



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

**nell'ambito delle audizioni preliminari
all'esame della Nota di aggiornamento del
Documento di economia e finanza 2017**

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

3 ottobre 2017

SINTESI DEI CONTENUTI

1. Il contesto macroeconomico

Sulla base di una valutazione complessiva della previsione del Governo, l'UPB ha deciso di validare lo scenario programmatico NADEF, pur in presenza di un rischio di revisione al ribasso connesso a una stima di crescita 2018 superiore al limite più elevato delle previsioni del *panel* UPB. Nella valutazione d'insieme effettuata dall'UPB, questo elemento appare controbilanciato dall'accettabilità: a) della dimensione dell'impatto della manovra di finanza pubblica sulla crescita del PIL rispetto al quadro tendenziale; b) dell'evoluzione del PIL nominale – variabile che più direttamente impatta sull'andamento della finanza pubblica – che, in virtù di una dinamica relativamente più contenuta del deflatore del PIL, risulta allineata con l'estremo superiore delle previsioni del *panel* UPB. La valutazione ha tenuto inoltre conto dell'incertezza che circonda l'intensità che potrà assumere la ripresa nella seconda metà del 2017 e, di conseguenza, l'entità del trascinarsi positivo che ne deriverà per il 2018. L'UPB ha altresì valutato che i fattori di rischio connessi alla previsione di crescita del Governo si amplificano nel biennio 2019-2020, periodo che cade al di fuori dell'orizzonte di validazione.

2. La finanza pubblica

Complessivamente la NADEF presenta un quadro tendenziale migliore di quello atteso nel DEF, in connessione con un quadro macroeconomico più favorevole. Dal lato delle spese viene confermata una evoluzione moderata in termini assoluti e una riduzione in rapporto al PIL. L'incidenza delle entrate sul prodotto risente dell'attivazione della clausola di salvaguardia dell'IVA e si riduce nel 2020 essenzialmente per effetto della crescita economica.

In particolare, è atteso dal Governo un indebitamento netto pari al 2,1 per cento del PIL, in riduzione rispetto al 2,5 per cento registrato nel 2016. Si tratta del terzo miglioramento consecutivo rispetto all'anno precedente ma il primo non ascrivibile unicamente alla riduzione della spesa per interessi. Negli anni successivi il deficit è previsto diminuire progressivamente fino allo 0,1 per cento del PIL nel 2020.

Sulla base delle valutazioni dell'attuale fase congiunturale e del recente orientamento della Commissione europea circa l'appropriatezza della *fiscal stance* nell'area dell'euro, il Governo programma un più graduale aggiustamento dei conti pubblici rispetto a quanto indicato nel DEF. Le correzioni strutturali allora programmate, concentrate nel biennio 2018-19, sono ridotte e distribuite nel triennio 2018-2020. Il sostanziale raggiungimento del pareggio strutturale di bilancio viene rinviato di un anno al 2020. Per il quarto anno consecutivo viene pertanto programmato uno scostamento dal percorso di avvicinamento all'OMT invocando i criteri di discrezionalità insiti nelle regole di bilancio europee.

Va tuttavia rilevato che la minore correzione strutturale programmata per il triennio 2018-2020 continua a essere ampiamente basata sull'attivazione della clausola IVA parziale nel 2019 e totale nel 2020. Al netto di tali entrate, la cui credibilità è stata indebolita dai ripetuti rinvii e cancellazioni, la correzione strutturale diminuirebbe nel 2019 (per un'entità dipendente da quanto verrà stabilito nella legge di bilancio 2018) mentre si potrebbe trasformare in un peggioramento del saldo strutturale nel 2020.

Sempre escludendo le maggiori entrate dell'IVA, l'indebitamento netto nominale si ridurrebbe nel 2019 e nel 2020 secondo un percorso analogo a quello del recente passato (dal 2,1 per cento del 2017, all'1,6 nel 2018 fino a intorno all'1 per cento nel 2020) in presenza di un andamento favorevole della crescita economica che, tuttavia, presenta margini di incertezza circa la dinamica reale e quella del deflatore del PIL.

In termini generali di programmazione, nella NADEF emerge la consueta mancanza di informazioni sulla composizione programmata dei conti pubblici, con indicazione della evoluzione dei principali aggregati nell'orizzonte previsivo.

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

Per quanto riguarda le regole di bilancio, il loro rispetto nell'anno in corso e nel prossimo dipenderà dall'evoluzione della loro interpretazione, presumibilmente più flessibile, a livello UE a cui la normativa dell'Italia si richiama. Infatti, nonostante l'impatto dei provvedimenti approvati ad aprile, adottando rigidamente gli obiettivi richiesti dalla cosiddetta "matrice", il rispetto della regola sul saldo strutturale e quella sulla spesa appaiono a forte rischio di deviazione significativa nel 2017. In particolare, l'andamento dell'aggregato della spesa corretta netta in relazione al suo *benchmark* appare molto più sfavorevole rispetto a quanto riportato nel DEF. Un'analisi più completa di questi risultati potrà essere condotta solo una volta che saranno disponibili informazioni di dettaglio sulle componenti della spesa e delle entrate discrezionali, assenti nella NADEF.

Per quanto riguarda il 2018, secondo la NADEF una valutazione del ciclo economico più approfondita di quanto indicato dal solo *output gap* dovrebbe condurre a una richiesta in senso meno restrittivo dell'aggiustamento richiesto. Ciò permetterebbe il sostanziale rispetto delle regole in termini annuali mentre in termini biennali permarrebbero dei rischi di deviazione anche significativa a causa dello sfavorevole risultato del 2017. Nel 2019-2020 il rispetto delle regole dovrebbe essere relativamente più agevole ma in ogni caso sempre con il rischio di deviazioni al limite della significatività dal percorso richiesto.

La valutazione del rispetto della regola sul saldo strutturale e quella della spesa, in quanto fattore rilevante, avrà un impatto anche sull'analisi del debito che la Commissione ha annunciato ad aprile per questo autunno in conseguenza del mancato rispetto della relativa regola numerica nel 2016. Infine, anche in prospettiva, il sentiero programmatico

del debito in rapporto al PIL, nonostante la riduzione a partire da quest'anno prevista dalla NADEF, non sarebbe sufficiente ad assicurare il rispetto della regola entro il 2020.

1 Quadro macroeconomico

1.1 *Congiuntura mondiale*

Il contesto macroeconomico internazionale è divenuto più favorevole rispetto al quadro che si prospettava in aprile nel Documento di economia e finanza (DEF). L'espansione globale ha teso a rafforzarsi, risultando al contempo maggiormente sincronizzata tra le principali aree. Hanno contribuito al più positivo andamento il sostegno delle politiche monetarie, il ridimensionamento di alcuni degli elementi di incertezza scaturiti dopo le elezioni presidenziali americane, l'uscita dalla recessione di grandi economie emergenti, un graduale, pur se insufficiente, recupero del ciclo degli investimenti nei paesi avanzati. Gli scambi mondiali hanno accelerato; i mercati rilevanti per le esportazioni italiane sono cresciuti in misura relativamente più intensa. In rapporto al prodotto mondiale, l'elasticità del commercio è aumentata rispetto ai livelli molto bassi toccati negli ultimi anni, mantenendosi però al di sotto dei valori medi dello scorso decennio.

Gli effetti benefici della crescita globale più robusta per i paesi dell'area dell'euro sono stati solo in parte frenati dal progressivo apprezzamento del cambio della moneta unica osservato a partire dai primi mesi dell'anno in corso. La ripresa europea è andata consolidandosi, evidenziando anche una maggiore diffusione tra le varie economie. La domanda interna ha principalmente contribuito al migliore andamento congiunturale. Nonostante il rafforzamento del ciclo, l'inflazione è rimasta contenuta e ancora distante dall'obiettivo BCE. L'apprezzamento dell'euro dell'ultimo periodo ha teso, peraltro, a ridurre il grado di effettivo allentamento della politica monetaria. A seguito di questi sviluppi, l'atteso rientro dello stimolo perseguito dalla BCE negli ultimi anni potrebbe verificarsi con maggiore gradualità rispetto alle attese prevalenti prima dell'estate.

Pur nel clima generalmente più favorevole restano nello scenario fattori di rischio. Essi riguardano le minacce alla stabilità geo-politica, la sopravvalutazione di importanti mercati azionari nell'area avanzata, le connesse problematiche insite nella normalizzazione delle politiche monetarie tanto in Europa che negli Stati Uniti, un inadeguato bilanciamento con quelle fiscali nel sostegno delle economie. Tali fattori costituiscono nella fase corrente cosiddetti rischi di coda, ossia associati, al momento, a basse probabilità di realizzazione. Tuttavia, il loro eventuale manifestarsi potrebbe sortire ripercussioni di rilievo, tenendo conto dei limitati margini di reazione che attualmente caratterizzano le politiche macroeconomiche dei paesi avanzati.

1.2 *Le ipotesi NADEF sulle variabili internazionali*

Il quadro macroeconomico della Nota di aggiornamento del DEF (NADEF) recepisce il più robusto contesto di crescita globale. Rispetto a quanto ipotizzato nel DEF, la dinamica del commercio mondiale risulta più alta in ciascun anno del periodo 2017-19 (nel 2020 è sostanzialmente uguale, tab. 1.1). La revisione al rialzo è sensibile per l'anno in corso (1,3 punti percentuali in più rispetto alle ipotesi di aprile), più contenuta per il 2018 (quattro decimi di punto), marginale nel 2019 (un decimo). Ne consegue un profilo

NADEF di decelerazione tra il 2017 e il 2018 (il tasso di crescita si abbassa di circa 1 punto percentuale tra i due anni tanto per la variabile di commercio mondiale, quanto per i mercati esteri rilevanti per l'Italia). Nel DEF il commercio mondiale non rallentava tra il 2017 e il 2018, mentre la frenata dei mercati rilevanti per le esportazioni italiane risultava contenuta. Per quanto riguarda gli anni successivi (2019-2020), la dinamica del commercio mondiale assunta dalla NADEF è sostanzialmente stabile nel 2019, si indebolisce nel 2020. I mercati rilevanti per l'Italia decelerano leggermente nel 2019 e nel 2020. Tale andamento si discosta di poco da quello del DEF.

Revisioni hanno interessato nella NADEF anche le assunzioni sui mercati valutari. L'ipotesi tecnica sui tassi di cambio (tenuti costanti al livello medio degli ultimi 10 giorni lavorativi di agosto) ingloba il rafforzamento dell'euro verificatosi nell'ultimo periodo. Ne risulta un apprezzamento medio della moneta unica nel 2017 e 2018 relativamente consistente nei confronti del dollaro (circa 7 per cento nell'arco dei due anni), più contenuto in termini effettivi nominali (circa 2,5 per cento nello stesso periodo). Questo profilo si confronta con quello quasi opposto che caratterizzava le assunzioni DEF, secondo cui l'euro si sarebbe deprezzato nella media del 2017, risultando successivamente, per ipotesi tecnica, stabile. Non v'è, invece, differenza tra NADEF e DEF per il 2019 e 2020, anni per i quali l'adozione dell'ipotesi tecnica comporta variazioni nulle.

Per quanto riguarda il petrolio, nonostante un livello delle quotazioni NADEF più basso nel 2017 rispetto a quanto ipotizzato nel DEF, l'aumento del prezzo in dollari è nell'anno in corso più accentuato (18 per cento circa) di quello assunto in aprile. Ciò dipende dalla correzione al ribasso opportunamente operata nella NADEF per il dato storico del 2016. Nel 2018-2020 la crescita prosegue a ritmi contenuti, più accentuati, comunque, di quelli supposti dal DEF (che prevedeva cali del greggio in dollari nel 2018 e 2019). Dato l'apprezzamento della moneta unica scontato dalla NADEF nel 2017-18, la quotazione in euro del greggio risulta rispetto al DEF in aumento leggermente più contenuto nel 2017 e in discesa più consistente nel 2018. Viceversa, l'evoluzione del 2019 e 2020 (quando il cambio dell'euro è stabile) è nella NADEF più marcata.

Sono soggette a una ridefinizione anche le ipotesi NADEF sui tassi di interesse, il cui livello è, tanto nel breve che nel lungo termine, più basso rispetto al DEF. Anche il profilo di risalita risulta più moderato nella NADEF nel confronto con le ipotesi DEF, incorporando le più contenute aspettative di mercato emerse nell'ultimo periodo.

Nell'insieme, il quadro delle esogene appare non molto distante dalle ipotesi adottate dai previsori del *panel* UPB, nonché dagli organismi internazionali nella definizione dei propri scenari (si veda il recente aggiornamento della previsione OCSE al 2018). Si nota anche che la discordanza rilevata nel DEF tra l'assunzione tecnica sul tasso di cambio (deprezzamento dell'euro nel 2017 e una sua successiva stabilità nel 2018) e le aspettative formulate dai mercati a termine (apprezzamento dell'euro tanto nel 2017 che nel 2018) sembra in parte superata nella NADEF, almeno per quanto riguarda il

segno dell'evoluzione del cambio (l'ipotesi tecnica comporta un rafforzamento in media d'anno dell'euro, con un movimento quindi nella stessa direzione delle attese di mercato).

Pur considerando le ipotesi internazionali NADEF nel complesso in linea con gli scenari di consenso, occorre tenere conto nella valutazione complessiva degli elementi di incertezza, sopra richiamati, che contraddistinguono il quadro globale (cfr. par. 1.5). Nella prospettiva del 2020, l'ipotesi di continuazione della ripresa implicherebbe durate *record* dei cicli espansivi per alcune grandi economie, come Stati Uniti e Germania. Una ripresa più lunga del normale è del tutto possibile, tanto più se si considera che essa fa seguito a una crisi finanziaria particolarmente grave. In effetti, le informazioni generalmente positive a disposizione (inclusive delle valutazioni ricavabili dalle aspettative dei mercati anch'esse favorevoli) non indicano il concretizzarsi di punti di svolta. Tuttavia si deve considerare che i fattori di potenziale fragilità, in particolare finanziaria, presenti nel contesto internazionale possono manifestarsi, come ha mostrato anche l'esperienza del passato recente, in modo improvviso e discontinuo e che tali movimenti possono avere effetti sull'evoluzione del ciclo economico, soprattutto se non contrastati adeguatamente dalla risposta di politica economica.

1.3 *Congiuntura italiana*

Beneficiando del migliore quadro internazionale, la ripresa dell'economia italiana ha assunto ritmi più sostenuti tra la fine del 2016 e la prima metà del 2017 (0,4 per cento a trimestre). La più favorevole evoluzione è, peraltro, emersa solo con gradualità nelle stime di contabilità trimestrale, divenendo evidente in estate in occasione della revisione al rialzo, rispetto alle informazioni che erano disponibili in marzo-maggio, delle dinamiche del PIL relative al quarto trimestre 2016 e al primo trimestre 2017 (tab. 1.2).

Sull'espansione del livello di attività economica ha inciso, oltre alla positiva *performance* delle esportazioni sui mercati esteri, l'andamento favorevole dei consumi privati, sospinti dalla buona evoluzione dei redditi disponibili delle famiglie. Una dinamica più irregolare ha, invece, contrassegnato gli investimenti, sui quali può aver influito anche l'incertezza, creatasi a fine 2016, circa la prosecuzione delle politiche di incentivo nell'anno in corso. Un apporto apprezzabile alla crescita è stato fornito dalle scorte.

Dal lato dell'offerta, il settore industriale ha ripreso a espandersi a un buon ritmo nel secondo trimestre, dopo la pausa registrata nei primi tre mesi. I servizi hanno continuato a mostrare una dinamica vivace, principalmente sospinta dall'andamento favorevole dei consumi. Più irregolare è risultato il profilo dell'attività nelle costruzioni il cui livello a metà anno è rimasto pressoché invariato rispetto a fine 2016.

Con riferimento alle tendenze relative alla seconda metà dell'anno, la dinamica degli indicatori congiunturali più recenti si mantiene favorevole, prefigurando la prosecuzione dell'espansione dell'economia italiana.

Al positivo andamento della produzione industriale nel secondo trimestre ha fatto seguito un ulteriore incremento in luglio, principalmente a riflesso di un balzo nel comparto dei beni di investimento. La fiducia delle imprese manifatturiere è inoltre progressivamente migliorata in corso d'anno, collocandosi a settembre su un livello prossimo a quello pre-crisi. Tali indicazioni positive trovano conferma nelle previsioni UPB che segnalano incrementi del volume della produzione industriale anche negli ultimi due trimestri dell'anno, sebbene a ritmi più contenuti rispetto al balzo sperimentato nella media dei mesi primaverili. Nelle costruzioni la produzione è debolmente risalita in luglio, dopo la flessione del mese precedente; il clima di fiducia si mantiene lungo una tendenza positiva, con l'incremento di settembre che ha più che compensato la correzione al ribasso di agosto. Le indicazioni appaiono più stabili nel settore dei servizi, con un livello della fiducia nella media luglio-settembre sostanzialmente in linea con quella del secondo trimestre. Un miglioramento del clima di opinione si riscontra, inoltre, nel commercio al dettaglio, che a settembre ha recuperato la flessione accusata ad agosto per tornare sui valori di giugno-luglio. Sul lato della domanda, le informazioni disponibili mostrano qualche segno di rallentamento in luglio e agosto per le esportazioni (in valore), su cui potrebbe avere inciso l'apprezzamento del cambio. Per quanto riguarda le componenti interne, l'indice complessivo delle vendite al dettaglio è rimasto sostanzialmente invariato nella media maggio-luglio rispetto al trimestre precedente. D'altro canto, la fiducia dei consumatori ha mostrato un consistente miglioramento, consolidando la tendenza positiva iniziata nei mesi primaverili. Con riferimento alle spese di investimento, le indagini Istat evidenziano un balzo a settembre degli ordini interni di beni strumentali che sono ritornati su un livello prossimo a quello di inizio 2008. L'indagine di Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta in giugno, prefigura una espansione dei piani di investimento nella seconda metà del 2017. Indicazioni positive giungono inoltre dall'indicatore UPB di incertezza, che, nella media luglio-settembre, rimane su livelli storicamente contenuti e sostanzialmente in linea con il dato del secondo trimestre. Ulteriori segnali favorevoli vengono, infine, dai cosiddetti indici sintetici del ciclo economico. Sia l'indicatore coincidente ITA-coin di Banca d'Italia, in accelerazione a settembre per il terzo mese consecutivo, sia l'indicatore anticipatore Istat, in ulteriore rialzo anche in agosto, suggeriscono la prosecuzione della favorevole fase congiunturale nei prossimi mesi.

La positiva evoluzione degli indicatori congiunturali si riflette nelle stime dei modelli UPB di breve periodo che segnalano un ritmo di espansione del PIL in luglio-settembre in linea con quanto sperimentato nei precedenti trimestri (+0,4 per cento circa), a cui dovrebbe seguire una crescita leggermente più contenuta negli ultimi mesi dell'anno. Tale profilo condurrebbe, nell'ipotesi UPB, a un incremento medio del PIL 2017, aggiustato per il calendario, dell'1,5 per cento. Tenendo conto del minore numero di giorni lavorativi (due in meno), il PIL "grezzo", cioè non aggiustato per il calendario (dato confrontabile con la stima del Governo), aumenterebbe nel 2017 dell'1,4 per cento¹. La revisione al rialzo rispetto alla previsione effettuata lo scorso aprile (quattro decimi in più) riflette l'influenza del diverso quadro delle esogene e delle nuove informazioni di contabilità nazionale nel frattempo acquisite (si veda l'Allegato 1.1).

¹ Si rammenta che le previsioni del Governo riguardano il PIL annuale "grezzo", ossia non corretto per il numero di giorni di lavoro. I dati trimestrali destagionalizzati sono invece coerenti con il PIL annuale corretto per il calendario. Nel 2017, il minor numero di giorni di lavoro (2 in meno) situa la variazione del PIL "grezzo" al di sotto di quella del PIL "corretto"; l'opposto si verificherà nel 2018 che presenta un maggior numero di giorni lavorativi (3 in più).

Sul fronte dei prezzi al consumo, la dinamica continua a mantenersi su ritmi contenuti, principalmente per effetto delle modeste pressioni dei fattori interni di inflazione. Nel primo semestre, il deflatore del PIL è risultato in lieve flessione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, risentendo dei deboli andamenti del costo unitario del lavoro e dei margini unitari di profitto.

In settembre, l'inflazione al consumo ha decelerato (di un decimo rispetto al mese precedente), riflettendo il rallentamento dei prezzi dei beni energetici regolamentati e dei servizi dei trasporti, solo in parte assorbito dall'accelerazione registrata dagli alimentari non lavorati. Ha rallentato in misura più consistente (di tre decimi di punto) l'inflazione di fondo, ossia al netto delle componenti più volatili (energia e alimentari freschi), a seguito principalmente della frenata della componente dei servizi.

Per quanto riguarda il settore del credito, indicazioni relativamente incoraggianti giungono dalle inchieste presso imprese e operatori del comparto. L'indagine Istat sulla manifattura segnala nelle ultime rilevazioni (marzo e giugno) che il processo di riduzione, in atto da diversi mesi, della quota di imprese che dichiara di non avere ricevuto il credito richiesto si è ultimamente esteso anche a quelle di minore dimensione o localizzate nelle regioni centro-meridionali. In prospettiva, i risultati più recenti dell'inchiesta di Banca d'Italia segnalano l'attesa di un'ulteriore estensione della domanda di credito delle famiglie e delle imprese nel trimestre in corso. Dal lato dell'offerta le aspettative degli operatori bancari appaiono orientate verso un miglioramento della disponibilità di credito per le famiglie, a fronte di un atteggiamento maggiormente prudentiale nell'esposizione al rischio verso le imprese legato al perdurare di prospettive di bassa redditività e alla necessità di rafforzamento patrimoniale. Tale andamento appare confermato dalle statistiche sul sistema bancario. In luglio si registra, nel confronto con l'anno precedente, una stabilizzazione dello *stock* di credito erogato alle imprese (al netto delle cartolarizzazioni) e, allo stesso tempo, una decisa flessione della quota dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti concessi.

Nel mercato del lavoro, la dinamica occupazionale ha mantenuto un'intonazione positiva nella media del primo semestre rispetto allo stesso periodo del 2016, pur nel quadro di riduzione delle agevolazioni relative alle assunzioni a tempo indeterminato delle imprese private. In agosto si è avuto un ulteriore incremento del numero degli occupati, che su base congiunturale risulta il lieve rallentamento rispetto alla dinamica sperimentata nel mese precedente. La rilevazione INPS sui rapporti di lavoro dipendente del settore privato mostra per i primi sette mesi dell'anno un saldo positivo tra assunzioni e cessazioni, in aumento rispetto a quello registrato nello stesso periodo del 2016.

In relazione alle tipologie di assunzione, nella media gennaio-luglio si sono avuti incrementi tendenziali per i rapporti di lavoro a tempo determinato e per l'apprendistato; per contro, le assunzioni a tempo indeterminato hanno segnato una flessione, che ha risentito in misura prevalente del calo dei rapporti di lavoro a tempo parziale. Nello stesso periodo, gli incentivi fiscali hanno interessato circa 100.000 posizioni lavorative, delle quali circa un terzo nell'ambito del programma "Garanzia Giovani" e le rimanenti in relazione alla misura "Occupazione Sud".

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 programmatico, incorporante gli effetti della manovra che il Governo preciserà nella legge di bilancio. La normativa europea richiede la validazione delle sole previsioni programmatiche. In accordo col 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 biennio oggetto del Documento programmatico di bilancio (DPB), ossia, nel caso della NADEF 2017, il biennio 2017-18. Per gli anni successivi (nel caso della NADEF 2017, il biennio 2019-2020), l'UPB valuta il realismo della previsione del Governo al di fuori del processo di validazione.

La validazione è stata condotta dall'UPB sulla base della consueta metodologia che implica il confronto dei quadri del MEF con quattro distinte previsioni, effettuate sulla base di ipotesi comuni delle esogene internazionali e sulla manovra di finanza pubblica.

L'esercizio viene effettuato sulla base di una analisi complessiva dei quadri macroeconomici ipotizzati dal MEF attraverso: 1) le stime UPB circa gli andamenti di breve periodo del PIL e delle componenti di domanda; 2) le stime annuali ottenute dall'UPB con il modello di previsione dell'Istat, impiegato nell'ambito dell'Accordo-quadro sottoscritto con questo Istituto; 3) le stime annuali distintamente e specificamente prodotte dagli istituti di previsione indipendenti (CER, Prometeia, REF.ricerche) facenti parte del *panel* UPB; 4) il monitoraggio delle più recenti previsioni disponibili di altre istituzioni nazionali e internazionali. È stata inoltre condotta un'analisi della coerenza interna dei quadri elaborati dal MEF e con il *set* 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 ottenute con il modello Istat) sono state formulate sulla base delle stesse ipotesi sulle esogene internazionali adottate dal MEF. Inoltre, per il quadro programmatico, i previsori del *panel* UPB si sono basati su una ipotesi di massima della manovra per il 2018-2020 elaborata dall'UPB tenendo conto delle indicazioni della NADEF e delle informazioni ricevute dal MEF sulle ipotesi di finanza pubblica utilizzate per il passaggio dal quadro tendenziale a quello programmatico.

L'UPB ha trasmesso lo scorso 15 settembre la lettera di validazione del quadro macroeconomico tendenziale 2017-18, poi pubblicato nella NADEF, che riporta una valutazione positiva circa la plausibilità delle stime del Governo per tale biennio, accanto alla sottolineatura dei fattori di rischio presenti nelle stime tendenziali per il biennio di validazione e per i due anni successivi (<http://www.upbilancio.it/validato-il-quadro-macroeconomico-tendenziale-2017-2018/>). Ciò è avvenuto dopo che l'UPB aveva comunicato, l'11 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.

In data 3 ottobre 2017, l'UPB ha validato anche il quadro macroeconomico programmatico 2017-18, egualmente pubblicato nella Nota di aggiornamento, e ne ha trasmesso l'esito al MEF. Tale validazione si è basata anche sulle informazioni generali trasmesse dal MEF circa le ipotesi di finanza pubblica adottate. Nell'ambito del Rapporto sulla politica di bilancio 2018 di prossima pubblicazione, l'UPB valuterà la coerenza del quadro macroeconomico programmatico alla luce della manovra effettiva di finanza pubblica che sarà presentata dal Governo nel disegno di legge di bilancio.

1.4.1 La validazione del quadro macroeconomico tendenziale

In quanto segue si richiamano i tratti essenziali dello scenario tendenziale della NADEF e i risultati dell'analisi di valutazione dell'UPB (tab. 1.3).

Nel quadro tendenziale il Governo corregge al rialzo, rispetto al DEF di aprile, la previsione del PIL tanto per il 2017 (da 1,1 a 1,5 per cento) che per il 2018 (da 1 a 1,2 per cento). Per il 2017, la rettifica riflette, nella valutazione NADEF, il trascinamento più forte proveniente dal 2016 a seguito della revisione Istat dei conti trimestrali, l'andamento superiore alle attese dell'attività economica nel corso del primo semestre 2017 e le nuove ipotesi sul quadro internazionale. È da rilevare che la pur consistente correzione al rialzo della stima della crescita per il 2017 (per quattro decimi di punto), avvenuta nell'arco di sei mesi (tra aprile e settembre), non è un fatto eccezionale. Essa, ad esempio, fa seguito a una correzione di analoga entità (quattro decimi), ma di segno opposto, riguardo alla crescita 2016 effettuata nella stima DEF di aprile di quell'anno rispetto al quadro (programmatico) NADEF di settembre 2015 (la crescita fu abbassata da 1,6 a 1,2 per cento tra settembre e aprile; il consuntivo Istat per il 2016 sarebbe poi stato 0,9 per cento). Anche in quell'occasione alla revisione concorse la variazione (in quel caso in peggioramento) del quadro internazionale rispetto a quanto ipotizzato sei mesi prima; a ciò si affiancò la revisione al ribasso dell'effetto di trascinamento proveniente dal 2015 rispetto a quanto stimato nella previsione di settembre. Per il 2018, la NADEF prevede un PIL in decelerazione per il contesto esterno meno favorevole e gli effetti della finanza pubblica a legislazione vigente (clausola IVA). Il rallentamento è più intenso di quello previsto nel DEF (le cui ipotesi non implicavano un peggioramento delle variabili esterne), ma partendo da un tasso di crescita 2017 più elevato conduce a un incremento del PIL 2018 maggiore rispetto a quello ipotizzato in aprile. La composizione della crescita 2017-18 risulta sostanzialmente simile a quella del DEF, con il traino proveniente dalla domanda finale interna. Le esportazioni nette forniscono, come nel DEF, un contributo lievemente negativo nel 2017 e positivo nel 2018. Nella NADEF vi è, inoltre, un apporto delle scorte leggermente favorevole nel 2017 e nullo nel 2018 (nel DEF le scorte non contribuivano alla crescita in entrambi gli anni). Sul fronte dell'inflazione, la NADEF rivede sensibilmente al ribasso la stima del deflatore del PIL nel 2017 (dall'1,1 allo 0,6 per cento), incorporando la dinamica molto debole che ha contrassegnato questa variabile nella prima metà dell'anno. Nel 2018, lo scenario tendenziale NADEF prevede, come nel DEF, l'accelerazione dell'inflazione per effetto della clausola IVA. La stima del deflatore del PIL 2018 ipotizzato nello scenario tendenziale NADEF rimane in linea a quanto assunto nel quadro di aprile (1,8 per cento). Date le ipotesi sulla crescita reale e sull'inflazione, l'evoluzione del PIL nominale risulta più bassa rispetto al DEF nel 2017 e più alta nel 2018. Per quanto riguarda il successivo biennio (2019-2020), l'economia italiana continua, nel 2019, a viaggiare allo stesso tasso di crescita dell'anno precedente (1,2 per cento) e accelera nel 2020 (1,3 per cento), nonostante un quadro mondiale ed europeo meno dinamico. Tale dinamica appare più favorevole al profilo 2019-2020 supposto nel DEF, che si caratterizzava per tassi di variazione dell'1,1 per cento per entrambi gli anni. La crescita nel biennio verrebbe trainata dal rafforzamento delle componenti della domanda finale interna. A fronte di una dinamica del deflatore del PIL analoga a quella stimata in aprile per il

2019 e il 2020, l'evoluzione del PIL nominale risulta superiore a quella del DEF nel 2019 (di un decimo di punto) e nel 2020 (di due decimi di punto).

I principali risultati dell'esercizio di validazione sono illustrati nella figura 1.1. Per gli anni 2017-18, la stima del PIL reale tendenziale appare in un intervallo complessivamente accettabile di valutazione, anche se si colloca nel 2018 al di sopra, seppure marginalmente, dell'estremo superiore delle previsioni del *panel* UPB. Si rileva, ai fini di una valutazione di insieme, come questa dinamica reale sia controbilanciata da una previsione tendenziale NADEF più contenuta, in particolare nel 2018, del deflatore del PIL. Ciò comporta per il PIL nominale, variabile più direttamente rilevante per la finanza pubblica, un tasso di crescita atteso nella NADEF collocato al di sotto del limite più elevato delle stime del *panel* sia nel 2017 che nel 2018.

Analizzando nello specifico i principali andamenti, la crescita del PIL 2017 è lievemente più alta (di circa un decimo di punto) del valore mediano del *panel* UPB, collocandosi appena al di sotto del limite più elevato di tali stime. Nel 2018, la decelerazione della crescita stimata nel quadro tendenziale NADEF (pari a tre decimi di punto) è meno intensa di quella ricavabile dai valori mediani delle previsioni del *panel* UPB (pari a quattro decimi di punto), ma è prossima all'*upper bound* di tali stime. Il livello del tasso di crescita 2018 ipotizzato nel quadro tendenziale MEF risulta marginalmente più elevato (per circa un decimo di punto) del limite superiore delle previsioni (e più alto di circa due decimi nei confronti della mediana). L'evoluzione dei contributi della domanda alla crescita del PIL 2017-18 è relativamente simile a quella ipotizzata dai previsori del *panel* UPB, pur con rilevanti differenze per quanto riguarda alcune tipologie di spesa. In particolare, la stima NADEF per gli investimenti appare più sostenuta rispetto alle previsioni del *panel*, a riflesso di un'ipotesi di accelerazione più marcata nella seconda metà del 2017.

L'evoluzione dell'inflazione 2017-18 del quadro tendenziale NADEF risulta nell'intervallo di accettabilità delle stime del *panel* UPB.

In particolare, il deflatore del PIL ipotizzato nella NADEF è nel 2017 lievemente sopra la mediana delle previsioni (per circa un decimo di punto), ma sotto il limite superiore di tali stime (per circa due decimi di punto). Nel 2018, esso si situa al di sotto tanto dell'estremo più elevato (per circa due decimi di punto) quanto del valore mediano delle stime (per circa un decimo di punto).

Data l'evoluzione del PIL reale e del deflatore, il tasso di crescita del PIL nominale è sia nel 2017 che nel 2018 lievemente più elevato del valore mediano delle previsioni del *panel* UPB, situandosi, però, al di sotto dell'estremo superiore. Con riferimento, in particolare, al 2018, la dinamica del deflatore del PIL più bassa nella stima MEF rispetto all'*upper bound* del *panel* UPB più che compensa la crescita reale marginalmente più alta, dando luogo a una dinamica del PIL nominale NADEF più contenuta rispetto al limite superiore dei previsori del *panel*.

Nell'insieme, il principale elemento di rischio del quadro tendenziale 2017-18 riguarda il tasso di crescita del PIL reale 2018 e, in stretta connessione, l'intensità del rallentamento atteso per il prossimo anno. Al contempo, occorre considerare che i rischi di una crescita reale più bassa per l'evoluzione del PIL nominale appaiono nel 2018 in una certa misura contenuti da una stima dell'inflazione (deflatore del PIL) maggiormente in linea con le attese dei previsori del *panel* UPB.

Più forti fattori di perplessità destano le evoluzioni relative al biennio 2019-2020, che si colloca al di fuori dell'orizzonte di validazione. Tra il 2019 e il 2020, il PIL reale è atteso in accelerazione nel quadro tendenziale NADEF, in controtendenza rispetto agli andamenti dell'attività economica globale ed europea ipotizzati nello scenario internazionale.

Con riferimento ai singoli anni, nel 2019 il tasso di crescita, pur collocandosi in prossimità del limite superiore del *panel* UPB, si distanzia in misura maggiore, rispetto agli anni precedenti, dal valore mediano di tali previsioni. La successiva accelerazione ipotizzata per il 2020 porta il tasso di crescita NADEF al di sopra tanto del valore mediano quanto dell'*upper bound* del *panel*. Su questo disallineamento sembrano incidere principalmente le componenti di domanda finale interna che appaiono in accelerazione rispetto al 2019 e sostanzialmente al di sopra del limite superiore delle ipotesi del *panel* UPB. Su questo disallineamento sembrano incidere principalmente le componenti di domanda finale interna (consumi privati, investimenti, spesa della PA) che appaiono in accelerazione rispetto al 2019 e sostanzialmente al di sopra del limite superiore delle ipotesi del *panel* UPB. In particolare, la crescita dei consumi delle famiglie implica nel quadro MEF il mantenimento della propensione al risparmio su livelli estremamente bassi nel confronto storico. L'ulteriore rafforzamento degli investimenti si concretizzerebbe in un ambiente di tassi di interesse, a breve e a lungo termine, crescenti. L'accelerazione della spesa in volume della PA sconterebbe un'ipotesi di prosecuzione della compressione dei prezzi d'acquisto delle Amministrazioni pubbliche su dinamiche molto modeste.

La previsione sull'ultimo anno di un orizzonte quadriennale è naturalmente soggetta a margini di incertezza ampi. Tuttavia, le ipotesi del tendenziale NADEF sulle variabili interne sembrano collocarsi su un versante quasi uniformemente ottimistico.

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 (cfr. per una descrizione il capitolo 2 di questa audizione).

La manovra porta l'indebitamento netto 2018 all'1,6 per cento del PIL, ampliandolo di 0,6 punti percentuali rispetto alla stima del quadro tendenziale. Questa differenza tra disavanzo programmatico e tendenziale è confermata nel 2019 e viene ridotta a 0,1 punti nel 2020. Nel 2018, il maggiore *deficit* indotto dalla disattivazione delle clausole di salvaguardia (pari allo 0,9 per cento del PIL) viene in parte compensato con misure correttive (pari allo 0,3 per cento del PIL). L'impatto della manovra per il 2018 innalza la crescita del PIL all'1,5 per cento, tre decimi di punto in più rispetto allo scenario tendenziale (tab. 1.4). Al rafforzamento dell'attività economica contribuiscono dinamiche più sostenute tanto dei consumi quanto degli investimenti. Sulla spesa per consumi delle famiglie incide il miglioramento del reddito disponibile reale indotto principalmente dalla disattivazione della clausola IVA e dal conseguente rallentamento dell'inflazione (il deflatore dei consumi scende di sette decimi di punto rispetto al tendenziale). Misure a favore degli investimenti privati e maggiori risorse per quelli pubblici favoriscono, al contempo, il processo di accumulazione rispetto a quanto ipotizzato nel quadro tendenziale. Il più elevato contributo alla crescita proveniente dalla domanda finale interna è in parte compensato dall'indebolimento dell'apporto delle esportazioni nette, essenzialmente a riflesso dell'accelerazione delle importazioni che si accompagna alla più dinamica domanda interna. La disattivazione della clausola si riflette nel 2018 anche sul deflatore del PIL che scende (di due decimi di punto) rispetto al quadro tendenziale. La più sostenuta crescita reale e il più contenuto

deflatore del PIL danno complessivamente luogo a una dinamica del PIL nominale 2018 marginalmente superiore (di un decimo di punto) nel confronto con l'evoluzione tendenziale.

Quanto agli sviluppi del periodo successivo al 2018, il quadro programmatico NADEF ipotizza una dinamica del PIL dell'1,5 per cento nel 2019 (tre decimi più alta del tendenziale) e dell'1,3 per cento nel 2020 (sostanzialmente in linea con il tendenziale). Nel 2019 prosegue l'andamento più favorevole degli investimenti che sembrano risentire di un rafforzamento delle misure di incentivo alla spesa privata e del sostegno di quella pubblica. Accanto a ciò, contributi alla crescita del PIL vengono anche dall'irrobustimento dei consumi privati (su cui principalmente incidono gli effetti ritardati della disattivazione dell'aumento dell'IVA del 2018, a cui si affiancano quelli più limitati della disattivazione parziale della clausola contemplata per il 2019) e della spesa della PA. Nel 2020, anno nel quale si sconta il mantenimento totale della prevista clausola di salvaguardia, si ha un sostanziale allineamento della crescita del PIL del quadro programmatico a quello tendenziale. Ciò sottende il ridimensionamento del contributo della domanda interna (per una minore dinamica delle componenti della spesa nazionale) compensato dal rafforzamento dell'apporto delle esportazioni nette; su quest'ultimo incide una consistente decelerazione delle importazioni. Il deflatore del PIL sale marginalmente nel 2019 e, per effetto dell'IVA, in misura più consistente nel 2020. L'evoluzione del PIL nominale si colloca sopra quella del quadro tendenziale in misura simile (quattro decimi di punto) nel 2019 e 2020. Nel 2019, la maggiore crescita nominale riflette principalmente la più robusta dinamica del PIL reale, nel 2020 risente del più elevato deflatore del PIL.

L'esercizio di validazione del quadro programmatico NADEF riguarda il 2018, quando incidono sullo scenario le ipotesi di manovra di finanza pubblica. Gli andamenti del 2017 della previsione programmatica, non interessati dalla manovra, coincidono con quelli tendenziali, la cui validazione è stata discussa nel precedente paragrafo. Con riferimento al 2018, occorre ricordare che la valutazione UPB si basa sulle informazioni molto generali fornite dal MEF circa la composizione della manovra descritta nella NADEF. L'effettiva e specifica articolazione delle misure di finanza pubblica che andranno a costituirla verrà precisata solo con la legge di bilancio 2018.

Sulla base di tali informazioni, l'UPB ha effettuato una valutazione complessiva della previsione del Governo, decidendo di validare lo scenario programmatico NADEF, pur in presenza di un rischio di revisione al ribasso, più intenso di quello rilevato nel quadro tendenziale, connesso a una crescita 2018 superiore al limite più elevato delle previsioni del *panel* UPB (fig. 1.2). Tale elemento è nella valutazione d'insieme effettuata dall'UPB compensato dall'allineamento delle ipotesi NADEF alle previsioni *upper bound* del *panel* UPB per quanto riguarda l'entità dell'impatto della manovra di bilancio e (come nel quadro tendenziale) per quanto concerne la dinamica del PIL nominale, conseguente a un'evoluzione del deflatore del PIL in linea con l'estremo superiore delle previsioni del *panel* UPB. Questa valutazione ha tenuto anche conto dell'incertezza che in particolare circonda l'intensità della ripresa nella seconda metà del 2017 e, di conseguenza, la dimensione del trascinarsi che ne potrebbe derivare per il 2018.

Si illustra sinteticamente di seguito l'analisi degli elementi presi in considerazione nell'esercizio e la cui valutazione congiunta ha condotto l'UPB a validare il quadro programmatico del Governo.

Il rischio verso il basso connesso all'ipotesi di crescita 2018, già rilevato nello scenario tendenziale, risulta amplificato rispetto a quel quadro per i seguenti motivi:

- la distanza del tasso di crescita del PIL si allarga rispetto tanto alla mediana del *panel* UPB (il *gap* si porta, tra tendenziale e programmatico, da due a tre decimi di punto), quanto all'*upper bound* di tali previsioni (la distanza si allarga da uno a due decimi di punto);
- l'ipotesi NADEF sul PIL implica una stabilità della crescita nel passaggio tra il 2017 e il 2018, a fronte di profili generalmente in decelerazione scontati dai previsori del *panel* UPB (il rallentamento tra il 2017 e il 2018 è pari a un decimo di punto per quanto riguarda l'*upper bound* di tali stime, a tre decimi di punto con riferimento al loro valore mediano); nel tendenziale non emergeva una differenza nei profili di crescita previsti dal Governo e dal *panel* UPB.

La maggiore crescita 2018 del quadro programmatico NADEF rispetto al *panel* UPB riflette fondamentalmente il più dinamico contributo della domanda interna al netto delle scorte (esso risulta più elevato di due decimi di punto rispetto al limite superiore delle previsioni del *panel* UPB, di tre decimi di punto rispetto al loro valore mediano). Su di esso influiscono gli andamenti relativamente più accentuati, rispetto al *panel* UPB (*upper bound*), delle diverse componenti della spesa nazionale, con particolare riferimento ai consumi e agli investimenti in macchinari e impianti.

Inoltre, a commento del quadro NADEF si rileva che, considerando le più recenti previsioni sulla zona euro (la BCE sconta per l'area della moneta unica un abbassamento della crescita, corretta per il calendario, dal 2,2 all'1,8 per cento tra il 2017 e il 2018), il profilo stabile del PIL dello scenario programmatico implicherebbe un'accelerazione nel 2018 del processo di riduzione del *gap* di crescita dell'Italia osservato negli ultimi anni (fig. 1.3). Pur tenendo conto delle indicazioni di miglioramento relativo dell'economia italiana emerse negli ultimi anni, occorre considerare che esse sono soprattutto concentrate nel settore esportatore che appare maggiormente esposto ai previsti effetti di freno del quadro esterno. Oltre a ciò si sottolinea che l'elevato grado di integrazione della zona euro tende comunque ad accentuare la sincronia ciclica tra i paesi membri. Un rallentamento dell'area indotto da impulsi esterni meno favorevoli (decelerazione degli scambi e apprezzamento della moneta unica) dovrebbe interessare in misura simile le varie economie.

D'altra parte, a favore dell'accoglimento della previsione della crescita reale riportata nella NADEF va considerato che i risultati del 2018, oltre a riflettere naturalmente la dinamica che si estrinsecherà nel corso dell'anno, saranno condizionati dal modo in cui evolveranno gli ultimi due trimestri del 2017, per i quali le più recenti informazioni congiunturali (inchieste presso consumatori e imprese) sembrano particolarmente positive. Evoluzioni più favorevoli, ad esempio, di quelle stimate per la seconda metà dell'anno corrente dai modelli di previsione di breve periodo UPB (cfr. par. 1.3), consegnerebbero una migliore base di partenza al 2018 con effetti benefici per la crescita media del prossimo anno.

Inoltre, l'ipotesi di impatto della manovra (la cui dimensione ammonta, come ricordato, a sei decimi di PIL rispetto allo scenario tendenziale) sulla crescita 2018 (il PIL aumenta di tre decimi di punto rispetto al quadro tendenziale) risulta in un intervallo di accettabilità, situandosi in linea con l'*upper bound* delle stime di impatto che caratterizzano i previsori del *panel* UPB (fig. 1.4).

Infine, la dinamica leggermente più contenuta, relativamente all'*upper bound* delle stime del *panel* UPB, prevista per il deflatore del PIL tende a bilanciare il rischio connesso alla maggiore crescita reale per quanto riguarda gli effetti sull'evoluzione del PIL nominale, che risulta al limite di un intervallo di accettabilità, collocandosi in prossimità dell'estremo superiore delle previsioni del *panel* UPB.

Con riferimento all'andamento del PIL nominale, è da rilevare che le previsioni del *panel* UPB presentano una dispersione relativamente ampia (fig. 1.2), a riflesso delle diverse ipotesi sulla crescita reale e, soprattutto, delle differenti stime sulla dinamica del deflatore del PIL. Quest'ultime, a loro volta, sembrano risentire non tanto di marcate differenziazioni nelle previsioni dell'inflazione al consumo (per le quali la dispersione risulta complessivamente contenuta, risultando compresa tra previsioni dell'1 e dell'1,3 per cento), quanto di assunzioni alquanto diversificate sull'evoluzione della ragione di scambio (prezzi all'esportazione meno prezzi all'importazione). Il rafforzamento del cambio dell'euro induce dei previsori (incluso il MEF) a scontare dinamiche molto contenute dei prezzi all'importazione, con un conseguente miglioramento della ragione di scambio, fattore che tende a spingere, nella generalità dei quadri previsivi, la variazione del deflatore del PIL sopra quella del deflatore dei consumi. La previsione UPB sulla ragione di scambio – e, quindi, sul deflatore del PIL – costituisce l'*upper bound* delle stime del *panel*. La stima UPB sulla ragione di scambio 2018 (1,8 per cento) riflette una limitata flessione dei prezzi all'importazione indotta dall'apprezzamento del tasso di cambio, a fronte di una dinamica dei prezzi all'esportazione che si accosta a quella ipotizzata per i manufatti esportati dai competitori esteri (1 per cento circa, in euro). A riflesso di queste dinamiche, la stima UPB del deflatore del PIL (1,7 per cento) risulta leggermente più elevata di quella ipotizzata nello scenario programmatico NADEF (1,6 per cento). Tenuto conto della previsione di crescita reale (1,3 per cento nel quadro UPB, a fronte dell'1,5 per cento dello scenario NADEF), l'evoluzione del PIL nominale (3,1 per cento) appare sostanzialmente allineata nei quadri NADEF e UPB

Per quanto riguarda le dinamiche programmatiche del biennio successivo, gli elementi di perplessità già rilevati per il quadro del PIL reale dello scenario tendenziale tendono a rafforzarsi. Nel 2019, emerge uno scarto di crescita rispetto all'*upper bound* dei previsori (un decimo di punto percentuale, tale divario era assente nel tendenziale) e si amplifica la distanza rispetto al valore mediano delle stime (quattro decimi di punto percentuale). Ciò riflette essenzialmente la dinamica più elevata, rispetto alle stime del *panel* UPB, dei consumi nazionali, su cui incide la combinazione di evoluzioni relativamente più sostenute della spesa delle famiglie e dei consumi della PA. Nel 2020, si riduce nel confronto col tendenziale lo scarto della crescita rispetto all'estremo superiore del *panel*

UPB (un decimo di punto), ma si amplia quello rispetto al valore mediano (quattro decimi di punto). Ciò riflette un abbassamento della crescita rispetto al tendenziale che caratterizza diversi previsori del *panel* UPB, a fronte di una evoluzione sostanzialmente stabile (rispetto al tendenziale) del quadro NADEF. Il divario del 2020 continua a essere determinato dalla dinamica più accentuata della domanda interna, con particolare riferimento all'evoluzione dei consumi tanto privati che pubblici.

A commento delle evoluzioni 2019-2020 valgono le considerazioni fatte per il quadro tendenziale. È vero che il margine di incertezza si amplia per le previsioni di medio periodo, ma il quadro programmatico NADEF in questo margine si attesta su un lato univocamente ottimistico, in particolare per quanto riguarda le componenti della domanda interna. Pur considerando gli elementi di miglioramento evidenziatisi recentemente nell'economia italiana, il loro auspicato carattere strutturale resta da verificare e sembra, dunque poco prudentiale incorporarne l'impatto nelle ipotesi di crescita di medio periodo.

In conclusione, la validazione del quadro macroeconomico programmatico NADEF per il 2018 si fonda sull'accettabilità: a) della quantificazione dell'impatto della manovra di finanza pubblica sulla crescita del PIL; b) dell'evoluzione del PIL nominale, variabile che più direttamente impatta sull'andamento della finanza pubblica. Il disallineamento del tasso di crescita del PIL reale 2018 rispetto al *panel* UPB pone in luce, tuttavia, la presenza nella previsione di un rischio al ribasso. L'incertezza sugli sviluppi della seconda metà del 2017 e sugli effetti di trascinamento sul 2018 è un elemento da prendere in considerazione nella valutazione complessiva del quadro. I fattori di rischio connessi alla crescita reale tendono ad amplificarsi nella previsione NADEF per il biennio 2019-2020, periodo al di fuori dell'orizzonte di validazione.

1.5 *Rischi dello scenario internazionale*

Lo scenario esterno assunto dalla NADEF è, come detto, sostanzialmente in linea con le ipotesi di consenso formulate dai previsori nazionali e internazionali. Anche le aspettative dei mercati mostrano un sostanziale ottimismo circa la prosecuzione della fase di espansione mondiale, in atto dalla fine della crisi finanziaria. Sono, d'altra parte, presenti nel quadro globale diversi elementi di incertezza – di natura sia geo-politica sia finanziaria – che, pur costituendo al momento rischi di coda, potrebbero incidere sfavorevolmente, se si concretizzassero, sul ciclo economico.

Un elemento di potenziale squilibrio è costituito dalla quotazione dei corsi azionari. L'ingente liquidità immessa dalle banche centrali nei mercati, per sostenere le economie e contrastare le spinte alla deflazione, ha dato luogo a una ricerca di rendimento che ha portato a innalzare sensibilmente le quotazioni dei titoli azionari. Ad esempio, l'indice mondiale Thomson Reuters ha guadagnato oltre il 15 per cento solo nei primi 9 mesi del

2017. La sopravvalutazione dei corsi è ancora più evidente se si paragona la *price/earning ratio* più recente con la media di lungo periodo. Dal confronto ne emerge una sopravvalutazione media del 10 per cento a livello globale, con punte del 30 per cento negli Stati Uniti e nell'area euro (fig. 1.5).

È naturalmente molto complesso cercare di valutare in anticipo la fase in cui potrebbe avvenire un eventuale aggiustamento delle quotazioni, la modalità in cui ciò si verificherebbe e le conseguenze per l'economia reale. Le esperienze del passato mostrano che questi eventi possono manifestarsi sia in modo relativamente graduale e ordinato, con effetti limitati per l'evoluzione del ciclo economico, sia in modo brusco, o anche catastrofico, con impatti recessivi più rilevanti (come avvenne, ad esempio, con lo sgonfiamento della bolla tecnologica dei primi anni duemila e, ancor più, con la recente crisi finanziaria avviata nel 2007). In quest'ultimo caso, le ripercussioni della correzione si intersecano con altri effetti che transitano per diversi canali (fiducia, credito, materie prime) difficili da prevedere e quantificare.

In quanto segue si illustrano a scopo esemplificativo, attraverso l'utilizzo del modello dell'Oxford Economics (Global Economic Model), le eventuali conseguenze per l'economia italiana di un aggiustamento relativamente ordinato dei mercati, che si concretizzerebbe nel ritorno delle quotazioni medie mondiali verso i valori di lungo periodo. In particolare, per simulare questa correzione si ipotizza una flessione del 10 per cento delle quotazioni in tutti i mercati che compongono il modello utilizzato (75 paesi e/o aree). Si assume, inoltre, che la riduzione si verifichi nel primo trimestre del 2018.

La tabella 1.5 riporta i principali impatti previsti per questo tipo di aggiustamento rispetto allo scenario di base (differenze in punti percentuali dei tassi di variazione). La flessione delle quotazioni azionarie avrebbe effetti di rallentamento per l'economia mondiale a seguito di una frenata diffusa nelle principali economie, comparativamente più forte negli Stati Uniti che si caratterizzano per una più elevata elasticità della domanda alla ricchezza finanziaria. Il tasso di crescita del commercio internazionale si abbasserebbe, rispetto alle ipotesi dello scenario di base, sia nel 2018 che nel 2019 (rispettivamente di tre e quattro decimi di punto), registrando poi un lieve rimbalzo nel 2020. L'indebolimento dell'economia globale si rifletterebbe sul prezzo del petrolio la cui dinamica risulterebbe più contenuta nel biennio 2018-19 (di due decimi nel 2018, di oltre due punti percentuali nel 2019) e in leggera risalita nel 2020. A fronte di evoluzioni delle politiche monetarie simili nei principali paesi, il tasso di cambio non si modificherebbe sostanzialmente rispetto all'andamento dello scenario di base.

L'impatto per l'economia italiana transirebbe principalmente attraverso il rallentamento del commercio mondiale. Anche la domanda interna sarebbe influenzata dalla correzione azionaria ipotizzata, ma in misura più limitata. La crescita del PIL decelererebbe nel 2018 e 2019 (rispettivamente di uno e due decimi di punto), per poi stabilizzarsi nel 2020. I più deboli impulsi inflazionistici esterni (petrolio) indurrebbero un ridimensionamento della dinamica del deflatore del PIL, in particolare nel 2019 (di un

decimo di punto) e 2020 (di due decimi di punto). L'evoluzione del PIL nominale, risentendo degli impatti negativi su crescita e l'inflazione, si abbasserebbe in misura comparativamente più ampia (di un decimo di punto nel 2018 e di tre decimi di punto rispettivamente nel 2019 e 2020).

Questo esercizio, come detto, ha un puro scopo illustrativo, presupponendo che il rientro delle quotazioni avvenga in modo relativamente ordinato, in una misura complessivamente contenuta e senza che si attivino quei canali di amplificazione che tendono storicamente ad aggravare le conseguenze delle correzioni di borsa. Flessioni più drastiche e disordinate che si accompagnassero a cadute della fiducia degli operatori avrebbero effetti naturalmente più consistenti per l'economia globale. I riflessi per l'Italia, in questo caso, potrebbero intensificarsi se all'impatto del più forte rallentamento internazionale si affiancasse anche un deterioramento delle condizioni patrimoniali del settore creditizio indotto dalle flessioni azionarie.

1.6 La Revisione NADEF della stima dell'output gap

La NADEF effettua per gli anni 2015-2020 sensibili revisioni della stima dell'*output gap*. Esso viene rivisto al -4,3 per cento nel 2015 (dal -3,8 per cento del DEF), al -3,3 per cento nel 2016 (dal -2,7 per cento), al -2,2 per cento nel 2017 (dal -1,8 per cento), al -1,3 per cento nel 2018 (dal -1,1 per cento), al -0,4 per cento nel 2019 (da -0,5 per cento) e allo 0,1 per cento nel 2020 (da un valore nullo). Tali stime indicherebbero, quindi, un ciclo più negativo, rispetto a quanto era precedentemente ipotizzato, nel periodo 2015-17 (*output gap* più ampio di quattro/sei decimi). La differenza si attenua, ma persiste, nel 2018 (*output gap* è più negativo di due decimi) e cambia marginalmente di segno nel 2019 e 2020 (quando *output gap* è rispettivamente meno negativo e più positivo). A titolo di confronto, si rammenta che per la Commissione europea, secondo le ultime previsioni di primavera, il *gap* tra PIL effettivo e potenziale si chiuderebbe nel 2018; nelle attuali stime NADEF esso continua ad azzerarsi, come nel DEF, nel 2020.

Gli elementi che sembrano incidere sulla revisione effettuata nella NADEF sono: a) la revisione Istat di contabilità nazionale 2015, con la crescita del PIL passata dallo 0,8 all'1 per cento; b) la previsione di un più favorevole quadro macroeconomico per l'anno in corso e per quelli successivi; c) la modifica operata dal MEF di alcuni elementi tecnici (cosiddetti parametri iniziali) che hanno condotto a un rialzo della stima della dinamica del prodotto potenziale dell'economia italiana. Nella valutazione UPB si calcola che mentre per gli anni di storia, 2015-16, la differenza nella stima dell'*output gap* tra NADEF e DEF è attribuibile per metà al cambiamento del quadro macroeconomico e per metà alla revisione dei parametri, per gli anni di previsione, 2018-2020, gli effetti dei mutamenti del quadro macro e dei parametri operano in senso opposto. Il quadro macroeconomico NADEF, caratterizzato da una ripresa più forte rispetto a quella prevista nel DEF, porterebbe a restringere più velocemente l'*output gap*, facendolo

chiudere prima (probabilmente già nel 2018) rispetto a quanto era ipotizzato in aprile; questa tendenza viene più che compensata dall'effetto opposto connesso all'adozione dei nuovi parametri che accelerano la crescita potenziale, riportando in negativo il *gap* e avvicinandone il profilo a quello del DEF.

Si ricorda che secondo la metodologia concordata dai paesi membri dell'Unione Europea la stima dell'*output gap* avviene utilizzando il metodo della funzione di produzione. Essendo il prodotto potenziale una variabile non osservabile, si ricorre a tecniche particolari per ottenere delle stime delle componenti della funzione. In particolare le componenti di *trend* di lavoro e produttività totale dei fattori (PTF). Molti elementi influenzano tali stime², tra i quali, oltre ai dati sottostanti, la lunghezza dell'intervallo di previsione e alcuni parametri di inizializzazione delle stime. La calibrazione di tali parametri costituisce un passaggio cruciale in quanto determina sia il cosiddetto grado di smussamento della serie in oggetto sia l'intercetta o la possibilità del verificarsi di salti nella serie smussata. La prassi comunitaria è che gli stati membri agiscano solo sui parametri relativi ai processi stocastici che governano gli *shock* a tali processi. Nella NADEF, il MEF ha deciso di modificare un ulteriore elemento nella stima della PTF che determina l'ampiezza del ciclo.

Nella sostanza, i nuovi parametri adottati dal MEF hanno aumentato la parte di variazione osservata del PTF che viene attribuita alla componente ciclica, producendo un *trend* della produttività più stabile e piatto (e, in definitiva, meno pro-ciclico). La conseguenza è che, mentre per le stime della Commissione la componente di *trend* della PTF italiana registrerebbe variazioni costantemente negative dal 2004 fino al 2018, la stima ottenuta dal MEF sarebbe di entità meno negativa e per una durata relativamente più breve (dal 2007 al 2016), tornando a essere positiva negli anni di previsione. Ne deriva un migliore andamento del prodotto potenziale e una stima più ampia dell'*output gap*. Da un punto di vista economico, la scelta del MEF potrebbe trovare fondamento nella difficoltà nello spiegare una così prolungata variazione negativa del *trend* della PTF: essa equivale a ipotizzare distruzione di innovazione/progresso tecnico per un lungo periodo. C'è tuttavia da osservare che la nuova stima MEF attenuerebbe, ma non eliminerebbe, il fenomeno di un prolungato regresso tecnico (esso durerebbe nove anni, anziché quattordici).

Dal punto di vista delle regole europee tale modifica potrebbe avere delle implicazioni per il processo di sorveglianza. Il parametro in questione è, infatti, di prassi uguale per tutti i paesi e non cambia nel tempo. Inoltre, nel caso specifico, la sua modifica è concausa della sensibile revisione del dato storico dell'*output gap*, elemento sensibile a livello tecnico in quanto le modifiche alla procedura non dovrebbero comportare sensibili revisioni del passato.

² Si veda Fioramanti, Padrini e Pollastri (2015), "La stima del PIL potenziale e dell'*output gap*: analisi di alcune criticità", Nota di lavoro UPB 1/2015 e Frale e De Nardis (2017), "Quando il *gap* si fa incerto: stime alternative del potenziale e dell'*output gap* nell'economia italiana", Nota di Lavoro UPB 2/2017.

2 La finanza pubblica

2.1 Il quadro tendenziale

La NADEF aggiorna le previsioni di finanza pubblica indicate nel DEF dell'aprile scorso. Le nuove stime tengono conto: 1) delle revisioni operate dall'Istat sui dati di consuntivo di finanza pubblica del 2015 e 2016 e delle favorevoli revisioni apportate al quadro macroeconomico; 2) dei risultati del monitoraggio dei conti pubblici operato in corso d'anno; 3) degli effetti delle disposizioni contenute nei provvedimenti legislativi disposti dopo la pubblicazione del DEF e, in particolare, di quelli del DL 50/2017.

Le revisioni effettuate dall'Istat al conto delle Amministrazioni pubbliche e al PIL pubblicate lo scorso 22 settembre hanno comportato la modifica del rapporto tra indebitamento netto e PIL per il biennio 2015-16. Il deficit è stato rivisto al ribasso dal 2,7 al 2,6 per cento del prodotto nel 2015 e al rialzo dal 2,4 al 2,5 per cento nel 2016. L'avanzo primario risulta confermato all'1,5 per cento del PIL in entrambi gli anni. Il complesso delle entrate e quello delle uscite, come quote sul PIL, hanno risentito in particolare della revisione in aumento del denominatore. Sia le entrate totali che la pressione fiscale sono risultate minori di un decimo nel 2015 e di due decimi nel 2016 (scendendo nel biennio rispettivamente al 47,7 e 46,9 nonché al 43,2 e al 42,7 per cento del PIL). Le uscite totali si sono ridotte, sempre in percentuale del prodotto, di tre e due decimi collocandosi al 50,2 per cento nel 2015 e al 49,4 nel 2016. In valore assoluto, le revisioni più consistenti hanno riguardato i flussi dei trasferimenti in conto capitale dall'Unione europea (in entrata nel 2015) e verso il resto del Mondo (in uscita nel 2016).

Complessivamente la NADEF presenta un quadro tendenziale leggermente più favorevole di quello atteso nel DEF. Dal lato delle spese viene confermata una evoluzione moderata in termini assoluti e una riduzione in rapporto al PIL. L'incidenza delle entrate sul prodotto risente dell'attivazione della clausola di salvaguardia dell'IVA e si riduce nel 2020 essenzialmente per effetto della crescita economica.

Per il 2017 è atteso dal Governo un indebitamento netto pari al 2,1 per cento del PIL, in riduzione rispetto al 2,5 per cento registrato nel 2016. Si tratta del terzo miglioramento consecutivo rispetto all'anno precedente ma il primo non ascrivibile unicamente alla riduzione della spesa per interessi sul PIL. Infatti, il migliore risultato atteso per il 2017 deriverebbe anche da un incremento dell'avanzo primario (dall'1,5 all'1,7 per cento del PIL) grazie a una riduzione di un decimo della quota sul PIL delle uscite primarie (al 45,3 per cento) – ascrivibile alle spese correnti – e a un incremento analogo dell'incidenza del complesso delle entrate (al 47,0 per cento), pur in presenza di una pressione fiscale in diminuzione dal 42,1 al 42,0 per cento. La spesa per interessi aumenterebbe leggermente in valore assoluto ma si ridurrebbe di due decimi in termini di PIL (al 3,8 per cento del PIL) (fig. 2.1) (per una simulazione della sensitività della spesa per interessi sui titoli di Stato ai tassi si veda l'Allegato 2.1).

L'indebitamento stimato dalla NADEF per il 2017 indica un miglioramento di due decimi rispetto a quanto previsto nel DEF dell'aprile scorso per l'anno in corso. Il miglioramento della stima rispetto al DEF deriva essenzialmente dall'inclusione degli effetti correttivi del successivo DL 50/2017 (pari a 0,2 punti di PIL). Rispetto al DEF anche l'avanzo

primario è stimato migliorare di due decimi (era previsto ad aprile all'1,5 per cento), grazie agli effetti delle misure contenute nel DL 50/2017 e al più favorevole andamento del quadro macroeconomico, con conseguente aumento di tutte le principali poste di entrata del conto della PA.

Le imposte dirette sono state riviste al rialzo essenzialmente in relazione all'introduzione di provvedimenti relativi al contrasto delle compensazioni indebite e alla rideterminazione della base di riferimento per il calcolo dell'aiuto alla crescita economica (ACE).

La più consistente revisione al rialzo dei tributi indiretti ha riguardato in particolare l'IVA ed è dipesa in primo luogo dagli effetti del DL 50/2017 sull'estensione dello *split payment* ma anche dal maggiore gettito rispetto alle attese per la cosiddetta "rottamazione delle cartelle" prevista dal DL 193/2016. La stima dei contributi sociali è stata incrementata sulla base dell'evoluzione della massa delle retribuzioni, favorita dalla maggiore occupazione. Unica revisione in peggioramento è quella relativa alle entrate in conto capitale, connessa principalmente con il minore gettito rispetto alle attese derivante dalla *voluntary disclosure*.

Come previsto anche dall'UPB³, il gettito potrebbe risultare inferiore a quello atteso dal Governo. Tale circostanza ha portato a disporre una proroga dei termini per la scadenza dal 31 luglio al 30 settembre 2017.

Sempre rispetto a quanto stimato ad aprile, la spesa indicata nella NADEF per il 2017 risulta più elevata in valore assoluto ma uguale in termini di PIL. All'interno delle spese correnti primarie è stata operata sostanzialmente una ricomposizione tra alcune poste, rivedendo al rialzo i consumi intermedi a fronte di una riduzione delle prestazioni sociali. Per quanto riguarda i consumi intermedi, dal monitoraggio in corso d'anno emergerebbe che si sono verificate maggiori spese di funzionamento delle amministrazioni. Il contenimento delle prestazioni sociali rispetto alla precedente stima sembrerebbe derivare in buona parte da esborsi inferiori alle attese per gli ammortizzatori sociali e, in particolare, per la Cassa integrazione. Con riferimento alle uscite in conto capitale, la lieve crescita attesa per gli investimenti rispetto al 2016 – pur ridimensionata se confrontata con la previsione di aprile – sarebbe resa possibile solo in caso di una significativa ripresa nella seconda metà del 2017. Le indicazioni disponibili mostrerebbero infatti una riduzione della spesa nel primo semestre dell'anno. L'incremento delle altre uscite in conto capitale rispetto alle quantificazioni del DEF è dovuto a maggiori crediti di imposta rimborsabili per *deferred tax assets* (DTA), oltre che alle spese sostenute dal Fondo nazionale di risoluzione bancaria successivamente alla pubblicazione del DEF.

³ L'UPB nell'Audizione sulla legge di bilancio 2017 e nel successivo Rapporto di novembre aveva evidenziato il rischio di una sovrastima osservando che il gettito atteso rappresentava più del 40 per cento di quello già raccolto con la prima edizione della *voluntary disclosure* nonostante la non ammissibilità di coloro che vi avevano già fatto ricorso e la sostanziale conferma dei criteri di adesione tra le due edizioni della misura.

Nel triennio 2018-2020, grazie alla revisione in aumento della crescita del PIL, secondo la NADEF dovrebbe verificarsi un miglioramento dell'indebitamento netto tendenziale maggiore di quello stimato ad aprile. Il deficit dovrebbe scendere dall'1 per cento del PIL del 2018 (1,3 per cento nel DEF) allo 0,1 nel 2020 (0,5 per cento nel DEF). Il nuovo profilo deriverebbe unicamente dal maggiore avanzo primario atteso, che passerebbe dal 2,6 per cento del 2018 al 3,5 nel 2020 (rispettivamente 2,4 e 3,4 nel DEF). La spesa per interessi rimarrebbe invece stabile in termini di PIL (al 3,6 per cento, mentre nel DEF aumentava di un decimo). L'incremento previsto del surplus primario trarrebbe origine da una consistente riduzione dell'incidenza sul PIL della spesa primaria a legislazione vigente (dal 44,4 per cento del prossimo anno al 42,9 del 2020) e per il 2018 dall'operare della clausola di salvaguardia dell'IVA (figg. 2.1 e 2.2). La spesa primaria si riduce grazie a una maggiore diminuzione di quella relativa alla componente in conto capitale (dal 3,4 al 3,1 per cento del PIL) rispetto a quella di natura corrente (dal 41,0 al 39,8 per cento). Tale riduzione è solo parzialmente compensata da una diminuzione del peso delle entrate (dal 47,0 al 46,4 per cento del prodotto). La pressione fiscale si ridurrebbe di quattro decimi di punto percentuale di PIL, scendendo al 42,3 per cento (fig. 2.3).

Nel periodo 2017-2020 la spesa primaria è prevista in crescita, in media annua, dell'1,3 per cento (come nel DEF), a sintesi di un aumento di quella primaria corrente dell'1,5 per cento (nel DEF era 1,4 per cento) e di una sostanziale invarianza di quella in conto capitale (nel DEF era prevista in riduzione dello 0,2 per cento). Al netto delle prestazioni sociali (la cui crescita in media sarebbe del 2,4 per cento; 2,5 nel DEF), tale spesa crescerebbe dello 0,6 per cento in media annua (lo 0,7 per cento ad aprile).

Si ricorda tuttavia che l'andamento della spesa, essendo a legislazione vigente, non incorpora gli esborsi per le cosiddette esigenze indifferibili, il cui finanziamento verrà disposto nell'ambito della manovra di bilancio. Inoltre, i redditi da lavoro dipendente risentono della prevista riduzione dell'occupazione pubblica e i consumi intermedi dei ripetuti interventi di correzione, che tuttavia per le amministrazioni decentrate si interrompono nel 2020. La spesa per prestazioni sociali è stata rivista al ribasso, come ormai avviene da alcuni anni.

Le principali componenti delle spese in conto capitale, dovrebbero beneficiare – specie nel 2018 – delle consistenti risorse messe a disposizione dalla legge di bilancio per il 2017, grazie in particolare all'utilizzo del fondo per il rilancio degli investimenti, alla concessione di spazi finanziari per gli investimenti degli Enti territoriali, agli interventi per l'emergenza sismica e a quelli a favore delle imprese pubbliche e private. Soprattutto nel biennio 2018-19 influirà inoltre l'impatto delle risorse *una-tantum* messe a disposizione con il DL 50/2017 per consentire l'accelerazione delle attività di ricostruzione nelle zone colpite dagli eventi sismici del 2016 e 2017, nonché la rimodulazione delle erogazioni sempre *una-tantum* provenienti dagli anni precedenti. Tale rimodulazione ridimensiona la forte caduta degli investimenti che era attesa nel DEF nel 2020, in particolare di quelli delle Amministrazioni centrali.

L'andamento delle entrate rispecchia, oltre all'evoluzione delle basi imponibili, gli effetti di interventi con impatto differenziato negli anni della previsione.

Le imposte dirette risentono degli interventi a favore delle imprese, con effetti concentrati in particolare nel 2018. La previsione sconta il provvedimento di riduzione dell'aliquota Ires dal 27,5 al 24 per cento a partire dal 2017 disposto dalla legge di stabilità per il 2016, nonché le misure della legge di bilancio per il 2017 relative alla maggiorazione della deducibilità degli ammortamenti e all'introduzione del regime favorevole di tassazione opzionale dell'IRI per gli utili non prelevati dalle imprese individuali in contabilità ordinaria e dalle società di persone. Contribuiscono a contenere l'imposizione diretta anche i provvedimenti di detassazione dei premi di produttività e quelli riguardanti l'ampliamento della *no tax area* per i pensionati di età inferiore ai 75 anni.

La dinamica delle imposte indirette accelera fortemente nel 2018 per l'attivazione delle clausole di salvaguardia su IVA e accise, mentre quella dei contributi sociali si intensifica nel 2019 a causa del venir meno della decontribuzione per le assunzioni a tempo indeterminato. Le imposte in conto capitale scontano il gettito dovuto alla *voluntary disclosure*, decrescente dagli oltre quattro miliardi incassati nel 2016 agli 850 milioni attesi nel 2017.

2.2 Il quadro programmatico

Sulla base delle valutazioni dell'attuale fase congiunturale e del recente orientamento della Commissione europea circa l'appropriatezza della *fiscal stance* nell'area dell'euro, il Governo nel nuovo scenario programmatico prospetta un più graduale aggiustamento dei conti pubblici rispetto a quanto indicato nel DEF dello scorso aprile (per un'analisi della *fiscal stance* si veda l'Allegato 2.2). Le correzioni strutturali allora programmate, concentrate nel biennio 2018-19, sono state ridotte e distribuite nel triennio 2018-2020. Nella NADEF – di conseguenza – il sostanziale raggiungimento del pareggio strutturale di bilancio (-0,2 per cento del PIL) viene conseguito nel 2020, un anno dopo rispetto alla previsione del DEF (in cui era indicato un avanzo strutturale dello 0,1 per cento del PIL già nel 2019). Dopo il peggioramento del saldo strutturale del 2017 (consentito dalla flessibilità relativa agli eventi eccezionali), per il 2018 è previsto un miglioramento pari allo 0,3 per cento del PIL (a fronte dello 0,8 del DEF) che aumenta lievemente nel 2019 collocandosi allo 0,4 per cento del prodotto (in luogo dello 0,8 del DEF) e prosegue con pari intensità nel 2020 (ancora un miglioramento dello 0,4 per cento a fronte del peggioramento di un decimo previsto nello scorso aprile) (riga *g'*, tab. 2.1).

Per il quarto anno consecutivo viene pertanto programmato uno scostamento dal percorso di avvicinamento all'OMT invocando i criteri di discrezionalità insiti nelle regole di bilancio europee (in proposito si rinvia al par. 3.1).

Si ricorda che i margini di flessibilità concessi *ex ante* dalla Commissione europea per il 2017, in relazione al manifestarsi dei costi connessi agli eventi eccezionali riguardanti i flussi di rifugiati e il piano di prevenzione contro i rischi sismici, sono pari allo 0,34 per cento del PIL (rispettivamente lo 0,16 e lo 0,18 per cento del prodotto). Si veda per maggiori dettagli l'Allegato 3.1.

Pur in presenza di margini di flessibilità, va rilevato che la minore correzione strutturale programmata per il triennio 2018-2020 continua a essere ampiamente basata sull'attivazione della clausola IVA parziale nel 2019 e totale nel 2020. Al netto di tali entrate, la cui credibilità è stata indebolita dai ripetuti rinvii e cancellazioni, la correzione strutturale diminuirebbe nel 2019 (per un'entità dipendente da quanto verrà stabilito nella legge di bilancio 2018) mentre si potrebbe trasformare in un peggioramento del saldo strutturale nel 2020.

Sempre escludendo le maggiori entrate dell'IVA, l'indebitamento netto nominale si ridurrebbe nel 2019 e nel 2020 secondo un percorso analogo a quello del recente passato (dal 2,1 per cento del 2017, all'1,6 nel 2018 fino a intorno all'1 per cento nel 2020) in presenza di un andamento favorevole della crescita economica che, tuttavia, presenta margini di incertezza circa la dinamica reale e quella del deflatore del PIL (si veda cap. 1).

Nei programmi del Governo il più graduale aggiustamento del saldo strutturale deriva da:

- minori interventi correttivi rispetto al DEF in ciascuno degli anni della previsione (riga *b''*, tab. 2.1);
- un più elevato effetto del ciclo economico nel 2018 (riflesso nelle componenti cicliche del bilancio da sottrarre dai saldi nominali programmatici) (riga *d*, tab. 2.1);

Rispetto a quanto stimato dal Governo ad aprile, nella NADEF l'*output gap* negativo risulta superiore (in valore assoluto) sia nel 2017 (confermando il permanere dell'economia italiana in una fase di congiuntura sfavorevole ancora nell'anno in corso) sia nel 2018, ma non nei due anni successivi.

Il nuovo profilo delle misure *una tantum* invece opera in senso inverso, a favore cioè di un maggiore aggiustamento strutturale rispetto a quanto indicato nel DEF (riga *f*, tab. 2.1).

A fronte di misure *una tantum* per il 2017 sostanzialmente identiche nei due documenti programmatici (5,9 miliardi pari allo 0,34 per cento del PIL nel DEF e 6,1 miliardi pari allo 0,35 per cento del PIL nella NADEF), nel triennio successivo la NADEF stima interventi *one-off* con effetti che peggiorano il saldo nominale programmatico – e che sono da eliminare nel calcolo del saldo strutturale dove le *una tantum* non sono considerate – più elevati rispetto al DEF. I cambiamenti sono operati essenzialmente dal lato delle spese: in particolare, sono previsti rilevanti maggiori interventi per calamità naturali e, anche se in misura meno marcata, minori dismissioni immobiliari. Con riferimento agli interventi per le calamità naturali, sono state considerate le risorse aggiuntive del DL 50/2017 e, in conseguenza dell'attività di monitoraggio, slittate dall'anno in corso a quelli successivi parte delle spese che nel DEF erano attese per il 2017.

Conformemente all'impostazione della politica di bilancio, l'indebitamento netto programmatico – pur in un contesto di migliori prospettive economiche rispetto ad aprile – mostra un profilo di riduzione meno accentuato di quello contenuto nel DEF (riga c, tab. 2.1).

Nei programmi del Governo, dopo essere calato di quattro decimi nell'anno in corso (al 2,1 per cento del PIL), il disavanzo scende di ulteriori cinque decimi nel 2018 (all'1,6 per cento) per continuare a ridursi di altri sette decimi in ognuno dei due anni successivi e collocarsi allo 0,2 per cento nel 2020 (fig. 2.4).

Dato l'importo contenuto delle misure *una tantum* nel 2020 e considerando che in base alle stime attuali contenute nella NADEF l'*output gap* si chiuderebbe nello stesso anno (0,1 per cento), i valori dei saldi nominale e strutturale rispetto al PIL dell'ultimo anno di previsione coincidono.

Il nuovo quadro programmatico sconta una manovra di finanza pubblica che comporta un indebitamento netto programmatico più elevato di quello tendenziale di 0,6 punti percentuali di PIL sia nel 2018 che nel 2019 e di un solo decimo nel 2020 (fig. 2.4).

Le risorse rese disponibili, in conseguenza della revisione degli obiettivi di indebitamento netto, saranno finalizzate, secondo quanto indicato nella Relazione al Parlamento: alla totale sterilizzazione degli aumenti IVA previsti nel 2018 dalla legislazione vigente (in parte già disattivati dalla manovra di aprile) e alla parziale cancellazione di quelli previsti per il 2019; a finanziare misure di sostegno agli investimenti pubblici e privati, inclusi quelli in capitale umano e ricerca, nel 2019 e nel 2020.

In particolare, nel 2018, per disattivare le clausole di salvaguardia previste per il prossimo anno (pari allo 0,9 per cento del PIL) e raggiungere l'obiettivo di un deficit pari all'1,6 del PIL sarà necessaria una manovra correttiva netta di 0,3 punti di PIL.

Guardando al recente passato, si tratterebbe del quarto episodio di cancellazione di clausole di salvaguardia nel primo anno della programmazione di bilancio e, per il terzo anno consecutivo, dell'intervento quantitativamente più rilevante della manovra. Si ricorda infatti che con la legge di stabilità per il 2015 si eliminava l'incremento previsto per quell'anno dalle disposizioni della legge di stabilità del 2014 con riferimento alle variazioni di imposta e alle riduzioni di misure agevolative e detrazioni vigenti (da sostituire con risparmi di spesa). D'altra parte la stessa legge di bilancio 2015 introduceva, a partire dal 2016, la clausola di salvaguardia relativa all'IVA e alle accise sui carburanti che è stata poi eliminata per il primo anno o ridimensionata nei provvedimenti successivi, cioè con la legge di stabilità 2016, la legge di bilancio 2017 e, infine, tramite il DL 50/2017.

La composizione e gli elementi costitutivi specifici della manovra saranno disponibili con la presentazione del disegno di legge di bilancio 2018. La NADEF come sempre, nonostante le modifiche alla legge di contabilità richiedano maggiori informazioni sugli effetti finanziari, fornisce solo poche informazioni essenziali sui vari settori di intervento.

Una programmazione trasparente ed efficace richiederebbe l'inclusione nella NADEF di informazioni più puntuali sulla composizione programmatica dei conti pubblici, con indicazione

della evoluzione dei principali aggregati nell'orizzonte previsivo. Dovrebbero essere indicati già in questa sede gli effetti finanziari per sottosettore e ambito di intervento delle misure che saranno adottate nella manovra di bilancio, mostrando il percorso di avvicinamento agli obiettivi macroeconomici e sociali annunciati nel documento di programmazione di aprile e/o stabiliti a livello internazionale. In particolare, la Nota, tra le altre cose, non indica gli obiettivi finanziari pluriennali in termini di politiche pubbliche, aspetto che consentirebbe di articolare il percorso programmatico delineato nel DEF in termini di altri obiettivi, come ad esempio, quelli di benessere economico e sostenibile (BES), quelli di "Europa 2020" e "Agenda 2030".

In particolare, oltre alla disattivazione totale nel 2018 e parziale nel 2019 delle clausole di salvaguardia IVA, saranno in primo luogo rifinanziate le cosiddette politiche invariate, comprendendo le risorse destinate al rinnovo dei contratti del pubblico impiego. Verranno inoltre mantenuti alcuni incentivi fiscali agli investimenti privati nonché allocate risorse aggiuntive a supporto degli investimenti sia privati sia pubblici, specie nel biennio 2019-2020. Saranno disposti nuovi interventi di decontribuzione sul lavoro al fine di favorire l'occupazione giovanile e potenziati gli strumenti di lotta alla povertà e a sostegno delle famiglie.

Quanto alla copertura finanziaria delle misure, nel 2018 le risorse saranno reperite per un terzo dal lato della spesa e per due terzi sul versante delle entrate. Negli anni successivi il finanziamento degli interventi avverrà in misura maggiore dal lato delle entrate, essendo tra l'altro ancora mantenute parzialmente nel 2019 e totalmente nel 2020 le clausole di salvaguardia poste a garanzia dei saldi di finanza pubblica.

La manovra correttiva si baserà in parte su misure di contrasto all'evasione e all'elusione fiscale e su risparmi derivanti dalla revisione della spesa. Con riferimento a quest'ultima in particolare, la NADEF indica espressamente che verrà operata una riduzione strutturale della spesa corrente legata all'inclusione del processo di *spending review* relativo alle Amministrazioni centrali dello Stato nel ciclo di bilancio.

Gli obiettivi previsti a livello aggregato in sede di DEF (riduzioni strutturali almeno pari a un miliardo della spesa dei Ministeri in ciascun anno del periodo di programmazione) sono stati ripartiti e assegnati ai singoli Ministeri – affinché i dicasteri potessero definire le loro proposte entro il 20 luglio – tramite un apposito Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri (DPCM) del 28 giugno scorso (la nuova procedura prevedrebbe l'emanazione del DPCM entro il mese di maggio). Dal perimetro degli interventi correttivi sono state escluse alcune tipologie di spesa ritenute prioritarie dell'azione del Governo, quali le spese per investimenti, per calamità naturali ed eventi sismici, per immigrazione e contrasto alla povertà. Circa l'ottanta per cento degli effetti finanziari dovuti alle misure correttive è stato richiesto a quattro Ministeri⁴: in particolare al Ministero dell'Economia e delle finanze il 50 per cento circa del miliardo annuale previsto.

Non è chiaro se tra le fonti di finanziamento della manovra saranno incluse eventuali riduzioni delle spese fiscali (*tax expenditures*), considerato che nel Programma nazionale di riforma dello scorso aprile era previsto un riordino di tali misure entro il 2018, ora confermato nella NADEF. Il "Rapporto programmatico recante gli interventi in materia di spesa fiscale" allegato alla NADEF fornisce indirizzi programmatici generali. In

⁴ Si tratta del Ministero dell'Economia e delle finanze, del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, del Ministero dell'Istruzione, dell'università e della ricerca e del Ministero delle Infrastrutture e dei trasporti.

particolare, in primo luogo, si sostiene che il riordino e la riduzione delle spese fiscali devono essere collocati nell'ambito più ampio delle modifiche al sistema fiscale già disposte, salvaguardando la riduzione della pressione fiscale. In secondo luogo, vengono delineati due possibili approcci di intervento: associare la riduzione delle spese fiscali a un potenziamento delle deduzioni o detrazioni in favore della famiglia e del lavoro; operare con tagli orizzontali che permettano di ridurre la loro entità guadagnando in termini di efficienza e trasparenza del sistema tributario.

Si ricorda che il citato Rapporto è uno dei due strumenti previsti dalla legge di contabilità e finanza pubblica⁵ per inserire in modo sistematico l'analisi e la valutazione delle spese fiscali nel ciclo della programmazione. Con la sua pubblicazione si conclude il primo ciclo: esso si basa, infatti, sul Rapporto annuale di ricognizione delle spese fiscali elaborato da una Commissione tecnica appositamente costituita e allegato allo stato di previsione dell'entrata del Bilancio dello Stato lo scorso ottobre.

2.2.1 L'evoluzione programmatica del debito

Nel 2017 l'incidenza del debito sul PIL è prevista scendere di quattro decimi (invece di due decimi attesi nel DEF). Negli anni successivi il rapporto tra il debito e il PIL dovrebbe diminuire progressivamente e a ritmo crescente sino a raggiungere il 123,9 per cento nel 2020, circa 8 punti percentuali di PIL in meno rispetto al risultato del 2016 e 0,4 punti percentuali in meno di quello del quadro tendenziale. Rispetto al DEF, la riduzione del debito dal 2017 al 2020 è più sostenuta: il minore saldo primario del triennio 2018-2020 è più che compensato dall'andamento delle altre due componenti, effetto *snow-ball* e aggiustamento *stock-flussi*, che contribuiscono alla variazione del debito (fig. 2.5).

Nell'arco dell'intero periodo 2017-2020, la riduzione cumulata del debito rispetto al PIL (circa 8 punti percentuali) è ascrivibile quasi interamente al conseguimento degli avanzi primari programmati che assicurerebbero una diminuzione di oltre 9 punti percentuali di PIL. L'effetto negativo dello *snow-ball*, vale a dire l'effetto connesso con l'accumulo del debito negli anni precedenti, si riduce nel tempo e diviene favorevole già nel 2018 grazie al contributo della crescita del PIL nominale pari al 4 per cento, cui si contrappone la spesa per interessi passivi su livelli intorno al 3,6 per cento; tale effetto contribuisce alla riduzione del debito nel periodo considerato per circa 1 punto percentuale di PIL. In particolare, la previsione degli interessi passivi del quadro programmatico NADEF mostra una discesa al 3,8 per cento del PIL nel 2017, al 3,6 nel 2018, e infine al 3,5 nel 2019 e nel 2020. La revisione al ribasso della spesa per interessi rispetto alle precedenti previsioni del DEF riflette il più favorevole andamento atteso dei tassi di interesse. L'aggiustamento *stock-flussi* ha un impatto sfavorevole nel quadriennio di oltre 2 punti percentuali di PIL, in miglioramento rispetto a quanto prospettato nel DEF (tab. 2.2).

⁵ L. 196/2009, come modificata dal D.Lgs. 160/2015.

Per l'anno in corso, la NADEF ha aggiornato gli obiettivi per gli introiti da privatizzazioni, riducendoli da 0,3 a 0,2 punti percentuali di PIL, mentre sono riconfermati quelli per il triennio 2018-2020 indicati nel DEF 2017 e pari allo 0,3 per cento di PIL. Tuttavia, anche la NADEF non contiene informazioni sufficienti per valutare se il programma sia effettivamente realizzabile. Nel complesso, il programma di dismissioni si configura quindi come elemento di rischio del quadro programmatico.

Lo scenario tendenziale tiene conto di un peggioramento del fabbisogno determinato dal termine, nel 2018, del regime di Tesoreria Unica⁶. Invece, le stime programmatiche scontano l'ipotesi di una uscita graduale dalla Tesoreria Unica solo a partire dal 2021.

Le stime tendenziali e programmatiche della NADEF scontano l'ipotesi di una riduzione delle giacenze di liquidità del MEF per circa 0,7 per cento del PIL nel 2017 e per oltre lo 0,1 per cento di PIL nel 2018 e nel 2019. Inoltre, lo *stock* di debito del 2017 comprende l'impatto dei recenti interventi sul sistema bancario, classificati come partite finanziarie, che impattano per circa lo 0,6 per cento di PIL (si veda Allegato 2.3).

2.2.2 Sostenibilità di medio termine della finanza pubblica

L'analisi di sostenibilità di medio-lungo termine si articola in due parti: 1) un'analisi deterministica con la formulazione di uno scenario *baseline*, in cui il sentiero programmatico del rapporto debito/PIL presentato nella NADEF viene esteso fino al 2026 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 debito/PIL vengono sottoposte a *shock* temporanei e permanenti con lo scopo 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 2021 al 2026 il sentiero programmatico del rapporto debito/PIL della NADEF sono le seguenti: 1) la convergenza graduale della crescita reale a un valore dell'1 per cento, del tasso di inflazione al 2 per cento e del tasso di interesse a breve e a lungo termine, rispettivamente, al 3 e al 4,5 per cento; 2) un saldo primario di bilancio tale da assicurare un disavanzo strutturale intorno al pareggio; 3) 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 pubblico⁷.

Con queste ipotesi *ad hoc* nello scenario *baseline* si osserverebbe la continuazione della riduzione del rapporto debito/PIL dopo il 2020; tuttavia, alla fine del periodo di previsione, nel 2026, risulterebbe ancora al di sopra del livello del 100 per cento, superando di poco i 102 punti (fig. 2.6, pannello A).

Tale evoluzione viene posta a confronto con quella del rapporto debito/PIL coerente con le previsioni di crescita del PIL reale e del deflatore del PIL dell'Upb.

⁶ Art. 35, comma 8 del D.L. 1/2012 e art. 1, comma 395 della L. 190/2014.

⁷ Si veda anche l'appendice 3.3 del "Rapporto sulla politica di bilancio 2017" dell'UPB al link http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2017/04/Rapporto-politica-di-bilancio-2017-_per-sito.pdf.

Dopo il 2020 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 2017-2026 il rapporto tra avanzo primario e PIL, invece, viene calcolato applicando un'elasticità di tale saldo pari a 0,539⁸, 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.

Entrambi gli scenari vedono il rapporto debito/PIL scendere entro la fine dell'orizzonte di previsione della NADEF e anche negli anni successivi. Tuttavia, nello scenario macroeconomico UPB la discesa è più moderata, creando una divergenza tra le due traiettorie di circa 1 punto percentuale di PIL nel 2020, che cresce fino a oltre 3 punti nel 2026.

Viene inoltre analizzato l'impatto sul rapporto debito/PIL di un saldo primario strutturale invariato al valore del 2017, uno scenario che implicherebbe quindi un ulteriore rallentamento nel percorso di avvicinamento verso l'OMT (fig. 2.6, pannello B). Le ipotesi implicano infatti un saldo primario strutturale più basso rispetto a quello *baseline* dal 2019 in poi. In questo scenario, il rapporto debito/PIL⁹ mostra ancora un profilo discendente ma meno marcato rispetto a quello della NADEF, collocandosi intorno al 107 per cento del PIL alla fine del periodo di proiezione, con una differenza di circa 5 punti percentuali rispetto allo scenario *baseline*.

Per valutare l'impatto di un rapido aumento dei tassi (dovuto a un diverso orientamento della politica monetaria o a un aumento nel rischio di credito) sulla sostenibilità del debito è stato simulato uno *shock* di 100 punti base alla curva dei tassi di interesse per ciascuno degli anni di previsione della NADEF (fig. 2.6, pannello C). Dal 2021 si replicano le stesse ipotesi utilizzate nello scenario NADEF (convergenza al 3 per cento per il tasso a breve termine e al 4,5 per cento per il tasso a lungo termine). Anche in questo caso il sentiero del rapporto debito/PIL, pur collocandosi sempre al di sopra dello scenario NADEF, inizierebbe la sua discesa dal 2018. La distanza tra i due scenari è contenuta nei 3 punti percentuali di PIL nell'orizzonte di previsione (2,5 punti percentuali nel 2020 e circa 2 nel 2026).

La regola del debito *backward-looking* risulterebbe rispettata nel 2021 sia nello scenario NADEF che in quello Upb. Invece, nello scenario con ipotesi di saldo primario strutturale invariato al 2017 e in quello con più elevati tassi di interesse sarebbe rispettata nell'anno successivo.

Infine, per tener conto delle incertezze delle stime, lo scenario programmatico della NADEF viene messo a confronto con intervalli probabilistici ottenuti attraverso tecniche

⁸ In linea con quella stimata dall'OCSE e dalla Commissione europea.

⁹ Per questa analisi di sensitività sono stati utilizzati i moltiplicatori di bilancio dinamici del modello macroeconomico Istat-Upb calcolati ipotizzando una variazione permanente del saldo di bilancio di un punto percentuale di PIL. Essi sono uguali a circa 0,23 nel primo anno, circa 0,43 nel secondo anno per poi salire gradualmente e arrivare a circa 0,55 al quinto anno. In queste simulazioni si ipotizza che tale valore si mantenga invariato negli anni successivi.

statistiche in linea con quelle utilizzate dalla Commissione europea e dal Fondo monetario internazionale¹⁰. In particolare, vengono stimate 5.000 possibili traiettorie del rapporto debito/PIL prendendo come riferimento l'evoluzione del rapporto coerente con le previsioni macroeconomiche UPB illustrate nella precedente sezione. 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. 2.7).

Attraverso l'equazione che descrive la dinamica del debito, gli scenari alternativi del rapporto debito/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 termine¹¹.

Date le previsioni macroeconomiche dell'UPB, la distribuzione ottenuta nel caso di *shock* temporanei vede il rapporto debito/PIL programmatico della NADEF collocarsi intorno al quarantesimo percentile: ciò vuol dire che il 60 per cento degli scenari generati prevedrebbero una evoluzione del rapporto debito/PIL su livelli più alti rispetto a quanto prospettato dallo scenario NADEF.

Con l'ipotesi di *shock* permanenti si ottiene una distribuzione leggermente più ampia dei valori del rapporto debito/PIL. In particolare, mentre i valori corrispondenti al nono decile della distribuzione restano simili a quelli ottenuti con *shock* temporanei, tutti i decili inferiori (inclusa la mediana) tendono a spostarsi verso il basso. Di conseguenza, allo scenario di proiezione del rapporto debito/PIL programmatico NADEF viene assegnata una probabilità lievemente più alta della sua realizzazione, risultando relativamente più vicino alla mediana della distribuzione. Ciò è dovuto al 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 (che, allo stato attuale, si colloca su livelli particolarmente bassi).

La figura 2.8 riporta per ciascun anno la probabilità di una riduzione del debito rispetto all'anno precedente (grafico A) e di rispetto della regola del debito con il criterio *backward-looking* (grafico B) sotto ipotesi di *shock* temporanei e permanenti.

Dall'analisi emerge che la probabilità di discesa del rapporto debito/PIL rispetto all'anno precedente assume valori simili lungo tutto l'orizzonte di simulazione sia nel caso di *shock* temporanei che permanenti. Essa si attesta intorno al 45 per cento nel 2017 e cresce negli anni successivi, risultando stabilmente sopra il 90 per cento dal 2019 in poi.

Per quanto riguarda la regola del debito *backward-looking*, i risultati indicano una probabilità intorno al 35 per cento nel 2020, ultimo anno di programmazione della

¹⁰ 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.

¹¹ L'ipotesi di *shock* temporanei prevede variazioni delle variabili che determinano l'evoluzione del rapporto debito/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.

NADEF. Negli anni successivi tale probabilità aumenta in entrambi gli scenari, per posizionarsi comunque al di sotto del 45 per cento in caso di *shock* temporanei e intorno al 50 per cento in caso di *shock* permanenti.

3 Gli obiettivi di finanza pubblica alla luce delle regole di bilancio

3.1 La Relazione al Parlamento e gli obiettivi richiesti di aggiustamento strutturale

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

Ai sensi della L. 243/2012, il Governo sottopone all'autorizzazione parlamentare una Relazione, da approvare a maggioranza assoluta, con cui aggiorna – modificando il piano di rientro eventualmente approvato in precedenza – gli obiettivi programmatici di finanza pubblica, la durata e la misura dello scostamento, le finalità alle quali destinare le risorse disponibili in conseguenza dello scostamento e il relativo nuovo piano di rientro verso l'obiettivo programmatico, da attuare a partire dall'esercizio successivo a quelli per i quali è autorizzato lo scostamento. In precedenza, Relazioni al Parlamento ai sensi della L. 243/2012 sono state presentate dal Governo in occasione del DEF 2014, della NADEF 2014, della NADEF 2015, del DEF 2016 e della NADEF 2016. 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.

Il Governo richiama nella Relazione l'articolo 6, comma 5 della L. 243/2012 che prevede la possibilità di aggiornare il piano di rientro precedentemente approvato qualora, come in questo caso, il Governo intenda apportarvi modifiche, in relazione all'andamento del ciclo economico.

Nella Relazione (e poi nella NADEF) viene proposto un percorso di avvicinamento all'OMT più graduale rispetto a quello delineato nel DEF 2017. Come già illustrato nel capitolo 2, il raggiungimento dell'equilibrio del bilancio è posticipato dal 2019 al 2020, con il sostanziale pareggio sia in termini effettivi, sia strutturali (più precisamente, un indebitamento netto dello 0,2 per cento del PIL). L'aggiustamento strutturale previsto dalla NADEF è pari a 0,3 punti percentuali nel 2018 e 0,4 punti percentuali sia nel 2019 sia nel 2020. Nel DEF 2017 l'aggiustamento previsto era pari a 0,8 punti percentuali nel 2018 e nel 2019 mentre per il 2020 era previsto un peggioramento strutturale dello 0,1.

Il diverso profilo dell'aggiustamento rispetto al DEF 2017 è ritenuto dal Governo opportuno alla luce dei seguenti fattori:

- il ritmo di crescita è ancora al di sotto di quello dei principali partner europei, nonostante le prospettive dell'economia siano migliori rispetto a quanto previsto nel DEF 2017;
- 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 nel settore privato seguono una tendenza positiva, ma sono ancora al di sotto dei livelli pre-crisi, mentre quelli del settore pubblico necessitano di ulteriori risorse per il necessario rilancio.

Nella Relazione si evidenzia inoltre che le risorse rese disponibili dalla proposta di revisione degli obiettivi di indebitamento netto saranno destinate:

- nel 2018, alla sterilizzazione degli aumenti IVA previsti dalla legislazione vigente, in parte già disattivati dalla manovra di aprile (DL 50/2017);
- nel 2019, alla disattivazione di parte degli aumenti IVA previsti a legislazione vigente e per misure di sostegno agli investimenti pubblici e privati, inclusi quelli in capitale umano e ricerca;
- nel 2020 al finanziamento di maggiori investimenti pubblici e di misure di sostegno a investimenti privati e innovazione.

Infine, nella Relazione si fa riferimento all'intenzione della Commissione europea di modificare, almeno nel 2018, il metodo di valutazione per il rispetto delle regole di bilancio.

Infatti, la Commissione ha informato il Consiglio dell'Unione, nella Comunicazione che accompagnava le valutazioni dei Programmi di stabilità 2017 pubblicata il 22 maggio 2017, delle proprie intenzioni di utilizzare nelle sue prossime analisi delle politiche di bilancio il proprio "margine di discrezionalità" nel valutare lo sforzo di aggiustamento strutturale di quei paesi, come l'Italia, il Belgio e la Francia (dal 2018, se quest'anno verrà corretto il deficit eccessivo), che sono chiamati a una significativa correzione dei conti pubblici (0,5 punti percentuali di PIL o più) nell'ambito del braccio preventivo, con effetti significativi sulla crescita e l'occupazione¹².

Tale valutazione dovrebbe essere condotta nell'ambito della valutazione complessiva (*overall assessment*) della Commissione prevista dal Regolamento UE n. 1466/97 sulla parte preventiva del Patto di stabilità e crescita. Secondo la Commissione, la valutazione si tradurrà in un attento esame, costantemente aggiornato, della posizione ciclica di ciascuno Stato membro, al fine di contemperare la necessità di consolidamento fiscale con il sostegno alla ripresa economica. In sostanza, la Commissione intenderebbe utilizzare con più discrezionalità la cosiddetta matrice che modula il percorso verso l'OMT in relazione alle condizioni cicliche dei singoli paesi¹³.

Occorre tuttavia notare che il riferimento esplicito al "margine di discrezionalità" della Commissione è stato successivamente espunto dal testo delle Raccomandazioni

¹² Commissione europea (2017), "2017 European Semester: Country-specific recommendations", COM (2017) 500 final.

¹³ Commissione europea (2015), "Making the best use of the flexibility within the existing rules of the stability and growth pact", COM(2015) 12 final.

approvate dal Consiglio dell'Unione il 16 giugno 2017 per l'Italia, la Francia e il Belgio, pur conservando la sostanza della questione, ossia la necessità di bilanciare le esigenze di consolidamento di bilancio con quelle di sostegno alla crescita.

Le Raccomandazioni, avallate dal Consiglio europeo il 23 giugno 2017, sono state poi formalmente adottate dal Consiglio dell'Unione l'11 luglio 2017.

Con riferimento specifico all'Italia, le Raccomandazioni contengono la richiesta di effettuare un aggiustamento di bilancio nel 2018 "considerevole", sebbene non quantificato, in linea con le regole del braccio preventivo del Patto di stabilità e crescita, "tenendo conto della necessità di rafforzare la ripresa in corso e di assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche"¹⁴. Sulla base della matrice prima ricordata, e considerato l'*output gap* previsto dalla Commissione con la metodologia condivisa a livello europeo, questo corrisponderebbe a uno sforzo di aggiustamento, in termini di indebitamento netto strutturale, pari a 0,6 punti percentuali di PIL.

Tuttavia, in una lettera del 30 maggio scorso al Vice Presidente della Commissione, Dombrovskis, e al Commissario Moscovici¹⁵, il Ministro delle Finanze indica l'intenzione di attuare un aggiustamento strutturale per il 2018 pari a 0,3 punti percentuali di PIL. Ciò consentirebbe di proseguire nella politica di riduzione dell'indebitamento netto nominale e di discesa del rapporto debito/PIL, e al tempo stesso di sostenere l'economia. Di converso, si evidenzia che un'eccessiva restrizione fiscale metterebbe a rischio la ripresa economica e la coesione sociale. Nella risposta¹⁶, la Commissione prende atto della posizione italiana, ribadendo quanto contenuto in una sua nota al Comitato Economico Finanziario (CEF) dell'ECOFIN sul grado di discrezionalità nella valutazione del rispetto delle regole del braccio preventivo¹⁷. Nel valutare la posizione ciclica degli Stati Membri, la Commissione utilizzerà non solo la stima dell'*output gap*, ma anche altri indicatori di debolezza dell'economia. Le conclusioni non si baseranno su un singolo indicatore, né saranno formulate in modo meccanico.

Tra gli altri indicatori che eventualmente verranno considerati vi sono il grado di utilizzo della capacità produttiva e della forza lavoro, il tasso di disoccupazione di breve e di lungo periodo, l'inflazione, la crescita dei salari e i prezzi delle attività finanziarie. Anche la NADEF 2017 menziona l'intenzione della Commissione di utilizzare un set di indicatori per valutare la posizione ciclica degli Stati membri nel 2018.

¹⁴ Consiglio dell'Unione (2017), "Council Recommendation on the 2017 National Reform Programme of Italy and delivering a Council opinion on the 2017 Stability Programme of Italy", 9300/17.

¹⁵ La lettera è pubblicata sul sito del MEF.

http://www.mef.gov.it/inevidenza/documenti/Dombrovskis_30052017.pdf.

¹⁶ La lettera, del 12 luglio 2017, è pubblicata sul sito del MEF.

http://www.mef.gov.it/inevidenza/documenti/20170712_Letter_to_Minister_Padoan_signed_by_VP_Dombrovskis_and_Com_Moscovici.pdf

¹⁷ Commissione europea (2017), "The Commission's degree of discretion in assessing compliance with the preventive arm of the SGP" del 28 giugno 2017.

D'altra parte, per i paesi ad alto debito, la Commissione valuterà i progressi verso una posizione di bilancio che assicuri il rispetto del criterio di riduzione del debito, tenendo in considerazione la vulnerabilità a breve termine sui mercati e la sostenibilità di medio termine del debito.

La vulnerabilità di breve termine sarà valutata sulla base delle esigenze di rifinanziamento del debito a breve termine, mentre la sostenibilità di medio periodo sarà analizzata sulla base del cosiddetto indicatore S1 che tiene conto delle previsioni economiche e demografiche di medio-lungo periodo e, in particolare, dell'evoluzione delle spese legate all'invecchiamento della popolazione.

In esito a questa valutazione qualitativa, applicata in modo coerente a tutti gli Stati, in alcuni casi la Commissione potrà considerare adeguato un aggiustamento inferiore a quanto richiesto dalla matrice. D'altra parte, per gli Stati membri che non rispettano la regola numerica del debito, la mancata realizzazione di un "aggiustamento significativo" costituirà un fattore rilevante (aggravante) per l'apertura di una procedura per disavanzo eccessivo.

3.2 *Le regole di bilancio*

3.2.1 *La regola sul saldo strutturale*

Come illustrato nel capitolo 2, lo scenario programmatico della NADEF 2017 si allontana da quello delineato nel DEF 2017 di aprile per il rallentamento del percorso di avvicinamento verso l'OMT, soprattutto nel 2018, e il conseguente posticipo dal 2019 al 2020 del sostanziale raggiungimento del pareggio di bilancio (con un disavanzo strutturale di 0,2 punti percentuali nel 2020).

La valutazione del rispetto delle regole di bilancio in autunno si articola nell'analisi *in-year* relativa al 2017 e nell'analisi *ex ante* relativa al 2018 e al biennio successivo. La valutazione da parte della Commissione europea si baserà sul *Draft Budgetary Plan 2018* che sarà presentato dall'Italia entro metà ottobre. Si ricorda che l'analisi *ex post* per il 2016 si è conclusa con le valutazioni del Programma di stabilità da parte delle Istituzioni della UE nel corso del primo semestre di quest'anno.

L'analisi dello scenario programmatico della NADEF rispetto alla regola sul saldo strutturale porta a concludere che già nel 2017 il sentiero di aggiustamento presenta un forte rischio di deviazione significativa. Per il 2018, la valutazione è meno sfavorevole solo nell'ipotesi di un aggiustamento richiesto pari a 0,3 punti percentuali, quindi dimezzato rispetto a quanto previsto dalla matrice; tuttavia, anche con questa ipotesi vi è un forte rischio di deviazione significativa dal rispetto della regola in termini biennali.

In primo luogo, è da notare che nella NADEF il Governo ha rideterminato per il 2016 sia l'aggiustamento richiesto del saldo strutturale sia quello realizzato e quindi anche la

deviazione tra i due. Tale variazione ha un impatto, seppure di piccola entità, anche sulla deviazione in termini biennali per il 2017.

Secondo le stime contenute nella NADEF, nel 2016 l'aggiustamento strutturale è stato negativo – evidenziando quindi un allontanamento dall'OMT – pari a -0,8 punti percentuali di PIL (invece di -0,7 dichiarato nel DEF). L'aggiustamento richiesto *ex ante* dalle regole, in base alla matrice che considera la congiuntura economica¹⁸, viene determinato nella NADEF pari a 0,25 punti percentuali di PIL (-0,58 con incluse le clausole di flessibilità e gli eventi eccezionali), invece dello 0,5 indicato dalla Commissione europea nella valutazione del Programma di stabilità (-0,33 con incluse le clausole di flessibilità e gli eventi eccezionali). Ciò è dovuto a una stima più ampia dell'*output gap* da parte del MEF rispetto alla Commissione (si veda il paragrafo 1.4.3), comportando una riclassificazione della congiuntura economica da “sfavorevole” a “molto sfavorevole”. Ciò si traduce, secondo la NADEF, in una deviazione annuale dall'aggiustamento richiesto per il 2016 pari a -0,2 punti percentuali, in confronto alla deviazione calcolata dalla Commissione europea nella valutazione del Programma di stabilità pari a -0,4.

Per quanto riguarda il 2017 e 2018, le tabelle 3.1 e 3.2 presentano alcuni scenari possibili per la valutazione del rispetto della regola sul saldo strutturale, illustrando il rischio di deviazioni dell'aggiustamento strutturale realizzato da quello richiesto (su base annuale e biennale) dalle regole di bilancio.

Per il 2017, in termini annuali la NADEF mostra un peggioramento del saldo strutturale pari a circa 0,4 punti percentuali. Il miglioramento richiesto dalla matrice, secondo le stime del ciclo economico (“normale”) nello *Spring Forecast 2017* della Commissione, è pari a 0,6 punti percentuali, ridotto a circa 0,26 punti percentuali per le clausole di flessibilità (si veda l'Allegato 3.1). Ciò porterebbe a un rischio di deviazione di -0,6 punti percentuali, considerata significativa (tabella 3.1, pannello in alto). Nella NADEF invece viene rivista la stima dell'*output gap* per il 2017 (si veda il paragrafo 1.4.3), riclassificando di conseguenza la congiuntura economica da “normale” a “sfavorevole” e facendo quindi scendere la correzione richiesta da matrice a 0,5 punti percentuali di PIL, ridotta a 0,16 punti percentuali per clausole di flessibilità. Ciò comporta un rischio di deviazione minore, pari a 0,5 punti percentuali di PIL invece di 0,6, comunque al limite della significatività (tab. 3.1, pannello in basso).

È importante infine notare che in tutti gli scenari considerati nella tabella 3.1 la regola sul saldo strutturale presenta sempre il rischio di deviazione significativa nel 2017 in termini biennali.

Per il 2018 la NADEF traccia un sentiero per il saldo strutturale sostanzialmente diverso da quello del DEF. Nel DEF l'aggiustamento programmato era pari a 0,8 punti percentuali di PIL, mentre quello richiesto era di 0,6 punti. Nella NADEF, invece, l'aggiustamento programmato è di 0,3 punti percentuali di PIL, come dichiarato dal Ministro dell'Economia e delle finanze nello scambio di lettere con la Commissione europea nella primavera scorsa (si veda paragrafo il 3.1). Nel caso in cui venisse accettato dalla

¹⁸ Si veda *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact – 2017 Edition*, pagg. 37-39, disponibile sulla pagina web https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/vade-mecum-stability-and-growth-pact-2017-edition_en.

Commissione un aggiustamento di 0,3 punti percentuali di PIL per il 2018 (quindi un “dimezzamento” della matrice), allora non vi sarebbe alcun rischio di deviazione in termini annuali e la regola del saldo strutturale verrebbe rispettata (tab. 3.2, pannello a destra). In termini biennali, sempre se venisse accettato l’aggiustamento di 0,3 punti percentuali richiesto dall’Italia, il rischio di deviazione sarebbe al limite della significatività nel caso in cui l’aggiustamento richiesto nel 2017 fosse pari a 0,16 punti percentuali come ipotizzato nella NADEF (tab. 3.2, pannello in basso a destra). In caso di aggiustamento richiesto pari a 0,26 punti percentuali nel 2017 coerente con lo *Spring Forecast 2017* della Commissione, il rischio di deviazione in termini biennali nel 2018 aumenterebbe e potrebbe essere significativo (tab. 3.2, pannello in alto a destra).

Nel caso in cui l’aggiustamento richiesto rimanesse pari a 0,6 punti percentuali come previsto dalla matrice, vi sarebbe un rischio di deviazione pari a 0,3 per cento di PIL in termini annuali, considerata non significativa (tab. 3.2, pannello a sinistra). In termini biennali, vi sarebbe ancora il rischio di deviazione significativa.

Per quanto riguarda il biennio 2019-2020, lo scenario programmatico contenuto nella NADEF mostra un aggiustamento strutturale di 0,4 punti percentuali in ciascun anno. Essendo la richiesta di aggiustamento da matrice pari a 0,6 punti percentuali per ogni anno, si avrebbe un rischio di deviazione annuale di -0,2 punti percentuali in ambedue gli anni, ovvero non significativa. In termini biennali, vi è il rischio di una deviazione al limite della significatività nel 2019 e di una non significativa l’anno successivo.

3.2.2 La regola sulla spesa

Per quanto riguarda la regola sulla spesa, si segnala in primo luogo che la NADEF riporta solamente il tasso di crescita nominale dell’aggregato di spesa netta e il rispettivo *benchmark* rispetto al quale va confrontato per gli anni dal 2015 al 2018. Mancano tuttavia i dati di dettaglio necessari al loro calcolo, tra cui le misure discrezionali di entrata, la spesa cofinanziata dalla UE e la spesa per sussidi di disoccupazione. La valutazione qui condotta sul rispetto della regola sulla spesa è quindi parziale e soggetta a ulteriori verifiche se le informazioni di dettaglio, che sono state richieste al Ministero dell’Economia e delle finanze, si dovessero rendere disponibili.

Si noti inoltre che mentre il DEF riportava i valori dell’aggregato di spesa e del *benchmark* in termini reali, la NADEF riporta gli stessi in termini nominali; infatti dal 2018 la Commissione valuterà la regola della spesa su base nominale piuttosto che reale, come invece viene valutata fino al 2017¹⁹.

¹⁹ 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.

Con le poche informazioni disponibili nella NADEF si può concludere che la valutazione della regola sulla spesa, oltre a quella della regola sul saldo strutturale, segnala un forte rischio di deviazione significativa dal sentiero di avvicinamento verso l'OMT nel 2017. Nel 2018, la NADEF mostra il rispetto della regola in termini annuali ma si conferma il rischio di deviazione significativa in termini biennali.

Considerate le deviazioni sia dalla regola sul saldo strutturale sia da quella sulla spesa, è previsto che la Commissione conduca una valutazione complessiva per stabilire se sia stata rispettata la parte preventiva del Patto di stabilità e crescita. Come descritto nel paragrafo 3.1, per il 2018 la Commissione intende esercitare il suo "margine di apprezzamento" nell'ambito di questa valutazione. Il risultato di tale valutazione complessiva dovrebbe avere anche un impatto sull'analisi che la Commissione condurrà come conseguenza del mancato rispetto della regola numerica sul debito nel 2016 (cfr. par. 3.2.3). Infatti, nelle analisi condotte in passato il rispetto *ex ante* della parte preventiva del Patto è stato considerato come uno dei principali fattori rilevanti per evitare l'apertura di una procedura per disavanzo eccessivo.

Più in dettaglio, come nel DEF, per il 2016 la NADEF conferma una crescita dell'aggregato di spesa (2,5 per cento in termini nominali) minore del *benchmark* (2,6 per cento), seppur di poco, confermando che la regola della spesa viene rispettata. Inoltre, le deviazioni nella NADEF corrispondono alle deviazioni cristallizzate nello *Spring Forecast 2017* della Commissione (0,1 per cento di PIL).

Per il 2017, mentre il DEF delineava una variazione programmata dell'aggregato di spesa (-0,2 per cento in termini reali) superiore al *benchmark* (-0,7 per cento), indicando il rischio di una deviazione non significativa, la NADEF stima una crescita dell'aggregato di spesa molto superiore (2,3 per cento in termini nominali) al *benchmark* (0,6 per cento) e un rischio di deviazione pari a -0,7 punti di PIL e quindi significativa. Anche in termini biennali per il 2017 si prospetta il rischio di una deviazione significativa (-0,3 punti).

Infine, per il 2018 la NADEF prospetta un tasso di variazione nominale dell'aggregato di spesa negativo, pari a -0,3 per cento di PIL, di poco maggiore del *benchmark*, pari a -0,2 per cento, indicando un sostanziale rispetto della regola. Tuttavia, in termini biennali la NADEF indica una deviazione significativa (-0,3) anche per il 2018.

3.2.3 La regola di riduzione del debito

L'andamento del rapporto programmatico debito/PIL descritto nella NADEF mostra, dopo il lieve aumento nel 2016 (al 132 per cento di PIL dal 131,5 del 2015), una graduale riduzione nel 2017 (al 131,6 per cento) e nel 2018 (al 130 per cento), per poi scendere più rapidamente (al 127,1 per cento nel 2019 e al 123,9 nel 2020). 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 2020, né con quello *forward looking* fino al 2018, né con il criterio di correzione per il ciclo (fig. 3.1).

Tuttavia, mentre nel DEF si prospettava per il 2020 uno scarto tra il rapporto debito/PIL realizzato e il *benchmark* di 2 punti percentuali, nella NADEF questo scarto si è ridotto a 1,1 punti percentuali.

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 2020 implicherebbe il suo rispetto nel 2018 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 2019-2020 perché necessiterebbe di proiezioni del rapporto debito/PIL per il biennio 2021-22.

Si rammenta infine che nel febbraio scorso la Commissione ha redatto un rapporto ex articolo 126(3) del Trattato, in considerazione del mancato rispetto della regola numerica sul debito nel 2015. La Commissione ha richiesto la realizzazione di misure strutturali addizionali nel 2017, pari ad almeno 0,2 punti percentuali di PIL: poiché le misure sono state effettivamente adottate dal Governo nell'aprile scorso, il Consiglio dell'Unione nel luglio scorso, nell'ambito delle Raccomandazioni all'Italia, ha affermato che non erano necessarie ulteriori misure allo stato dei fatti, e che il rispetto del criterio del debito sarà di nuovo verificato dalla Commissione in autunno, sulla base della notifica dei dati 2016, e delle previsioni autunnali della Commissione, le quali terranno conto sia dell'andamento della finanza pubblica nel 2017, sia della programmazione di bilancio per il 2018.

Tab. 1.1 – Le ipotesi internazionali nella NADEF e nel DEF

	2017		2018		2019		2020	
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF
Commercio mondiale, variazioni percentuali	3,4	4,7	3,5	3,9	3,9	4,0	3,7	3,7
Mercati esteri rilevanti per l'Italia, variazioni percentuali	4,1	5,5	3,5	4,2	3,7	4,0	3,7	3,8
Prezzo in \$ del petrolio	54,4	51,4	53,8	52,2	53,4	52,8	53,6	53,6
variazioni percentuali	10,9	17,8	-1,0	1,6	-0,8	1,2	0,5	1,5
Tasso di cambio \$/€	1,060	1,132	1,060	1,186	1,060	1,186	1,060	1,186
variazioni percentuali	-4,2	2,3	0,0	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Prezzo del petrolio in €	51,3	45,4	50,8	44,0	50,3	44,5	50,6	45,2
variazioni percentuali	15,7	15,1	-1,0	-3,1	-0,8	1,2	0,5	1,5
Tassi di interesse a breve termine	-0,15	-0,37	0,46	-0,04	1,16	0,54	1,84	1,18
Tassi di interesse a lungo termine	2,28	2,21	2,98	2,49	3,33	2,88	3,63	3,22

Fonte: DEF 2017 e NADEF 2017.

Tab. 1.2 – Le stime Istat sulla variazione congiunturale del PIL

	IV-16	I-17	II-17
Date release conti trimestrali ⁽¹⁾			
03-mar	0,2
16-mag	0,2	0,2	..
01-giu	0,3	0,4	..
16-ago	0,4	0,4	..
01-set	0,4	0,4	0,4

(1) 16 maggio e 16 agosto, stime preliminari.

Tab. 1.3 – Le principali variabili del quadro tendenziale nel DEF e nella NADEF

	2017		2018		2019		2020	
	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF	DEF	NADEF
PIL	1,1	1,5	1,0	1,2	1,1	1,2	1,1	1,3
Contributi alla crescita del PIL								
esportazioni nette	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,2
scorte	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
domanda nazionale al netto delle scorte	1,3	1,5	0,8	1,1	1,1	1,1	1,3	1,4
Deflatore PIL	1,1	0,6	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
PIL nominale	2,2	2,1	2,9	3,0	2,9	3,0	2,8	3,0

Fonte: DEF 2017 e NADEF 2017.

Tab. 1.4 – Il quadro tendenziale e programmatico nella NADEF

	2017		2018		2019		2020	
	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.	Tend.	Prog.
PIL	1,5	1,5	1,2	1,5	1,2	1,5	1,3	1,3
Contributi alla crescita del PIL								
esportazioni nette	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,2
scorte	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
domanda nazionale al netto delle scorte	1,5	1,5	1,1	1,5	1,1	1,4	1,4	1,1
Deflatore PIL	0,6	0,6	1,8	1,6	1,8	1,9	1,7	2,1
PIL nominale	2,1	2,1	3,0	3,1	3,0	3,4	3,0	3,4

Fonte: NADEF 2017.

Tab. 1.5 – Effetti di una flessione del 10 per cento delle quotazioni azionarie medie mondiali
(differenze in punti percentuali rispetto allo scenario di base)

	2018	2019	2020
Esogene internazionali			
PIL reale mondo	-0,13	-0,23	0,03
Commercio mondiale	-0,25	-0,41	0,22
Prezzo del petrolio	-0,23	-2,23	0,19
Tasso di cambio effettivo nominale	0,00	-0,05	0,01
Italia			
PIL reale	-0,11	-0,18	-0,03
Deflatore del PIL	-0,01	-0,09	-0,24
PIL nominale	-0,12	-0,27	-0,27

Tab. 2.1 – Indicatori di finanza pubblica: confronto tra DEF 2017 e NADEF 2017 (1)
(in percentuale del PIL. Segno + = miglioramento del saldo)

	DEF 2017					NADEF 2017				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
Indebitamento netto tendenziale (a)	-2,4	-2,3	-1,3	-0,6	-0,5	-2,5	-2,1	-1,0	-0,3	-0,1
<i>Variazione (a')</i>	0,3	0,1	1,0	0,7	0,1	0,4	1,1	0,7	0,2	
Misure <i>una tantum</i> tendenziali	0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	0,4	0,0	-0,1	-0,1
Interventi (b)			0,1	0,4	0,5			-0,6	-0,6	-0,1
<i>Disattivazione clausole di salvaguardia attive post DL50/2017 (b')</i>			-0,9	-1,0	-1,0			-0,9	-1,0	-1,0
<i>Interventi correttivi netti (b'')</i>			1,0	1,4	1,5			0,3	0,4	0,9
Indebitamento netto programmatico (c=a+b)	-2,4	-2,1	-1,2	-0,2	0,0	-2,5	-2,1	-1,6	-0,9	-0,2
<i>Variazione (c')</i>	0,3	0,3	0,9	1,0	0,2	0,4	0,5	0,7	0,7	
Componente ciclica del saldo di bilancio programmatico (d)	-1,5	-1,0	-0,6	-0,3	0,0	-1,8	-1,2	-0,7	-0,2	0,1
Indebitamento netto programmatico corretto per il ciclo (e=c-d)	-0,9	-1,1	-0,6	0,1	0,0	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	-0,3
Misure <i>una tantum</i> programmatiche (f)	0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	0,4	0,0	-0,1	-0,1
Saldo di bilancio programmatico strutturale (g=e-f)	-1,2	-1,5	-0,7	0,1	0,0	-0,9	-1,3	-1,0	-0,6	-0,2
<i>Variazione (g')</i>	-0,7	-0,3	0,8	0,8	-0,1	-0,8	-0,4	0,3	0,4	0,4

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2017 e della NADEF 2017.

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

Tab. 2.2 – Determinanti della variazione del rapporto tra il debito e il PIL (1)
(in percentuale del PIL e tassi di variazione)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rapporto debito/PIL	131,5	132,0	131,6	130,0	127,1	123,9
Variazione rapporto debito/PIL	-0,3	0,5	-0,4	-1,6	-2,9	-3,2
Avanzo primario (competenza economica)	-1,5	-1,5	-1,7	-2,0	-2,6	-3,3
Effetto snow-ball⁽²⁾, di cui:	1,7	1,7	1,1	-0,4	-0,8	-0,7
<i>spesa per interessi/PIL nominale</i>	4,1	4,0	3,8	3,6	3,5	3,5
<i>contributo crescita PIL nominale</i>	-2,4	-2,2	-2,8	-4,0	-4,3	-4,2
<i>p.m. : costo medio del debito</i>	3,2	3,1	3,0	2,8	2,8	2,9
Aggiustamento stock-flussi	-0,5	0,2	0,2	0,8	0,4	0,7

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2017.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) L'effetto *snow-ball* è calcolato come somma della spesa per interessi sul 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 – Deviazioni e rispetto della regola di aggiustamento del saldo strutturale per il 2017
(in percentuale del PIL potenziale)

		Deviazioni e rispetto regola aggiustamento saldo strutturale 2017 (1)	
		Aggiustamento realizzato 2016 cristallizzato - Commissione Spring 2017 (-0,7)	Aggiustamento realizzato 2016 ricalcolato - NADEF 2017 (-0,8)
Aggiustamento richiesto 2016 e 2017 - Commissione Spring 2017 (-0,33 nel 2016 e 0,26 nel 2017)	Annuale	-0,6	-0,6
	Biennale	-0,52	-0,55
Aggiustamento richiesto 2016 e 2017 - NADEF 2017 (-0,58 nel 2016 e 0,16 nel 2017) (2)	Annuale	-0,5	-0,5
	Biennale	-0,35	-0,37

Rispetto della regola
 Deviazione non significativa
 Deviazione al limite della significatività
 Deviazione significativa

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2017 e *Spring Forecast 2017* della Commissione europea.

(1) 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. – (2) Nel caso della deviazione cristallizzata al 2016 (quadrante in basso a sinistra), sia l'aggiustamento richiesto sia quello realizzato nel 2016 sono quelli stimati dalla Commissione *Spring 2017*.

Tab. 3.2 – Deviazioni e rispetto della regola di aggiustamento del saldo strutturale per il 2018
(in percentuale del PIL potenziale)

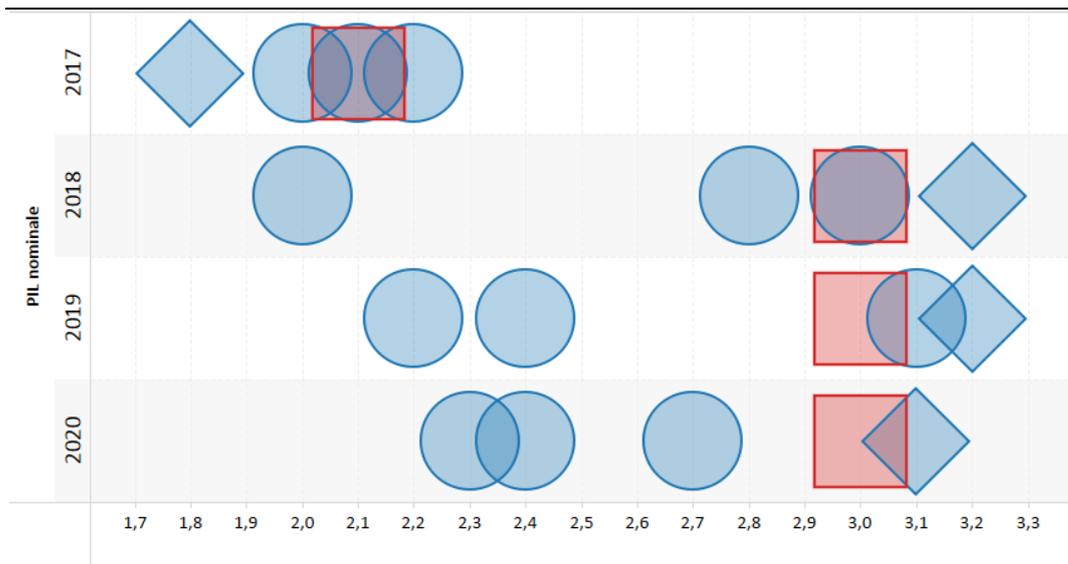
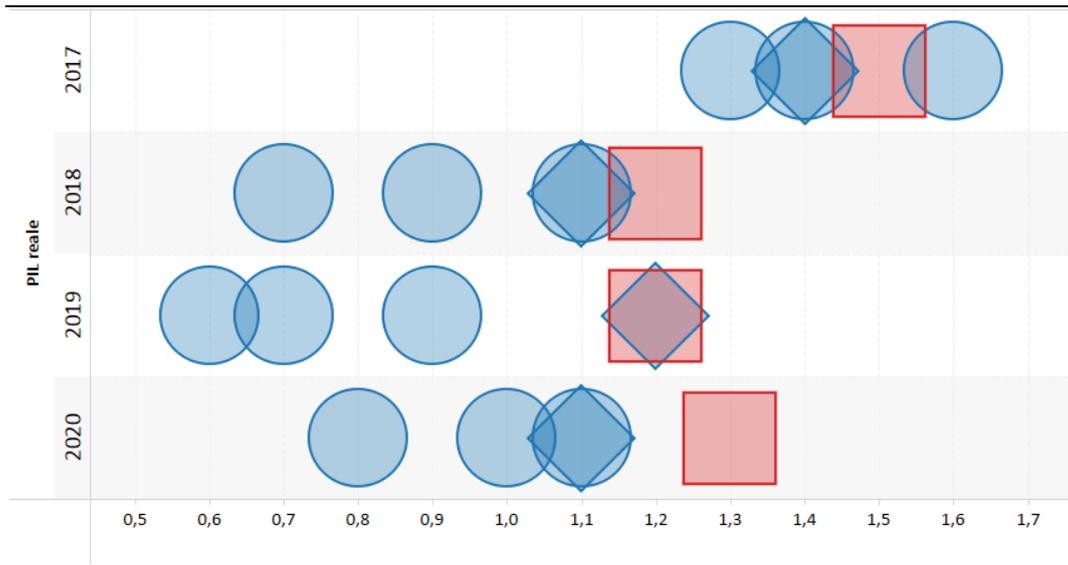
		Deviazioni e rispetto regola aggiustamento saldo strutturale 2018 (1)	
		Aggiustamento richiesto 2018 - Commissione Spring 2017 (0,6)	Aggiustamento richiesto 2018 - Lettera Ministro Economia (0,3)
Aggiustamento richiesto 2017 - Commissione Spring 2017 (0,26)	Annuale	-0,3	0,0
	Biennale	-0,48	-0,33
Aggiustamento richiesto 2017 - NADEF 2017 (0,16)	Annuale	-0,3	0,0
	Biennale	-0,43	-0,28

Rispetto della regola
 Deviazione non significativa
 Deviazione al limite della significatività
 Deviazione significativa

Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2017 e *Spring Forecast 2017* della Commissione europea.

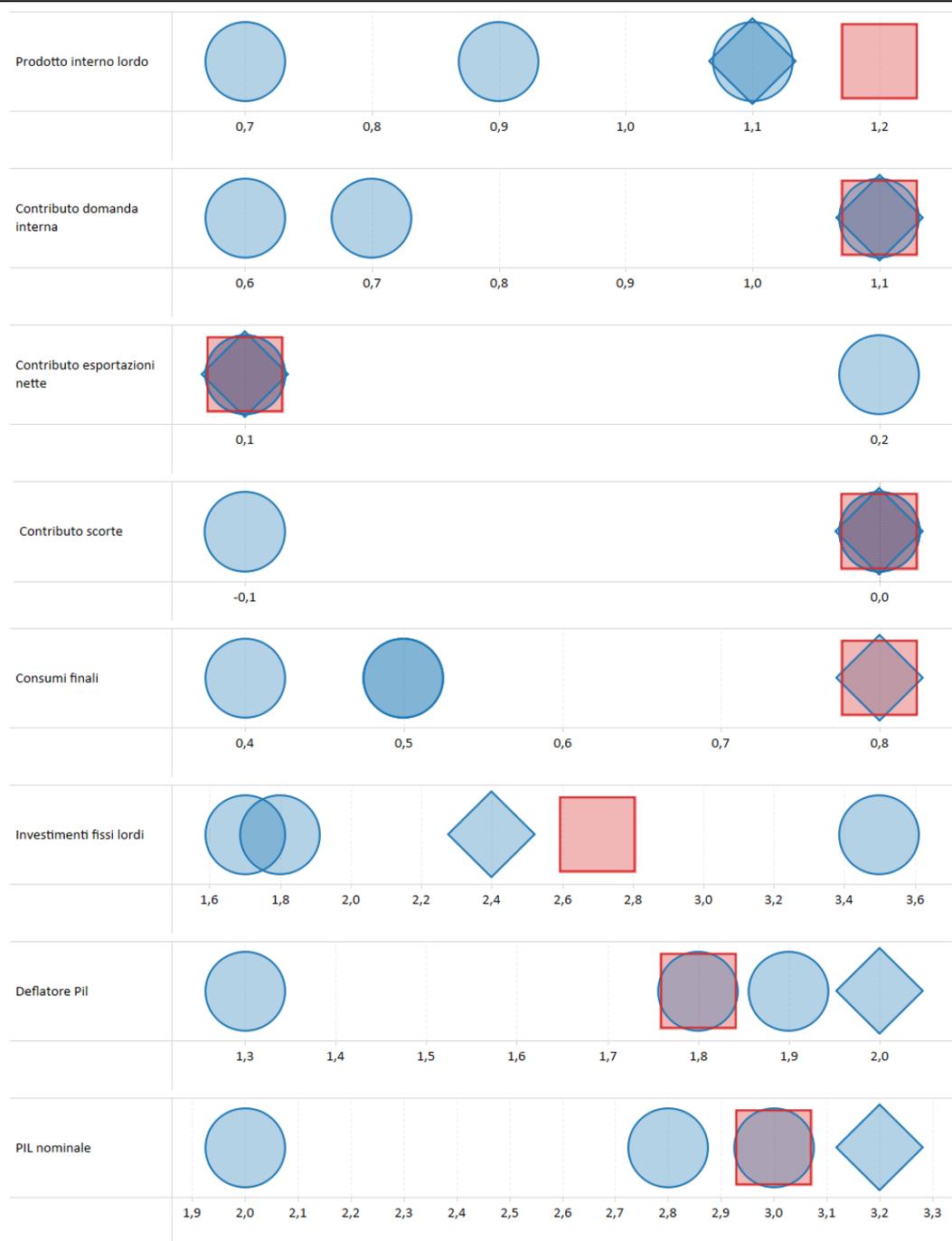
(1) Se la deviazione dell'aggiustamento strutturale realizzato da quello richiesto è nulla o positiva, allora la regola è rispettata. Se la deviazione annuale è negativa e compresa tra 0 e -0,5 (0 e -0,25 per la deviazione biennale), allora vi è una deviazione non significativa. Se la deviazione annuale è negativa e minore di -0,5 (-0,25 per la deviazione biennale), allora vi è una deviazione significativa.

Fig. 1.1 – Previsioni sul quadro macroeconomico tendenziale



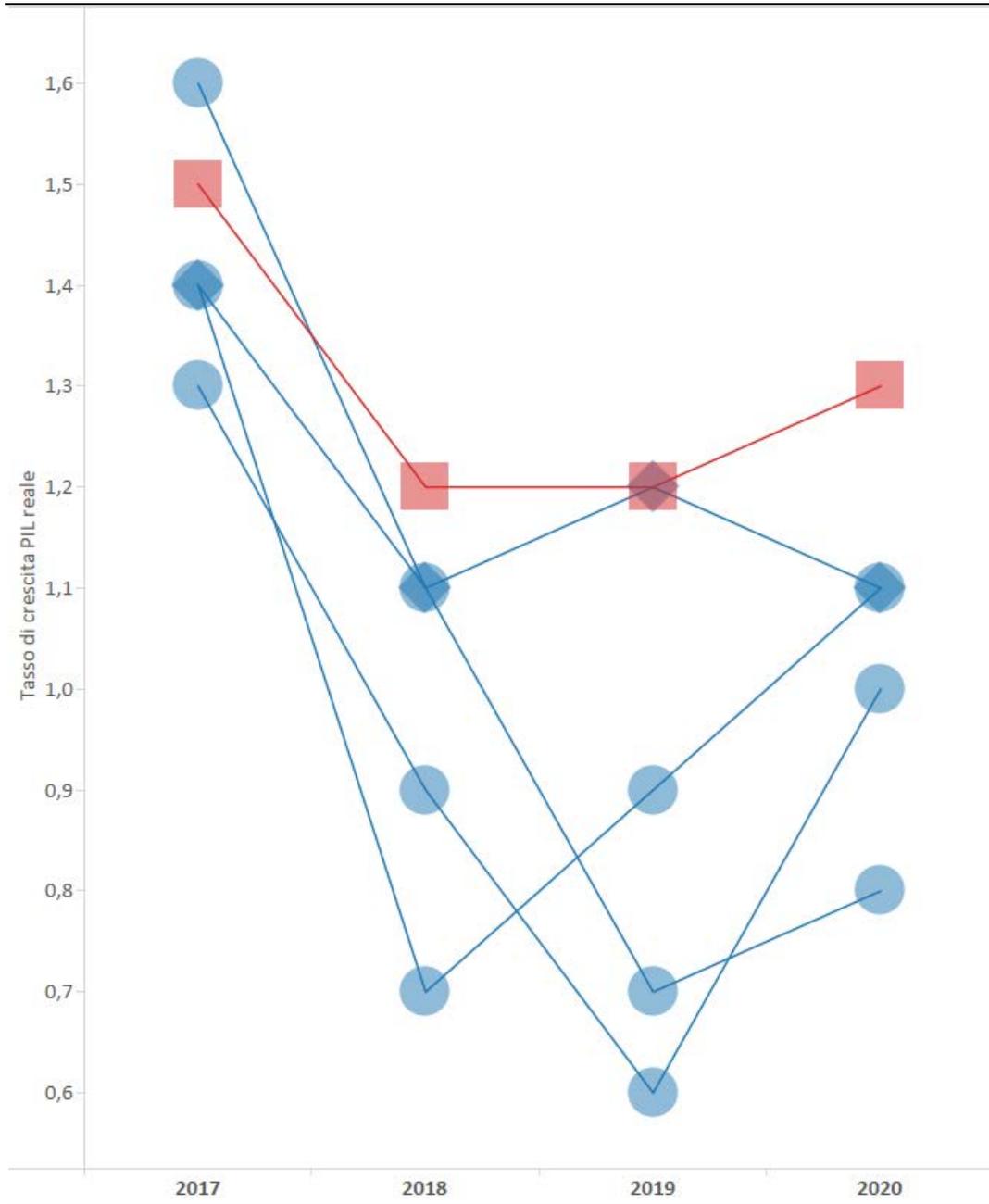
■ Stime Governo
 ● Panel UPB
 ◆ Stime UPB

Fig. 1.1 – (segue) Previsioni sul quadro macroeconomico tendenziale – Anno 2018



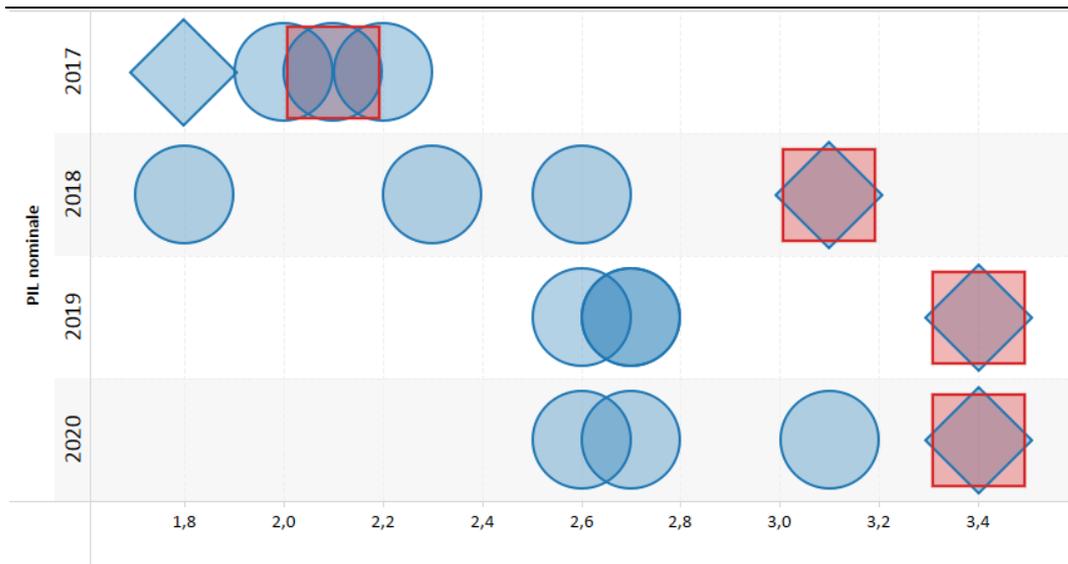
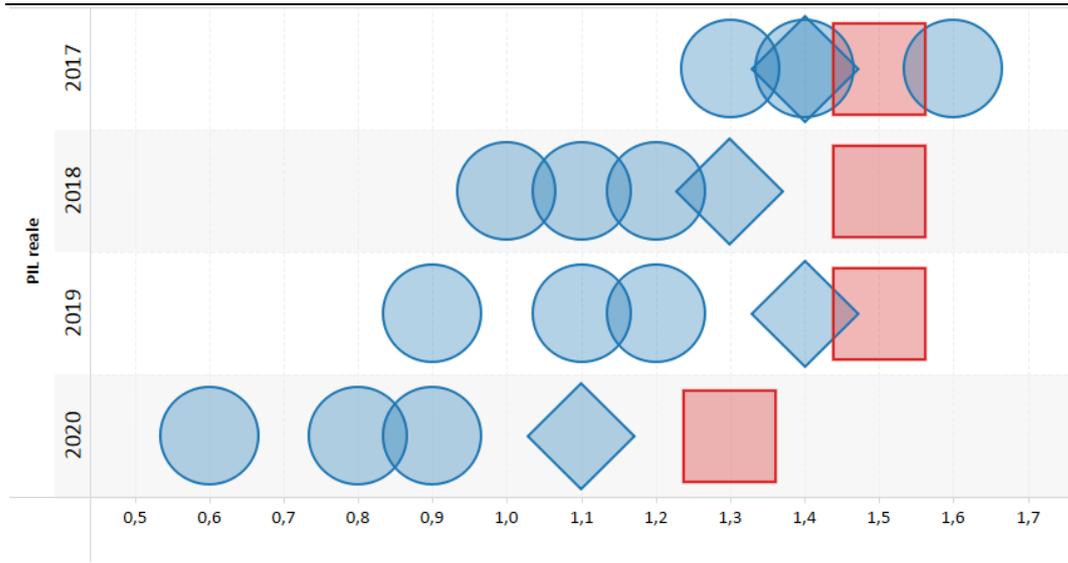
■ Stime Governo
 ● Panel UPB
 ◆ Stime UPB

Fig. 1.1 – (segue) Previsioni sul PIL tendenziale



■ Stime Governo ● Panel UPB ◆ Stime UPB

Fig. 1.2 – Previsioni sul quadro macroeconomico programmatico



■ Stime Governo
 ● *Panel UPB*
 ◆ Stime UPB

Fig. 1.2 – (segue) Previsioni sul quadro macroeconomico programmatico – Anno 2018



 Stime Governo
  Panel UPB
  Stime UPB

Fig. 1.2 – (segue) Previsioni sul PIL programmatico

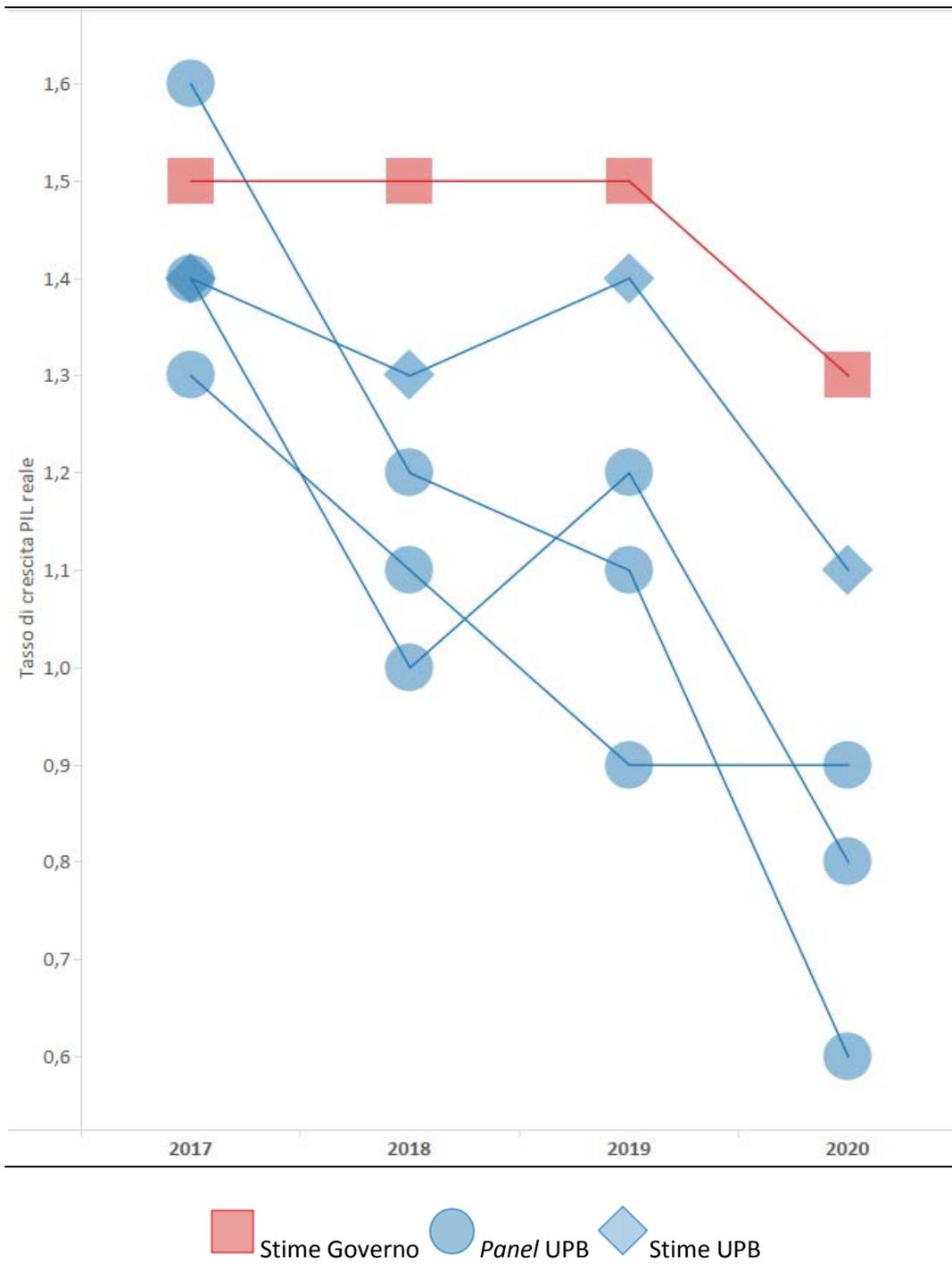
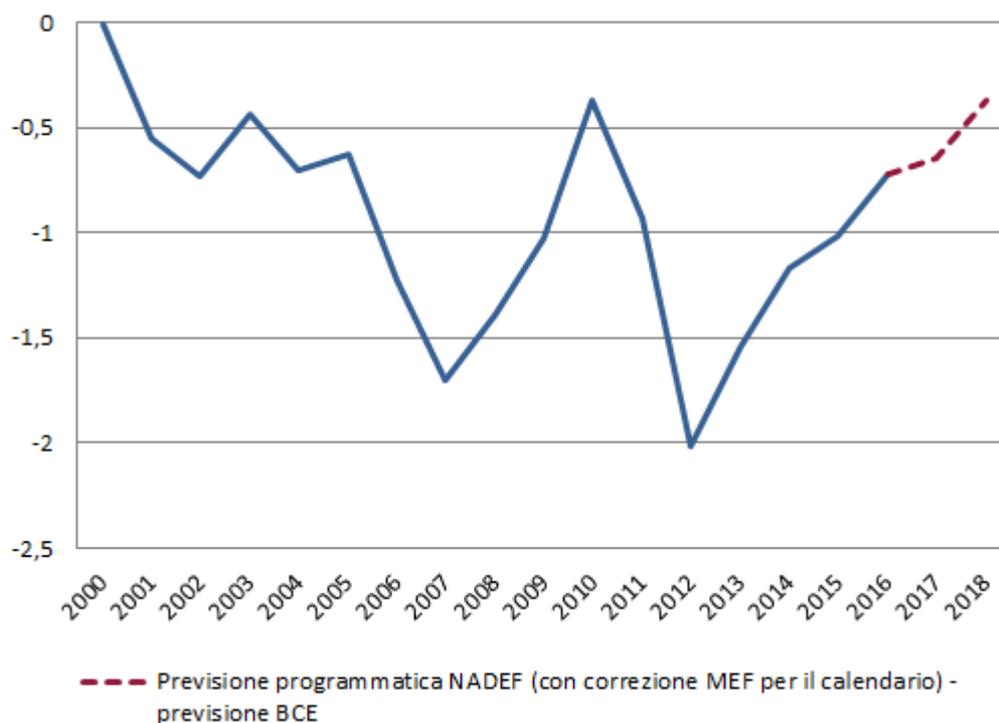


Fig. 1.3 – Differenze tra tassi di crescita dell'Italia e dell'area dell'euro
(differenze in punti percentuali, dati corretti per il calendario)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, BCE e MEF.

Fig. 1.4 – Previsioni sull'effetto della manovra di finanza pubblica sul PIL reale 2018-2020

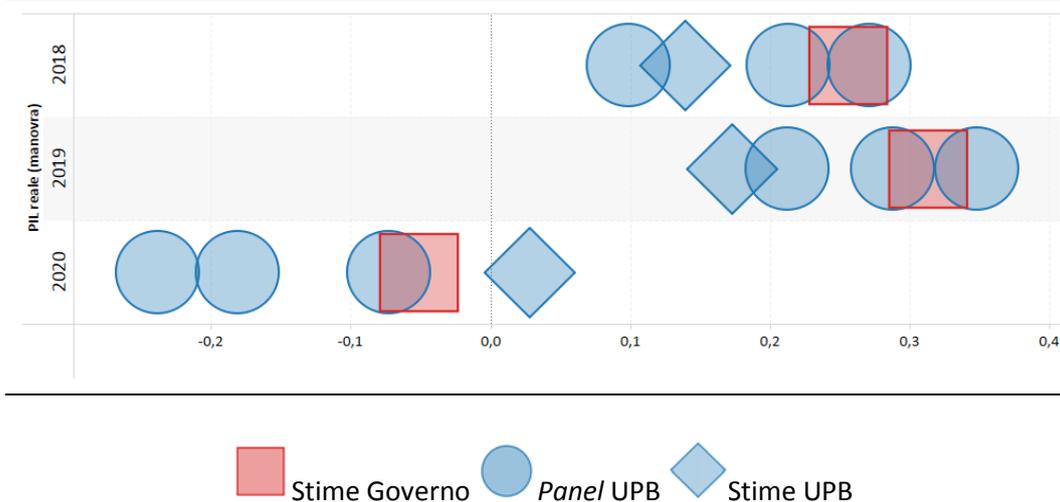
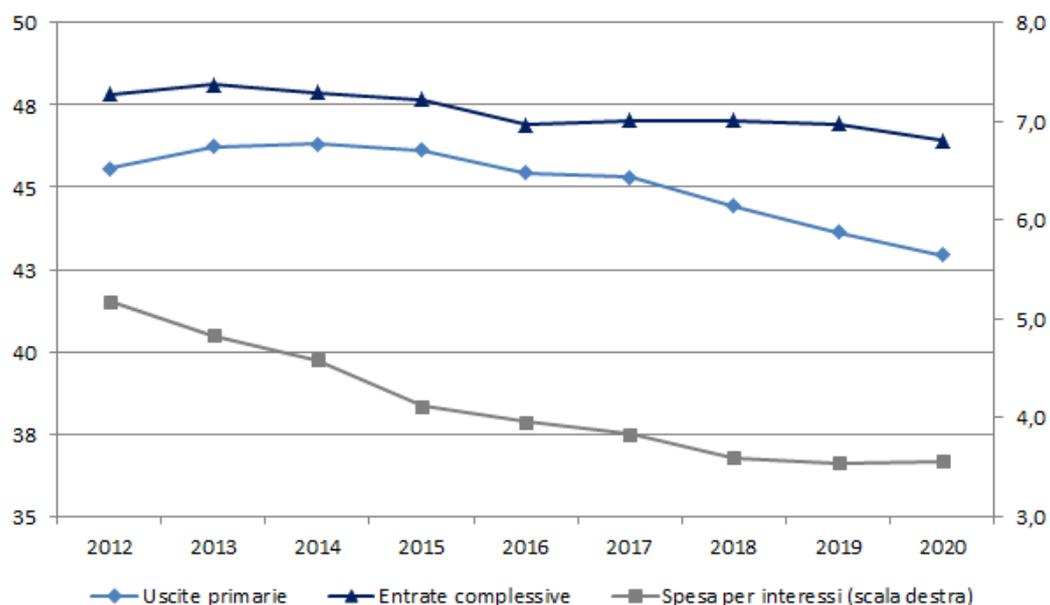


Fig. 1.5 – Indice azionario e *price/earning ratio* a livello mondiale



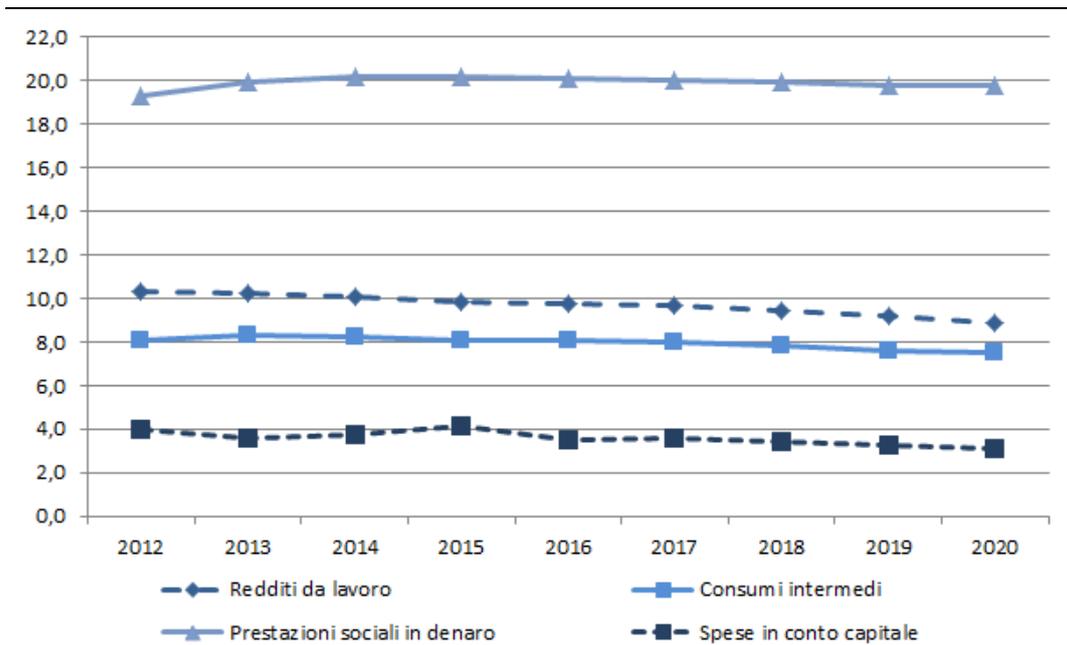
Fonte: Thomson Reuters.

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



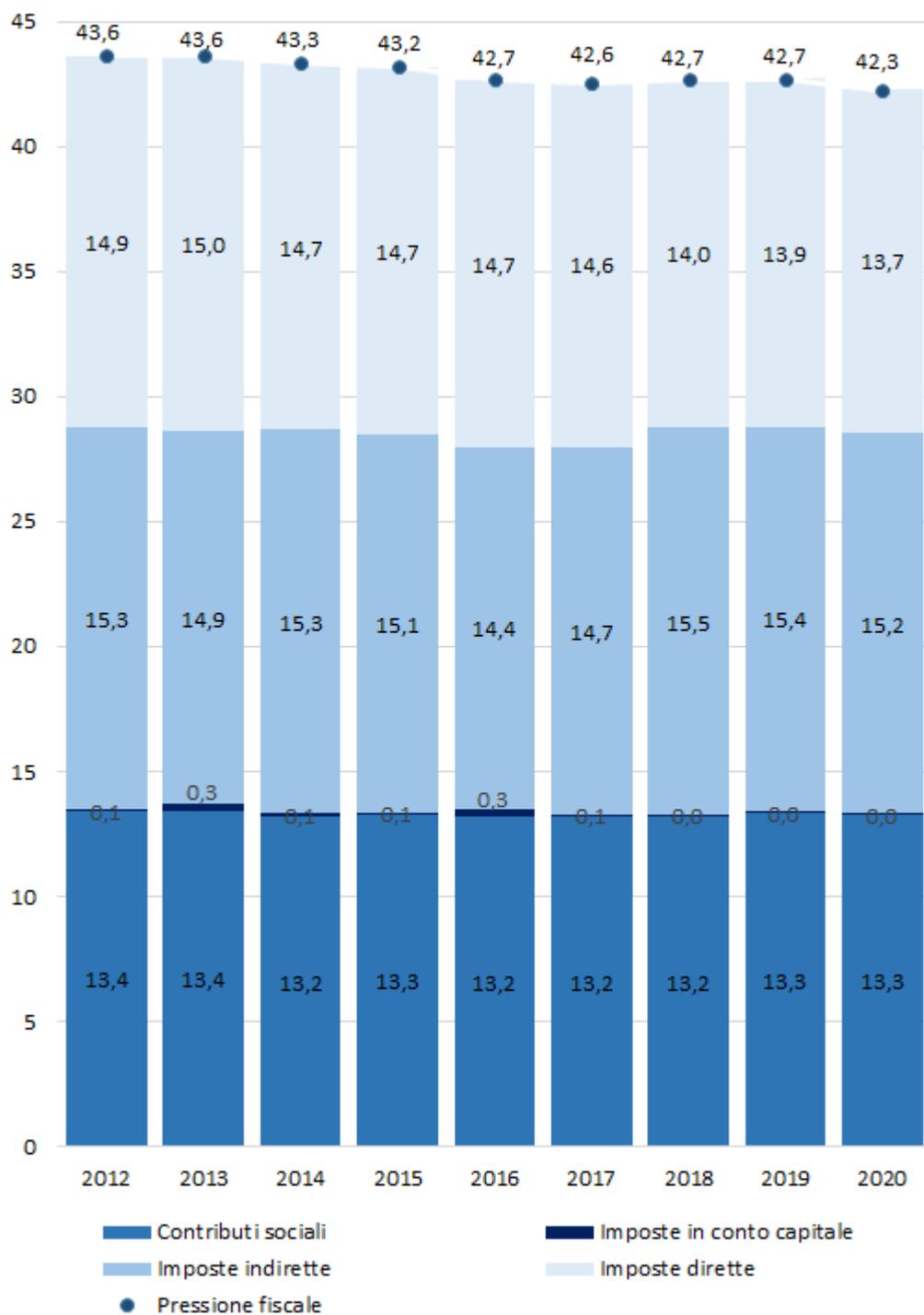
Fonte: Istat e NADEF 2017.

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



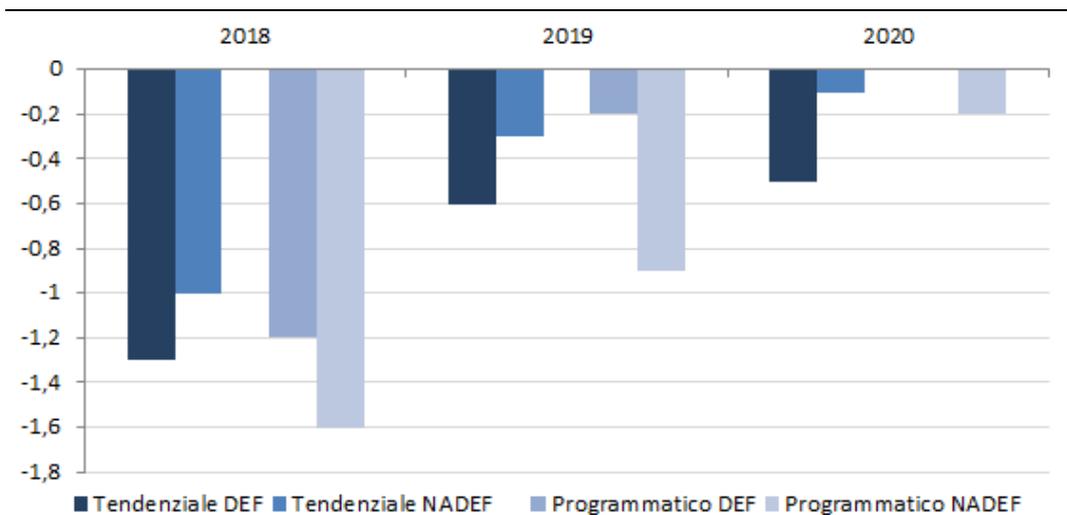
Fonte: Istat e NADEF 2017.

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



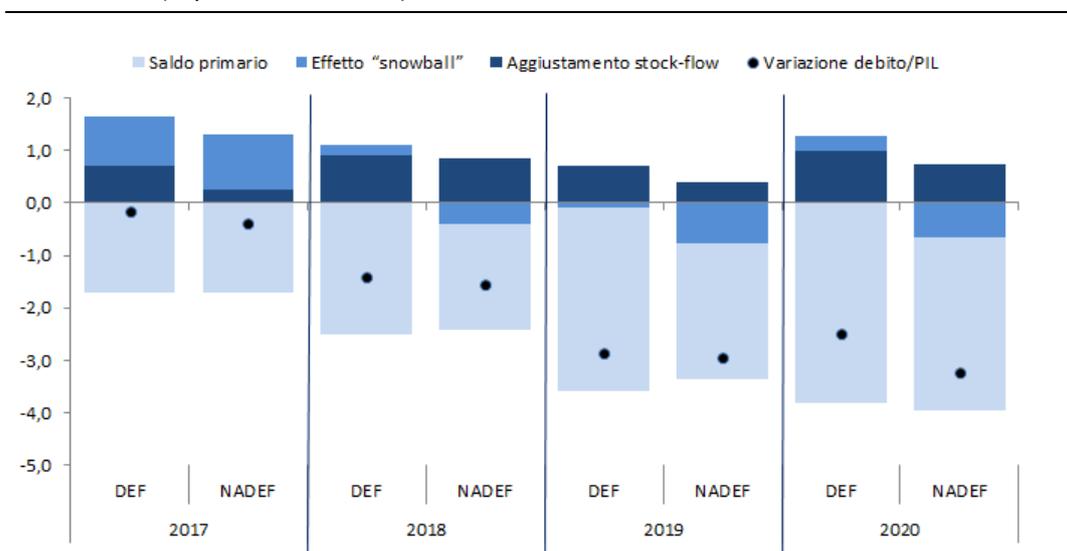
Fonte: NADEF 2017.

Fig. 2.4 – Indebitamento netto tendenziale e programmatico: DEF 2017 e NADEF 2017
(in percentuale del PIL)



Fonte: DEF 2017 e NADEF 2017.

Fig. 2.5 – Determinanti della variazione del rapporto tra il debito e il PIL: confronto tra DEF 2017 e NADEF 2017
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati DEF 2017 e NADEF 2017.

Fig. 2.6 – La dinamica debito/PIL in diversi scenari macroeconomici (punti percentuali)

Grafico A: previsioni NADEF e UPB

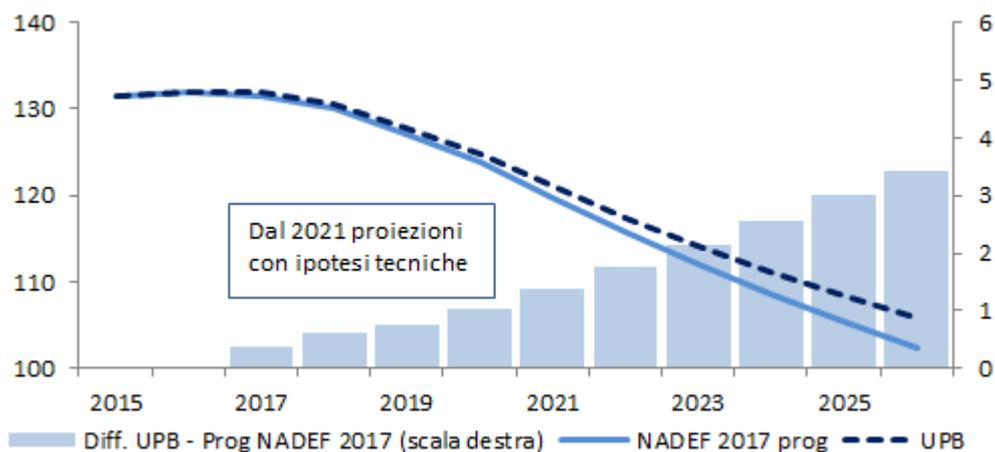


Grafico B: NADEF a saldo primario strutturale invariato

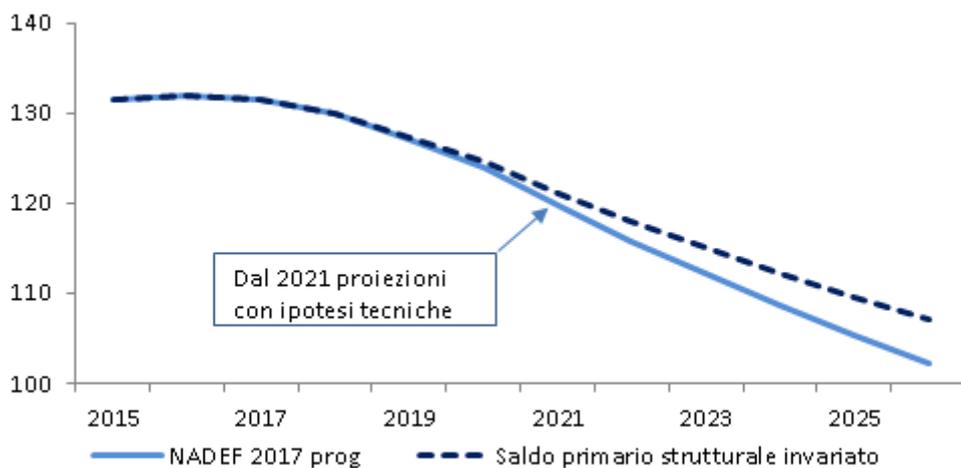
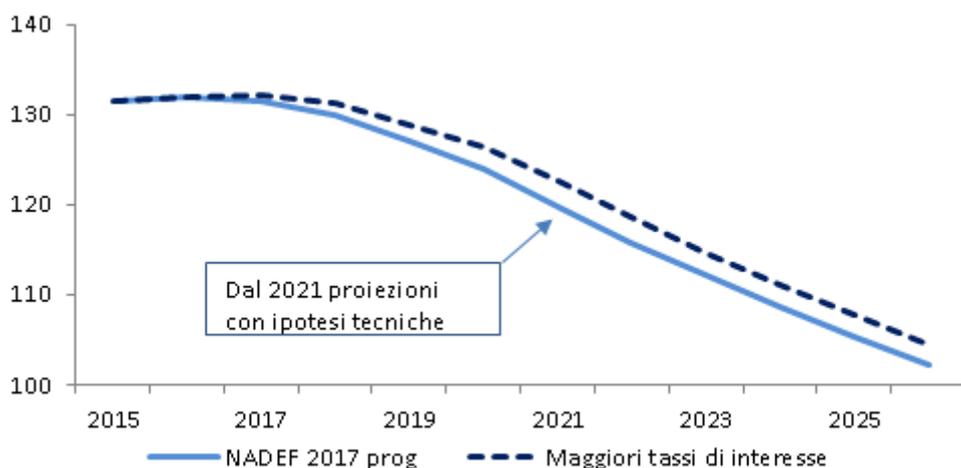


Grafico C: NADEF con shock di 100 punti base ai tassi di interesse



Fonte: elaborazioni sulla base dei dati della NADEF 2017.

Fig. 2.7 – Analisi stocastica a *shock* temporanei: scenario programmatico NADEF rispetto a scenario UPB (punti percentuali)

Grafico A: shock temporanei

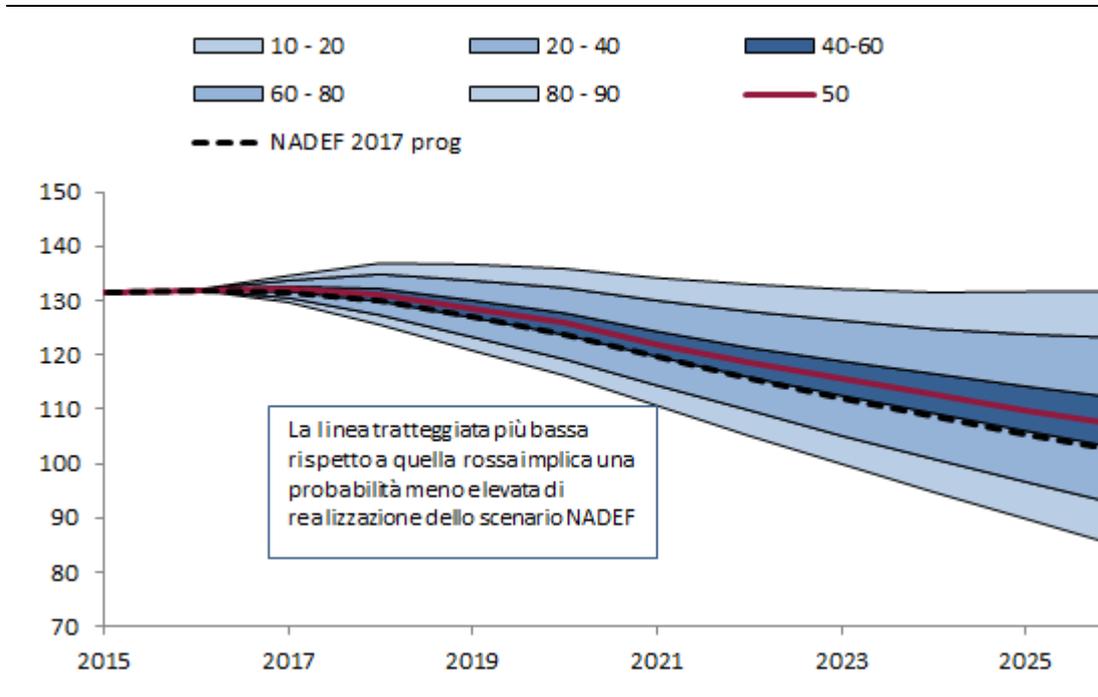
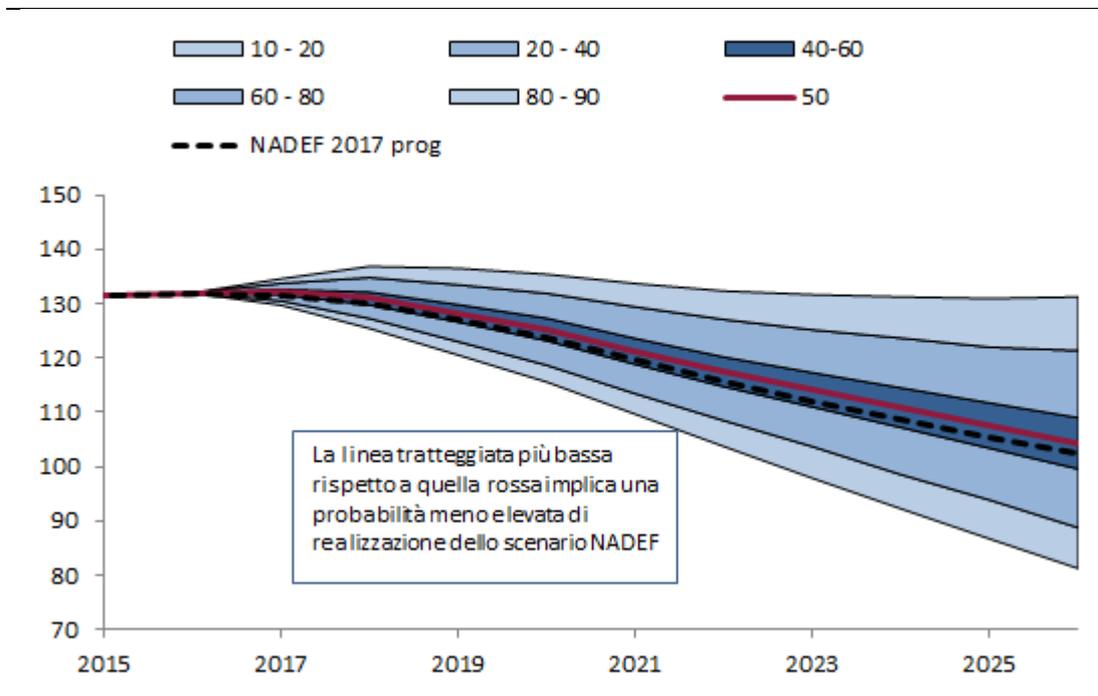


Grafico B: shock permanenti



Fonte: elaborazioni sulla base dei dati della NADEF 2017.

Fig. 2.8 – Analisi stocastica a *shock* temporanei e permanenti: probabilità implicite (punti percentuali)

Grafico A: Debito in discesa rispetto all'anno precedente

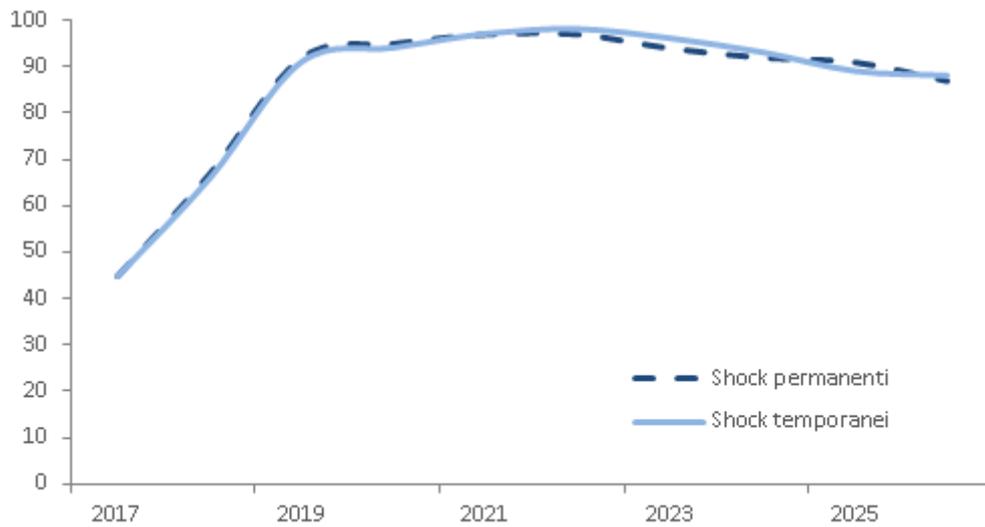
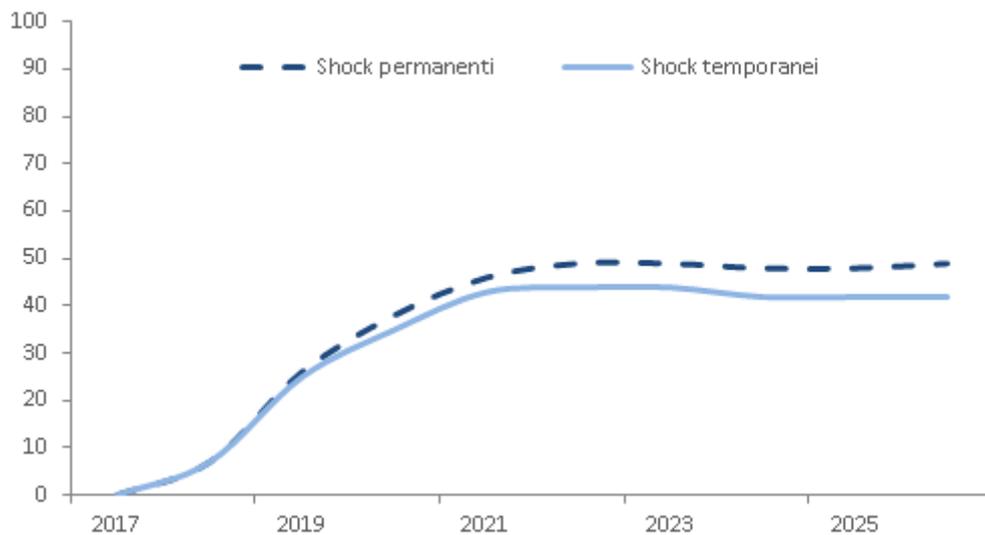
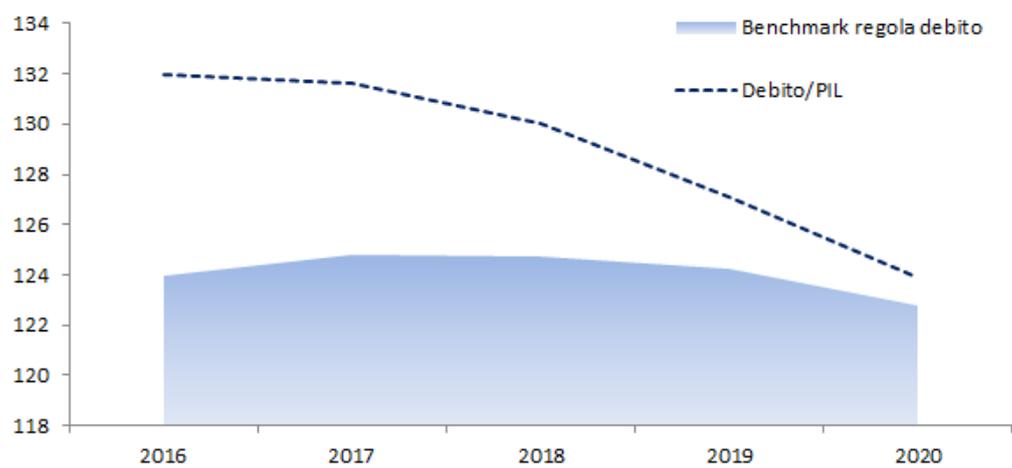


Grafico B: Rispetto della regola del debito



Fonte: elaborazioni sulla base dei dati della NADEF 2017.

Fig. 3.1 – Regola di riduzione del debito pubblico
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2017 e *Spring Forecast 2017* della Commissione europea.

Allegato 1.1

La revisione della stima UPB sulla crescita 2017

In occasione della validazione del quadro macroeconomico contenuto nella NADEF 2017, l'UPB ha stimato una crescita del PIL per l'anno in corso pari all'1,4 per cento (1,43). Tale valutazione ha modificato sensibilmente al rialzo la stima del PIL 2017 elaborata, in aprile, in corrispondenza della validazione delle proiezioni macroeconomiche del DEF 2017, quando la crescita del prodotto lordo (nella versione programmatica) era stata stimata dall'UPB pari all'1 per cento (1,01)²⁰. La maggiore crescita del PIL 2017, stimata dall'UPB in settembre rispetto alle valutazioni di aprile, è dunque pari a 0,4 punti percentuali (0,42).

I principali fattori alla base di tale revisione possono essere identificati: a) nella variazione delle esogene internazionali (tasso di cambio dollaro/euro, prezzo del petrolio, crescita del commercio mondiale, prezzo dei manufatti internazionali); b) nella variazione di altri fattori esogeni (incertezza, condizioni di liquidità delle imprese, tassi di interesse); c) nella revisione delle informazioni statistiche di contabilità nazionale. Il contributo di ciascun fattore alla variazione del PIL ha riflesso l'aggiornamento delle corrispondenti variabili con le informazioni disponibili più recenti. La stima dell'impatto è condotta attraverso il modello macroeconomico annuale UPB-Istat ed è ottenuta simulando l'effetto di ciascun fattore di revisione in isolamento e mantenendo le restanti informazioni invariate rispetto ai valori di aprile 2017. Inoltre, al fattore di revisione dei dati di contabilità nazionale sono attribuite anche le modifiche della previsione indotte dalle nuove informazioni infra-annuali di contabilità trimestrale relative al 2016 resesi disponibili dopo aprile (in particolare, il diverso effetto di trascinarsi proveniente dal 2016). I risultati sono riportati nella tabella R1.1.1. La scomposizione della revisione della crescita del PIL 2017 deve essere, tuttavia, valutata 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 complessivamente più favorevole. Tale scenario, che ha contribuito per circa un decimo alla maggiore crescita del prodotto lordo (0,13), è caratterizzato da una crescita più sostenuta del commercio internazionale, da un incremento più moderato del prezzo del petrolio, a fronte di un apprezzamento del tasso di cambio dell'euro (in aprile era atteso in deprezzamento). Anche l'evoluzione degli altri fattori esogeni alla base della previsione, contrassegnata da una riduzione dell'incertezza e da un miglioramento delle condizioni di liquidità delle imprese, ha contribuito favorevolmente (per 0,11 punti percentuali). Secondo l'esercizio di scomposizione, la revisione delle informazioni della contabilità

²⁰ Tale stima, a sua volta, aveva corretto lievemente al rialzo (per circa 0,1 punti percentuali) la previsione di crescita per l'anno 2017 elaborata dall'UPB in ottobre 2016, in occasione della validazione del quadro macroeconomico DPB (cfr. Rapporto per la programmazione economica, aprile 2017).

nazionale ha fornito un contributo positivo, con un aumento della crescita del prodotto lordo pari a circa due decimi di punto percentuale (0,17), in massima parte dovuto al maggiore effetto di trascinamento conseguente alla revisione al rialzo del quarto trimestre 2016 rispetto alla stima disponibile nella scorsa primavera.

Tab. A1.1.1 – Fattori alla base della revisione di crescita del PIL per il 2017

	Revisione della previsione 2017
Stima UPB effettuata in aprile 2017 (validazione DEF)	1,01
Esogene internazionali	0,13
Altri fattori esogeni (incertezza, liquidità, tassi di interesse)	0,11
Revisione dei dati di contabilità nazionale	0,17
Componente residuale	0,02
Stima UPB effettuata in settembre 2017 (validazione NADEF)	1,43

Allegato 2.1

Sensibilità della spesa per interessi sui titoli di Stato a un aumento della curva dei rendimenti

Le previsioni della NADEF sulla spesa per interessi sono formulate sulla base delle attese di mercato relative alla curva dei rendimenti. Tuttavia, in caso di *shock* esogeni inattesi (come, ad esempio, un'uscita della BCE dalla politica di *Quantitative Easing* con modalità e tempistiche diverse da quelle attese dal mercato) si potrebbero verificare tensioni sul mercato dei titoli pubblici attualmente non previste dai tassi *forward*.

Per valutare quale potrebbe essere l'impatto di un aumento inatteso dei tassi di mercato sulle finanze pubbliche, viene simulato un esercizio di sensibilità della spesa per interessi sui titoli di Stato alla curva dei rendimenti di mercato utilizzando il modello di analisi e simulazione della spesa per interessi sviluppato dall'UPB²¹. In particolare, questo esercizio intende quantificare l'impatto sulle proiezioni della spesa per interessi di un incremento permanente di 100 punti base sulla curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani a partire dal 2018. Gli effetti sono valutati attraverso l'analisi della differenza tra i risultati della simulazione e lo scenario base, costituito dalle previsioni della spesa per interessi corrispondenti alle ipotesi programmatiche della NADEF 2017 per il periodo di previsione 2017-2020.

Si ipotizza un aumento della curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani dovuto ad un aumento del premio di rischio sovrano. Il tasso di inflazione italiano e quello dell'area dell'euro (che influenzano i rendimenti dello *stock* dei BTP indicizzati all'inflazione) e il tasso *Euribor* a sei mesi (che influenza il rendimento dello *stock* dei CCT-EU) sono ipotizzati costanti. Pertanto, lo *shock* ha effetto solo sulle nuove emissioni dei titoli di Stato.

L'analisi indica che, a fronte di un aumento di 100 punti base dei tassi di mercato, si registrerebbe un incremento del livello della spesa per interessi rispetto allo scenario NADEF di circa il 3,5 per cento nel 2018, del 9,1 nel 2019 e del 13,1 nel 2020 (tab. A2.1.1). In rapporto al PIL, l'aumento della spesa per interessi è relativamente limitato, e pari allo 0,10 per cento nel primo anno (2018), 0,26 per cento nel secondo anno (2019) e 0,37 per cento nel terzo anno (2020). Quindi, l'impatto sulla spesa per interessi di uno *shock* inatteso e permanente sulla curva dei rendimenti si diluisce nel tempo. Ciò è dovuto alla vita media residua dei titoli di Stato relativamente elevata e al rapporto relativamente modesto tra emissioni lorde e *stock* di titoli (fig. A2.1.1).

La figura A2.1.2 consente di esaminare in dettaglio la scomposizione dell'incremento della spesa per anno di emissione. Il profilo temporale dell'incremento della spesa evidenzia l'impatto sulla spesa dei diversi "vintage" di emissione. La maggiore spesa connessa con i titoli emessi nel 2018 passa dallo 0,10 per cento di PIL allo 0,15 per cento nel secondo anno, per poi scendere allo 0,11 nel 2020. Quindi, se lo *shock* si applicasse

²¹ Modello per l'analisi e la previsione della spesa per interessi sui titoli di Stato domestici negoziabili in euro. A breve sarà pubblicato un Focus che descrive nel dettaglio il funzionamento del modello e le diverse applicazioni.

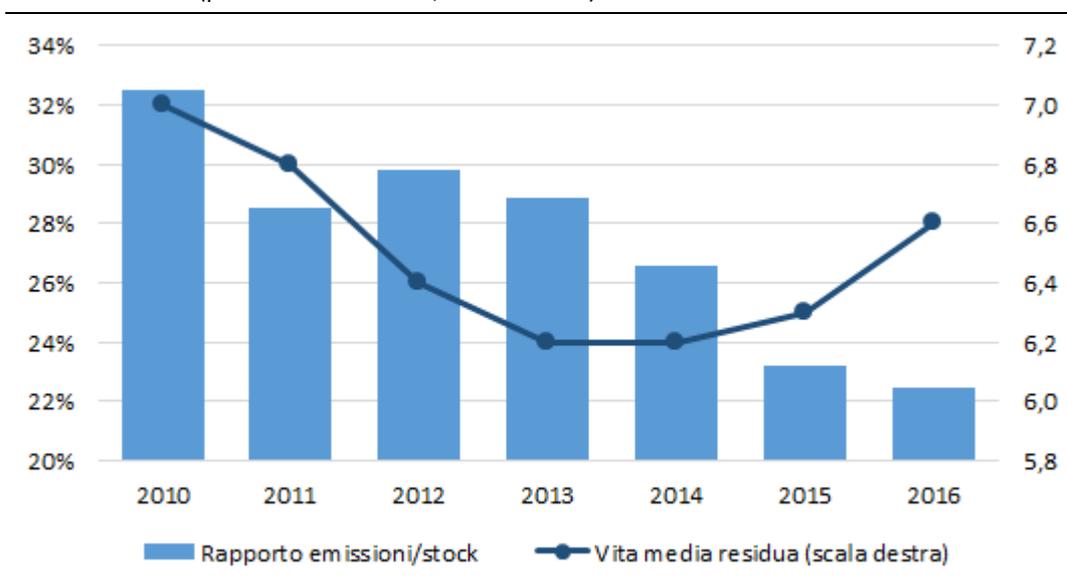
per un solo anno, l'impatto sulla spesa raggiungerebbe il suo massimo nell'anno successivo, raggiungendo lo 0,15 per cento del PIL. Per effetto delle diverse esigenze di rifinanziamento, maggiori nel 2019 rispetto al 2018, l'impatto dell'incremento dei tassi sui titoli emessi in quell'anno risulterebbe lievemente maggiore (0,11 per cento nel primo anno e 0,16 nel secondo).

Tab A2.1.1 – Variazione della spesa per interessi in seguito a un incremento di 100 punti base della curva dei tassi a partire dal 2018

	Variazione percentuale spesa per interessi	Variazione in % di PIL
2018	3,55	0,10
2019	9,15	0,26
2020	13,09	0,37

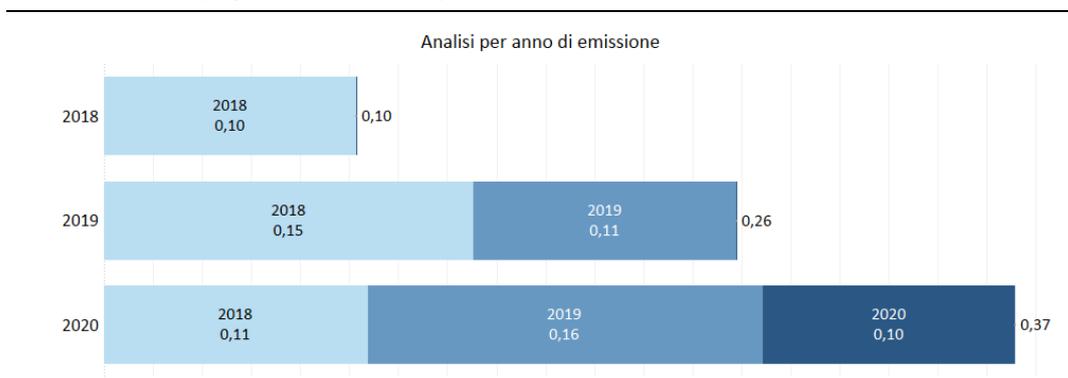
Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2017.

Fig. A2.1.1 – Andamento rapporto emissioni lorde su *stock* nominale di titoli domestici e vita media residua (percentuali a sinistra, anni a destra)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e MEF.

Fig. A2.1.2 – Sensitività della spesa per interessi a uno *shock* ai tassi di 100 punti base: distribuzione nel periodo di previsione (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati NADEF 2017.

Allegato 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 ha aggiornato al ribasso le stime dell'*output gap* per il biennio 2016-17 (fig. A2.2.1), confermando pertanto la natura anti-ciclica dell'intonazione moderatamente espansiva assunta dalla politica di bilancio negli stessi anni, mentre ha ridotto la correzione strutturale del saldo primario prevista per il 2018 (da 0,6 a 0 punti di PIL) e per l'anno successivo (da 0,8 a 0,3 punti di PIL): a fronte di un *output gap* ancora negativo (-1,3 punti di PIL potenziale), la disattivazione delle clausole di salvaguardia (ancora previste nel DEF di aprile scorso²²) è stata compensata solo parzialmente da altre misure, portando a un impulso di bilancio neutrale per il 2018 e solo moderatamente restrittivo nel 2019. Parte della correzione precedentemente prevista è stata però posticipata al 2020 (aumento del saldo primario strutturale di 0,4 punti di PIL), anno in cui dovrebbe effettivamente chiudersi la fase negativa del ciclo e raggiungersi l'obiettivo di medio termine.

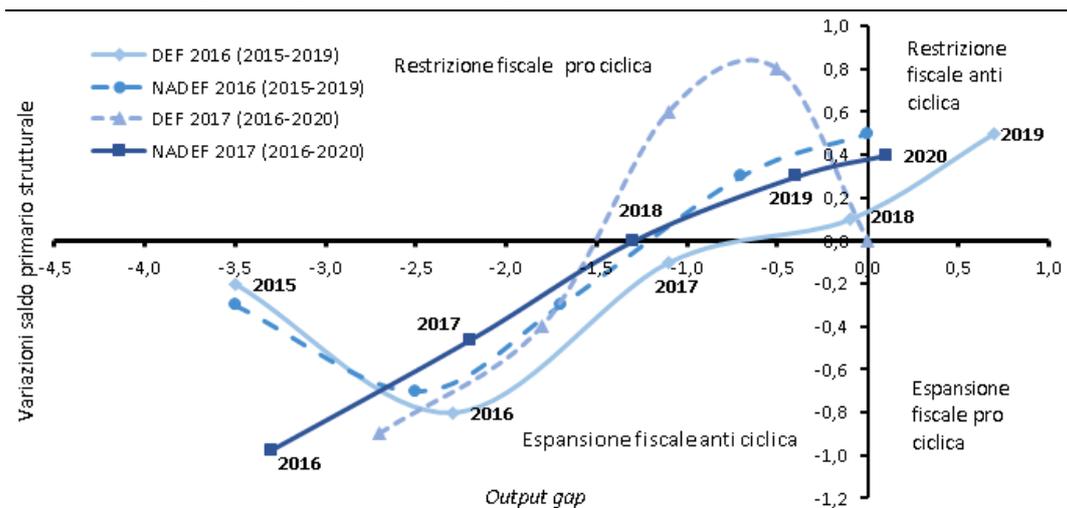
Rispetto al DEF 2017, la *fiscal stance* prevista dalla NADEF evita quindi l'irrigidimento pro-ciclico che avrebbe dovuto caratterizzare il prossimo biennio (fig. A2.2.1), nell'ottica di favorire un più rapido riassorbimento dell'*output gap* (+1,8 punti di prodotto potenziale cumulati nei due anni nella NADEF, +1,3 nel DEF).

Se il confronto si allarga ai documenti di programmazione pubblicati nel 2016, si nota che la *fiscal stance* implicita nella NADEF 2016 aumentava l'intensità dell'impulso espansivo anti-ciclico nel 2017 e prevedeva una correzione strutturale più decisa nell'anno successivo, giungendo a un orientamento restrittivo (e pro-ciclico) della politica di bilancio nel 2018. Il DEF 2017, rivedendo al ribasso (di circa mezzo punto) le

²² Attraverso gli interventi di cui al DL 50/2017 è stato ottenuto un miglioramento strutturale di circa 0,3 punti di PIL dal 2018 in poi, contestualmente utilizzato a parziale sterilizzazione delle clausole di salvaguardia relative agli aumenti delle aliquote IVA. A seguito di tali interventi, rimanevano ancora attive clausole per 15,7 miliardi nel 2018, 18,9 miliardi nel 2019 e 19,2 miliardi nel 2020. Il quadro programmatico del DEF 2017 include gli effetti di tale provvedimento.

stime dell'*output gap* per il 2018 e il 2019 e non intervenendo sulle clausole di salvaguardia, lasciava emergere correzioni strutturali pro-cicliche per oltre 0,6 punti di PIL in entrambi gli anni, con lo scopo di mantenere fermo al 2019 il raggiungimento dell'OMT. La NADEF 2017, infine, ha definitivamente posticipato di un anno il raggiungimento del pareggio strutturale, optando per un percorso più graduale di miglioramento dei saldi e quindi per una *fiscal stance* meno pro-ciclica.

Fig. A2.2.1 – Variazioni del saldo primario strutturale e *output gap* (valori in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazione sui dati del DEF e della NADEF 2016 e del DEF e della NADEF 2017.

Allegato 2.3

L'impatto di finanza pubblica degli interventi a sostegno del sistema bancario

La Nota di aggiornamento al DEF ricorda le conseguenze di finanza pubblica derivanti dagli interventi a sostegno delle banche approvati nel corso del 2017:

- a) nessun effetto è iscritto sui **saldi di competenza economica** (conto della pubblica amministrazione), in quanto le voci movimentate sono ritenute aventi natura di partite finanziarie;
- b) viene iscritto in aumento del **fabbisogno** e del **debito** nel 2017 l'importo relativo alle somme già erogate o che si prevede di erogare nel corso del 2017, per complessivi 10, 2 miliardi, pari a 0,6 punti di PIL.

Tale importo deriva dalla somma di:

- a. 4,8 miliardi per contributi erogati a Banca Intesa per il rafforzamento di capitale necessario per l'acquisto di Veneto Banca e di Banca Popolare di Vicenza e per i relativi costi di ristrutturazione aziendale;
- b. 5,4 miliardi per la ricapitalizzazione precauzionale di Monte dei Paschi di Siena (di cui 3,9 già erogati e 1,5 miliardi che si prevede di erogare a tutela della clientela non qualificata, nel caso quest'ultima richieda la sostituzione di azioni con obbligazioni senior).

Nessuna iscrizione contabile è effettuata in relazione alle **garanzie** prestate dallo Stato in favore di Banca Intesa e Monte dei Paschi per un importo complessivo di circa 15,6 miliardi. A fronte di tali garanzie viene valutato un eventuale impatto futuro sul fabbisogno e sul debito di 1.100 milioni, importo che non presenta riflessi ai fini di finanza pubblica in termini di cassa o di competenza economica, salvo il caso di effettiva escussione delle garanzie.

Gli importi delle garanzie e dei relativi impatti attesi derivano dalla somma di:

- c. 12,35 miliardi di garanzie in favore di Banca Intesa, a fronte delle quali si stima un possibile impatto futuro di 400 milioni²³;
- d. 3,26 miliardi di garanzie sulla cartolarizzazione dei crediti deteriorati di MPS, a fronte delle quali si stima un possibile impatto futuro di 700 milioni.

È importante evidenziare che i profili di classificazione contabile delle operazioni richiamate e dei soggetti coinvolti non sono stati ancora definiti dagli istituti di statistica nazionale ed europeo. Per tale ragione alle menzionate operazioni possono associarsi **rischi** di un diverso impatto per la finanza pubblica rispetto a quello preventivato dalla NADEF. In particolare:

- a. ai fini dei **saldi di competenza economica** resta *sub iudice* l'ipotesi della NADEF che i flussi generati dalle operazioni abbiano per la loro interezza natura di partite finanziarie.

²³ A tale importo si aggiungono 300 milioni separatamente quantificati dal DL 99/2017.

Trattandosi di operazioni cui sono associati importi rilevanti, una eventuale diversa classificazione contabile delle poste in gioco potrebbe peggiorare il saldo dell'indebitamento netto del 2017. In tal caso non si registrerebbero comunque impatti negativi sul saldo strutturale, stante la natura di *una tantum* degli interventi a sostegno della crisi sistemica del settore bancario.

A mero titolo esemplificativo, un criterio contabile alternativo potrebbe eventualmente registrare i contributi dello Stato a fondo perduto in favore di Banca Intesa per 4,8 miliardi come trasferimenti in conto capitale, mentre il loro graduale recupero da parte dello Stato a titolo di rivalsa, a valere e nei limiti delle somme riscosse dal soggetto liquidatore delle banche venete mediante valorizzazione dei crediti deteriorati, potrebbe essere considerato come una entrata in conto capitale. Un altro criterio alternativo di classificazione contabile - possibile solo nel caso in cui le stime ex ante siano considerate ragionevolmente attendibili e prudenziali - potrebbe valutare unitariamente i flussi in entrata e in uscita generati nel tempo da ciascuna operazione, imputando contabilmente sul saldo di competenza economica del 2017 il loro valore attuale netto.

- b. ai fini dei riflessi sul debito delle **garanzie** prestate dallo Stato si evidenzia anche in questo caso una possibile diversa classificazione contabile. Infatti, per essere escluse dal debito l'escussione delle garanzie deve avere carattere meramente eventuale; ove le condizioni previste per la loro attivazione fossero tali da configurare come elevata la probabilità di escussione, le garanzie potrebbero essere riclassificate come debiti dello Stato.
- c. Sempre ai fini dei riflessi sul debito pubblico delle operazioni in questione, occorre infine che sia confermata la natura esterna al **perimetro della pubblica amministrazione** dei soggetti coinvolti (in particolare l'organo liquidatore delle banche venete e la società incaricata di gestire il recupero dei NPL non acquistati da Banca Intesa), al fine di escludere che le loro posizioni debitorie siano riclassificate in capo al soggetto pubblico.

Allegato 3.1

La flessibilità per l'aggiustamento richiesto nel 2017

Per il 2017 il Governo nell'ambito della sessione di bilancio dell'autunno scorso aveva presentato una proposta di bilancio nel quale erano incorporate spese per un importo complessivo pari a circa 0,4 per cento del PIL legate a fenomeni ritenuti di natura inusuale e al di fuori del controllo del governo: l'intensità dei recenti flussi migratori (0,2 per cento del PIL) e l'elevata frequenza degli eventi sismici negli ultimi anni (il restante 0,2 per cento del PIL). Allo stesso tempo, il Governo aveva chiesto alla Commissione di attivare la cosiddetta clausola per eventi inusuali, che permetterebbe di escludere tali spese dall'aggiustamento di bilancio richiesto ai fini del percorso di avvicinamento verso l'OMT.

Per quanto riguarda le spese connesse con i flussi migratori, il Governo aveva chiesto che tali spese, ai fini della clausola, non fossero valutate esclusivamente in termini di variazione rispetto all'anno precedente, ma rispetto allo scenario ipotetico in cui l'Italia non rappresentasse il confine esterno della UE.

Per l'anno 2016 era stata già accordata dalle Istituzioni della UE una flessibilità legata ai flussi di migranti pari a 0,06 punti percentuali di PIL. Sempre nel 2016, era stata inoltre concessa flessibilità per 0,06 punti percentuali di PIL in relazione alle esigenze eccezionali di sicurezza (terrorismo), per 0,5 punti percentuali per le riforme strutturali e per 0,21 punti percentuali per gli investimenti. Nel complesso, nel 2016 il nostro Paese ha usufruito di flessibilità per un totale di 0,83 punti percentuali di PIL.

Le spese eccezionali relative al sisma per il Governo discenderebbero invece dalla necessità di garantire – in via preventiva – un'azione intensificata e accelerata di salvaguardia del territorio, in primo luogo con risorse per il contrasto del dissesto idrogeologico e per la messa in sicurezza degli edifici, in particolare delle scuole. La Commissione nell'ambito della valutazione del Documento programmatico di bilancio 2017, ha riconosciuto che le spese destinate alla gestione dell'emergenza, le uniche eleggibili per la clausola secondo l'interpretazione allora in vigore, e quelle connesse per la realizzazione del piano di prevenzione del rischio sismico possono essere considerate integrate.

La Commissione, in risposta alle richieste del Governo, ha stimato, in via preliminare, in relazione alla clausola per eventi inusuali, una spesa eleggibile per il 2017 pari a 0,34 punti percentuali di PIL, così ripartiti: 0,16 per cento per l'emergenza migranti e 0,18 per cento per i costi legati agli eventi sismici. Una valutazione conclusiva verrà effettuata dalla Commissione, come di consueto, a consuntivo nella primavera del 2018 sulla base

dei dati forniti dal Governo²⁴. Nella NADEF 2017, il Governo conferma le stime precedenti per gli eventi inusuali e non presenta ulteriori richieste di flessibilità.

²⁴ Commissione europea (2017), “Recommendation for a Council Recommendation on the 2017 National Reform Programme of Italy and delivering a Council opinion on the 2017 Stability Programme of Italy”, COM(2017) 511 final.