

## **Per una lettura della NADEF**

**Ufficio Studi Confcommercio**

**Ottobre 2022**

### **Introduzione**

La Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza (NADEF) ha lo scopo di predisporre i necessari indicatori quantitativi per la redazione della manovra che sarà contenuta nella successiva legge di bilancio. Gli indici quantitativi si riferiscono, come dal nome del documento, all'economia e alla finanza pubblica. Vengono aggiornate le previsioni macroeconomiche e le valutazioni sui principali rapporti di finanza pubblica - segnatamente deficit/PIL e debito/PIL -, rapporti, peraltro, influenzati in modo determinante dalle dinamiche delle variabili macroeconomiche e, ovviamente, del prodotto lordo nella fattispecie. Da queste valutazioni conseguono le stime sulle risorse pubbliche eventualmente disponibili per coprire nuove e ulteriori esigenze economiche e sociali che le istituzioni vorranno soddisfare in ossequio al mandato politico che ne legittima l'azione.

Il contesto in cui il Governo Draghi ha deliberato il 28 settembre scorso la Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanza, è particolare e simile a quello di fine aprile del 2018, quando l'allora Governo Gentiloni, nella fase conseguente alla conclusione della XVII Legislatura, presentò un DEF nel quale, come riportava la Premessa al Documento, tenuto conto del nuovo contesto politico, il Governo non formulava un nuovo quadro programmatico, limitandosi alla descrizione dell'evoluzione economico-finanziaria internazionale, all'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche per l'Italia e al quadro di finanza pubblica tendenziale conseguente, affinché il Parlamento potesse disporre di un quadro aggiornato della situazione economica e finanziaria quale base per la valutazione delle politiche

economiche e dei programmi di riforma che il successivo Esecutivo avrebbe adottato.

Con la differenza dell'interruzione anticipata della legislatura, alla quale sono seguite le elezioni politiche del 25 settembre scorso, il Governo Draghi, rimasto in carica per il disbrigo degli affari correnti, ha presentato una Nota di Aggiornamento nella quale "...l'analisi delle tendenze in corso e le previsioni per l'economia e la finanza pubblica italiane...si limitano allo scenario a legislazione vigente", spettando al prossimo Esecutivo provvedere alla definizione degli obiettivi di finanza pubblica per il triennio 2023-2025 e, successivamente, alla redazione della Legge di bilancio.

Pertanto, il presente commento a una NADEF così concepita per ragioni di correttezza istituzionale - sarà il prossimo esecutivo che deciderà come intervenire nell'economia attraverso la *sua* finanza pubblica - è limitato a valutare la macroeconomia dello scenario tendenziale (privo, come sottolineato, di interventi propriamente specifici).

## **L'economia italiana dopo la pandemia: il 2022**

Questa Nota di Aggiornamento cristallizza ufficialmente la transizione dell'economia italiana da un periodo di forte crescita a un periodo di rallentamento se non di moderata recessione.

Per valutare le prospettive macroeconomiche è necessario partire da come il sistema arriva alla svolta ciclica: senza dubbio, in grande salute. Lo stato di salute perdurerebbe, secondo le nostre valutazioni, fino alla fine del secondo trimestre del 2022. Da luglio, si intensificano i segni di cedimento: più per la manifattura, l'occupazione e la fiducia nel complesso; meno per il turismo e i servizi, che si sono fatti carico di proseguire la ripresa prendendo, all'inizio del 2022, il testimone dall'industria.

Sinteticamente, fatto 100 il prodotto lordo reale nell'ultimo quarto del 2020 per alcune economie più avanzate, l'indice assumeva per

l'Italia un valore di 108,4, per gli USA di 104,7, di 101,3 per la Germania. Francia e Spagna restavano anch'esse ben al di sotto delle performance del nostro Paese.

Non vale rilevare che nel 2020 l'Italia abbia perso più dei suoi partner e che, pertanto, una ripresa di tale intensità sarebbe stata prevedibile. È, infatti, opportuno ricordare che né dal punto di vista teorico né da quello empirico - si pensi ai periodi bui successivi alle peggiori crisi, come quelle del 2009 e del 2012 - la ripresa di un sistema sia proporzionale all'entità della caduta. Nel 2019, infatti, il prodotto lordo reale italiano non aveva ancora ripreso i livelli del 2007.

Insomma, la performance dell'economia italiana degli ultimi 6 trimestri è genuina: è stata determinata dalla vitalità del sistema produttivo e dalla buona risposta istituzionale in termini di sostegni a famiglie e imprese. In questo, la nostra opinione e quella degli estensori della NADEF coincidono.

Qualche divergenza va, invece, segnalata sulle prospettive a breve termine, cioè sul preconsuntivo del terzo trimestre del 2022 e sulla previsione per gli ultimi tre mesi dell'anno in corso.

Nella Congiuntura Confcommercio del 15 settembre, suggerivamo, infatti, l'ipotesi di una recessione tecnica con innesco temporalmente collocato a metà dell'estate scorsa, quando la prodigiosa vitalità del turismo straniero in Italia cominciava a non essere bastevole a compensare qualche risparmio sulla spesa per consumi degli italiani in Italia e un certo rallentamento dell'attività industriale, nonostante il buon andamento delle costruzioni.

La Nota di Aggiornamento indica ora una chiusura del 2022 con una variazione del PIL al 3,3%, mentre l'Ufficio Studi Confcommercio confina la crescita al 3%.

Tuttavia, anche la Nota di Aggiornamento specifica l'indicazione, coerente con il suo scenario, di una riduzione congiunturale del PIL sia nel terzo che nel quarto trimestre del 2022. L'aritmetica dice, quindi, che risulta confermata l'idea di un moderato processo recessivo.

La difformità riguarda l'intensità: la Nota incorpora una coppia di variazioni congiunturali di circa -0,1% e -0,4% nel terzo e quarto trimestre dell'anno in corso; secondo l'Ufficio Studi Confcommercio, tale coppia potrebbe risultare pari a -0,8% e -0,4%, comportando un peggioramento dell'eredità per l'anno prossimo (-0,4% contro lo zero della NADEF).

Seppure non decisive, queste differenze hanno implicazioni per il profilo del prodotto lordo nel prossimo anno: nella nostra ipotesi, più pessimistica, il PIL non supererebbe nel 2023 una crescita dello 0,2% a fronte della previsione del +0,6% della NADEF: si vede bene, dunque che tutta la differenza ricade nel trascinamento, determinato, a sua volta, da una diversa valutazione dell'intensità della riduzione del PIL nel terzo trimestre dell'anno in corso.

Per quanto, appunto, riguarda la dimensione più congiunturale del rallentamento - a nostro avviso in atto da luglio - è opportuno considerare che:

- \* la produzione industriale ha smesso di crescere almeno da maggio scorso e, al momento della redazione di questo commento, vi sono aspettative negative per la variazione congiunturale dell'indice destagionalizzato di agosto;
- \* la fiducia delle imprese è in riduzione significativa da luglio fino a settembre;
- \* l'occupazione ha smesso di crescere da maggio e si è ridotta di oltre 110mila unità tra luglio e agosto;
- \* secondo l'Indicatore dei Consumi di Confcommercio (ICC), la spesa reale è in moderata ma costante riduzione a partire dal mese di luglio, da quando, cioè, l'apporto del turismo non compensa la riduzione delle vendite di beni;

\* la fiducia delle famiglie oscilla pericolosamente lungo un trend negativo a partire da giugno 2022.

In tutte le valutazioni dei maggiori previsori pubblici e privati, il complesso di queste evidenze porterebbe a una riduzione del prodotto lordo già a partire, come detto, dal terzo trimestre dell'anno in corso, dopo un brillante primo semestre.

Il tema dei consumi delle famiglie merita una breve digressione specifica. Le nostre valutazioni sul biennio 2022-2023 sono molto simili a quelle contenute nella Nota di Aggiornamento: crescita nel 2022 attorno al 4%, quindi sopra il PIL; crescita di qualche decimo di punto, in linea con la variazione del prodotto lordo, nel prossimo anno.

Considerando che - sia nel 2020 che nel 2021 - l'andamento della spesa reale delle famiglie - tanto nella metrica della spesa dei residenti italiani, quanto in quella della spesa da chiunque effettuata nel territorio italiano - fa registrare consumi con variazioni sensibilmente peggiori di quelle del PIL, si comprende che se il PIL ha giusto recuperato i livelli pre-pandemici, non è né sarà così per i consumi.

Per essi, infatti, mancherebbero - alla fine dell'anno in corso e rispetto al 2019 - circa 35 miliardi di euro ai prezzi attuali, pari a una riduzione di spesa pro-capite di oltre 300 euro.

*Date queste condizioni strutturali, nell'eventualità di un prolungato periodo di costi dell'energia fuori controllo, una quota di imprese potrebbe decidere di uscire dal circuito produttivo. Nostre valutazioni indicano che la metà del 10% delle imprese a minore marginalità è a rischio chiusura entro la prima metà del prossimo anno. Si tratta di un totale di circa 120mila attività economiche (su 2,8 milioni di imprese del complesso del terziario di mercato). La potenziale perdita di occupazione dovuta al suddetto eccesso di mortalità, corrisponderebbe a circa 370mila lavoratori.*

## **I rischi dello scenario tendenziale della NADEF**

Le previsioni della NADEF riguardo alla dinamica dei prezzi al consumo sono costruite secondo la metrica del cosiddetto deflatore dei consumi (un indice del “prezzo” dei consumi che tiene conto della loro composizione, variabile nel tempo).

Ciò rende un po' meno intellegibile la dinamica sottostante dei prezzi al consumo veri e propri: prezzi che, in termini dinamici, hanno mostrato, in settembre, una variazione dell'8,9%. Tale variazione - nell'ottica degli indici armonizzati da utilizzare per i confronti internazionali - segnala, per l'Italia, un'inflazione a settembre del 9,5% contro una media per l'area euro del 10%.

In ogni caso, le indicazioni della Nota appaiono condivisibili perchè non indulgono a scenari particolarmente ottimistici, tenendo il punto di un'inflazione elevata fino, almeno, ai primi mesi del 2023.

Peraltro, questa valutazione giunge dopo molti mesi durante i quali le istituzioni nazionali e internazionali hanno insistito sul concetto di “transitorietà” del fenomeno inflazionistico.

Secondo le nostre valutazioni, dopo un'inflazione pari al 7,5% nella media del 2022, si aprirebbero scenari ampiamente divaricati in funzione delle dinamiche del tasso di cambio e, in particolare, dei prezzi delle materie prime energetiche.

Nel caso di una repentina riduzione dei corsi delle materie prime, il 2023 potrebbe chiudersi con una variazione dei prezzi al consumo attorno al 3%. A questo scenario, tuttavia, occorre assegnare solo un esiguo grado di probabilità.

Se, invece, gli impulsi inflazionistici dovessero perdurare fino alla metà del prossimo anno, con intensità simile a quella sperimentata dal giugno scorso, l'inflazione permarrebbe

superiore all'8% fino a maggio 2023 per scendere al 5% soltanto alla fine dell'anno.

La Nota prende in considerazione un insieme di shock potenzialmente peggiorativi delle performance dell'economia italiana nel prossimo anno: dal rallentamento del commercio mondiale all'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro, dalla recrudescenza dei prezzi delle materie prime all'incremento dei tassi sui titoli pubblici (e quindi sulle più generali condizioni di finanziamento all'economia).

La Nota valuta, secondo ipotesi quantitative moderate e credibili, in oltre l'1% il possibile decremento del PIL rispetto allo scenario di base. Se queste valutazioni vengono applicate alla nostra previsione (+0,2% del PIL nel 2023), si otterrebbe un limite inferiore per la crescita prospettica del prossimo anno attorno al meno 1%.

Naturalmente, sarebbe una prospettiva dolorosa. Va rammentato che questo scenario di prolungata recessione non considera, comunque, nuovi interventi di sostegno a famiglie e imprese. Al riguardo, incrociando le considerazioni sul buon funzionamento registrato dalla strategia di sostegni messa in campo durante il 2022 con la gravità dell'attuale crisi energetica, si perviene alla conclusione che gli eventuali spazi di manovra delle finanze pubbliche andrebbero urgentemente utilizzati per aiuti mirati e selettivi a famiglie e imprese, per lo meno fino all'ottenimento di una accettabile risposta europea all'emergenza dei costi dell'energia.

### **Qualche considerazione sulla finanza pubblica tendenziale**

Il quadro di finanza pubblica per l'anno in corso e per il 2023 risulterà profondamente influenzato - come mai si era verificato nelle precedenti elaborazioni dei contesti previsionali - dall'andamento delle esogene internazionali.

L'evoluzione del commercio internazionale, del tasso di cambio dollaro/euro, delle quotazioni del greggio e delle altre materie prime energetiche (ed altro ancora) si tradurranno in fattori potenzialmente depressivi della crescita e, quindi, del livello del PIL.

Ed il livello di quest'ultimo, nel caso di una sua contrazione, determinerebbe un peggioramento dei rapporti caratteristici di finanza pubblica costruiti ponendolo al denominatore del rapporto.

I rischi si addensano soprattutto sul 2023, in quanto per l'anno in corso - come sottolinea lo stesso Governo nella Nota - potrebbe profilarsi la sola ipotesi dell'interruzione degli afflussi di gas dalla Russia, con il conseguente aumento dei prezzi dei beni energetici, tale da determinare una riduzione della crescita reale del PIL rispetto allo scenario di base di 0,2 punti percentuali. L'incremento nominale del PIL si ridurrebbe di pari ammontare, scendendo, in costanza di deflatore, dal 6,4 al 6,2%, con effetti pressoché nulli sui conti pubblici.

Al contrario, il 2023 potrebbe rivelarsi come l'anno della condensazione dei rischi derivanti dal contesto internazionale: scenari strettamente collegati tra loro, che potrebbero verificarsi congiuntamente e che, sommati, potrebbero generare una minore crescita intorno all'1,1%. In tal caso, il 2023, secondo la NadeF, risulterebbe un anno recessivo, con una variazione del PIL reale del -0,5%, che comporterebbe una riduzione del PIL nominale tendenziale di oltre 22 miliardi di euro, con un primo impatto peggiorativo sull'indebitamento netto di un decimo di punto.

Inoltre, se si considera che oltre il 52% delle esportazioni italiane è assorbito dai Paesi UE (con la Germania al primo posto come destinazione delle nostre merci per una quota del 13%), è facile comprendere come una spirale recessiva a livello europeo nel 2023 - ipotesi certo non peregrina - potrebbe tradursi in una ulteriore contrazione del nostro sistema produttivo *export-*

*oriented*, portando - complice anche un sensibile rallentamento o una contrazione dei consumi - la flessione del PIL reale del 2023 intorno all'1%. Ciò si tradurrebbe in una perdita di PIL nominale, rispetto al tendenziale, di oltre 32 miliardi di euro, peggiorando ulteriormente il livello dell'indebitamento netto di circa un altro decimo di punto.

Gli effetti fin qui descritti si riferiscono ai possibili impatti sul denominatore dei rapporti di finanza pubblica, cioè il PIL nominale, ma occorre valutare anche le conseguenze delle variazioni delle grandezze al numeratore dei rapporti.

Preoccupa, in primo luogo, l'impatto sul disavanzo della maggiore spesa per interessi passivi che, nel quadro a legislazione vigente, si porta dai 63,8 miliardi di euro del 2021 (dato corretto al rialzo nell'ultima revisione dei Conti nazionali effettuata dall'Istat nello scorso settembre) agli oltre 75 miliardi dell'anno in corso ed ai quasi 78 miliardi del 2023, passando in percentuale del PIL dal 3,6% a circa il 4% tra il 2021 e il biennio successivo.

Del resto, lo stesso Governo nella Nota segnala che si sta allargando il differenziale di rendimento del BTP rispetto al Bund, con uno spread sul decennale che ancora nel 2021 si attestava intorno ai 100 punti base e che ora si colloca all'interno di un canale tra 230 e 250 punti base. Ne consegue che il rendimento del BTP decennale si è portato dallo 0,7% dello scorso anno al 4,7% attuale, visto che il rendimento del Bund di pari scadenza ha invertito il segno, passando da rendimenti negativi (-0,3%) a tassi attuali positivi del 2,2%.

Questo cambio di regime dei rendimenti dei titoli tedeschi apre, però, scenari potenzialmente critici per il collocamento del nostro debito sovrano.

La recente decisione del Governo tedesco di procedere ad una manovra di sostegno dell'economia di circa 200 miliardi di euro per neutralizzare gli effetti dirompenti dell'incremento delle materie prime energetiche per famiglie e imprese, potrebbe,

infatti, richiamare afflussi di capitali di investitori (ad esempio, investitori istituzionali) in cerca di remunerazione secondo un profilo prudentiale. Tali investitori potrebbero vedere nei rendimenti dei Bund una soluzione soddisfacente, anche per le maggiori garanzie di sostenibilità dei conti pubblici tedeschi.

In altri termini, con gli interessi negativi del Bund, i nostri titoli decennali non avevano difficoltà ad essere assorbiti dal mercato degli investitori istituzionali, ma ora si potrebbe verificare una sorta di effetto-spiazzamento delle nostre obbligazioni sovrane, soprattutto perché, nel 2022, il debito pubblico italiano in rapporto al PIL risulta più elevato di circa quindici punti percentuali rispetto al 2019. Inoltre, la progressiva cessazione dei massicci acquisti da parte dell'Eurosistema comporterà - tanto nel 2023, quanto nel 2024 - la necessità che il Tesoro italiano collochi sul mercato privato un ammontare di titoli di circa 100 miliardi di euro superiore al livello medio del settennio 2015-22, con l'ulteriore difficoltà della concorrenza dei titoli del debito tedesco.

In secondo luogo, preoccupa anche il fatto che - come riporta la Nota a pag. 104 - lo scenario a legislazione vigente non comprende le cosiddette politiche invariate. Quindi, una serie di spese che potrebbero generare impegni nei prossimi anni (ad esempio, il rifinanziamento delle missioni internazionali e appostamenti di bilancio per futuri rinnovi contrattuali nella PA) non risultano quantificati e potrebbero generare incrementi ulteriori dal lato del numeratore dei rapporti caratteristici di finanza pubblica.

In sintesi, il nuovo Esecutivo avrà a disposizione uno spazio di bilancio molto limitato per le politiche discrezionali.

Certo, le maggiori entrate fiscali da inflazione tendono, naturalmente, a migliorare di alcuni decimi di punto il livello dell'indebitamento netto in rapporto al PIL rispetto alle previsioni precedenti. Ma va da sé che qualunque disponibilità generata dalla crescita dell'inflazione - tale da determinare una dinamica del gettito fiscale superiore alle attese - debba essere ora destinata a

sostegno di famiglie e imprese per evitare il collasso del flusso circolare dell'economia.