2,6	-2,1	-1,3

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018.

Tab. 4.1 – Deviazioni e rispetto della regola di aggiustamento del saldo strutturale
(in percentuale del PIL potenziale)

Regola sul saldo strutturale	2017		2018 ⁽²⁾	2019	2020	2021
	NADEF 2018	Vademecum ⁽¹⁾				
Aggiustamento strutturale richiesto escluse clausole (a)	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Flessibilità per clausola riforme strutturali e clausola investimenti (b)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flessibilità per eventi eccezionali (spesa sicurezza 2016, rifugiati 2015-17, terremoto 2017) (c)	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Flessibilità per margine di discrezionalità (d)	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Aggiustamento richiesto incluse clausole, eventi eccezionali e margine di discrezionalità (e=a-b-c-d)	0,1	0,2	0,3	0,6	0,6	0,6
Aggiustamento strutturale annuale (f)	-0,2	-0,3	0,2	-0,8	0,0	0,0
Deviazione annuale da aggiustamento richiesto (g=f-e) ⁽³⁾	-0,3	-0,5	-0,1	-1,4	-0,6	-0,6
Rispetto regola annuale	Dev. non sign.	Limite sign.	Dev. non sign.	Dev. sign.	Dev. sign.	Dev. sign.
Deviazione media biennale da aggiustamento richiesto ⁽³⁾	-0,3	-0,4		-0,7	-1,0	-0,6
Rispetto regola media biennale	Dev. sign.	Dev. sign.		Dev. sign.	Dev. sign.	Dev. sign.

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018 e *Spring Forecast 2018*.

(1) Per il 2017, come prevede il Vademecum, sia l'aggiustamento richiesto sia quello realizzato sono quelli stimati dalla Commissione europea in *Spring Forecast 2018*. – (2) La deviazione per il 2018 in termini biennali non viene riportata in quanto, a seguito dell'applicazione del margine di discrezionalità, la Commissione europea valuterà tale anno solo sul pieno rispetto (quindi senza possibilità di deviazioni) della regola in termini annuali. – (3) Se la deviazione dell'aggiustamento strutturale realizzato da quello richiesto è nulla o positiva, allora la regola è rispettata. Se la deviazione annuale è negativa e compresa tra 0 e -0,5 (0 e -0,25 per la deviazione biennale), allora vi è una deviazione non significativa. Se la deviazione annuale è negativa e minore di -0,5 (-0,25 per la deviazione biennale), allora vi è una deviazione significativa.

Tab. 4.2 – Deviazioni e rispetto della regola di crescita della spesa
(in percentuale del PIL)

Regola sulla spesa	2017		2018 ⁽²⁾	2019
	NADEF 2018	Vademecum ⁽¹⁾		
Crescita della spesa corretta al netto delle <i>una tantum</i> e DRM ⁽³⁾	0,3	0,0	1,3	2,7
Obiettivo massimo crescita annuale spesa ⁽³⁾	-0,4	-0,6	0,5	0,1
Deviazione dall'obiettivo annuale (% PIL) ⁽⁴⁾	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1
Rispetto regola spesa (annuale)	Dev. non sign.	Dev. non sign.	Dev. non sign.	Dev. sign.
Deviazione media biennale (% PIL) ⁽⁴⁾	-0,1	-0,1		-0,7
Rispetto regola spesa (media biennale)	Dev. non sign.	Dev. non sign.		Dev. sign.

Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018 e *Spring Forecast 2018*.

(1) Per il 2017, come prevede il Vademecum, sia la crescita della spesa sia il *benchmark* sono quelli stimati dalla Commissione europea in *Spring Forecast 2018*. – (2) La deviazione per il 2018 in termini biennali non viene riportata in quanto, a seguito dell'applicazione del margine di discrezionalità, la Commissione europea valuterà tale anno solo sul pieno rispetto (quindi senza possibilità di deviazioni) della regola in termini annuali. – (3) Il tasso di crescita viene calcolato in termini reali per il 2017 e in termini nominali per il 2018 e 2019. – (4) Se la deviazione della crescita della spesa netta dall'obiettivo massimo (*benchmark*) in termini di PIL è nulla o positiva, allora la regola è rispettata. Se la deviazione annuale è negativa e compresa tra 0 e -0,5 (0 e -0,25 per la deviazione biennale), allora vi è una deviazione non significativa. Se la deviazione annuale è negativa e minore di -0,5 (-0,25 per la deviazione biennale), allora vi è una deviazione significativa.

Tab. 4.3 – La Relazione al Parlamento ai sensi della L. 243/2012

Relazione al Parlamento	Riferimento normativo	Presupposti	Conseguimento OMT
Rel. 2014 aprile 2014 (DEF 2014)	Art. 6 L. 243/2012; Art. 3 c. 4 L. 243/2012; Art. 5 Reg. UE 1175/2011	Riduzione della crescita potenziale nel 2012-13 Condizioni fragili mercato del lavoro <i>Output gap</i> ancora fortemente negativo Condizioni liquidità imprese non normalizzate Necessità di accelerare pagamento debiti commerciali della PA Necessità di realizzare riforme strutturali Il Governo richiama espressamente l'art. 5 del Reg. UE 1175/2011 (flessibilità in presenza di riforme significative con impatto positivo sul bilancio nel medio periodo)	Rinviato dal 2015 al 2016
Rel. 2014 settembre 2014 (NADEF 2014)	Art. 6 c. 5 L. 243/2012 Art. 5 Reg. UE 1466/1997	<i>Output gap</i> negativo molto ampio nel 2013-14 e 2015 Tasso di crescita del PIL negativo nel 2014 Rischio di ulteriori revisioni al ribasso per crescita 2015 Rischio di deflazione Il Governo invoca l'art. 5 del Reg. 1466/1997 Nonostante ripresa in corso prima parte del 2015, caduta del prodotto rilevante negli ultimi anni Il PIL è ancora significativamente lontano dai livelli pre-crisi Tendenza dell'inflazione più sfavorevole del previsto Perdita di prodotto di quasi venti punti rispetto al <i>trend</i> pre-crisi di una gravità senza precedenti Metodologia di calcolo del prodotto potenziale seguita dalla Commissione europea non riflette perdita di prodotto Rischi significativi di una minore crescita del commercio internazionale Ripercussioni finanziarie derivanti dall'ondata di immigrazione Il Governo dichiara di voler utilizzare pienamente i margini di flessibilità ex comunicazione della Commissione del 13 gennaio 2015 (riforme strutturali e investimenti)	Rinviato dal 2016 al 2017
Rel. 2015 settembre 2015 (NADEF 2015)	Art. 6 c. 5 L. 243/2012	Perdita di slancio della ripresa nella seconda metà del 2015, causa peggioramento quadro internazionale Il tasso di inflazione al consumo è recentemente risceso sotto lo zero Revisione al ribasso delle proiezioni di crescita per il triennio 2016-18 Perdita di prodotto di quasi venti punti rispetto al <i>trend</i> pre-crisi di una gravità senza precedenti Metodologia di calcolo del prodotto potenziale seguita dalla Commissione europea non riflette perdita di prodotto Utilizzare tutti i margini di flessibilità consentiti dal PSC Il Governo dichiara di aver chiesto alla Commissione europea flessibilità per l'anno 2016 per 0,5 punti percentuali (riforme) e per 0,3 punti percentuali (investimenti) ex comunicazione della Commissione del 13 gennaio 2015 (riforme strutturali e investimenti) Revisione delle stime dell' <i>output gap</i> per il 2017 (da -1,1 per cento del DEF 2016 al -1,7 per cento della NADEF) Ricorrono eventi eccezionali quali: i) il sisma dell'agosto 2016; esigenza di piano organico di messa in sicurezza del territorio e di ricostruzione; ii) l'intensità del fenomeno migratorio Il Governo dichiara di volere utilizzare appieno tutti i margini di flessibilità previsti dall'ordinamento europeo	Rinviato dal 2017 al 2018
Rel. 2016 aprile 2016 (DEF 2016)	Art. 6 c. 5 L. 243/2012	Perdita di slancio della ripresa nella seconda metà del 2015, causa peggioramento quadro internazionale Il tasso di inflazione al consumo è recentemente risceso sotto lo zero Revisione al ribasso delle proiezioni di crescita per il triennio 2016-18 Perdita di prodotto di quasi venti punti rispetto al <i>trend</i> pre-crisi di una gravità senza precedenti Metodologia di calcolo del prodotto potenziale seguita dalla Commissione europea non riflette perdita di prodotto Utilizzare tutti i margini di flessibilità consentiti dal PSC Il Governo dichiara di aver chiesto alla Commissione europea flessibilità per l'anno 2016 per 0,5 punti percentuali (riforme) e per 0,3 punti percentuali (investimenti) ex comunicazione della Commissione del 13 gennaio 2015 (riforme strutturali e investimenti) Revisione delle stime dell' <i>output gap</i> per il 2017 (da -1,1 per cento del DEF 2016 al -1,7 per cento della NADEF) Ricorrono eventi eccezionali quali: i) il sisma dell'agosto 2016; esigenza di piano organico di messa in sicurezza del territorio e di ricostruzione; ii) l'intensità del fenomeno migratorio Il Governo dichiara di volere utilizzare appieno tutti i margini di flessibilità previsti dall'ordinamento europeo	Nel 2018 non viene conseguito l'OMT, come invece previsto in precedenza. L'OMT è conseguito sostanzialmente nel 2019 (-0,2 per cento)
Rel. 2016 settembre 2016 (NADEF 2016)	Art. 6 c. 5 L. 243/2012	Perdita di slancio della ripresa nella seconda metà del 2015, causa peggioramento quadro internazionale Il tasso di inflazione al consumo è recentemente risceso sotto lo zero Revisione al ribasso delle proiezioni di crescita per il triennio 2016-18 Perdita di prodotto di quasi venti punti rispetto al <i>trend</i> pre-crisi di una gravità senza precedenti Metodologia di calcolo del prodotto potenziale seguita dalla Commissione europea non riflette perdita di prodotto Utilizzare tutti i margini di flessibilità consentiti dal PSC Il Governo dichiara di aver chiesto alla Commissione europea flessibilità per l'anno 2016 per 0,5 punti percentuali (riforme) e per 0,3 punti percentuali (investimenti) ex comunicazione della Commissione del 13 gennaio 2015 (riforme strutturali e investimenti) Revisione delle stime dell' <i>output gap</i> per il 2017 (da -1,1 per cento del DEF 2016 al -1,7 per cento della NADEF) Ricorrono eventi eccezionali quali: i) il sisma dell'agosto 2016; esigenza di piano organico di messa in sicurezza del territorio e di ricostruzione; ii) l'intensità del fenomeno migratorio Il Governo dichiara di volere utilizzare appieno tutti i margini di flessibilità previsti dall'ordinamento europeo	Per l'ultimo anno di programmazione (2019) il saldo strutturale previsto in precedenza (-0,2 per cento) non viene modificato, mentre varia il percorso di aggiustamento
Rel. 2016 (19.12.2016)	Art. 6 c. 6 L. 243/2012	In caso di esito negativo di <i>stress test</i> di istituzioni creditizie, necessità di fornire liquidità al sistema bancario, con garanzia a carico dello Stato su passività emesse da banche italiane, e sostegno precauzionale al capitale, come previsto dalla Dir. UE 59/2014. La Relazione è stata emessa insieme con il DL 237/2016	Prevista emissione di titoli di debito pubblico fino a 20 miliardi nel 2017, con impatto sul saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato, fabbisogno e debito pubblico. L'aggiornamento degli obiettivi programmatici e del piano di rientro è rimandato ai documenti di programmazione 2017, tenuto conto delle misure che saranno effettivamente adottate
Rel. 2017 settembre 2017 (NADEF 2017)	Art. 6 c. 5 L. 243/2012	Nonostante la ripresa in atto, il ritmo di crescita è ancora al di sotto di quello dei principali <i>partner</i> europei Il tasso di disoccupazione, sebbene in diminuzione, rimane ancora elevato Le riforme adottate dal Governo non hanno ancora dispiegato completamente i loro effetti Gli investimenti privati seguono una tendenza positiva, ma sono ancora al di sotto dei livelli pre-crisi Gli investimenti pubblici necessitano di ulteriori risorse per il necessario rilancio La decisione della Commissione di applicare, per l'anno 2018, il cosiddetto margine di discrezionalità Il PIL reale non ha ancora recuperato i livelli pre-crisi del 2008.	L'equilibrio di bilancio, previsto nel 2019 dal DEF 2017, è sostanzialmente raggiunto nel 2020 (-0,2 per cento)
Rel. 2018 settembre 2018 (NADEF 2018)	Art. 6 c. 5 L. 243/2012	I divari territoriali tra Nord, Centro e Sud si sono allargati dopo il 2008. Aumentato il numero di persone che si trovano in condizioni di povertà. Nella prima metà del 2018, crescita inferiore alle attese, a causa dell'andamento esportazioni Rischi significativi per il futuro, legati alle evoluzioni dello scenario internazionale. I tassi di crescita del PIL e dell'occupazione tendenziali della NADEF sono inaccettabilmente bassi Rilancio e potenziamento degli investimenti pubblici, programma di manutenzione straordinaria del sistema infrastrutturale Necessario conseguire crescita del PIL più elevata e ridurre il divario di crescita nei confronti della UE	Il piano di rientro non indica quando l'OMT sarà conseguito. Nell'orizzonte di programmazione 2019-2021, il saldo strutturale è costante e pari a -1,7 per cento Il processo di aggiustamento graduale riprenderà dal 2022 (Fonte: NADEF 2018)

Fig. 1.1 – Previsioni sul quadro macroeconomico tendenziale

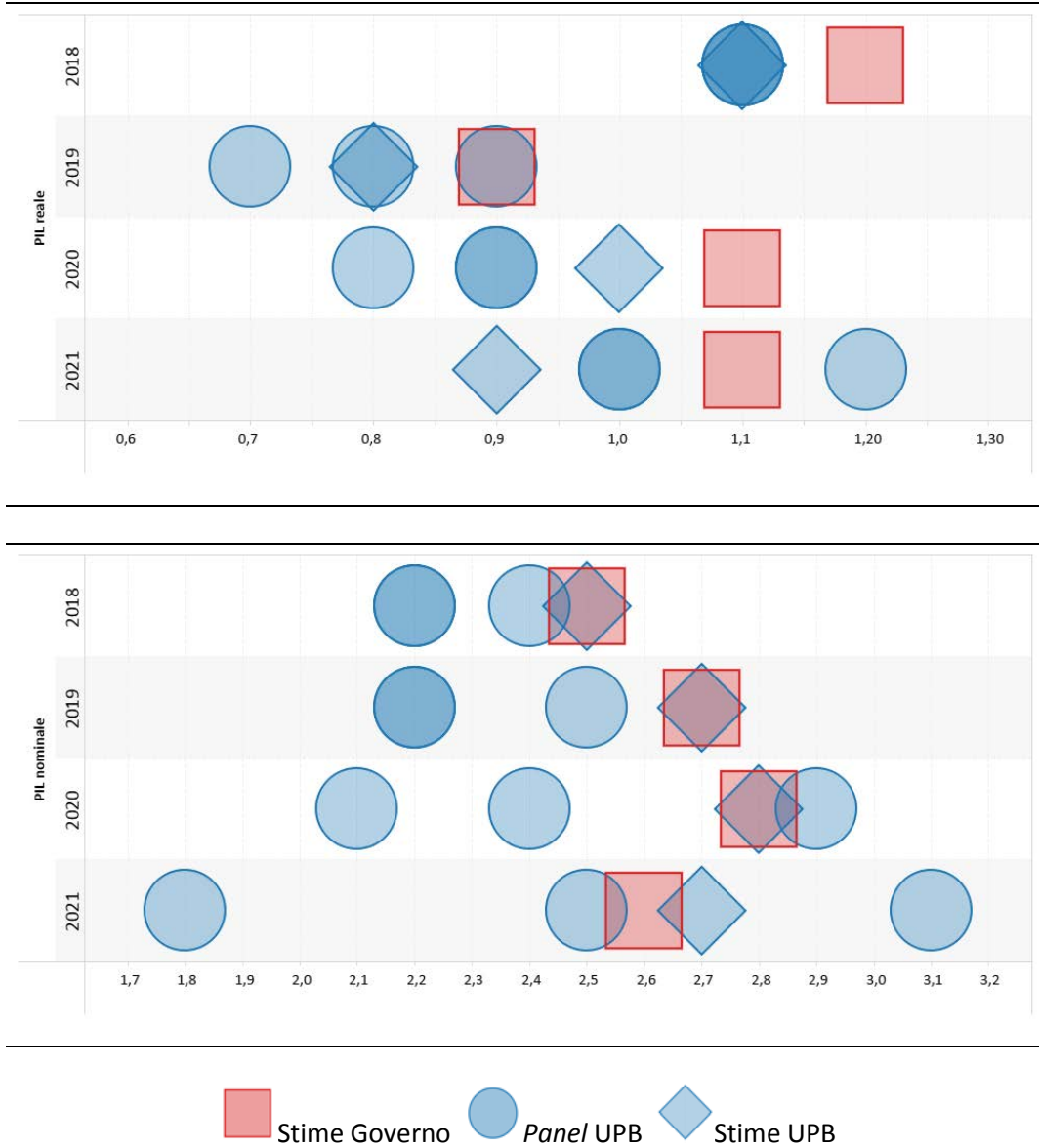
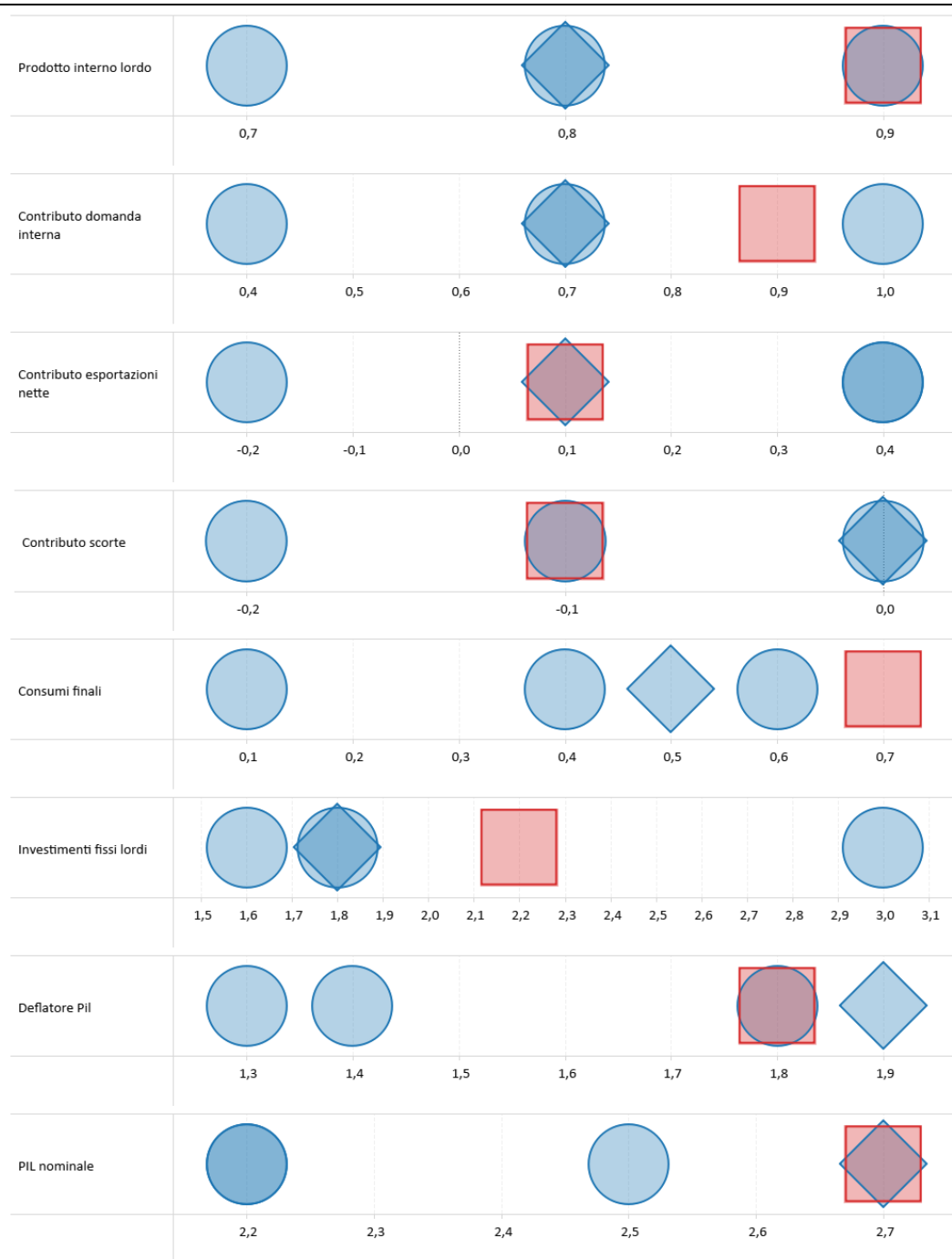


Fig. 1.1 – (segue) Previsioni sul quadro macroeconomico tendenziale – Anno 2019



Stime Governo Panel UPB Stime UPB

Fig. 1.1 – (segue) Previsioni sul PIL tendenziale

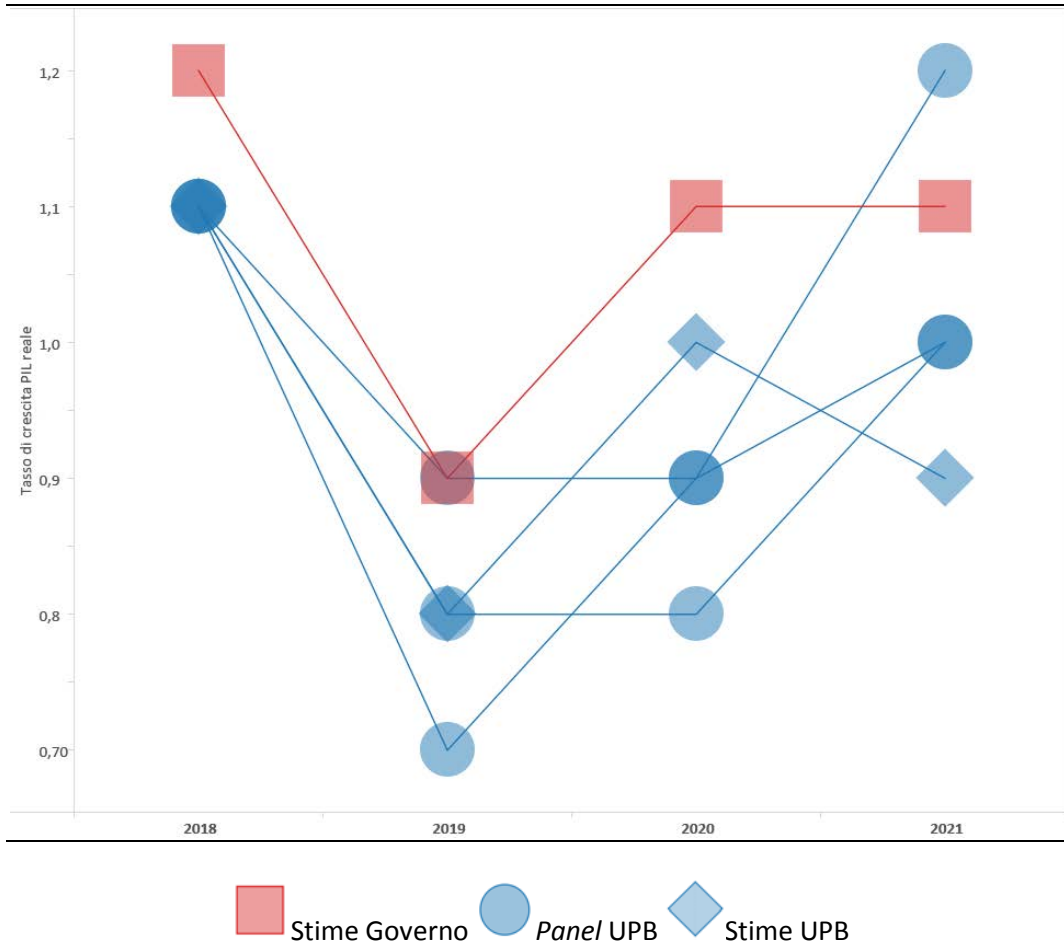
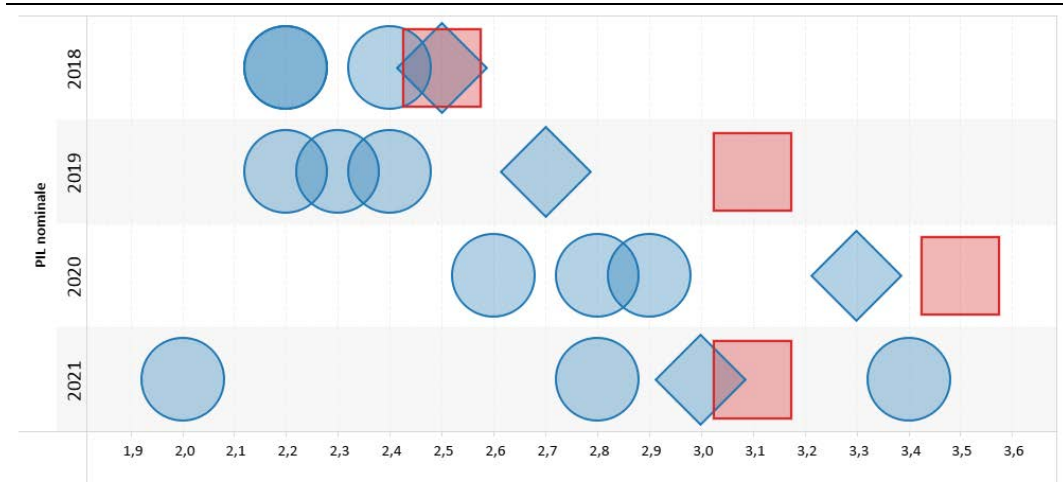
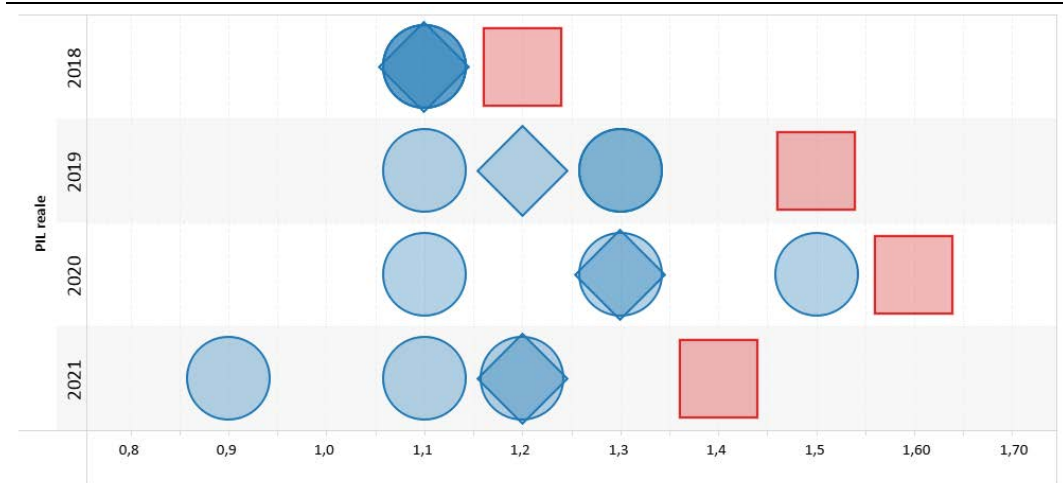
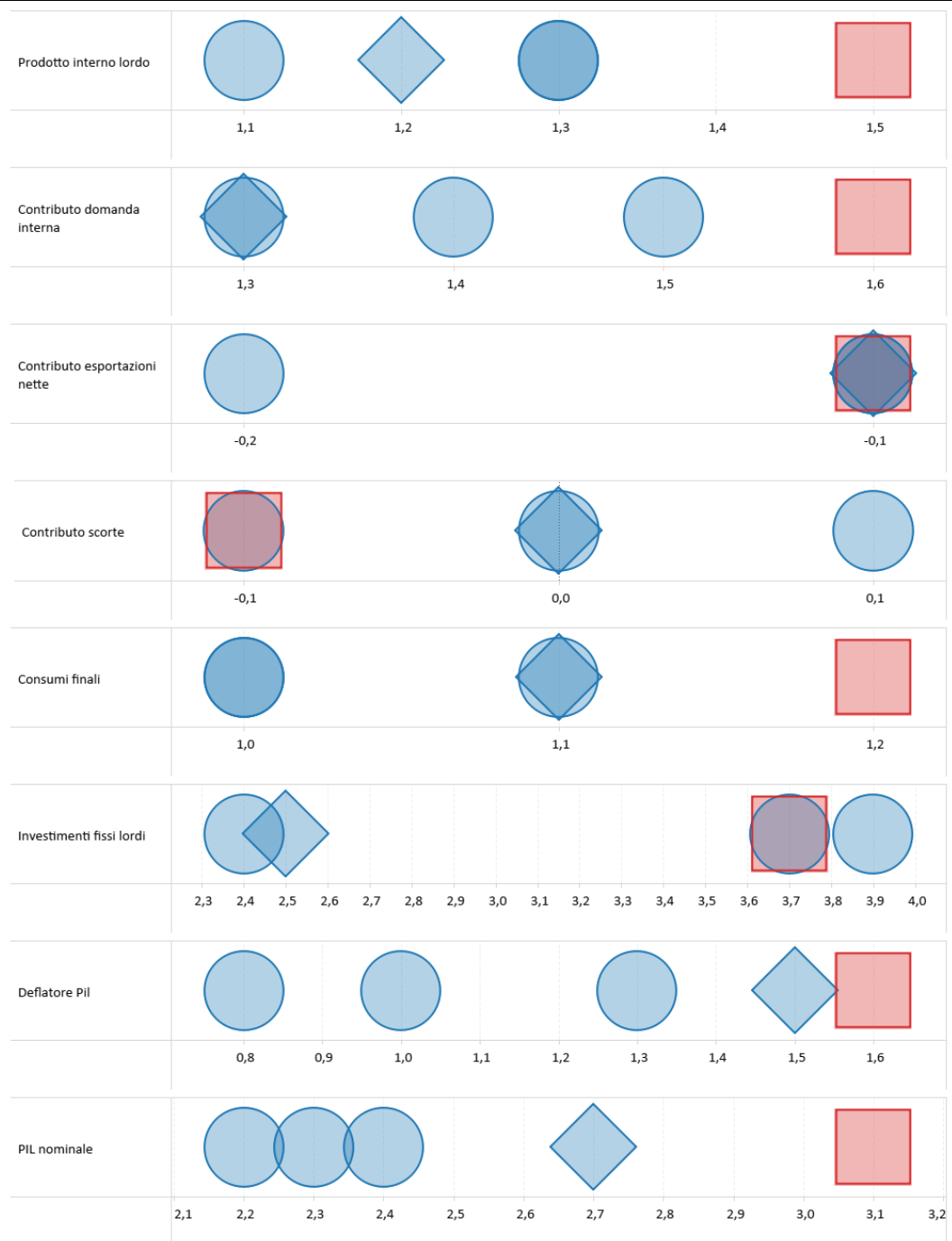


Fig. 12 – Previsioni sul quadro macroeconomico programmatico



■ Stime Governo
 ● Panel UPB
 ◆ Stime UPB

Fig. 1.2 – (segue) Previsioni sul quadro macroeconomico programmatico – Anno 2019



Stime Governo Panel UPB Stime UPB

Fig. 1.2 – (segue) Previsioni sul PIL programmatico

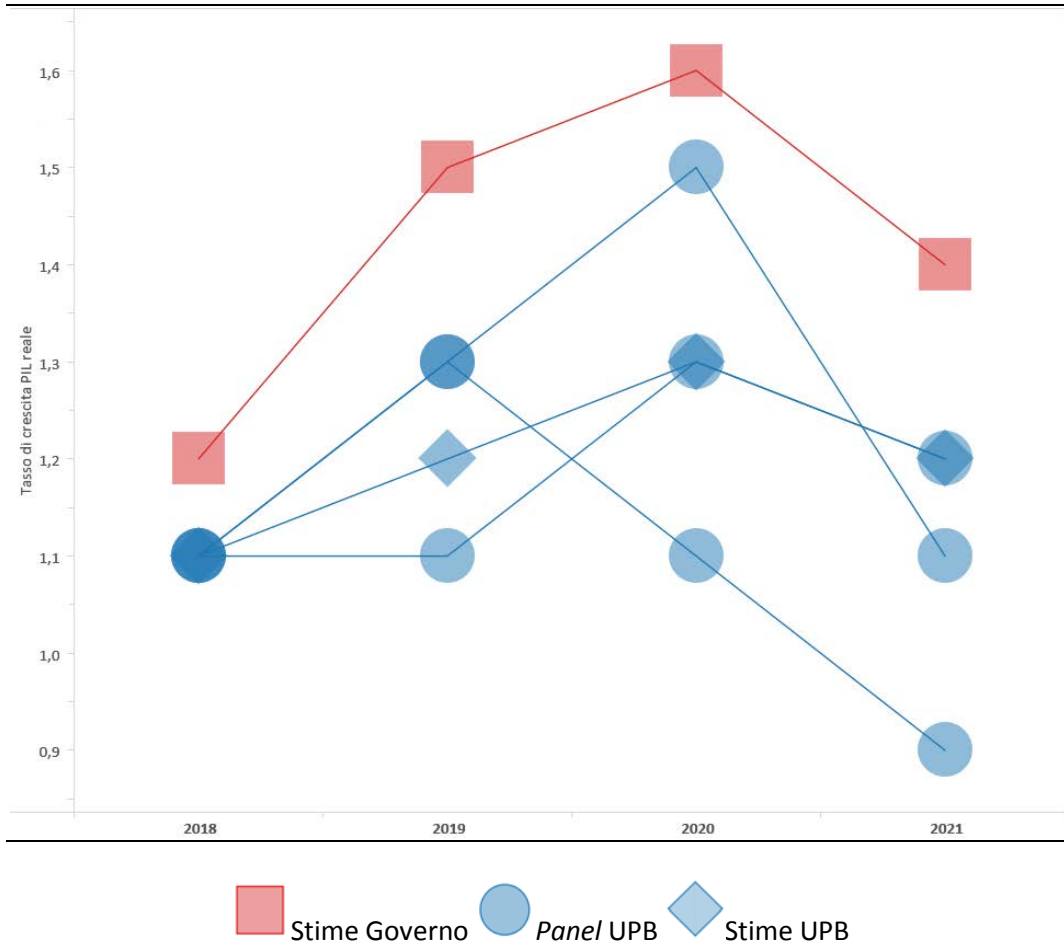
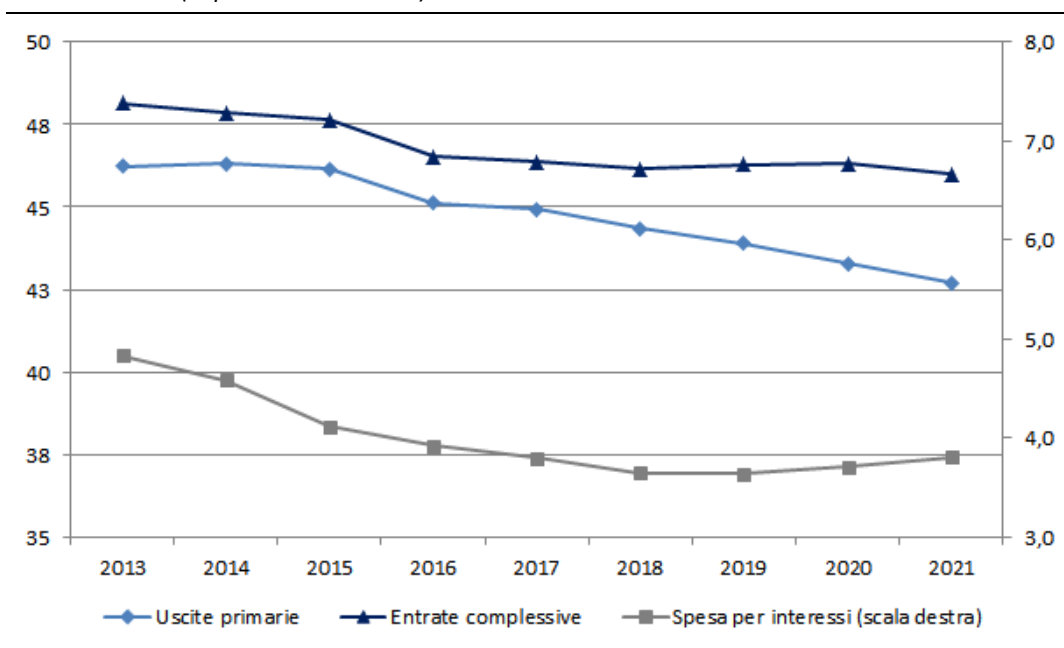
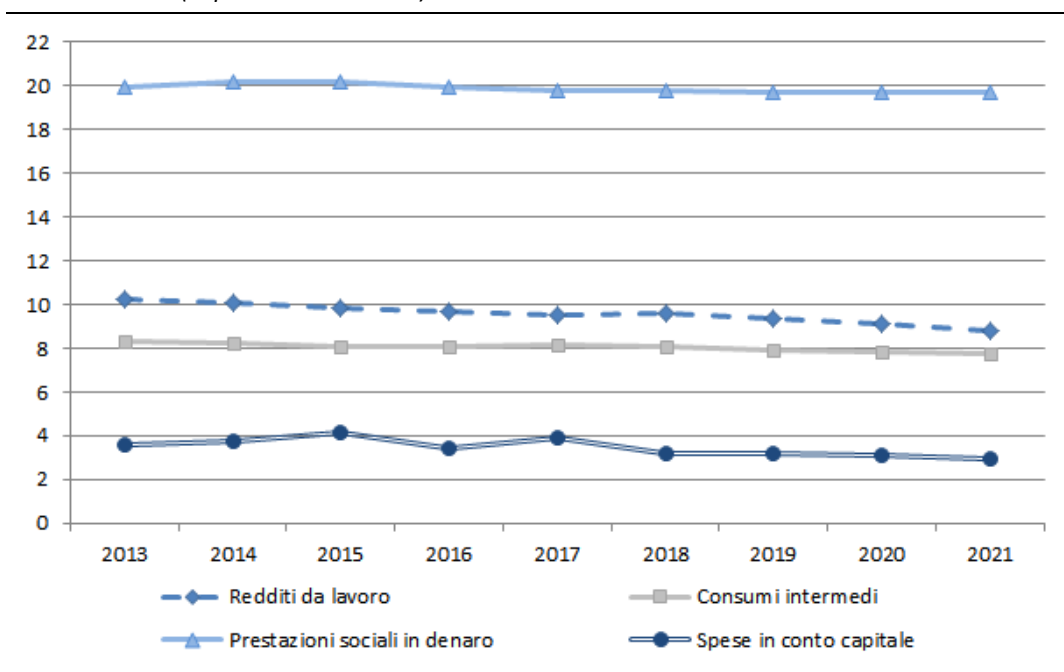


Fig. 2.1 – Aggregati del conto delle Amministrazioni pubbliche – Valori tendenziali
(in percentuale del PIL)



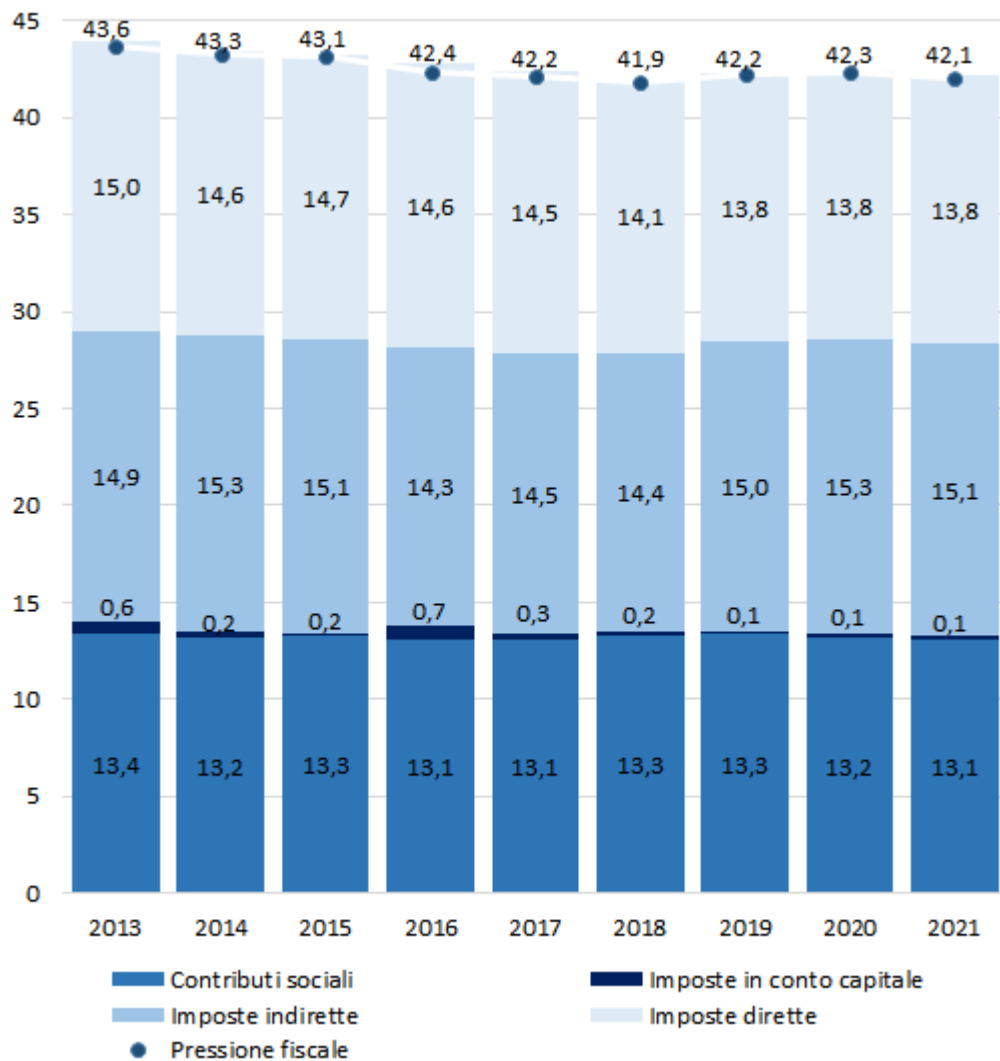
Fonte: elaborazioni su dati dell' Istat e della NADEF per il 2018.

Fig. 2.2 – Principali voci di spesa delle Amministrazioni pubbliche
(in percentuale del PIL)



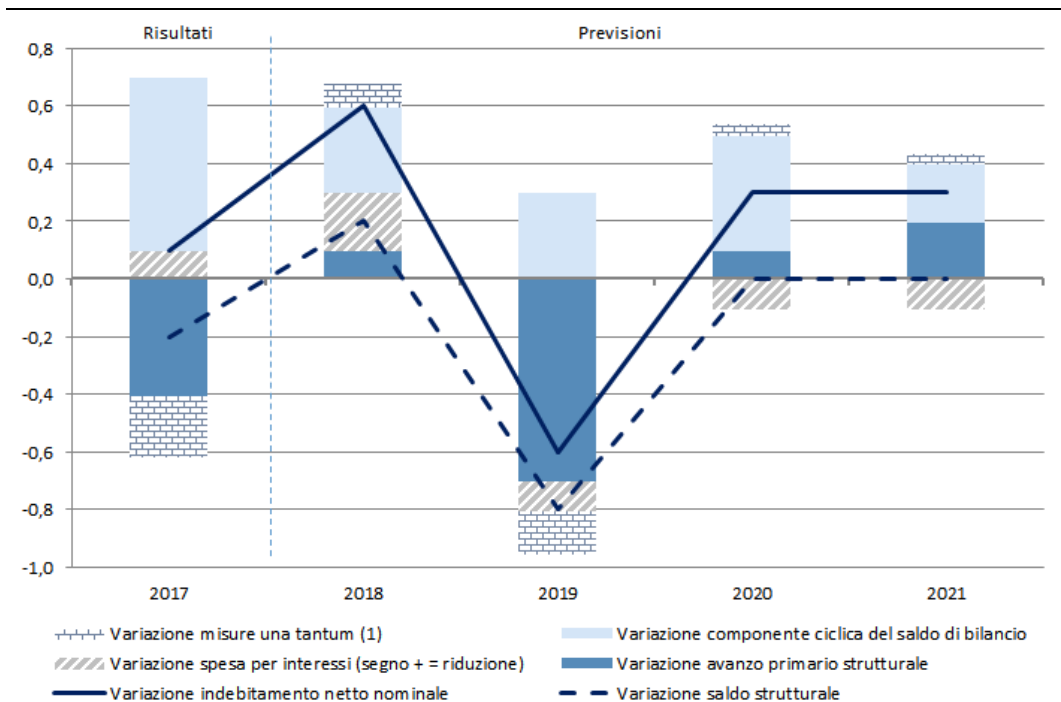
Fonte: elaborazioni su dati dell' Istat e della NADEF per il 2018.

Fig. 2.3 – Pressione fiscale e sue principali componenti
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati dell' Istat e della NADEF per il 2018.

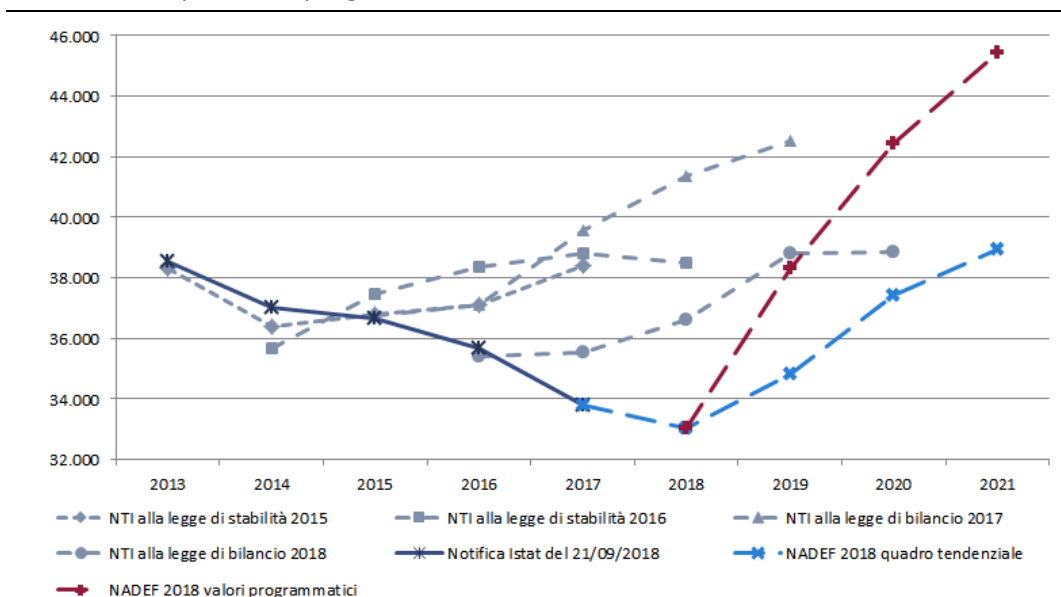
Fig. 2.4 – Variazione delle componenti del saldo di bilancio programmatico (variazioni percentuali)



Fonte: elaborazione su dati della tabella 2.1.

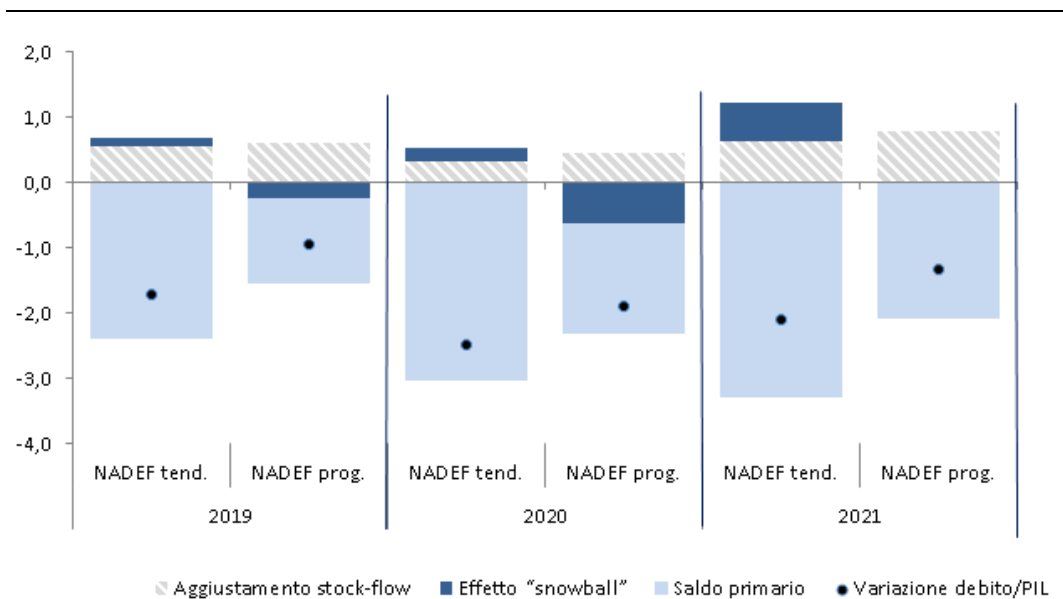
(1) Il segno positivo indica misure *una tantum* a riduzione del deficit.

Fig. 2.5 – Investimenti fissi lordi delle Amministrazioni pubbliche: confronto tra previsioni programmatiche e consuntivi



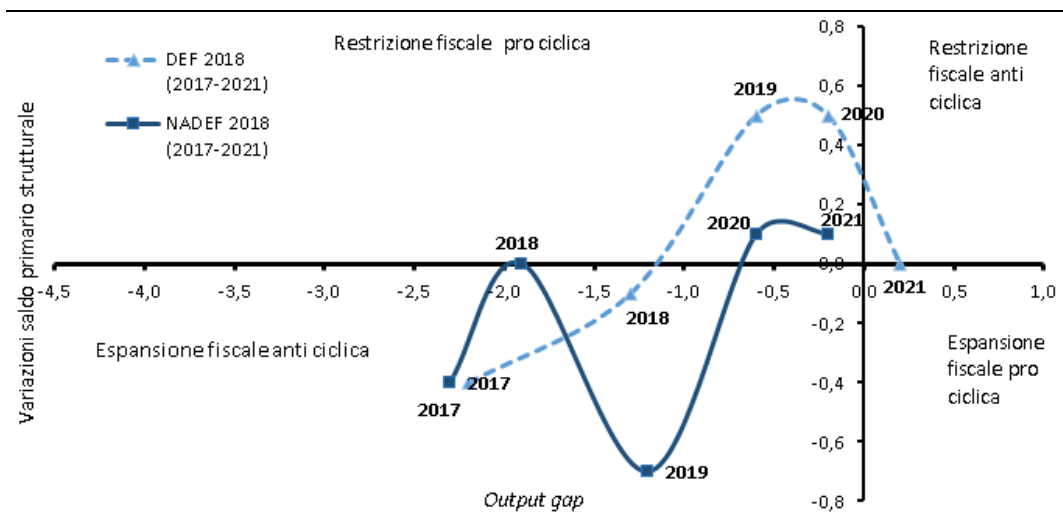
Fonte: elaborazione sui dati dei documenti di finanza pubblica indicati nella figura.

Fig. 2.6 – Determinanti della variazione del rapporto tra il debito e il PIL: confronto tra NADEF 2018 tendenziale e programmatico (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018.

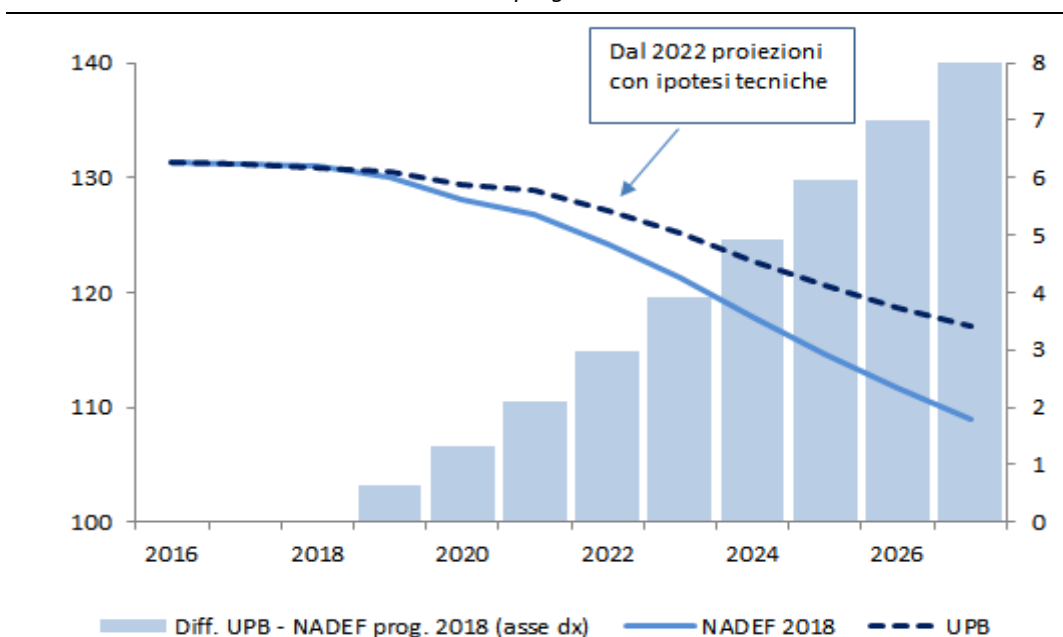
Fig. 2.7 – Variazione del saldo primario strutturale e *output gap* (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni sui dati del DEF e della NADEF per il 2018.

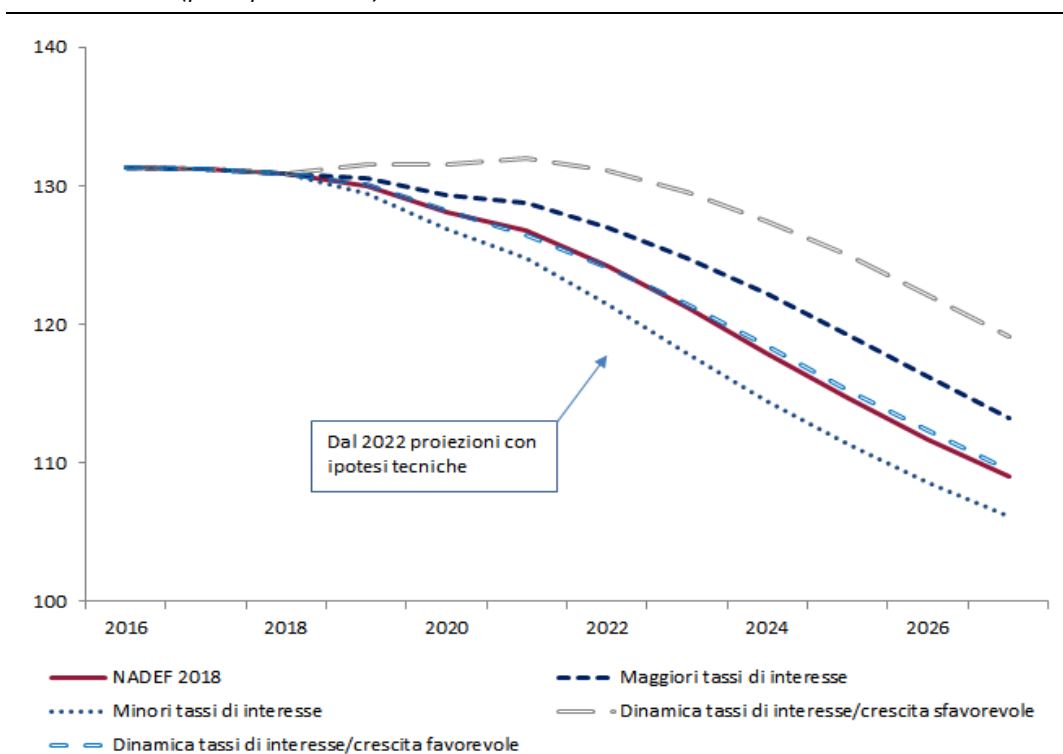
Fig. 3.1 – La dinamica tra il debito e il PIL in diversi scenari macroeconomici (punti percentuali)

Previsioni NADEF programmatico e UPB



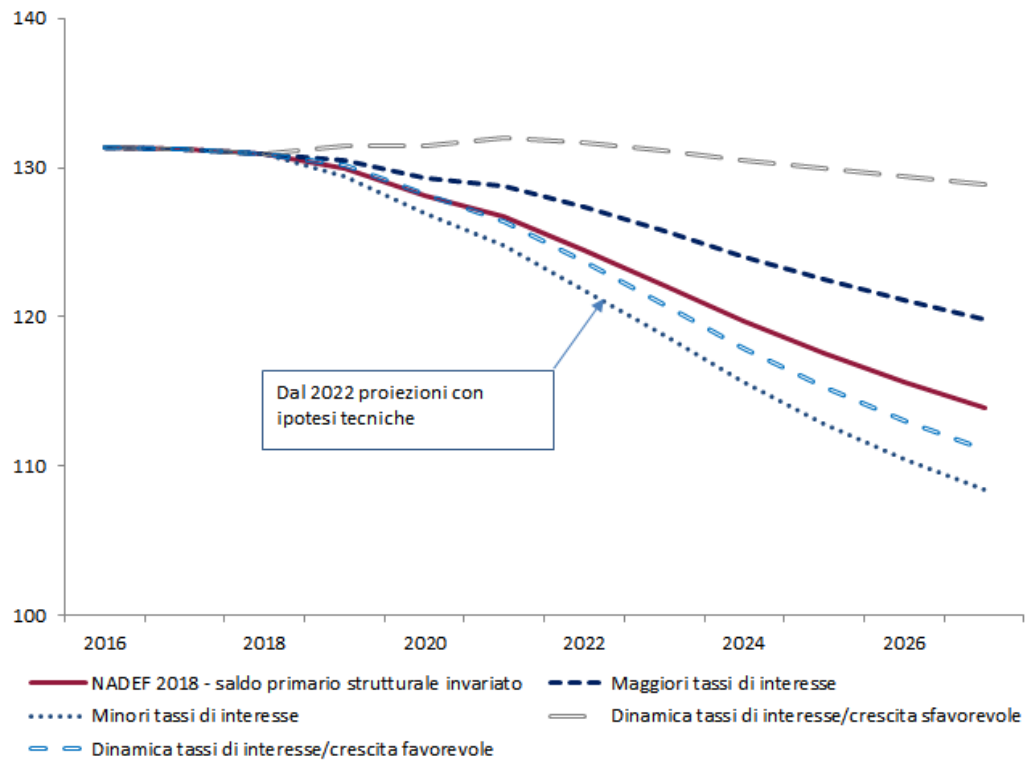
Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018.

Fig. 3.2 – Scenario alternativo c): ipotesi sui livelli dei tassi di interesse con convergenza del saldo strutturale all'OMT dopo il 2021 (punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati NADEF per il 2018.

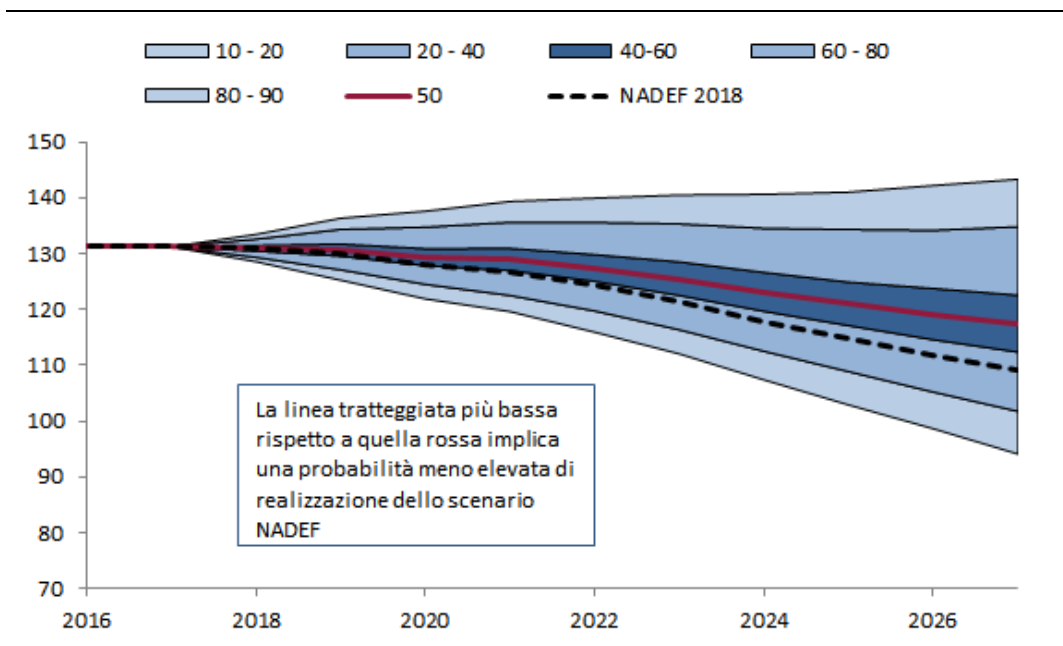
Fig. 3.3 – Scenario alternativo c): ipotesi sui livelli dei tassi di interesse con politica invariata del saldo strutturale dal 2021 (punti percentuali)



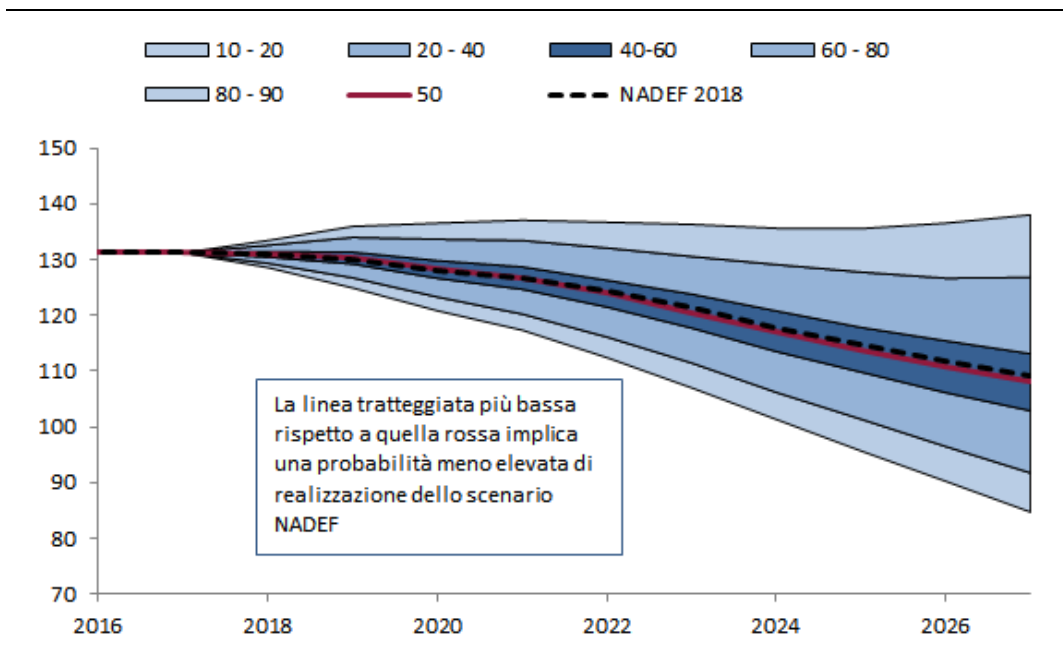
Fonte: elaborazioni su dati NADEF per il 2018.

Fig. 3.4 – Analisi stocastica a *shock* temporanei: scenario programmatico NADEF rispetto a scenario UPB (punti percentuali)

a) Shock temporanei



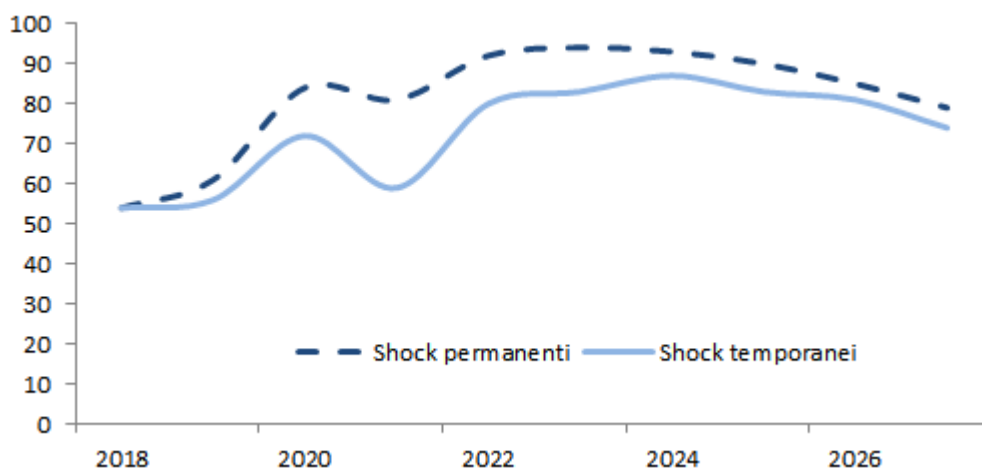
b) Shock permanenti



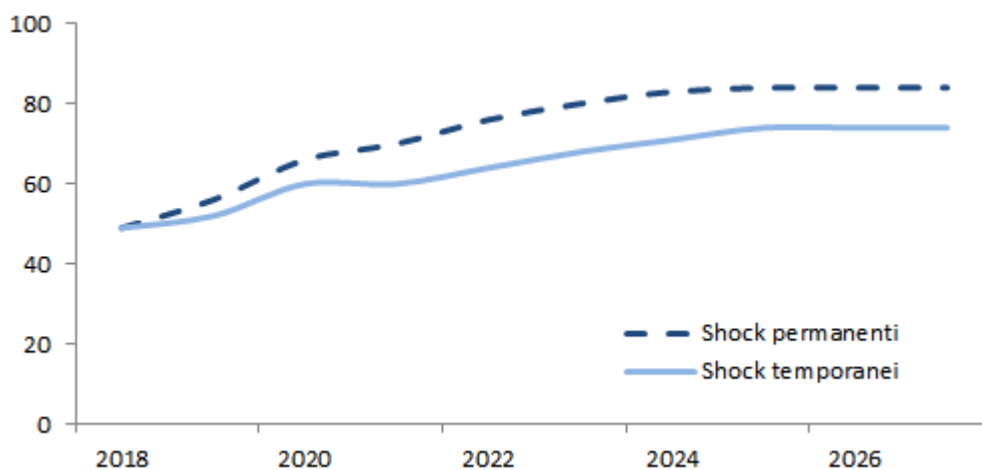
Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018.

Fig. 3 5 – Analisi stocastica a *shock* temporanei e permanenti: probabilità implicite (punti percentuali)

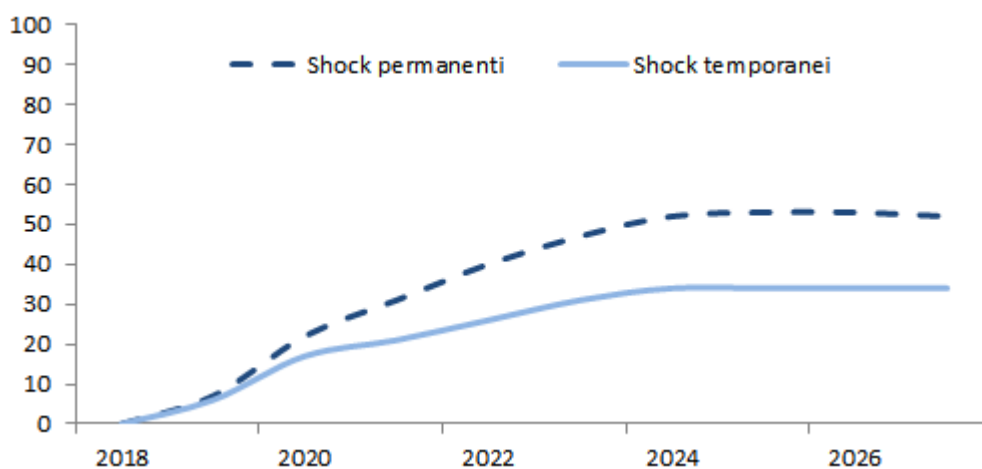
a) *Debito in discesa rispetto all'anno precedente*



b) *Riduzione del debito rispetto all'ultimo anno consuntivato (2017)*

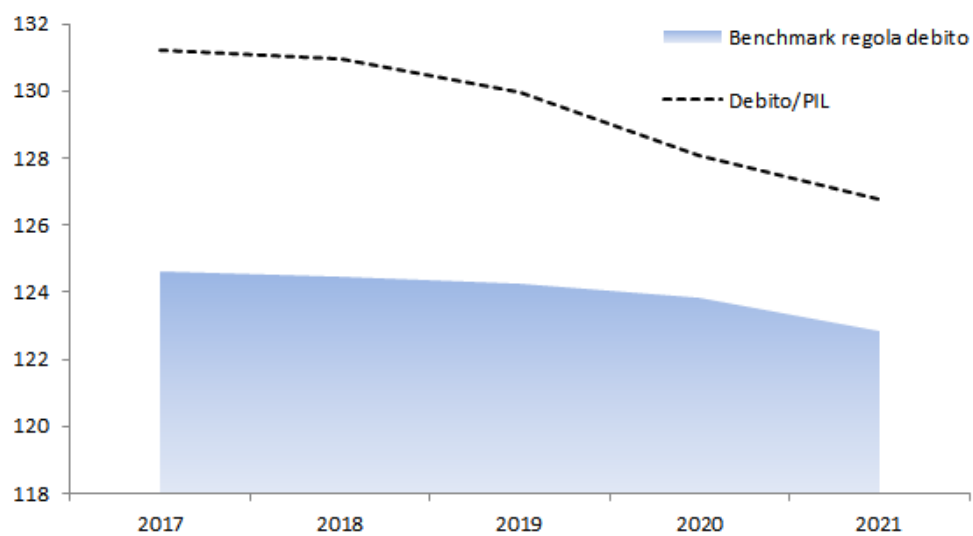


c) *Rispetto della regola del debito*



Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018.

Fig. 4.1 – Rispetto regola riduzione rapporto tra il debito e il PIL
(punti percentuali di PIL)



Fonte: elaborazioni su dati della NADEF per il 2018 per la regola *backward looking*.

Allegato 1.1

La revisione della stima UPB sulla crescita 2018

In occasione della validazione del quadro macroeconomico contenuto nella NADEF 2018, l'UPB ha stimato una crescita del PIL per l'anno in corso pari all'1,1 per cento. Tale valutazione ha comportato una revisione al ribasso rispetto alle proiezioni formulate in aprile, in corrispondenza della validazione delle proiezioni macroeconomiche del DEF 2018, quando la crescita (nella versione tendenziale) era stata stimata dall'UPB all'1,5 per cento¹⁹. La minore crescita del PIL 2018, stimata dall'UPB in settembre rispetto alle valutazioni di aprile, è dunque pari a 0,4 punti percentuali.

I principali fattori alla base di tale revisione possono essere identificati: a) nella variazione delle esogene internazionali (minore crescita del commercio mondiale, più elevate quotazioni del petrolio, riduzione del prezzo dei manufatti internazionali, deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro); b) nella variazione di altri fattori esogeni alla base della previsione (più elevata incertezza, condizioni di liquidità delle imprese relativamente meno favorevoli, rialzo dei tassi di interesse); c) nelle nuove informazioni infra-annuali, resesi disponibili nell'anno in corso a partire dal mese di aprile, relative ai principali indicatori congiunturali rilevanti per l'analisi del ciclo economico. Il contributo dei fattori esogeni è valutato sulla base dell'aggiornamento con le informazioni disponibili più recenti delle variabili corrispondenti. La stima dell'impatto è condotta attraverso il modello macroeconomico annuale UPB-Istat ed è ottenuta simulando l'effetto di ciascun fattore, singolarmente considerato (mantenendo le restanti informazioni invariate rispetto ai valori di aprile 2018). Per la valutazione dell'impatto delle nuove informazioni congiunturali si considerano le nuove informazioni sulla contabilità nazionale trimestrale e sui principali indicatori mensili, come la produzione industriale.²⁰

I risultati dell'esercizio di scomposizione della revisione di crescita per il 2018 sono riportati nella tabella A1.1.1. Tali valutazioni devono essere, tuttavia, considerate con cautela, in quanto la stima dei singoli contributi non tiene conto della correlazione tra i diversi fattori.

Le nuove ipotesi relative all'evoluzione delle esogene internazionali hanno delineato, rispetto allo scenario dello scorso aprile, un quadro internazionale sensibilmente meno favorevole. Tale scenario, che ha contribuito per due decimi alla minore crescita del PIL, è caratterizzato da un rallentamento del ritmo di crescita del commercio internazionale,

¹⁹ Tale stima era stata successivamente corretta al ribasso (per circa 0,1 punti percentuali) in maggio, per tener conto dei primi segnali di indebolimento ciclico (cfr. "L'aggiornamento della previsione UPB alla luce delle informazioni più recenti" in Audizione del Presidente dell'UPB del 9 maggio 2018).

²⁰ Tali indicatori hanno mostrato un indebolimento nel corso dell'anno. L'UPB in luglio ha pertanto rivisto ulteriormente al ribasso le stime di crescita per il 2018, attestando l'incremento del PIL a circa l'1,3 per cento, un decimo di punto percentuale in meno rispetto ai valori previsti in maggio (cfr. Nota sulla congiuntura di luglio 2018).

da un rialzo delle quotazioni del petrolio e dalla riduzione del prezzo in dollari dei manufatti internazionali. Il contributo negativo per l'evoluzione sfavorevole di tali variabili è stato in parte attenuato dal deprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro, che in questo esercizio è utilizzato per valutare l'impatto delle materie prime e degli *input* produttivi quotati in dollari. Occorre, tuttavia, considerare che dall'inizio del 2018 l'euro ha registrato un apprezzamento nei confronti delle valute di paesi che rappresentano mercati di destinazione rilevanti per le esportazioni italiane (in particolare, Turchia e Brasile). Tali andamenti si sono riflessi in un apprezzamento del tasso di cambio nominale effettivo dell'Italia, con probabili riflessi negativi sulla crescita. Anche gli altri fattori esogeni alla base della previsione, connotati da un rialzo dell'incertezza e da un lieve incremento dei tassi di interesse, hanno contribuito a attenuare, il ritmo di crescita ma in misura assai contenuta. Più rilevante è invece il contributo degli indicatori congiunturali in corso d'anno, che risulta negativo per circa due decimi di punto percentuale di PIL.

Tab. A1.1.1 – Fattori alla base della revisione di crescita del PIL per il 2018

	Revisione della previsione
Stima UPB effettuata in aprile 2018 (validazione DEF)	1,55
Esogene internazionali	-0,20
Altri fattori esogeni della previsione (incertezza, tassi di interesse)	-0,05
Indicatori congiunturali	-0,15
Stima UPB effettuata in settembre 2018 (validazione NADEF)	1,14