



XI CONSILIATURA 2023 - 2028

**Esame del Documento Programmatico di Finanza Pubblica 2025
(ai sensi della legge 30 dicembre 1986, n. 936, articolo 10, lettera b)**

**Memoria per l'audizione del Presidente Prof. Renato Brunetta
presso le Commissioni congiunte bilancio del Senato della
Repubblica e della Camera dei deputati**

7 ottobre 2025



Esame del Documento Programmatico di Finanza Pubblica 2025 (ai sensi della legge 30 dicembre 1986, n. 936, articolo 10, lettera b)

Memoria per l'audizione del Presidente Prof. Renato Brunetta presso le Commissioni congiunte bilancio del Senato della Repubblica e della Camera dei deputati

7 ottobre 2025

Con il presente parere il CNEL adempie al disposto dell'articolo 10 della legge 30 dicembre 1986, n. 936: Attribuzioni. 1. (...) a) esprime, su richiesta del Governo, valutazioni e proposte sui più importanti documenti ed atti di politica e di programmazione economica e sociale, anche con riferimento alle politiche comunitarie; b) esamina, in apposite sessioni, il Documento di economia e finanza e la Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza, che il Governo presenta alle Camere ai sensi degli articoli [10](#) e [10-bis](#) della [legge 31 dicembre 2009, n. 196](#), e ss. mm. e ii.; (...) d) esprime proprie valutazioni sull'andamento della congiuntura economica in sessioni semestrali".

Indice

Sintesi del Documento Programmatico di Finanza Pubblica 2025.....	7
Il quadro macroeconomico internazionale	11
La congiuntura in Italia	17
Le dinamiche del mercato del lavoro	19
Lo scenario economico per l'economia italiana del DFPF	25
La nuova <i>governance</i> europea dopo un anno: un confronto fra le politiche dei principali Paesi.....	29
<i>Box - Quale impegno per la ricostruzione dell'Ucraina?</i>	31
Il quadro di finanza pubblica del DFPF	41
<i>Box - Il peso del fiscal drag negli ultimi anni</i>	47

A seguito della riforma della governance economica europea, cambia l'impostazione della programmazione economica e cambiano gli strumenti utilizzati.

Di seguito il calendario relativo alla costruzione della manovra.

Entro il 2 ottobre il Governo approva e trasmette al Parlamento il Documento programmatico di finanza pubblica (DPFP); tale Documento sostituisce la Nota di Aggiornamento al Documento di economia e finanza e comprende: l'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche e di finanza pubblica a legislazione vigente, il conto economico delle amministrazioni pubbliche articolato per sottosettore, l'aggregato della spesa netta con indicazioni sull'andamento delle componenti sottostanti, le misure previste nella manovra di finanza pubblica e i relativi effetti finanziari, l'aggiornamento sugli impegni di riforma e investimento previsti dal Piano Strutturale di Bilancio di medio termine. Entro il 15 ottobre il Governo trasmette alla Commissione europea e all'Eurogruppo il Documento programmatico di bilancio (DPB), che illustra in forma sintetica e standardizzata il progetto di bilancio per l'anno successivo.

Entro il 20 ottobre il Governo approva in Consiglio di ministri e presenta in Parlamento il disegno di legge di bilancio, sul quale in novembre la Commissione europea si esprime accertandone la coerenza rispetto alle regole europee e alle raccomandazioni specifiche per Paese formulate in estate dal Consiglio dell'Unione europea. Il disegno di legge aggiorna, dove necessario, l'elenco dei provvedimenti collegati alla manovra di bilancio indicati nel DFP 2025; viene approvato dal Parlamento entro il 31 dicembre.

L'Ufficio Parlamentare di bilancio in data 29 settembre 2025 ha validato le previsioni macroeconomiche tendenziali contenute nel Documento, che sono ritenute ricomprese in un intervallo accettabile pur collocandosi in diversi casi sul limite superiore.

Sintesi del DPFP

Il **Documento Programmatico di Finanza Pubblica (DPFP)** rappresenta la nuova cornice entro la quale il Governo italiano definisce le linee della politica economica e di bilancio per il triennio 2026-2028. Esso assume una funzione di rilievo, sostituendo e potenziando la tradizionale *Nota di Aggiornamento al DEF* (NADEF) e collocandosi come passaggio necessario per la predisposizione del Documento Programmatico di Bilancio (DPB) da trasmettere alla Commissione europea e del successivo disegno di legge di bilancio da presentare al Parlamento.

La finalità principale del DPFP è quella di coniugare rigore finanziario e sostegno alla crescita. **Da un lato**, occorre rispettare i vincoli della nuova *governance* europea, che impone come parametro guida il tasso di crescita della spesa netta, non più modificabile nel tempo e stabilito nel Piano strutturale di bilancio di medio termine. **Dall'altro**, il Governo si propone di offrire una direzione di politica economica che rafforzi la stabilità interna, consolidi i progressi sociali e rilanci la competitività delle imprese. La finalità è quindi duplice: garantire la sostenibilità dei conti pubblici e al contempo sostenere le famiglie, i lavoratori e le imprese, assicurando una crescita inclusiva e duratura.

Il cuore del DPFP è costituito dall'**analisi del quadro economico e finanziario, nazionale e internazionale**. Sul piano globale, il Documento rileva la presenza di fattori di incertezza legati alla situazione geopolitica, ai rapporti commerciali e alle tensioni internazionali. Nonostante alcuni segnali di stabilizzazione, come l'accordo sui dazi tra Unione Europea e Stati Uniti, permane un clima di forte prudenza che influenza scelte di investimento e consumi. Allo stesso tempo, il DPFP evidenzia le pressioni competitive che i Paesi europei, e in particolare quelli con un'economia manifatturiera come l'Italia, subiscono dalle economie emergenti, soprattutto dalla Cina. A livello europeo, si sta affermando una nuova consapevolezza: la competitività deve essere vista non solo come strumento per aumentare gli avanzi commerciali, ma come fattore capace di stimolare produttività, crescita e occupazione.

La politica monetaria della BCE, pur non più restrittiva, continua a muoversi in un contesto di stagnazione europea che richiede misure più favorevoli alla ripresa.

Per quanto riguarda l'Italia, il DPFP aggiorna le stime di crescita e descrive le prospettive future. Dopo un primo semestre del 2025 segnato da andamenti altalenanti – con una crescita dello 0,5% sostenuta da un temporaneo aumento delle esportazioni, seguito da una lieve contrazione – le previsioni per il resto dell'anno rimangono moderate. Per prudenza, la crescita del 2025 è stimata allo 0,5%, con un leggero incremento previsto per gli anni successivi: 0,7% nel 2026 e nel 2027 e 0,8% nel 2028.

Il quadro programmatico ipotizza risultati lievemente migliori, con una crescita fino allo 0,9% nell'ultimo anno del triennio. Queste previsioni, considerate prudenti e validate dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio, si collocano in un contesto in cui l'Istat ha ripetutamente rivisto al rialzo i dati del prodotto interno lordo degli anni passati, a conferma di una maggiore resilienza del sistema economico.

Particolare rilievo è dato all'andamento del **mercato del lavoro**, che registra risultati incoraggianti: l'occupazione aumenta, la disoccupazione scende ai minimi dal 2007 e si riduce anche il tasso di mancata partecipazione al lavoro. L'aumento della partecipazione femminile e la riduzione dell'abbandono scolastico tra i giovani – sceso al 9,8%, ben al di sotto del *target* PNRR – costituiscono elementi significativi di rafforzamento sociale e di miglioramento delle prospettive occupazionali delle nuove generazioni.

Gli **obiettivi** concreti fissati dal DFPF 2025 si collocano lungo alcune direttrici fondamentali. Il **primo** riguarda il **consolidamento dei conti pubblici**, con una progressiva riduzione di *deficit* e debito. Nel 2024 il *deficit* si è attestato al 3,4% del PIL, e ci si attende che scenda stabilmente sotto la soglia del 3% nei prossimi anni, consentendo l'uscita dalla procedura europea per disavanzi eccessivi. Anche il rapporto debito/PIL, sceso al 134,9% nel 2024, è previsto in graduale diminuzione a partire dal 2027.

Un **secondo** obiettivo consiste nella **rimodulazione della spesa pubblica**: la crescita complessiva della spesa netta rimarrà entro i limiti stabiliti dall'UE, ma le risorse verranno redistribuite in modo da finanziare le priorità nazionali. Tra queste figurano la riduzione del carico fiscale sul lavoro, che consentirà di aumentare i redditi disponibili e di stimolare l'occupazione; il rifinanziamento del fondo sanitario nazionale, a garanzia della sostenibilità del sistema; il sostegno agli investimenti delle imprese, per favorire innovazione e competitività.

A ciò si aggiunge l'impegno a preservare gli investimenti pubblici finanziati con risorse nazionali, che dovrebbero mantenersi su un livello medio superiore al 3% del PIL, e a rafforzare le politiche familiari con misure a sostegno della natalità e della conciliazione tra lavoro e vita privata.

Il Documento mette inoltre in evidenza i progressi nelle riforme strutturali, in **continuità con quanto previsto dal PNRR** e dal Piano strutturale di bilancio. Si tratta di interventi mirati a eliminare i colli di bottiglia che limitano la crescita del Paese e che riguardano settori strategici come la **giustizia, la tassazione, la pubblica amministrazione, i servizi per l'infanzia, la razionalizzazione della spesa e delle imprese pubbliche**.

Si ribadisce l'importanza di una spesa più efficiente ed efficace, soprattutto alla luce delle pressioni derivanti dall'invecchiamento della popolazione e dalle necessità legate alla difesa comune europea.

Tra le principali novità introdotte dal DFPF 2025 si segnalano diversi aspetti:

- L'introduzione di una **nuova cornice informativa**, più ampia e articolata rispetto alla tradizionale NADEF che consente di avere un quadro più completo della situazione economica e finanziaria.
- Un approccio di **maggiore prudenza** nelle previsioni macroeconomiche, ritenute realistiche e validate dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio, per rafforzare la credibilità del Paese.
- La scelta di **riprogrammare la spesa pubblica** rispettando i vincoli europei ma garantendo comunque risorse per sanità, imprese e famiglie.
- Un'attenzione rafforzata alla **dimensione sociale**, con il monitoraggio degli indicatori BES (Benessere Equo e Sostenibile) che misurano aspetti rilevanti per la qualità della vita dei cittadini e i progressi ottenuti in materia di lavoro e istruzione.

- L'impegno a un **graduale incremento della spesa per la difesa**, in coerenza con gli obiettivi NATO. L'Italia ha espresso interesse a partecipare al finanziamento europeo SAFE, ma la scelta sarà preceduta da ulteriori approfondimenti sulle compatibilità fiscali. L'aumento della spesa in difesa e sicurezza sarà graduale, per non compromettere il consolidamento dei conti e per garantire coerenza con lo sviluppo dell'offerta nazionale.
- Un *focus* sul tema della **transizione industriale ed energetica**, promuovendo politiche volte ad accompagnare le trasformazioni strutturali e a sostenere la resilienza del sistema produttivo. Si tratta di un cambiamento di prospettiva importante, che guarda non solo alla sostenibilità ambientale, ma anche alla capacità di rafforzare la competitività del Paese nel lungo periodo.

Da quanto precede, il Documento Programmatico di Finanza Pubblica 2025 non si limita, dunque, a registrare gli andamenti tendenziali dell'economia e della finanza pubblica, ma delinea una strategia che intende conciliare rigore e crescita.

Esso segna un passaggio importante nella definizione della politica economica italiana, collocandosi come uno strumento di programmazione che, nel rispetto delle regole europee, punta a restituire margini di crescita al Paese e a costruire un futuro di maggiore stabilità e prosperità per rafforzarne la credibilità internazionale, ponendo le basi per una crescita più solida, inclusiva e duratura.

Le sue finalità sono chiare: garantire la sostenibilità dei conti pubblici, ridurre *deficit* e debito, rafforzare la stabilità economica del Paese e, allo stesso tempo, sostenere lo sviluppo, la competitività e l'inclusione sociale. Gli obiettivi si traducono in interventi concreti volti a ridurre la pressione fiscale sul lavoro, a rafforzare la sanità, a promuovere investimenti e innovazione, a sostenere natalità e occupazione, in una prospettiva di medio-lungo periodo che mira anche a tutelare l'equità tra le generazioni.

Per punti:

- ✓ Il Documento Programmatico di Finanza Pubblica 2025 (DPDP) segna un punto di svolta nella programmazione economica italiana, poiché introduce una cornice strategica che va oltre la semplice registrazione dei saldi di bilancio. Al centro della nuova impostazione vi è l'indicatore della **spesa netta**, che diventa il parametro operativo decisivo nella *governance* europea. Non è più il *deficit* nominale a guidare le valutazioni della Commissione, ma la capacità del Paese di mantenere la dinamica della spesa netta entro i limiti stabiliti dal Piano di medio termine. Questo approccio rappresenta una svolta di metodo: l'Italia risulta in linea con i *target* fissati e può contare su una certa flessibilità grazie all'esclusione delle misure *una tantum* dal calcolo, che consente di intervenire con spese straordinarie senza compromettere la traiettoria di rientro.
- ✓ In stretta connessione, il DPFP illustra lo stato della **Procedura per disavanzi eccessivi (PDE)** aperta nei confronti dell'Italia. Il rispetto dell'indicatore di spesa netta diventa la condizione principale per dimostrare l'efficacia delle azioni correttive e per uscire dalla procedura entro il 2026. Si tratta di un cambio di prospettiva rilevante, che pone la disciplina della spesa al centro della strategia fiscale.

- ✓ Un altro punto di rilievo è rappresentato dalla *Debt Sustainability Analysis (DSA)*. Il Governo ha scelto di assumere come anno base il 2025, ottenendo un profilo più favorevole per la dinamica del debito pubblico. Le simulazioni confermano che la crescita della spesa netta all'1,5% è compatibile con la sostenibilità e, anche qualora l'Europa rivedesse alcune regole tecniche, il percorso italiano resterebbe prudente e credibile.
- ✓ Sul fronte delle politiche settoriali, il Documento introduce novità significative. Con il **Piano Sociale per il Clima**, l'Italia potrà contare su oltre nove miliardi, tra risorse europee e nazionali, per finanziare la riqualificazione energetica degli edifici, promuovere la mobilità sostenibile e contrastare la povertà energetica. Si tratta di un passo importante per accompagnare la transizione ecologica in maniera socialmente equa. In parallelo, viene affrontato il tema della **difesa**: l'Italia si impegna ad aumentare gradualmente la spesa in difesa e sicurezza in linea con gli obiettivi NATO ed europei, utilizzando però strumenti come la clausola di salvaguardia e il meccanismo SAFE per garantire compatibilità con i vincoli di bilancio.
- ✓ Un ulteriore elemento di forza del Documento è la conferma dell'impegno sugli **investimenti pubblici nazionali**, che si intende mantenere su un livello medio del 3,4% del PIL, anche oltre la fase del PNRR. Questa scelta dimostra la volontà di assicurare continuità alla politica di crescita e di rafforzare la competitività del sistema produttivo.
- ✓ Infine, il DPFP sottolinea l'importanza delle **analisi di sensibilità** e del monitoraggio degli indicatori di **Benessere Equo e Sostenibile (BES)**. Questi strumenti permettono di valutare non solo la solidità finanziaria, ma anche gli effetti concreti delle politiche su società e ambiente, legando le scelte di bilancio a risultati misurabili per i cittadini.

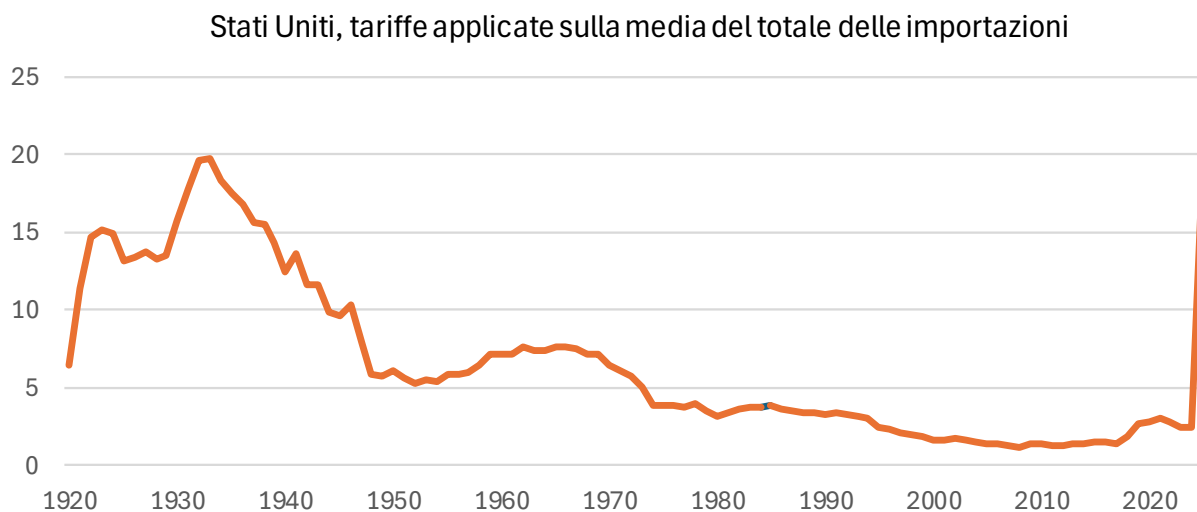
Quanto precede dimostra come il Documento non sia un mero esercizio contabile, ma un vero e proprio quadro strategico: disciplina fiscale, sostenibilità del debito, transizione climatica e difesa, investimenti pubblici e benessere sociale diventano tasselli di un'unica visione che punta a rafforzare la stabilità e lo sviluppo inclusivo del Paese.

Il quadro macroeconomico internazionale

Guerra tariffaria

Nel corso della prima parte dell'anno il quadro economico internazionale è stato segnato da importanti cambiamenti legati principalmente alle politiche economiche degli Stati Uniti in tema di dazi sugli scambi commerciali. L'entità dei cambiamenti e l'indeterminatezza del livello finale dei dazi stessi – sono ancora in corso trattative con la Cina e l'UE, per esempio – hanno colto di sorpresa le imprese industriali a livello internazionale generando un clima di incertezza, che ha portato a un rallentamento degli investimenti su scala mondiale, sebbene il boom delle infrastrutture necessarie allo sviluppo dell'AI e le spese relative alla sua adozione a livello aziendale sostengano la domanda di beni di investimento materiali e immateriali.

Il quadro ha iniziato a migliorare nel periodo estivo, ma mano che **gli Stati Uniti hanno definito le nuove tariffe verso gli altri Paesi**. Pur trattandosi di assetti ancora molto precari, adesso le imprese sono almeno a conoscenza dell'entità dei dazi per un periodo sufficiente per definire le strategie commerciali e pianificare la produzione su un orizzonte temporale di qualche trimestre.



fonte Tax foundation

2025 sulla bse delle Tariffs già introdotte

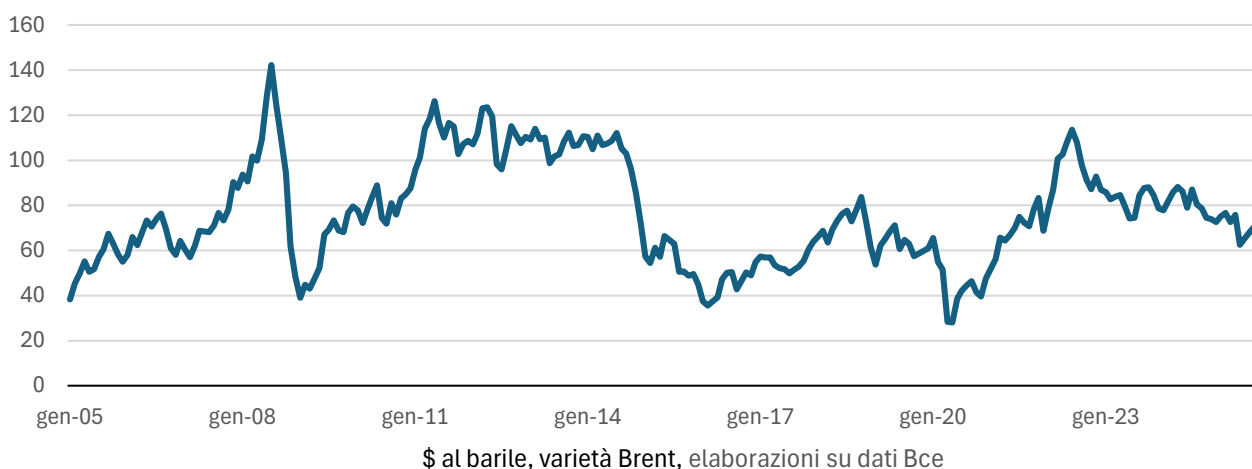
Nel caso europeo i dazi sono stati per ora fissati al 15% (anche per l'auto, i farmaci e i semiconduttori ma non per acciaio, alluminio e gli altri prodotti che pagavano un dazio più alto in passato). La tariffa applicata sulle importazioni europee è a un livello analogo a quello di Giappone e Corea del Sud. In termini di competitività sul mercato USA i Paesi europei dovrebbero quindi mantenere inalterata la propria posizione competitiva rispetto alle altre maggiori economie, guadagnando eventualmente posizioni verso la Cina, e ovviamente perdendole verso le produzioni che si realizzano negli

impianti americani. Molti altri aspetti dell'accordo della UE con gli USA non sono ancora del tutto definiti. L'UE si è impegnata ad acquistare più equipaggiamenti militari statunitensi, ad aumentare le importazioni di Gnl e ad investire 600 miliardi di dollari negli USA. Tuttavia, su questi aspetti non è chiaro in che modo un accordo commerciale fra Stati possa impegnare investimenti da parte di aziende private. Allo stesso modo, le importazioni di energia sono guidate da contratti stipulati da aziende private e con impegni di fornitura in genere di lungo periodo. È probabile che questi aspetti siano stati introdotti negli accordi soprattutto per la loro spendibilità politica da parte degli Stati Uniti all'interno, senza che di fatto ne conseguano azioni concrete dell'entità annunciata, sebbene la loro stessa esistenza le renda esigibili e quindi fornisca un'arma negoziale all'Amministrazione Trump. Nel complesso, comunque, le tariffe medie applicate sul complesso delle importazioni americane sarebbero pari al 17,4% rispetto ad un livello del 2,4% prima della recente escalation. Un aumento significativo che riporterebbe i dazi sui massimi prevalenti negli anni Trenta del secolo scorso.

Battuta d'arresto del commercio mondiale, contrazione dei prezzi delle materie prime

Il quadro di tensioni sul fronte degli scambi con l'estero ha **peggiorato le prospettive per il commercio internazionale**, come evidenziato dalle indagini congiunturali, che mostrano un indebolimento del portafoglio degli ordinativi dall'estero in tutte le maggiori economie. Della frenata della domanda internazionale stanno risentendo i **mercati delle materie prime**, soprattutto quello petrolifero, dove si osserva una **riduzione delle quotazioni** nel corso del periodo estivo, anche in relazione all'aumento dell'offerta OPEC+. La contrazione dei prezzi delle materie prime, che alla ripresa autunnale ha iniziato a lasciare il posto a una risalita, e la debolezza della domanda globale stanno portando ad una **stagnazione dei prezzi internazionali dei manufatti**.

Quotazioni del petrolio



Frenata dell'economia USA

La congiuntura degli Stati Uniti ha evidenziato nei mesi scorsi alcuni parziali segnali di indebolimento, sul quale hanno influito tanto i dazi, quanto l'incertezza sulle politiche. Le indagini congiunturali mettono in evidenza un **deterioramento del clima di fiducia delle famiglie**, associato ad un aumento delle aspettative d'inflazione e ad una crescita dei timori di disoccupazione.

Per ora l'inflazione USA fornisce un riscontro parziale a tali timori: i prezzi hanno effettivamente accelerato, ma in misura meno intensa rispetto a quanto temuto.

Più evidenti i segnali di frenata del mercato del lavoro: fra maggio e agosto si registra un aumento di circa 27mila occupati al mese rispetto all'aumento medio mensile di 150mila occupati osservato nei 12 mesi precedenti (un incremento che sarà tuttavia dimezzato per la revisione annuale del benchmark). Alla frenata hanno contribuito per un terzo i licenziamenti nel settore pubblico, dove si è passati da incrementi a riduzioni degli occupati in modo piuttosto brusco, ma che rispecchia le politiche adottate dal Governo con la diminuzione dei dipendenti federali per risparmiare sulle spese in modo da finanziare il rinnovo dei tagli alle imposte varati nel Governo Trump 1. Altri settori dove il cambiamento di tono della domanda di lavoro è piuttosto evidente sono le costruzioni, la sanità e l'istruzione. Peraltro, sul tema dell'occupazione è in corso, come detto, una revisione dei dati.

Un altro aspetto da considerare è che le restrizioni all'immigrazione hanno rarefatto l'offerta di lavoro nei settori che più facevano ricorso all'impiego di persone provenienti dall'estero.

Nonostante queste indicazioni di indebolimento, le stime attuali relative al terzo trimestre per il PIL e per la domanda finale interna statunitensi mostrano una notevole tenuta, anche per effetto del flusso di investimenti legato all'AI, oltre che come conseguenza dell'anticipo di alcuni acquisti di prodotti allo scopo di prevenire l'introduzione dei dazi: questo effetto è stato intenso nei primi mesi dell'anno, ma sembra essere proseguito nei mesi successivi perché in presenza di incertezza sul come applicare i nuovi dazi, in diversi casi sarebbe stato consentito alle merci di entrare sul mercato USA senza applicare le nuove tariffe.

Dopo i dazi USA, la partita del commercio internazionale si fa più dura

I dati sul commercio mondiale nei primi mesi dell'anno sono risultati molto instabili, e legati alle politiche adottate dalle imprese di molti Paesi nel tentativo di anticipare le consegne sul mercato USA nei mesi precedenti l'introduzione delle tariffe. Tuttavia, al netto delle oscillazioni dei primi mesi dell'anno, la prospettiva è di un indebolimento delle importazioni americane nella parte finale dell'anno. È possibile che nei prossimi mesi, allo scopo di sostenere l'export verso gli USA, le politiche delle imprese industriali diventino molto prudenti, con riduzioni dei prezzi praticati sul mercato americano, allo scopo di assorbire almeno una quota dei maggiori dazi e limitare la contrazione dei volumi. Tuttavia, va evidenziato come, almeno sino ai dati di agosto, i prezzi

all'import USA, che sono al netto di qualunque tipo di prelievo doganale o erariale, non abbiano evidenziato alcuna riduzione.

Le maggiori difficoltà ad esportare sul mercato USA stanno portando le imprese manifatturiere di tutto il mondo a adottare politiche di prezzo molto aggressive sugli altri mercati. Dopo l'avvio delle guerre tariffarie, le esportazioni della Cina verso gli USA si sono ridimensionate, mentre quelle verso altri Paesi hanno evidenziato una crescita vivace. Tale andamento potrebbe essere riconducibile alla ripresa delle "triangolazioni", ovvero l'esportazione di merci verso economie che pagano dazi più bassi, dalle quali vengono poi riesportate verso gli USA dopo un processo di lavorazione. Ma vi è certamente l'effetto dell'eccesso di capacità produttiva nell'industria cinese, che spinge a adottare politiche di prezzo aggressive sui mercati internazionali. L'inflazione cinese è da tempo vicina a zero: in presenza di un tasso di cambio relativamente stabile verso il dollaro, e in deprezzamento verso le altre maggiori economie, fra le quali l'area euro, i differenziali d'inflazione consentono di recuperare gradualmente le perdite di competitività derivanti dai dazi USA.

Cina, inflazione al consumo



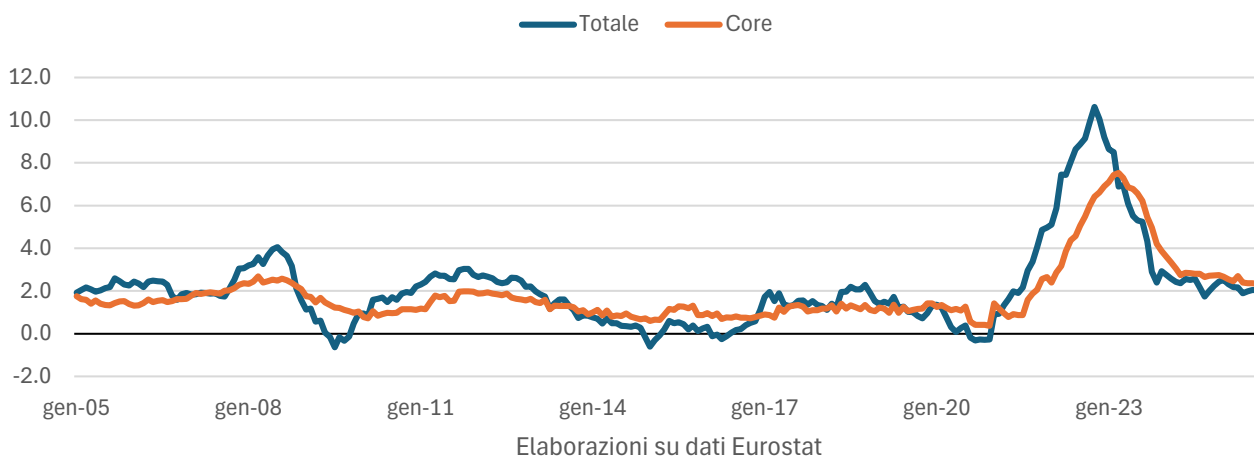
Nell'area euro, congiuntura resiliente e inflazione bassa

In generale, i prezzi dei prodotti asiatici, e cinesi in particolare, eserciteranno una pressione competitiva sui mercati europei, svolgendo un'azione di contenimento dell'inflazione. Considerando anche la flessione dei prezzi delle commodities e l'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, il quadro internazionale sta causando una spinta deflazionistica sui Paesi europei. Già i dati recenti mostrano negli ultimi mesi un'inflazione nell'Eurozona su livelli contenuti, intorno al 2%, anche se gli indicatori di "core Inflation", cioè al netto dell'energia e dell'alimentare non trasformato, hanno registrato una dinamica di alcuni decimi superiore.

Il contributo dell'energia in questa fase è di segno negativo, mentre quello dell'alimentare è di segno positivo. Alla crescita dell'inflazione alimentare hanno contribuito soprattutto i rincari

dell'ortofrutta, e quelli delle filiere delle carni e lattiero-casearia legati all'andamento delle quotazioni internazionali, sulle quali hanno inciso anche fattori climatici che hanno limitato l'offerta di bestiame in alcuni Paesi.

Area euro, inflazione al consumo



I problemi delle Banche centrali

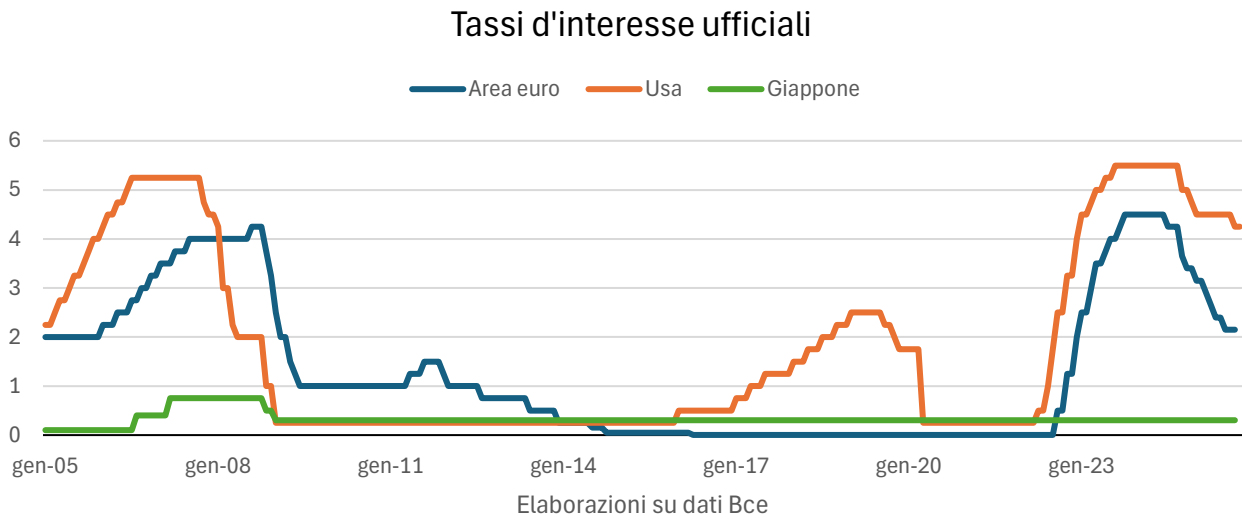
In un quadro caratterizzato da congiuntura debole e inflazione prossima ai target, la BCE ha ridotto più volte i tassi d'interesse durante gli ultimi due anni.

La posizione della Fed invece è più difficile, sia per le caratteristiche del quadro macroeconomico americano, che per il deterioramento dei rapporti con Trump, che preme per avere una politica monetaria più accomodante.

Dal punto di vista del quadro macro, la sovrapposizione di un mercato del lavoro in frenata con l'accelerazione in corso dell'inflazione rendono necessaria un'impostazione più prudente. A ciò si aggiungono le tensioni apertesi a seguito delle pressioni di Trump, che prima ha anche accusato Powell di avere ecceduto nei costi di ristrutturazione di alcuni edifici della Fed, e poi ha "licenziato" di uno dei membri del board, Lisa Cook (sul tema è in corso una disputa legale relativa al fatto che nei poteri del Presidente vi sia questa potestà), accusata di avere falsificato alcuni documenti all'interno di una pratica di richiesta di mutuo.

Per il momento Cook è stata confermata al suo posto dai primi due ordini di giudizio. Molti hanno evidenziato che queste pressioni tendono a nominare nuovi membri del Consiglio della FED che decide sul livello dei tassi, in modo da consentire a Trump di influenzare le scelte della politica monetaria.

Il tema che si apre è, quindi, quello dell'indipendenza della Fed, e della credibilità degli obiettivi d'inflazione.



La congiuntura in Italia

L'economia italiana negli ultimi trimestri ha mantenuto una crescita debole, in linea con quella francese e poco superiore a quella tedesca. Il PIL nel secondo trimestre ha registrato una leggera contrazione, dello 0,1%, dopo essere aumentato dello 0,3% nel primo. Nel complesso si tratta di dati modesti e in linea di continuità con quanto osservato nei due anni precedenti. Durante l'estate si sono avute indicazioni di miglioramento dalla produzione industriale e dall'export nonché da alcune indagini qualitative.

Nella prima parte del 2025 la debolezza della domanda ha caratterizzato tutte le principali componenti. In particolare, i principali andamenti possono essere sintetizzati evidenziando tre aspetti principali.

Il primo riguarda la **domanda estera**. Le esportazioni hanno evidenziato ampie oscillazioni nei primi mesi dell'anno rispecchiando l'accelerazione delle consegne sul mercato USA nel primo trimestre, compensate da una variazione analoga, e di segno opposto, nel secondo. La tendenza di fondo resta però stagnante, come era emerso del resto nel corso del precedente biennio, e come confermato nelle indagini congiunturali condotte dall'ISTAT, che non evidenziano segnali di miglioramento delle valutazioni delle imprese manifatturiere sulle prospettive degli ordinativi dall'estero, sulle quali pesano il rafforzamento del cambio dell'euro e i dazi introdotti dagli Stati Uniti.

Il quadro dal lato della domanda interna si presenta più positivo per gli investimenti rispetto ai consumi. Al riguardo va evidenziata innanzitutto la eccezionale fase attraversata dalla domanda rivolta alla filiera dell'edilizia: dopo il termine degli incentivi alle ristrutturazioni gli investimenti in costruzioni si sono mantenuti su livelli elevatissimi, anche per effetto del rafforzamento delle opere pubbliche con l'approssimarsi della scadenza per la realizzazione delle opere incluse nel Pnrr. Anche le componenti degli investimenti diversi dalle costruzioni beneficiano del Pnrr. La domanda negli ultimi trimestri avrebbe inoltre beneficiato del sostegno derivante dagli incentivi di Transizione 5.0 e del miglioramento delle condizioni di finanziamento delle imprese, grazie alla discesa dei tassi d'interesse.

Il terzo aspetto è rappresentato dalla fase di **debolezza dei consumi delle famiglie**. Negli ultimi trimestri la domanda ha rallentato anche per quelle componenti dei servizi, come le spese turistiche, che nei due anni precedenti avevano evidenziato una crescita vivace. La prudenza nelle decisioni di spesa si lega all'incertezza sulle prospettive, come risulta dalle indagini sul clima di fiducia.

D'altra parte, la dinamica dei redditi delle famiglie in termini reali risente anche del fatto che il mercato del lavoro sta sostenendo le entrate familiari in maniera meno intensa rispetto al recente passato. La domanda di lavoro, pur continuando ad aumentare, ha comunque rallentato rispetto ai ritmi del tutto eccezionali raggiunti durante gli ultimi due anni. Del resto, il rallentamento delle ore

lavorate dopo un triennio di crescita sostenuta appare del tutto fisiologico. Tuttavia, ci si attendeva che ad una minore crescita delle ore lavorate potesse corrispondere un rafforzamento progressivo dei salari reali, cosa che invece non si è verificata. Difatti, il potere d'acquisto delle retribuzioni reali si mantiene su livelli decisamente inferiori a quelli medi del periodo precedente la crisi del Covid.

Le dinamiche del mercato del lavoro

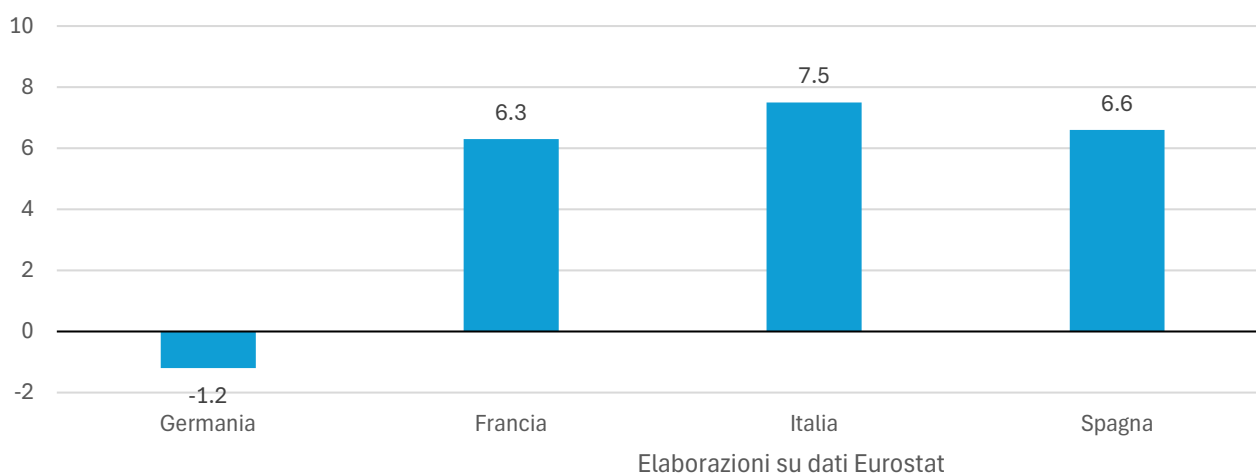
L'intensa crescita occupazionale e la moderazione salariale sono due tratti peculiari delle tendenze dell'economia italiana degli ultimi anni.

In particolare, rispetto a tali andamenti è utile evidenziare alcuni aspetti di maggiore rilievo.

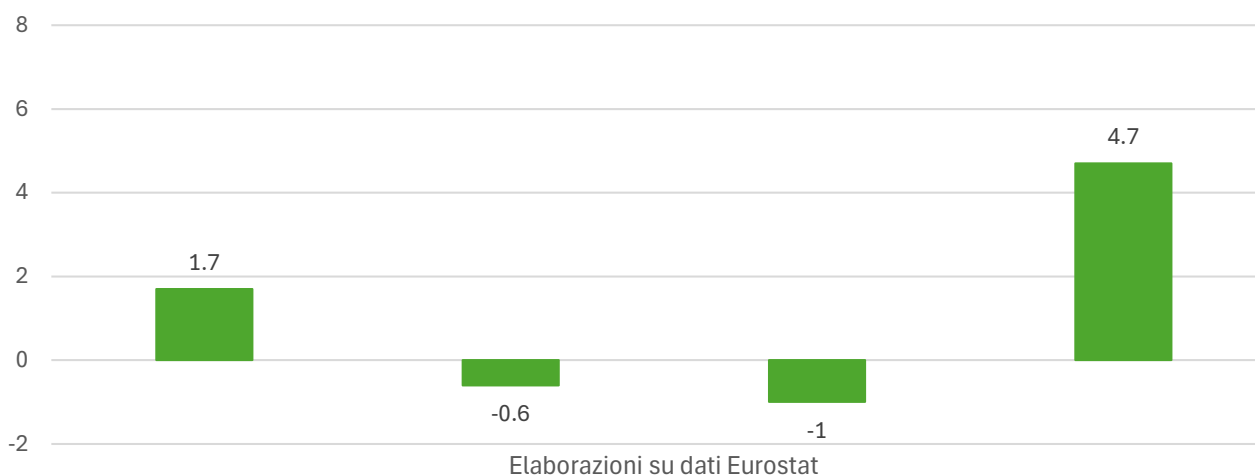
Innanzitutto, analizzando il livello delle **ore lavorate** complessive nella prima metà dell'anno la **crescita è stata pari a oltre il 7% rispetto ai livelli medi del 2019**. Si tratta di una variazione che supera quella del PIL, assestata nello stesso periodo poco al di sotto del 6%. La produttività del lavoro quindi in questi sei anni si è addirittura ridotta.

Le dinamiche osservate in Italia nel **confronto con le altre maggiori economie dell'area euro** – Germania, Francia e Spagna – confermano la peculiarità della posizione italiana: **le ore lavorate** sono difatti **cresciute molto meno** nello stesso periodo **in Germania** (dove si registra una contrazione di circa l'1%), **e in Spagna**, dove aumentano del 5%, ma in presenza di una crescita dell'economia molto più vivace, tant'è che la produttività spagnola nello stesso periodo registra un aumento. La **situazione francese** è invece **più simile a quella italiana** in termini sia di crescita delle ore lavorate che di incremento del PIL, e questo ha comportato, analogamente al caso italiano, una diminuzione della produttività del lavoro. Tuttavia, in Francia si è aperto un dibattito che ha sottolineato alcuni problemi di carattere metodologico nella stima delle ore lavorate, dato che queste risentono anche della diffusione dei contratti di apprendistato, che comportano diverse ore dedicate ad attività di formazione; si ritiene che qualora le ore dedicate alla formazione non venissero incluse nelle ore lavorate, ne risulterebbe ridimensionata la stima della domanda di lavoro e, simmetricamente, ne risulterebbe accresciuta quella della produttività del lavoro.

Ore lavorate: var % 2019-2025



Produttività oraria del lavoro: var % 2019-2025



Nel confronto internazionale, la crescita della domanda di lavoro osservata in Italia presenta tratti peculiari anche guardando agli **andamenti settoriali**. In generale, l'Italia si è disallineata dagli altri Paesi europei a causa della sostenuta crescita del settore delle costruzioni, dove la creazione di posti di lavoro è stata significativa. Questo andamento ha rispecchiato l'orientamento della politica di bilancio che, in una prima fase, sino al 2023, ha sostenuto la domanda del settore attraverso gli incentivi fiscali alle ristrutturazioni, mentre nella fase più recente un contributo significativo è stato dato dalla ripresa delle opere pubbliche.

Altri spunti d'interesse emergono considerando gli stessi andamenti sulla base del numero di persone occupate piuttosto che le ore lavorate. In particolare, i dati sulla crescita degli occupati nelle diverse classi di età mettono in luce come in Italia gli aumenti occupazionali siano stati più accentuati nelle classi di età dei lavoratori con più di 50 anni di età.

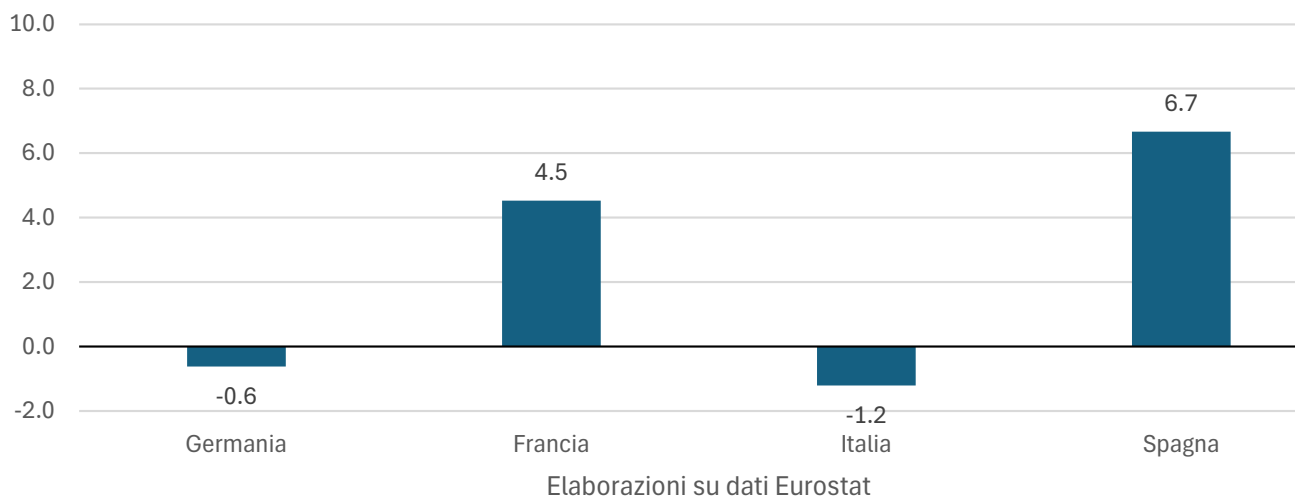
L'aumento del numero di occupati in età avanzata rispecchia la sovrapposizione di due fenomeni.

Il primo, rappresentato dalla consistenza numerica degli occupati in queste coorti, derivante dal fatto che si tratta di coorti numerose, formate dai nati fra la fine degli anni Cinquanta e la prima metà negli anni Sessanta, e segnate da tassi di attività crescenti per effetto della femminilizzazione del mercato del lavoro italiano degli anni Ottanta.

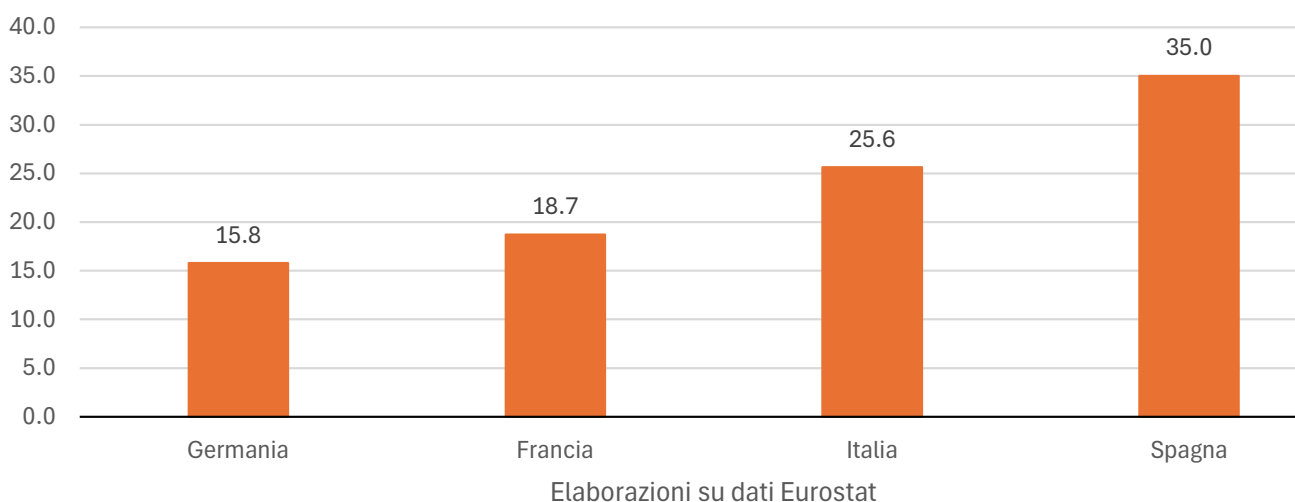
Il secondo fenomeno, dovuto all'aumento del tasso di attività per queste classi di età, è legato soprattutto allo spostamento in alto dell'età di pensionamento a seguito dei cambiamenti nelle regole previdenziali.

In definitiva, vi sarebbe un effetto positivo sull'offerta di lavoro legato al posticipo dell'età di maturazione del diritto alla pensione, quindi più che di nuovi o maggiori occupati bisognerebbe parlare di prolungamento dell'occupazione in tali coorti.

Occupati under 55: var % 2019-2025



Occupati over 55: var % 2019-2025



L'ipotesi che in questa fase la crescita occupazionale abbia trovato un sostegno anche nell'evoluzione dell'offerta di lavoro è assecondata dal fatto che in questi anni la crescita salariale in Italia è risultata molto debole.

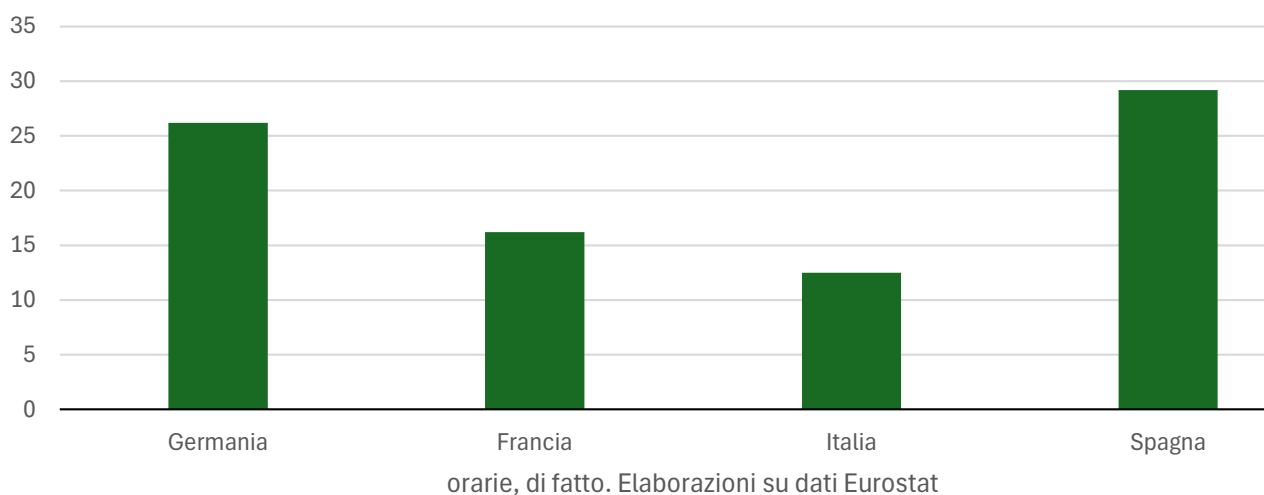
Riguardo alle dinamiche salariali elementi di interesse emergono dal confronto internazionale, che mostra un ampio divario nell'andamento delle retribuzioni in Italia rispetto agli altri Paesi europei, tanto in termini nominali, quanto in termini reali.

Confrontando, come in precedenza, i dati della prima metà del 2025 con i valori medi del 2019, le differenze fra i Paesi in termini di crescita delle retribuzioni nominali per ora lavorata risultano molto ampie: si va dal 12% dell'Italia, al 16% della Francia, al 26% della Francia, e sino al 30% della Spagna.

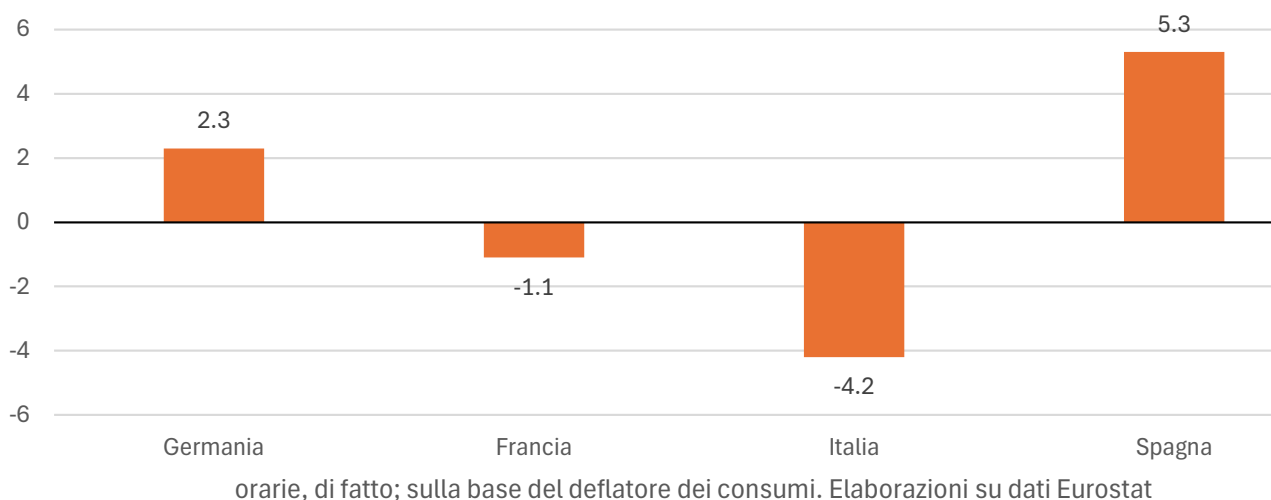
I differenziali fra i Paesi restano ampi anche considerando gli andamenti dei salari reali, dato che i tassi d'inflazione cumulati in questo stesso periodo hanno registrato differenze modeste fra i quattro Paesi considerati.

Ne risulta quindi che in termini reali i salari in Italia e Francia non hanno recuperato ancora le perdite subite a seguito della crisi energetica del 2021-22.

Retribuzioni: var % 2019-2025



Retribuzioni reali: var % 2019-2025



Spunti di interesse emergono infine considerando i differenziali salariali fra i settori produttivi. Sulla base dell'andamento degli indici delle retribuzioni contrattuali, emerge l'apertura di un vero e proprio ventaglio retributivo con andamenti molto diversi a seconda dei settori.

Nella tavola seguente si fa riferimento agli indici delle retribuzioni per tipo di contratto e si confronta, in analogia con le elaborazioni dei grafici precedenti, l'anno precedente la pandemia con i livelli della prima metà del 2025. Naturalmente alcune differenze nelle dinamiche dei contratti possono dipendere dal fatto che i tempi dei rinnovi non sono gli stessi. Tuttavia, gli ordini di grandezza delle variazioni intervenute nel periodo considerato sono ampi, e sufficienti per avanzare alcune prime riflessioni.

In particolare, differenziali nelle dinamiche salariali così ampi fra i settori evidenziano di fatto l'abbandono dello schema delle politiche salariali che aveva guidato la contrattazione nel passato decennio. L'idea era quella di guidare i contratti nazionali utilizzando un riferimento comune per i diversi settori, rappresentato dalle previsioni effettuate ogni anno dall'ISTAT riguardo all'indice dei prezzi al consumo armonizzati al netto dell'impatto dei prezzi dell'energia importata. La logica sottostante era quella di basare la contrattazione su un riferimento comune, per poi consentire andamenti differenti al momento della contrattazione di secondo livello.

Questa impostazione aveva sostanzialmente retto per un lungo periodo di tempo segnato da tassi d'inflazione molto bassi e frequentemente rivelatisi ex-post inferiori rispetto alle previsioni che avevano orientato gli aumenti nei rinnovi dei contratti nazionali. Questo schema viene messo in crisi con l'accelerazione dell'inflazione, che porta i settori più forti a realizzare un recupero salariale completo della maggiore inflazione (in alcuni casi perché i contratti incorporavano esplicite clausole di indicizzazione ai prezzi, come per i metalmeccanici) rispetto ad altri che invece non sono riusciti a tenere il passo dei prezzi.

Tra i gruppi di contratti riportati nella tavola, si osservano incrementi particolarmente contenuti nel commercio e nei pubblici esercizi (bar, ristoranti, alberghi), mentre gli aumenti maggiori interessano i metalmeccanici e le banche.

Quello del credito è l'unico contratto nazionale che è riuscito a tenere il passo degli aumenti dei prezzi; d'altra parte, le banche hanno riportato utili record e i maggiori gruppi bancari hanno dettato la linea della contrattazione, a fronte di profondi cambiamenti in atto nella relazione con la clientela e nell'uso delle tecnologie.

In questo quadro generale, può essere utile evidenziare le dinamiche retributive del pubblico impiego, soprattutto nell'ottica dei documenti di finanza pubblica. In generale, la politica salariale nel pubblico ha giocato un ruolo determinante nell'azione di risanamento dei conti pubblici, con una riduzione dell'incidenza della spesa per redditi da lavoro sul PIL che si è portata sui minimi storici.

Indice della retribuzione contrattuale oraria per gruppi di contratto

*Totale dipendenti al netto dei dirigenti
var % 2019 - I sem 2025*

Totale economia	11%
Agricoltura	13%
Alimentari	15%
Tessili, abbigliamento, pelli	10%
Chimiche	12%
Metalmeccanica	18%
Edilizia	12%
Commercio	7%
Trasporti	11%
Pubblici esercizi e alberghi	7%
Credito e assicurazioni	19%
Pubblica amministrazione	9%
Inflazione al consumo (Nic)	19%
Excl energy	15%
Exc food, alcohol, energy, tabacco	12%

Elaborazioni su dati ISTAT

Lo scenario economico per l'economia italiana del DPFP

Lo scenario macroeconomico del DPFP recepisce le incertezze della fase attuale. Difatti, pur tenendo conto di alcuni segnali di stabilizzazione del ciclo emersi nei mesi scorsi, le previsioni di crescita non migliorano rispetto allo scenario proposto nel DFP di aprile.

Rispetto alle previsioni di aprile, la crescita del PIL viene rivista leggermente al ribasso, di un decimo all'anno nei tre anni 2025-27. Nel quadro tendenziale si osserva anche una leggera revisione al ribasso della variazione del deflatore del Pil, di due decimi nel solo 2026. Nel complesso, fra il 2025 e il 2027 si cumulerebbe un differenziale di crescita del PIL nominale di cinque decimi rispetto alla crescita prevista nel DFP di aprile. D'altra parte, la minore crescita prevista si applica ad un livello più elevato del PIL nominale di partenza, per via della revisione al rialzo operata dall'ISTAT, per cui a fine periodo il livello del PIL previsto nel quadro tendenziale del DPFP non è molto diverso da quello che il Governo aveva previsto ad aprile scorso.

Le valutazioni del quadro macroeconomico del Governo sono prossime alle stime dei maggiori previsori italiani e internazionali. Nel quadro tendenziale la crescita risulterebbe pari allo 0.5% quest'anno, allo 0.7% nel successivo biennio, per poi portarsi allo 0.8 nel 2028. D'altra parte, le previsioni del DPFP condividono con altri scenari la necessità di valutare andamenti che attualmente paiono molto incerti, ed in particolar modo a causa del deterioramento dello scenario economico internazionale.

Non a caso, la prima parte del periodo di previsione è segnata dalla sostanziale stagnazione delle **esportazioni**, che risentono del peggioramento del contesto internazionale e degli effetti del cambiamento delle politiche.

In secondo luogo, gli **investimenti fissi lordi** decelerano progressivamente, a partire da una fase positiva nel periodo iniziale. Si configura quindi una sorta di sostituzione fra investimenti ed export come elemento di sostegno dell'economia. In ogni caso, nello scenario del Governo verrebbe evitata una caduta nel 2028, dopo il termine del Pnrr, sebbene, come evidenziato più avanti nel commento al quadro di finanza pubblica, una parte significativa degli investimenti programmati nel Pnrr sia posticipata secondo i numeri del DPFP al periodo successivo alla scadenza formale del piano. In ogni caso, la crescita degli investimenti complessivi nel corso del 2028 presume una certa vivacità degli investimenti privati, considerando che nel quadro di finanza pubblica tendenziale il Governo indica un picco degli investimenti pubblici nel 2027 e una riduzione di quasi 5 miliardi nel 2028.

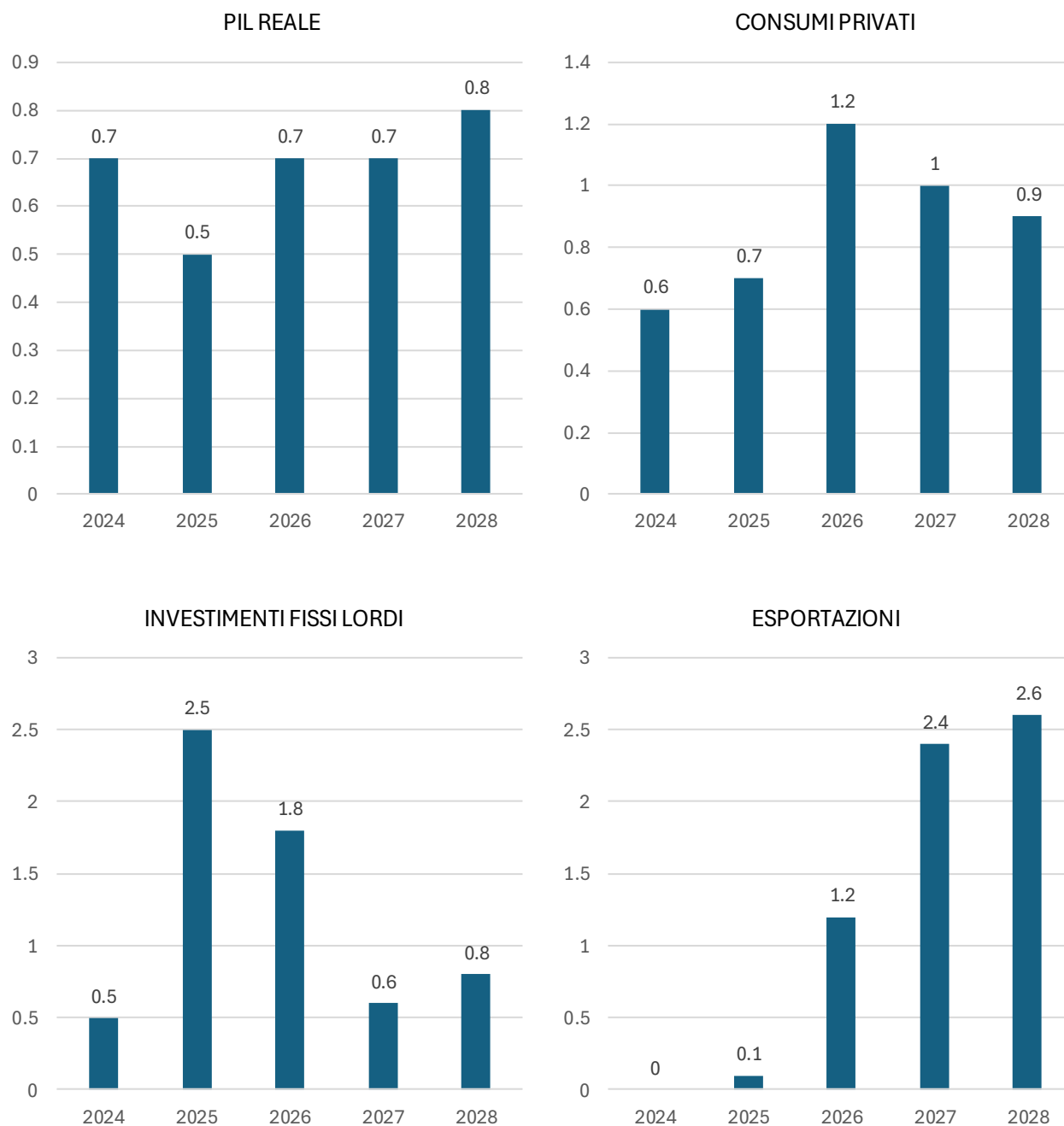
Il vero driver della crescita in questo quadro sarebbero i **consumi delle famiglie** che il DPFP vede rafforzarsi raggiungendo incrementi medi annui intorno all'1 per cento nella parte finale del periodo di previsione. Fra i fattori che supportano questa accelerazione vi è innanzitutto la prosecuzione della fase positiva del mercato del lavoro. L'**occupazione** difatti rallenta rispetto ai ritmi elevati degli ultimi anni, ma mantiene comunque tassi di crescita significativi. Un punto incerto del quadro delle previsioni riguarda la concreta realizzabilità di tale dinamica, considerando che nelle previsioni il tasso di disoccupazione è atteso scendere di neanche mezzo punto nei prossimi anni, il che presume una dinamica delle forze di lavoro prossima a quella degli occupati, un risultato che richiederà un

aumento della partecipazione, non garantito, alla luce delle tendenze demografiche avverse, e degli elevati flussi di giovani che continuano ad uscire dal Paese.

A favore dei redditi delle famiglie, nel primo triennio del periodo di previsione, gioca inoltre l'ipotesi di un recupero salariale. Il quadro del Governo mostra l'andamento dei redditi per occupato, che sono attesi aumentare più dell'inflazione quest'anno e il prossimo, per poi rallentare dal 2027.

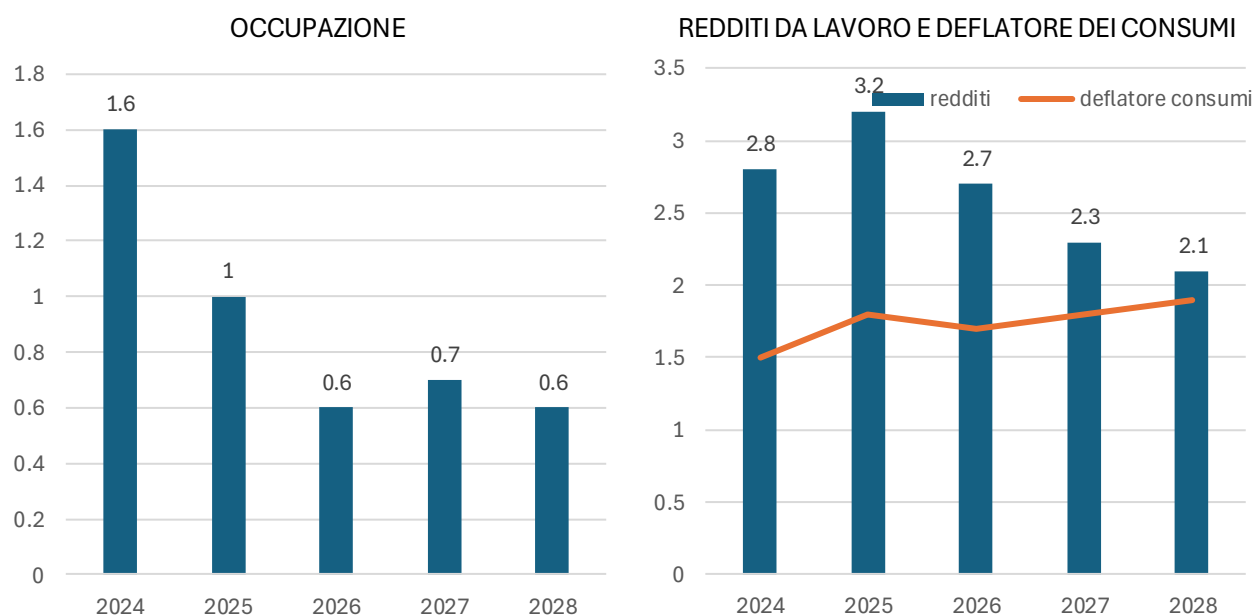
QUADRO MACROECONOMICO TENDENZIALE DEL DPFP, PRINCIPALI VARIABILI

variazioni %



QUADRO MACROECONOMICO TENDENZIALE DEL DPFP, MERCATO DEL LAVORO

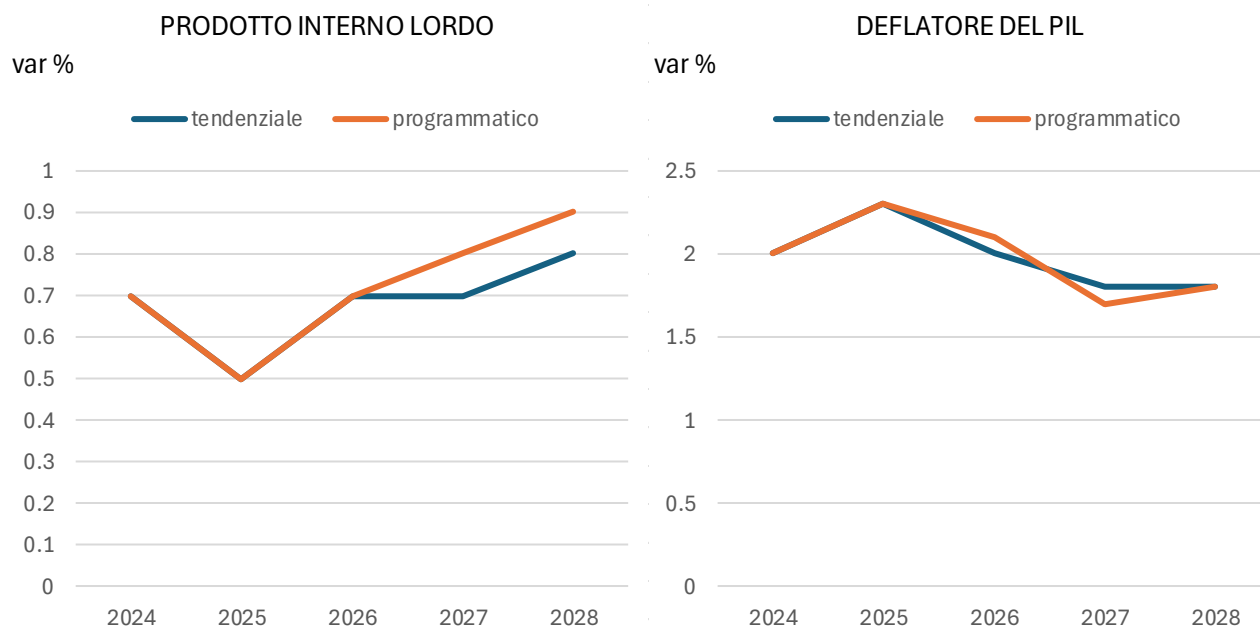
variazioni %



Le previsioni nel quadro programmatico

Dato questo scenario, il DPFP annuncia politiche economiche necessariamente vincolate al rispetto della traiettoria della spesa primaria netta. Per questo motivo, lo “spazio fiscale” a disposizione del Governo risulta limitato, tant’è che la maggior parte degli interventi previsti è accompagnata dall’ipotesi di una copertura, con effetti limitati sull’andamento dei saldi. Richiamando quanto evidenziato più avanti nel commento al quadro di finanza pubblica, non si evidenziano che degli scostamenti marginali fra quadro tendenziale e quadro programmatico dal punto di vista dei saldi, e lo stesso quindi è atteso avvenire per le previsioni di crescita. La variazione del PIL ne risulta difatti aumentata di un decimo nel 2027 e nel 2028, con un impulso dal lato della domanda che il DPFP concentra nell’andamento degli investimenti e dei consumi pubblici.

Gli effetti positivi che potrebbero derivare dal taglio Irpef sui consumi delle famiglie non sembrano avere riscontro nel quadro macroeconomico programmatico. In assenza di dettagli sulla composizione della manovra, si può ritenere che questo sia compensato da interventi di copertura di segno opposto ed entità simile.



Un ultimo aspetto da ricordare, in relazione agli impatti di variazioni delle politiche sulla crescita dell'economia, è la possibilità che anche l'Italia utilizzi la clausola di salvaguardia per le spese in difesa e sicurezza, che per ora non è stata inclusa nello scenario di finanza pubblica programmatico.

Come illustrato nel documento del Governo, l'Italia potrebbe attivare la clausola nei prossimi anni, ma in una misura inferiore rispetto ai margini concessi dalla Commissione, in quanto si manterrebbe come prioritario l'obiettivo di tenere di deficit al di sotto della soglia del 3 per cento. Dato questo vincolo, il Governo indica gli ordini di grandezza delle risorse che potrebbero essere destinate alle spese della difesa quantificandole nello 0,15% del PIL nel 2026 che salirebbero allo 0,3% nel 2027, sino a raggiungere il mezzo punto di PIL nel 2028.

Questo cambiamento nel quadro di finanza pubblica porterebbe presumibilmente ad alzare la crescita del 2027-28 di alcuni decimi. Gli impatti dipenderanno dalla composizione effettiva della domanda; sarebbero depotenziati soprattutto qualora tali spese si concretizzassero in un maggiore acquisto di armamenti dagli Stati Uniti, in linea peraltro con gli "accordi" del mese di agosto, traducendosi quindi essenzialmente in un aumento delle importazioni.

La nuova *governance* europea dopo un anno: un confronto fra le politiche dei principali Paesi

Lo scorso autunno, con la pubblicazione dei Piani strutturali di bilancio di medio termine, i Paesi UE hanno adottato obiettivi programmatici coerenti con le regole della nuova *governance* europea.

Tali Piani hanno nuovamente ristretto gli spazi a disposizione delle politiche di bilancio degli Stati membri dopo un periodo piuttosto esteso, durato dal 2020 al 2023, in cui il Patto di Stabilità era stato sospeso.

Proprio il fatto che si fosse reso necessario sospendere l'applicazione del Patto di Stabilità per un periodo lungo aveva confermato i limiti del sistema delle regole europee nell'affrontare i passaggi più critici per l'economia. D'altra parte, fra le critiche che avevano ispirato la riforma della *governance* vi erano alcuni aspetti del Fiscal Compact del 2012 che, pur definendo gli obiettivi di finanza pubblica in termini di saldi strutturali, aveva ugualmente portato alla adozione di politiche di carattere pro-ciclico, ovvero di segno restrittivo nei momenti di rallentamento della congiuntura economica. L'esperienza più difficile era stata quella dei Paesi periferici dell'Eurozona che, dopo la Grande crisi finanziaria, avevano visto peggiorare il quadro di finanza pubblica ed allargarsi gli spread, dovendo poi ricorrere ad aggiustamenti fiscali pesanti con la crisi dei debiti sovrani, superata solo grazie al cambio di regime della politica monetaria (il "*whatever it takes*" di Draghi).

In effetti, la nuova *governance*, pur prevedendo la possibilità di disallinearsi dagli obiettivi in presenza di eventi eccezionali¹, è stata costruita in modo da prevenire situazioni di pro-ciclicità della politica di bilancio, anche in condizioni non eccezionali. In particolare, oscillazioni cicliche dell'attività economica, tali da portare a miglioramenti o deterioramenti dei saldi di finanza pubblica, non comportano cambiamenti nelle politiche dei Paesi UE. Tale intento è raggiunto definendo gli obiettivi di finanza pubblica degli Stati sulla base dell'andamento di una variabile, la "spesa primaria netta", che non include al proprio interno variabili influenzate dal ciclo economico².

¹ La nuova *governance* prevede due tipi di clausole di salvaguardia (*escape clauses*):

Clausola di salvaguardia generale - Consente una deviazione temporanea dagli obiettivi di bilancio in caso di grave recessione nell'UE o nella zona euro o di circostanze eccezionali che colpiscono globalmente gli Stati membri;

Clausola di salvaguardia nazionale - Può essere attivata solo per lo Stato membro interessato, su sua richiesta e previa raccomandazione della Commissione. Serve a fronteggiare circostanze eccezionali al di fuori del controllo dello Stato, con forte impatto sulle finanze pubbliche. La sua attivazione è temporanea e non deve compromettere la sostenibilità di bilancio a medio termine.

² la spesa primaria netta viene definita come la spesa finale delle amministrazioni pubbliche, depurata delle seguenti poste:

- spesa per interessi sul debito pubblico;
- spese per programmi dell'Unione finanziati interamente da trasferimenti UE;
- spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi UE;

Si consente quindi che, a fronte di cambiamenti del quadro economico, gli Stati lascino operare pienamente gli stabilizzatori automatici del ciclo, ovvero permettano quelle fluttuazioni delle poste di bilancio che rispecchiano l'andamento dell'economia e che, per loro natura, tendono ad operare in direzione anticiclica³, ma che dovrebbero risultare neutrali rispetto all'andamento dei saldi nel medio termine.

Già nel 2025 prime deviazioni dai PSB, e la Germania rivede le regole nazionali

Già a pochi mesi di distanza dalla pubblicazione dei Piani sono però emerse non poche critiche rispetto alle regole, ritenute da alcuni Paesi troppo restrittive. I timori di una politica di bilancio eccessivamente restrittiva sono poi aumentati nella prima parte dell'anno a seguito dei ritardi della ripresa europea, e sulla scorta delle preoccupazioni relative al deterioramento del quadro economico internazionale. I problemi maggiori riguardano evidentemente quelle economie che avevano utilizzato ampiamente negli anni precedenti gli spazi fiscali concessi dalla sospensione delle regole e che, quindi, si sono ritrovate nella condizione di dovere avviare una fase di aggiustamento fiscale significativa. Inoltre, anche economie in una situazione di finanza pubblica più solida, hanno comunque margini di manovra molto limitati per affrontare spese di carattere non ordinario senza dovere trovare coperture adeguate.

Il tema ha acquisito un rilievo crescente nel dibattito sul finanziamento delle spese per la difesa a livello europeo, e sarà evidentemente altrettanto rilevante quando i Paesi europei dovranno avviare un programma di sostegno per la ricostruzione dell'Ucraina. Per questo genere di interventi in realtà sarebbe più indicato il finanziamento attraverso il bilancio Ue. Tuttavia, al momento, dopo l'esperienza del NGEU questa strada non sembra facilmente attivabile anche perché restano tutt'ora molto incerte le fonti di finanziamento autonome da parte della Ue.

D'altra parte, nel caso delle politiche della difesa, per ora queste restano prerogativa dei Governi nazionali, e quindi è abbastanza naturale che le rispettive spese ricadano ancora sui bilanci dei singoli Stati membri.

-
- componente ciclica della spesa per disoccupazione (sussidi);
 - misure discrezionali sul lato delle entrate (entrate fiscali straordinarie/una tantum);
 - misure una tantum e altre misure temporanee o non strutturali.

³ È questo, ad esempio, il caso delle entrate, che tendono a crescere di più nelle fasi di crescita del ciclo, o dei sussidi di disoccupazione, che aumentano nelle fasi di recessione. Non a caso, questo tipo di variazioni delle entrate o delle spese non rientra nel calcolo della spesa primaria netta.

Per queste ragioni, la scorsa primavera la Commissione UE ha dato la possibilità di deviazione dai target dei PSB allo scopo di consentire l'adozione di programmi finalizzati all'aumento delle spese per la difesa⁴.

In secondo luogo, un cambiamento importante nel quadro della politica di bilancio europea è stato l'annuncio di una svolta nella politica economica tedesca. La Germania ha difatti varato una riforma delle regole di bilancio nazionali⁵, che limitavano molto l'azione dei Governi tedeschi, essendo più restrittive di quelle europee.

Le nuove regole adottate in Germania sono invece più permissive di quelle europee. Se in passato la Germania presentava conti pubblici migliorativi rispetto a quanto richiesto in base alle regole europee, adesso evidenzierà saldi meno positivi, ad esempio portando il deficit sopra il 3 % del PIL. Ne potrebbe derivare quindi una situazione di conflitto, in cui la Germania si troverebbe comunque a adottare, in base alle regole europee, politiche meno espansive di quelle che sarebbero consentite dalle nuove regole nazionali.

Box - Quale impegno per la ricostruzione dell'Ucraina?

La ricostruzione dell'Ucraina sarà una delle principali sfide per la politica economica europea nei prossimi anni.

Gli ordini di grandezza dei danni subiti dall'Ucraina sono stimati nella *Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA4)*⁶ prodotta dal Governo ucraino insieme alla Banca Mondiale, la Commissione europea e le Nazioni Unite.

Secondo il rapporto, le stime dei danni diretti agli edifici e alle infrastrutture subiti dall'inizio della guerra ammontano a circa 176 miliardi di dollari, dei quali le voci principali sono quelle dei danni alle abitazioni (57 miliardi), alle infrastrutture di trasporto (37 miliardi), alle infrastrutture energetiche (20 miliardi), alle fabbriche ed alle attività commerciali (12 miliardi).

⁴ Diversi Stati hanno chiesto l'attivazione coordinata della clausola nazionale, secondo la quale vengono allentati gli obiettivi in via temporanea, per un periodo di quattro anni, allo scopo di consentire agli Stati di aumentare le spese per la difesa, sino ad un massimo dell'1,5% del PIL in eccesso rispetto agli obiettivi dei PSB.

⁵ In particolare, è stata eliminato il vincolo all'indebitamento introdotto nel 2009 (deficit strutturale < 0,35% del PIL e pareggio per i Länder); inoltre, le spese in difesa e sicurezza in eccesso rispetto all'1% del PIL sono esonerate dal limite dello 0,35% del deficit; è stato quindi annunciato un programma di investimenti in infrastrutture (energetiche, digitali, trasporti, stradali, ferroviarie, telecomunicazioni, abitazioni, sanità) pari a 500 miliardi di euro da spendere in 10 anni; infine, i Länder possono avere un deficit sino a 0,35% del Pil.

⁶ European External Action Service, World Bank & United Nations. *Updated Ukraine Recovery and Reconstruction Needs Assessment (RDNA4)*. 25 febbraio 2025.

I fabbisogni finanziari complessivi per la ricostruzione sono stimati in 524 miliardi di dollari, quasi tre volte il PIL ucraino del 2024. Questa stima comprende tutte le risorse ritenute necessarie per la costruzione di un'economia competitiva e per una ricostruzione secondo gli standard più moderni in termini anche di impatti ambientali ed emissioni clima alteranti.

La dimensione economica delle risorse in gioco è quindi straordinaria, anche perché, pur essendo possibile un coinvolgimento di risorse da parte del settore privato, le analisi correnti indicano la necessità di una quota maggioritaria di risorse pubbliche per completare le diverse fasi del processo di ricostruzione.

Al momento non è possibile avanzare congetture sulle prossime tappe, alla luce del fatto che le prospettive sono molto incerte, anche in relazione all'evoluzione del conflitto e ai tempi perché si arrivi alla fine della guerra, che purtroppo al momento si annunciano ancora lunghi.

È certo, comunque, che l'Unione europea dovrà svolgere un ruolo importante nella ricostruzione e nelle politiche a sostegno della ripresa economica dopo la guerra.

Attualmente sono erogati sostegni per affrontare le emergenze. Lo strumento adottato nella fase iniziale è la *Ukraine Facility*, un meccanismo finanziario a favore dell'Ucraina, creato per il periodo 2024–2027, con una dotazione di 50 miliardi di euro. Questo strumento ripercorre l'esperienza del NextGenerationEU e costituisce il precedente più rilevante, soprattutto per quanto concerne l'emissione di debito comune e i meccanismi di condizionalità per l'erogazione delle risorse, legati a trasparenza e riforme strutturali.

I 50 miliardi di risorse sono ripartiti per circa un terzo in *grants*, mentre per due terzi sono erogati nella forma di prestiti.

Naturalmente queste risorse possono coprire solo una frazione dei fabbisogni. Nei prossimi anni le risorse da stanziare saranno ben maggiori. Sarà anche importante il coinvolgimento di altri partner, come la Bei, il Fmi, e, eventualmente, altri Paesi.

Tuttavia, è certo che una quota importante delle risorse dovrà essere stanziata dai Paesi europei, soprattutto se si considera che il percorso politico avviato punta all'ingresso dell'Ucraina nella Ue. Questo aspetto evidentemente condiziona le modalità di supporto finanziario, considerando che l'Ucraina si troverebbe a beneficiare di risorse all'interno del bilancio ordinario della Ue. Dopo l'ingresso nella UE- proprio per i bassi livelli di PIL pro-capite e per la dimensione demografica - l'Ucraina andrebbe ad assorbire una quota rilevante delle risorse del bilancio ordinario europeo, e questo potrebbe accadere con buona probabilità proprio a scapito di altre economie dell'Europa orientale, che stanno sperimentando negli ultimi anni tassi di crescita del PIL pro-capite significativi, e delle altre aree dell'Europa occidentale che attualmente ricevono trasferimenti netti positivi. Più in generale, il problema che si pone è che la disomogeneità dei livelli di sviluppo economico fra i Paesi UE porterebbe a concentrare le risorse su un numero più ristretto di Paesi e questo potrebbe poi in futuro ridurre il grado di adesione alle politiche europee degli attuali membri⁷. Un processo che

⁷ Bastasin C (2023) *Want Ukraine in the EU? You'll have to reform the EU, too.* In: Brookings. <https://www.brookings.edu/articles/want-ukraine-in-the-eu-youll-have-to-reform-the-eu-too/>

peraltro si era già visto chiaramente negli anni scorsi, con l'affermarsi di spinte antieuropeiste in alcune economie meno coinvolte nella prospettiva dell'allargamento ad est della Ue, e sfociate poi nella Brexit. D'altra parte, va ricordato che è in corso la revisione delle caratteristiche della politica di bilancio europea. Secondo la proposta della Commissione nel prossimo bilancio UE 2028-2034 le risorse per le politiche di coesione risulterebbero ridimensionate.

Nonostante l'impegno della UE a accelerare le procedure, in ogni caso i tempi per un ingresso dell'Ucraina non sono brevi, anche perché comunque sono necessarie riforme e modifiche legislative di rilievo anche da parte dell'Ucraina stessa, che non rispetta standard minimi in molti ambiti (sistema giudiziario, equilibrio fra i poteri, corruzione, influenza degli oligarchi nei processi decisionali)⁸.

Il processo di accesso alla UE dovrebbe comunque avvenire con tempi più rapidi rispetto alle esperienze storiche, sovrapponendosi quindi al periodo della ricostruzione, che comunque sarebbe già avviata in precedenza.

La trasformazione post-bellica dell'Ucraina sarebbe quindi un cambiamento straordinario, e come tale estremamente impegnativo, che interesserebbe le infrastrutture economiche, ma anche la struttura delle relazioni sociali e politiche del Paese. I Paesi UE avrebbero una grande responsabilità nel farsi carico della guida di questo cambiamento, anche perché proprio la leva delle risorse stanziata per la ricostruzione potrebbe accelerare tutti i processi di riforma interni all'Ucraina. La ricostruzione fornirebbe comunque di un potente stimolo espansivo per l'economia UE, tenuto conto che ha la stessa dimensione del piano straordinario infrastrutturale annunciato dalla Germania,

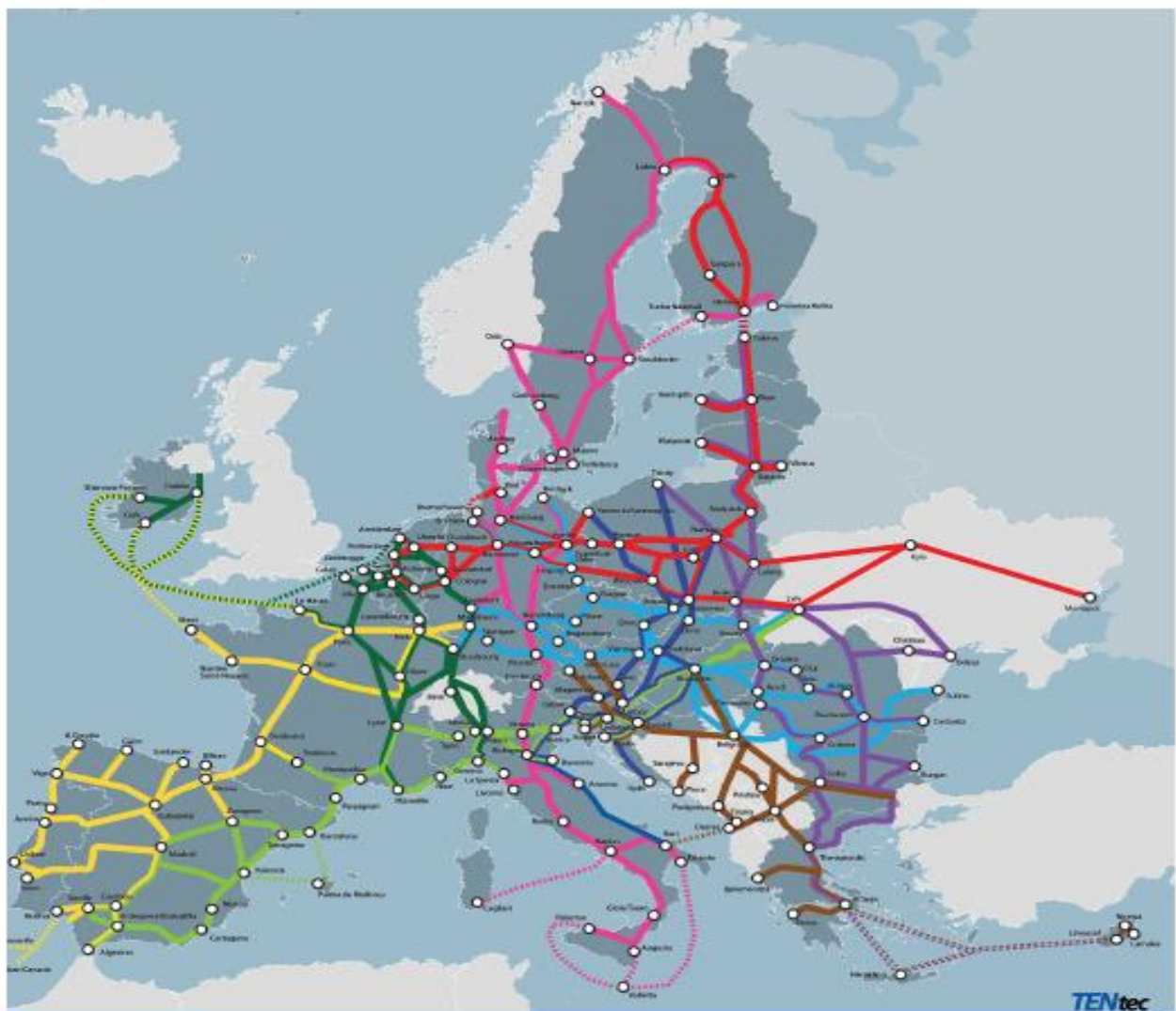
Va anche considerato, infatti, che i Paesi Ue, se vorranno impegnarsi con risorse significative nella ricostruzione, non potranno che trarre benefici dall'integrazione dell'Ucraina, anche alla luce della presenza di materie prime e risorse in campo agricolo del Paese, che fornirebbero un importante contributo all'Unione europea, che punta con le proprie politiche a rafforzare l'indipendenza strategica in questi ambiti.

D'altra parte, l'ipotesi di ingresso dell'Ucraina nell'Unione europea può consentire di programmare sin d'ora politiche ispirate a obiettivi di crescente integrazione economica. Un esempio al riguardo è costituito dalla rete europea di trasporto, la cosiddetta TEN-T. La TEN-T, *Trans-European Transport Network*, è una rete integrata di infrastrutture di trasporto multimodale (ferrovie, strade, porti, aeroporti, vie navigabili) che collega i principali centri economici e logistici, i nodi transfrontalieri e le periferie con i centri principali.

In particolare, nel luglio 2024 è stato deciso di estendere i corridoi europei di trasporto all'Ucraina e alla Repubblica moldova. Naturalmente, l'integrazione delle infrastrutture ucraine nella rete di trasporto europea richiederà importanti investimenti nei prossimi anni, e sarà un rilevante strumento di rafforzamento della competitività dell'economia ucraina e di integrazione con il tessuto produttivo europeo.

⁸ Darvas Z, Dabrowski M, Grabbe H, Moffat L, Sapir A, Zachmann G (2024) Ukraine's path to European Union membership and its long-term implications". In: Bruegel. 2024 03 07.

La rete principale del Trans-European Transport Network



- | | | |
|-------------------------------------|--------------------------------|---|
| ● ATLANTIC | ● SCANDINAVIAN - MEDITERRANEAN | ● MEDITERRANEAN |
| ● NORTH SEA - RHINE - MEDITERRANEAN | ● BALTIC SEA - ADRIATIC SEA | ● WESTERN BALKANS - EASTERN MEDITERRANEAN |
| ● NORTH SEA - BALTIC | ● RHINE - DANUBE | ● BALTIC SEA - BLACK SEA - AEGEAN SEA |

Il PSB della Germania

La Germania, data la crisi politica interna, che aveva portato ad elezioni anticipate lo scorso 23 febbraio, ha pubblicato il Piano Strutturale di Bilancio di medio termine solamente lo scorso luglio, seguendo una serie di interlocuzioni con la Commissione, con un processo analogo a quello che era stato seguito dagli altri Paesi l'anno scorso.

In particolare, la principale differenza rispetto ai PSB degli altri Paesi sta nel fatto che quello tedesco ha esplicitamente incorporato l'utilizzo della clausola di salvaguardia nazionale relativa alle spese per la difesa. Difatti, per allentare la politica di bilancio senza superare i limiti delle regole europee, la Germania utilizzerà da quest'anno, come altri 15 Paesi europei che hanno avanzato la relativa richiesta, gli spazi offerti dall'attivazione della clausola nazionale relativa alle spese per la difesa. In tal modo, la politica di bilancio annunciata dal Governo riesce ad essere più espansiva, mantenendosi entro i limiti definiti dalle regole UE. Evidentemente, se non fosse stata decisa in sede UE la possibilità di attivare la clausola di salvaguardia sulle spese per la difesa, la Germania non avrebbe potuto adottare il proprio programma senza superare il tetto del 3% per il deficit.

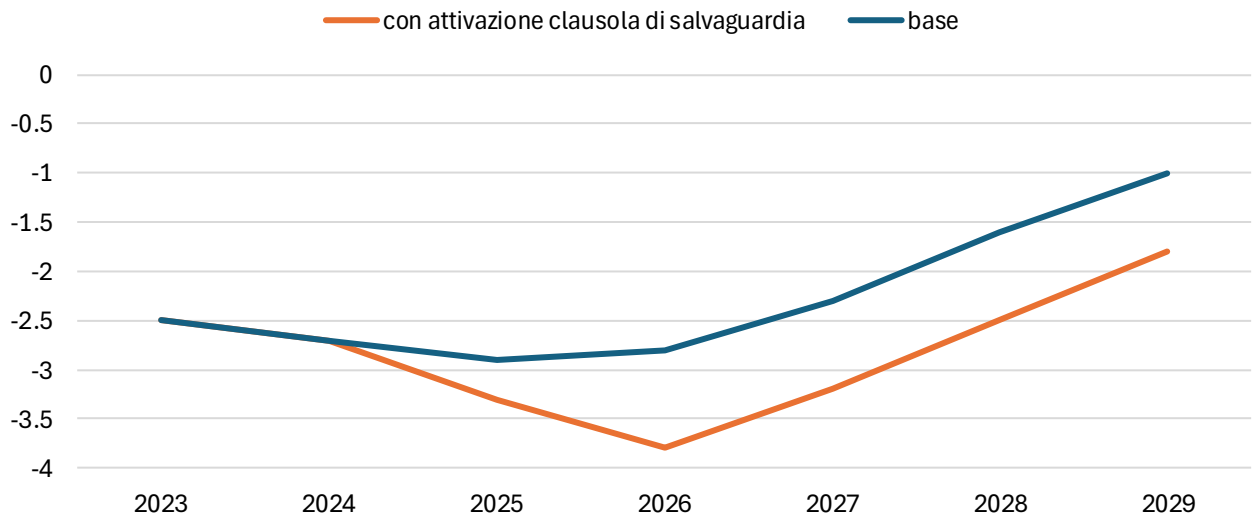
In particolare, nel PSB tedesco viene illustrato l'andamento delle principali poste di bilancio senza e con l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale.

Il profilo del rapporto deficit-PIL e del rapporto debito-PIL nei due scenari, con e senza attivazione della clausola, è illustrato nei grafici seguenti.

Lo scenario senza l'attivazione della clausola, e senza aumento delle spese per la difesa, vedrebbe un deficit sempre al di sotto del 3% del Pil. Nello scenario che prevede l'attivazione della clausola il rapporto fra deficit pubblico e PIL si porterebbe al di sopra del 3% sin da quest'anno, raggiungendo un picco del 3,8% l'anno prossimo. L'andamento del rapporto debito-PIL risulterebbe crescente nei prossimi anni. Tuttavia, il livello del rapporto resterebbe prossimo al 60% del PIL e si riporterebbe su un sentiero decrescente dal 2029.

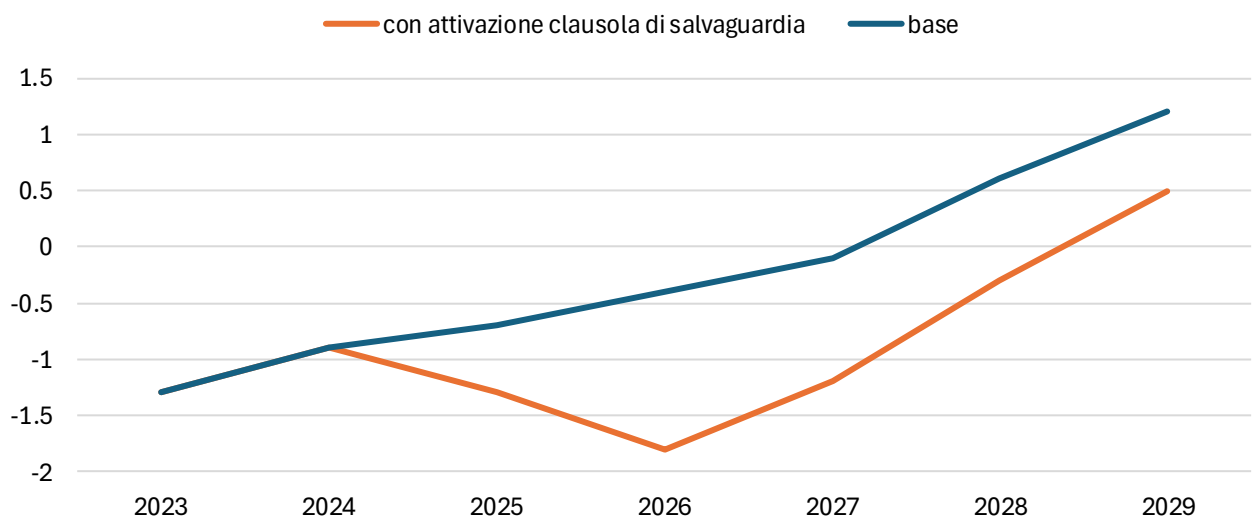
Le differenze fra i due scenari sono esplicitate in termini di andamento della "spesa primaria netta". La crescita di questa variabile risulta più elevata nello scenario con attivazione della clausola di salvaguardia di circa l'1,5% tanto nel 2025 quanto nel 2026. In particolare, una quota significativa delle maggiori spese è destinata agli investimenti attraverso l'istituzione di un fondo speciale per le infrastrutture e la neutralità climatica (SVIK), per quegli investimenti citati sopra.

Germania, rapporto deficit pubblico / Pil



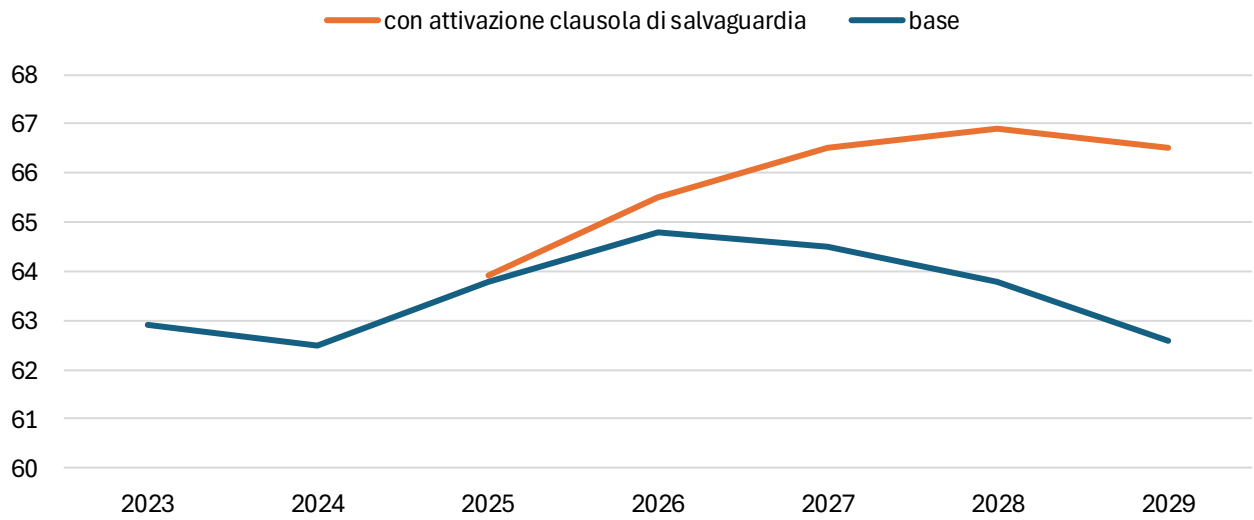
Fonte: German Medium Term Fiscal Structural Plan 2025-2029

Germania, saldo primario strutturale



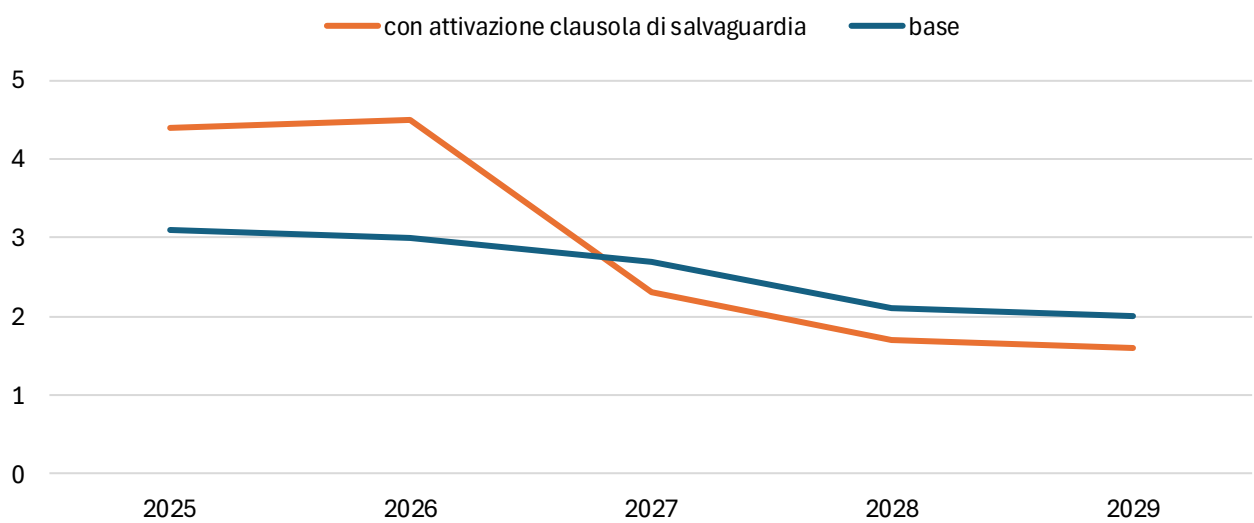
Fonte: German Medium Term Fiscal Structural Plan 2025-2029

Germania, rapporto debito pubblico / Pil



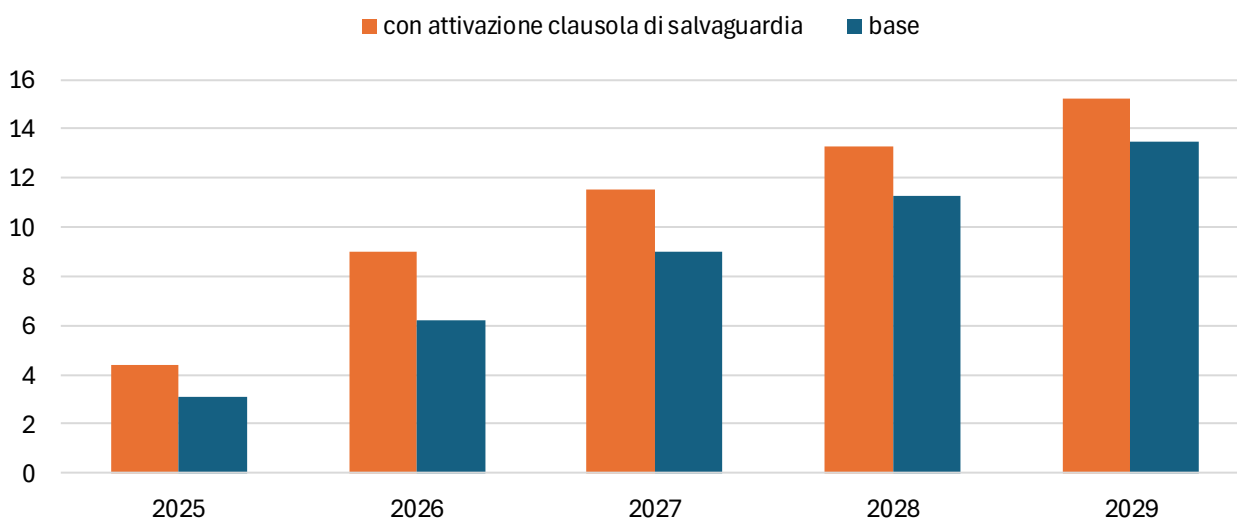
Fonte: German Medium Term Fiscal Structural Plan 2025-2029

Germania, tasso di crescita della spesa primaria netta



Fonte: German Medium Term Fiscal Structural Plan 2025-2029

Germania, incremento cumulato della spesa primaria netta



Fonte: German Medium Term Fiscal Structural Plan 2025-2029

Dinamiche della spesa netta: un confronto fra i maggiori Paesi UE

La dinamica della spesa netta del PSB tedesco non è immediatamente confrontabile con quella degli altri Paesi, proprio perché incorporando la possibilità di attivazione della clausola di salvaguardia nazionale di fatto il vincolo di bilancio europeo ne risulta allentato.

Nella tavola si mostra la dinamica della spesa netta secondo i PSB presentati ad ottobre dai maggiori Paesi europei⁹. Come si osserva, si tratta di tassi di crescita della spesa molto diversi a seconda dei Paesi.

Per comprendere tali differenze è utile richiamare brevemente la logica secondo la quale tale variabile è costruita. In generale, il punto di partenza è la Debt Sustainability Analysis, il cui obiettivo è quello di garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio termine. A partire dalla quantificazione del PIL potenziale di ciascun Paese, e considerando le dinamiche dell'inflazione previste, si quantifica la crescita della spesa che ne stabilizza il livello sul PIL a meno di variazioni compensative delle entrate di pari entità (quindi comprese nella definizione di spesa "netta").

In prima battuta, quindi, la crescita della spesa netta è tanto maggiore quanto maggiore la dinamica del PIL potenziale di ciascuna Paese. A ciò si devono aggiungere poi gli sforzi da compiere per il consolidamento dei conti, ovvero la variazione del saldo primario strutturale richiesta a ciascun

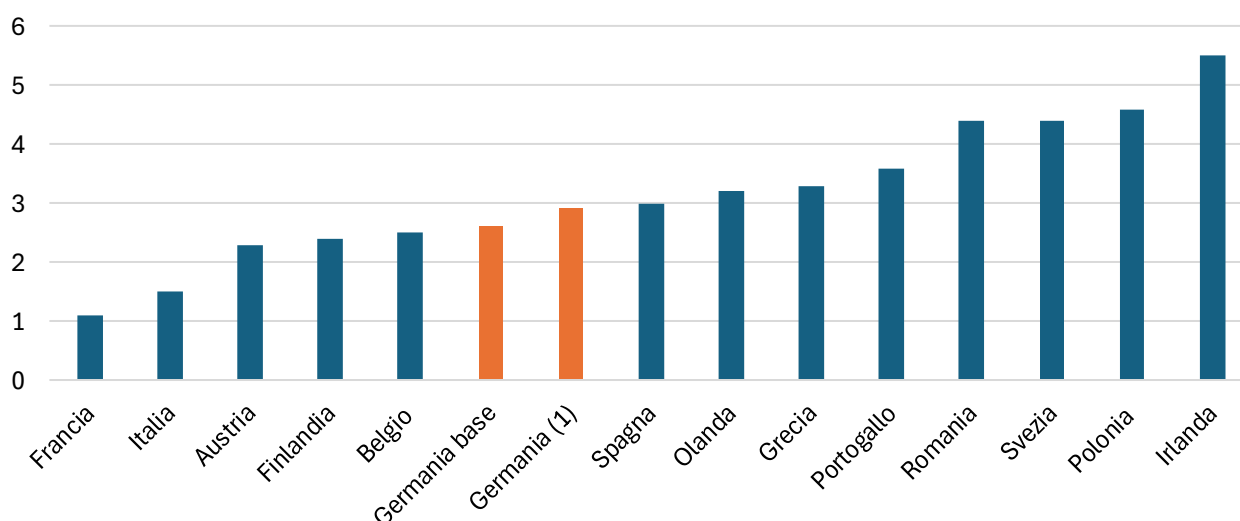
⁹ Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV), Implementation of the reformed Stability and Growth Pact.

Paese. Per economie che attualmente devono realizzare un percorso di correzione dei conti si può rendere necessario un periodo di crescita della spesa netta inferiore al PIL potenziale dell'economia.¹⁰

Dati questi fattori che contribuiscono a determinare il tasso di crescita della spesa netta, ne discendono dinamiche anche molto diverse a seconda dei Paesi UE.

Nel grafico si considerano i tassi di crescita medi annui di questa variabile per le maggiori economie europee; alcune delle economie riportate nel grafico hanno optato per l'estensione del Piano a sette anni¹¹, per cui si riporta la dinamica media del periodo 2025-31, mentre per le altre il periodo è il quadriennio 2025-28. Per la Germania si riportano due valori: il primo fa riferimento alla dinamica senza l'attivazione della clausola nazionale per le spese per la difesa, in modo da disporre di un confronto omogeneo con gli altri Paesi; il secondo si riferisce invece al caso con attivazione della clausola.

Tasso di crescita medio annuo della spesa primaria netta, maggiori Paesi Ue



(1) con attivazione della clausola di salvaguardia nazionale

Elaborazioni su Psb nazionali

Senza entrare nel dettaglio dei valori per ciascuna economia, il grafico mette bene in evidenza le differenze fra i tassi di crescita della spesa netta nei diversi Paesi. I valori più bassi caratterizzano Francia e Italia che non solo sono economie a bassa crescita, ma che hanno anche da realizzare un percorso di aggiustamento dei conti. La Germania ha un *trend* di crescita modesto, ma una posizione

¹⁰ Naturalmente questa impostazione deriva direttamente dal ruolo della DSA, che porta ad assumere che la dinamica del PIL potenziale sia esogena e indipendente dalle politiche di bilancio, mentre gli anni della crisi dei debiti sovrani e anche quelli della pandemia hanno dimostrato l'esistenza, soprattutto in fasi di ampie variazioni della stance fiscale, di un legame stretto tra la stance della politica di bilancio e quella della crescita effettiva che influenza la crescita potenziale.

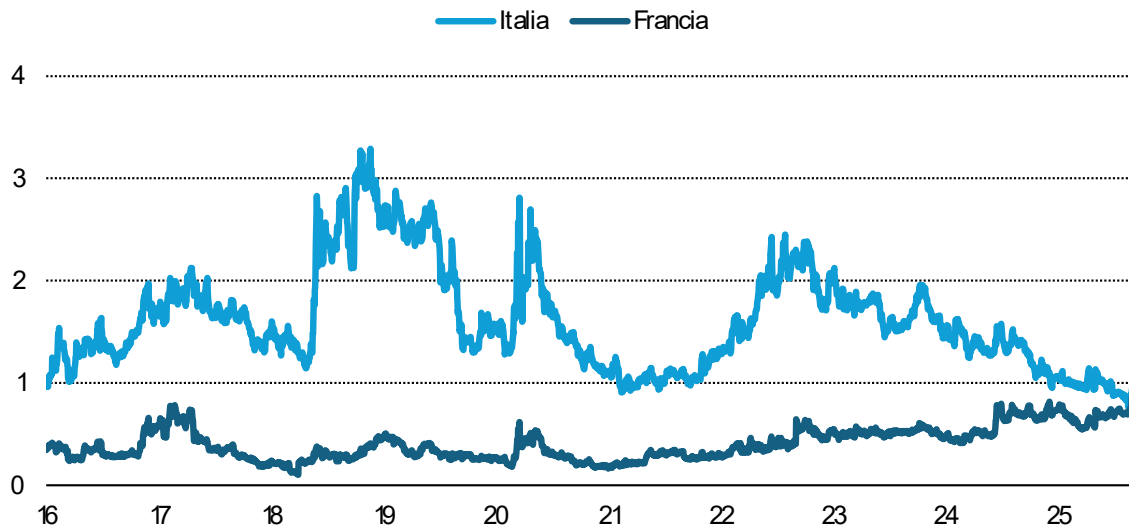
¹¹ Austria, Belgio, Spagna, Finlandia, Francia, Italia e Romaniaa.

di partenza dei conti solida e non necessita di una correzione rilevante: in media in Germania la spesa netta aumenterebbe quindi ad un tasso del 2,6%, a fronte di un valore pari appena all'1,1% in Francia ed all'1,5% in Italia. La dinamica è invece più sostenuta, e pari al 3%, nel caso spagnolo, che beneficia di una stima della crescita del PIL potenziale maggiore rispetto alle altre maggiori economie europee. Di fatto, si creano così circoli di restrizione-minor crescita-restrizione e espansione-maggior crescita-espansione difficili da interrompere e che ampliano i divari di crescita, innovazione, benessere tra i Paesi. Una forza centrifuga, dunque.

La situazione francese e italiana comporta una crescita della spesa che in termini reali risulta di segno negativo. Il quadro politico interno di questi due Paesi è però differente, e questo si traduce in un diverso commitment verso il rispetto degli obiettivi di finanza pubblica.

Nel caso francese gli obiettivi di bilancio si scontrano con la mancanza di una maggioranza parlamentare in grado di guidare un programma di politica economica ispirato da misure di correzione dei saldi di finanza pubblica. Bayrou ha fallito il voto di fiducia sul piano di bilancio l'8 settembre, e questo ha portato alla caduta dell'esecutivo. Le difficoltà politiche si riflettono quindi sulle scelte di politica economica, con evidenti effetti sull'andamento dello *spread* sui titoli di Stato francesi. Per ora le tensioni sono limitate, sia perché lo spread pagato dalla Francia è comunque ancora basso, sia perché non si osservano segnali di contagio verso altri Paesi.

Tassi d'interesse a 10 anni, spread rispetto alla Germania



Il quadro di finanza pubblica del DFPF

La riforma della governance europea ha comportato anche un cambiamento nei documenti presentati dal Governo; il Documento Programmatico di Finanza Pubblica sostituisce la Nota di aggiornamento al DEF (NADEF), e presenta l'aggiornamento del quadro tendenziale di finanza pubblica, tenendo conto non solo dell'aggiornamento del contesto macroeconomico, ma anche delle informazioni più recenti circa gli andamenti degli aggregati di rilievo per i conti pubblici.

Il Documento Programmatico di Finanza Pubblica (DFPF) contiene, oltre all'aggiornamento delle previsioni a legislazione vigente, anche un quadro programmatico, in coerenza con gli obiettivi fissati nel Piano Strutturale di Bilancio in termini di traiettoria di crescita della spesa netta, e che tiene conto delle intenzioni del Governo circa gli interventi di policy da attuare.

Come ricordato nella Premessa al DFPF, questo rappresenta la base per la costruzione della manovra per il prossimo triennio 2026-28, che sarà presentata nel Documento Programmatico di Bilancio (DPB). Pertanto, il DFPF non contiene un dettaglio fine delle misure che saranno introdotte ma, come già in precedenza la NADEF, consente di quantificare gli spazi di bilancio a disposizione e dà conto delle priorità di intervento.

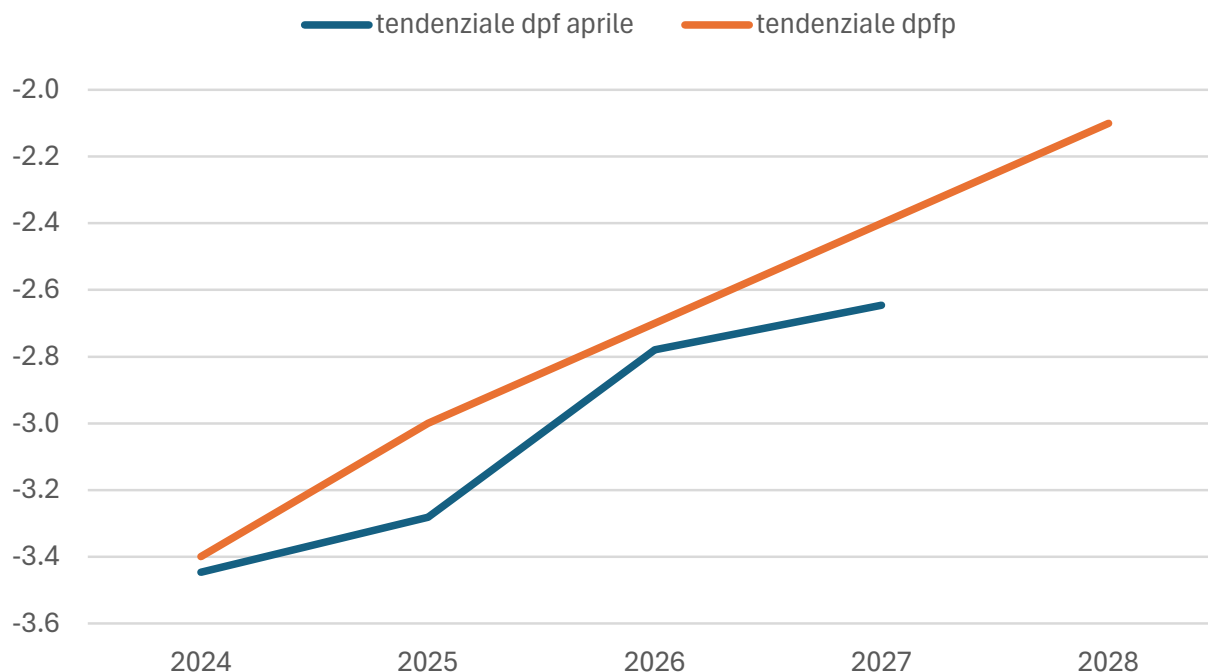
Aggiornamento del quadro tendenziale

L'aggiornamento dello scenario a legislazione vigente parte dai dati di consuntivo relativamente al 2024, rivisto in seguito alla recente release della contabilità nazionale da parte dell'ISTAT. In particolare, la nuova contabilità rivede in senso migliorativo sia il livello del PIL nominale, che dell'indebitamento netto per il 2024. Il rapporto tra deficit e Pil, però, non muta in misura percettibile, restando così al 3.4 per cento, stimato nel DFP dello scorso aprile.

Migliora invece in maniera più evidente la stima del disavanzo per il 2025, che ora è indicata attorno al 3 per cento del PIL (quando il DFP lo stimava al 3.3 per cento), anche per effetto di un denominatore più elevato, grazie al PIL nominale più alto dopo la revisione al rialzo per il biennio precedente, e soprattutto per effetto di andamenti più favorevoli di spese ed entrate.

Dal confronto dei quadri tendenziali, difatti, si evince come per il 2025 il miglioramento di 3 decimi di PIL del rapporto deficit/PIL sia dovuto ad un saldo migliore per 5.2 miliardi di euro. Il minor disavanzo deriva in misura sostanzialmente uguale da un maggior livello delle entrate (+2.7 miliardi di euro rispetto alle stime di aprile) e da minori spese rispetto alle stime iniziali (-2.6 miliardi).

Indebitamento netto



In particolare, tra le entrate è da segnalare un maggior gettito delle imposte indirette, come peraltro evidenziato dai dati delle entrate tributarie mensili, e che riflettono la maggior crescita dei consumi nominali nel 2025 rispetto alle stime di aprile, e dei contributi sociali, in coerenza con il buon andamento del mercato del lavoro italiano; inferiori alle stime, invece, sono le entrate in conto capitale.

Tra le uscite, si evidenziano risparmi nelle spese in conto capitale dovuti a minori contributi agli investimenti. Ciò potrebbe riflettere il non pieno tiraggio di alcuni incentivi per le imprese, come Transizione 5.0, in scadenza a fine anno e per i quali al 30 settembre risultavano ancora non impegnati circa due terzi delle risorse disponibili (4 miliardi sui 6.2 stanziati).

Altri risparmi di spesa riguardano i consumi intermedi nonché la spesa pensionistica, mentre superiori alle stime iniziali sono le spese per redditi da lavoro dipendente e investimenti pubblici.

Anche per il triennio 2026-28 le previsioni a legislazione vigente del DPFP risultano migliorative rispetto al Documento di aprile. Il saldo di indebitamento netto è atteso seguire un percorso di graduale riduzione, scendendo al di sotto del 3 per cento già dal 2026 (confermando e rafforzando quanto anticipato in aprile) e arrivando al 2.1 per cento nel 2028.

Nello scenario di previsione, il quadro tendenziale conferma l'aggiustamento via contenimento della spesa, che in termini di PIL scende di 1.3 punti percentuali, dal 50.6 per cento stimato per il 2025 al 49.3 nel 2028. Sono soprattutto le spese correnti primarie a ridursi in quota al Pil, di 0.9 punti percentuali, in particolare i consumi intermedi, i redditi da lavoro dipendente e le prestazioni sociali

diverse da quelle pensionistiche. In altre parole, il quadro tendenziale suggerisce, ancora una volta, una compressione delle voci di spesa non indicizzate ai prezzi, che solo con ulteriori provvedimenti di assegnazione di risorse potranno vedere innalzata un po' la propria dinamica.

Rispetto al DFP, il quadro non mostra differenze sostanziali: si osserva una compressione del deficit in termini di PIL più intensa nel 2024-25, frutto dei risparmi evidenziati nei monitoraggi, compensata però da un andamento più elevato nel biennio 2026-27.

La correzione delle spese nel quadro a legislazione vigente non è però esclusivamente a carico delle spese correnti primarie. Anche le spese in conto capitale vedono, nell'arco del periodo 2025-2028, una riduzione della propria incidenza sul Pil. Per una parte ciò riflette la normalizzazione dei contributi agli investimenti, dopo gli anni di spesa elevata a causa dei bonus edilizi; la legislazione vigente sconta peraltro il venire a scadenza di alcuni incentivi a favore delle imprese. Ma anche gli investimenti pubblici, a fine periodo, scendono ad un livello più basso, stimato al 3.5 per cento del Pil; per quanto in riduzione, è da rammentare che si tratta di un livello elevato rispetto anche solo agli ultimi anni, non distante da quanto registrato nel 2024 (3.6 per cento), in piena attuazione del PNRR.

Per quanto riguarda il PNRR, il DFPF rivede il quadro della spesa in linea con gli aggiornamenti dei cronoprogrammi. Vale la pena rilevare come tale aggiornamento presenta una distribuzione delle spese, in particolare per investimenti, più smussata rispetto alle previsioni di aprile. Per quanto sia confermato un picco di spesa nel 2026, la sua entità è sostanzialmente dimezzata rispetto al DFP, da 2 punti di PIL a 1.1; questo è evidentemente uno scenario che appare maggiormente realistico. Un altro elemento interessante da rilevare è che la spesa cumulata al 2026 risulterebbe pari, nel nuovo scenario tendenziale, a 138 miliardi di euro. Già nel Documento di Finanza Pubblica risultava una spesa cumulata inferiore ai 194.4 miliardi di euro del PNRR, pari a 170 miliardi di euro.

In effetti, nel DFPF viene ribadito che, data la natura performance-based dell'erogazione dei fondi, lo scenario sconta l'effettuazione di parte delle spese per investimenti legati al PNRR successivamente al 2026. Si tratta comunque di oltre 56 miliardi di euro, una cifra dunque significativa.

La crescita delle entrate in quota al PIL, invece, fornisce un apporto alla correzione dei conti pubblici nello scenario tendenziale sono fino al 2026, mentre nel biennio 2027-28 l'incidenza sul PIL si riduce lievemente, tendendo a tornare sui livelli del 2024. Si tratta comunque di livelli non trascurabili. Va inoltre sottolineato che, rispetto al DFP, il DFPF presenta uno scenario tendenziale caratterizzato da una pressione fiscale più elevata, che tocca il 42.8 per cento nel 2025 e che si riduce solo lievemente nel triennio di previsione.

Il quadro programmatico e la manovra

La nuova governance europea stabilisce un unico indicatore obiettivo da utilizzare per il monitoraggio della compliance rispetto alle regole, ovvero il tasso di crescita della spesa primaria

netta finanziata con risorse nazionali¹². Il Documento Programmatico di Finanza Pubblica presenta un aggiornamento della traiettoria tendenziale della spesa netta, da confrontare con la traiettoria obiettivo fissata nel Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine a settembre 2024.

La differenza del tasso di crescita della spesa netta a legislazione vigente e la traiettoria obiettivo permette di definire gli spazi di manovra a disposizione per interventi di politica economica, o, se positiva (quindi se la crescita risulta superiore alla traiettoria) indica quanto occorre correggere per ritornare sulla traiettoria.

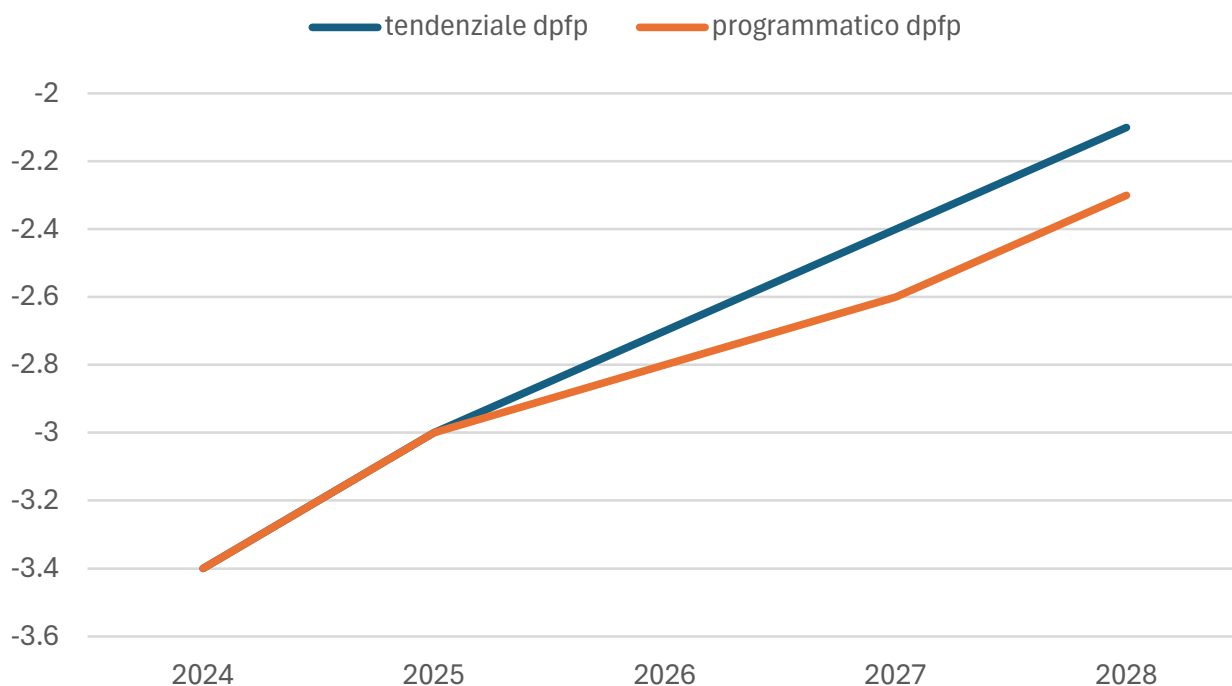
Il DPFPP aggiorna la traiettoria programmatica, coerentemente con la traiettoria del PSBMT fino al 2027, ma stabilendo per il 2028 un target di crescita massima inferiore al limite massimo stabilito nel Piano per motivi prudenziali.

Dall'analisi delle previsioni a legislazione vigente della spesa si evidenziano alcune deviazioni rispetto alla traiettoria. In particolare, la crescita della spesa netta nello scenario a legislazione vigente risulta lievemente superiore all'obiettivo nel 2026, mentre sarebbe lievemente inferiore nel 2027 e 2028. Ciò consente di evidenziare alcuni margini da utilizzare per finanziare interventi di policy nel biennio 2027-28 (in misura più ampia nel 2027), mentre per il 2026 il confronto evidenzia la necessità di attuare misure di correzione per il lieve disallineamento nella traiettoria.

Il saldo di indebitamento netto derivante dallo scenario programmatico coerente con la traiettoria obiettivo presenta quindi un leggero peggioramento rispetto al profilo delineato nel quadro tendenziale. Il disavanzo programmatico presenta uno scostamento pari a un punto decimale nel 2026 e 2 nel 2027 e nel 2028; tale spazio, per quanto modesto, sarà utilizzato per finanziare alcune misure espansive.

¹² Spesa pubblica primaria corretta per gli effetti automatici del ciclo economico, finanziata esclusivamente con risorse nazionali. Si calcola a partire dalla spesa primaria, escludendo la spesa finanziata con fondi europei, le spese una tantum per misure straordinarie o temporanee, e le prestazioni sociali legate al ciclo (non discrezionali), come le spese per disoccupazione, e a questa si tolgono le misure discrezionali dal lato delle entrate (Discretionary Revenue Measures, DRM), al netto delle entrate una tantum.

Indebitamento netto



La manovra includerà anche le misure per correggere il disallineamento nella traiettoria di crescita della spesa netta al 2026.

Oltre a ciò, la manovra, la cui entità è stata indicata approssimativamente attorno allo 0.7 per cento del PIL in media all'anno per il triennio, comporterà altri interventi, in buona misura coperti, dato il modesto valore dello scostamento. La copertura dovrebbe essere prevalentemente (al 60 per cento, secondo quanto riportato) via misure sul lato delle spese, mentre la restante parte dal lato delle entrate.

Possiamo stimare, sulla base delle indicazioni fornite e di alcune ipotesi, che la manovra comporterà mediamente impegni nell'ordine dei 17 miliardi di euro, confermando così le anticipazioni di una manovra di entità contenuta. Le riduzioni di entrate ammonterebbero mediamente a poco meno di 10 miliardi all'anno, mentre le maggiori spese potrebbero aggirarsi attorno ai 6.5 miliardi.

La manovra comporterà anche una rimodulazione, a parità di tasso di crescita del totale della spesa netta, delle singole componenti, per perseguire finalità specifiche di politica di bilancio.

Tra le priorità di intervento elencate nel DPFP si ricordano: la ricomposizione del prelievo fiscale riducendo il carico sui redditi da lavoro; il rifinanziamento del fondo sanitario nazionale; le ulteriori misure di incentivo agli investimenti delle imprese, a stimolo e garanzia della competitività, in continuità con gli interventi già approvati (come Transizione 5.0); l'incremento delle misure a sostegno della natalità e della conciliazione vita-lavoro; infine, il finanziamento con risorse nazionali degli investimenti pubblici, per preservarne il livello.

Gli investimenti finanziati con risorse nazionali dovrebbero raggiungere nel 2027 il 3.6 per cento del Pil; ciò, unitamente alla previsione che parte degli investimenti del PNRR saranno realizzati dopo il 2026, comporta un andamento degli investimenti nel 2027 sostenuto, e sicuramente molto superiore al livello previsto nello scenario a legislazione vigente (3.8 per cento). Se questo consente di attendersi che la temuta caduta degli investimenti pubblici nel 2027 non ci sarà, rimane però aperta la questione per il 2028, quando gli investimenti finanziati con risorse nazionali sono previsti in contrazione (il loro livello, in quota al Pil, è previsto scendere dal 3.6 al 3.4 per cento).

Ad ogni modo, il rispetto della traiettoria di spesa in concomitanza con investimenti finanziati con risorse nazionali, che almeno fino al 2027 potrebbero essere più alti di quanto implicito nel quadro tendenziale, suggerisce un'ulteriore ricomposizione della spesa a favore di quella in conto capitale, e quindi una compressione anche maggiore della spesa corrente, o perlomeno di alcune voci (non quella sanitaria, anche se è necessario capire di quanto sarà il finanziamento aggiuntivo al FSN per valutarla).

Un altro elemento che rimane sullo sfondo è quello che riguarda la spesa in difesa e sicurezza, per il momento non inclusa nel quadro programmatico. Come noto, con l'accordo a L'Aja di giugno 2025 i Paesi NATO si sono impegnati ad aumentare la propria spesa in difesa, portandola al 5 per cento del PIL entro il 2034; di cui il 3.5 per cento del PIL riguarda spese strettamente legate alla difesa, mentre la restante parte per misure per la sicurezza in senso più lato. Al momento, secondo le statistiche NATO, la spesa per la difesa italiana avrebbe raggiunto il precedente target, posto al 2 per cento del Pil, nel 2025.

L'Italia ha espresso interesse a aderire allo strumento finanziario SAFE messo a disposizione dalla Commissione Europea, finanziato con debito europeo; le sono stati assegnati 14.9 miliardi di euro. Ma è necessario elaborare un piano dettagliato da presentare entro la fine di novembre.

Pertanto, nella legge di bilancio non dovrebbero esserci programmi di spesa puntualmente definiti. Il DPFP presenta però una proiezione realistica della spesa in difesa e sicurezza aggiuntiva per il prossimo triennio. L'incremento dovrà essere graduale, per allinearsi allo sviluppo dell'offerta nazionale e all'adeguamento della capacità produttiva, onde evitare brusche accelerazioni che potrebbero risultare in maggiori importazioni e aumento dei prezzi. Inoltre, la gradualità dell'incremento della spesa dovrebbe, nelle sue intenzioni, scongiurare il rischio di spiazzamento di altre voci di spesa.

Secondo tale proiezione, la spesa in rapporto al PIL salirebbe di 0.15 punti percentuali all'anno nel 2026 e nel 2027 e di 0.2 punti nel 2028, arrivando così allo 0.5 per cento di PIL di spesa in difesa e sicurezza aggiuntiva nel 2028, pari a 12.2 miliardi di spesa in più.

Con queste spese aggiuntive non sarebbe più garantito il rispetto della traiettoria di crescita della spesa netta; pertanto, sarebbe necessario richiedere l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale (NEC, National Escape Clause). Ciò però comporterebbe che, alla fine del periodo di deroga il debito sarà più elevato, comportando quindi la necessità di sforzi aggiuntivi di aggiustamento.

Per tale motivo, nel DPDFP si afferma che è necessario effettuare ulteriori approfondimenti sul più ampio tema delle capacità di difesa e sulle compatibilità finanziarie prima di decidere se avvalersi della clausola di salvaguardia nazionale, e si rimanda comunque all'uscita dalla Procedura per Disavanzo Eccessivo.

Box - Il peso del *fiscal drag* negli ultimi anni

Il forte aumento dell'inflazione, soprattutto nel periodo 2022-23, ha portato l'attenzione sul drenaggio fiscale (o *fiscal drag*), fenomeno presente nel sistema di imposizione fiscale italiano, come in altri caratterizzati dall'assenza di un'indicizzazione automatica degli scaglioni di reddito. Il *fiscal drag* si manifesta come un aumento "nascosto" della pressione fiscale, generato dall'interazione tra un sistema di imposizione progressivo, scaglioni di reddito fissi (non indicizzati) e un contesto di alta inflazione.

Si ha drenaggio fiscale quando, in presenza di inflazione, si riscontra un incremento dell'incidenza fiscale. In un sistema impositivo progressivo, le aliquote d'imposta aumentano al crescere del reddito, suddiviso in scaglioni. Il fenomeno del *fiscal drag* si verifica quando le soglie degli scaglioni di reddito e le detrazioni di importo fisso non vengono adeguate automaticamente all'andamento dell'inflazione. L'assenza di una perfetta indicizzazione determina un effetto di trascinamento fiscale, in virtù del quale il sistema impositivo progressivo produce un aumento del prelievo che non riflette un effettivo incremento della capacità contributiva in termini reali.

In mancanza di indicizzazione delle soglie degli scaglioni, la crescita nominale dei redditi può comportare lo scivolamento verso scaglioni impositivi superiori, con l'applicazione di aliquote marginali più elevate, senza che vi sia stato un parallelo miglioramento del reddito reale. Il risultato è un incremento del carico fiscale effettivo. Nel caso invece in cui i redditi nominali non aumentino, o aumentino meno dell'inflazione, il carico fiscale rimane invariato mentre il potere d'acquisto diminuisce, risultando in un prelievo proporzionalmente più elevato rispetto alla capacità contributiva effettiva.

Un altro aspetto cruciale è l'erosione del valore reale delle detrazioni, delle esenzioni e delle deduzioni fisse, che perdono potere d'acquisto e riducono il reddito imponibile in misura inferiore rispetto a quanto farebbero in un contesto di stabilità dei prezzi.

Per i contribuenti, il *fiscal drag* costituisce un onere che erode il reddito disponibile come imposta implicita, con ripercussioni sia dal punto di vista macroeconomico che micro, dato che l'impatto non interessa ugualmente tutti i contribuenti, comportando così effetti redistributivi. In particolare, il drenaggio fiscale emerso negli ultimi anni ha colpito maggiormente i lavoratori dipendenti e i pensionati, e meno gli autonomi, dato che un numero non trascurabile di questi ultimi è assoggettato al regime di *flat tax* (che, non essendo progressiva, non risente del *fiscal drag*), salvo quando la crescita dei loro redditi è tale da superare le soglie identificate per il regime agevolato.

Dal punto di vista del bilancio il *fiscal drag* rappresenta un meccanismo automatico, e intrinseco al sistema fiscale, che aumenta le entrate tributarie senza che sia necessario un intervento esplicito di

incremento delle imposte, consentendo così di ottenere risorse aggiuntive. Quando l'inflazione è contenuta, come è stato a lungo negli ultimi due decenni fino alla pandemia, l'effetto del drenaggio fiscale è trascurabile, ma quando l'inflazione registra delle impennate diventa maggior evidente.

Le dimensioni del drenaggio fiscale sono state notevoli nel triennio 2022-24.

Stime recenti di Leonardi e Rizzo¹³ suggeriscono un impatto cumulato a regime sul 2024 (per effetto del *fiscal drag* osservato negli anni precedenti) pari a 25 miliardi di euro per i lavoratori dipendenti e i pensionati.

Va, infatti, tenuto presente che in assenza di interventi di sterilizzazione, gli effetti del *fiscal drag* si cumulano nel tempo. Altri lavori mettono in luce come l'efficacia di alcuni interventi di policy pensati per ridurre la pressione fiscale e consentire di alleggerire il carico sul reddito disponibile sia risultata parziale, per effetto del forte incremento dell'inflazione degli ultimi anni, e quindi del *fiscal drag*, oppure a causa di alcuni aspetti del loro disegno.

Nel rapporto annuale del 2024¹⁴, l'Ufficio Parlamentare di Bilancio ha analizzato l'impatto combinato degli interventi legislativi sull'Irpef e del *fiscal drag* per il periodo 2014-2024.

L'analisi mostra come, sebbene gli interventi normativi degli ultimi dieci anni (dal "bonus Renzi" sino alla recente revisione delle aliquote) abbiano avuto come obiettivo la riduzione dell'aliquota media effettiva lungo tutta la distribuzione del reddito, quando la valutazione è calcolata sullo scenario corretto per l'inflazione le conclusioni sono ribaltate.

A parità di potere d'acquisto, infatti, la maggior parte dei lavoratori dipendenti (senza carichi familiari) pagava nel 2024 aliquote medie maggiori rispetto al 2014¹⁵.

In altre parole, il drenaggio fiscale ha più che compensato le riduzioni determinate dalle riforme.

In un rapporto più recente¹⁶, l'UPB ha dedicato un'ulteriore analisi al fenomeno, evidenziando in particolare l'effetto paradossale della riforma introdotta con la Legge di Bilancio 2025 (specialmente la detrazione per i lavoratori dipendenti decrescente all'aumentare del reddito che sostituisce la precedente decontribuzione). Le stime dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio hanno evidenziato come tale misura abbia amplificato l'impatto del drenaggio fiscale, in senso quindi peggiorativo per i contribuenti.

¹³ Leonardi M., Rizzo L. (2025) Il *fiscal drag* migliora i conti pubblici. Ma chi paga? lavoce.info, 16 giugno 2025.

¹⁴ UPB (2024) Rapporto sulla politica di bilancio, giugno 2024.

¹⁵ Le elaborazioni hanno messo a confronto l'aliquota media effettiva su tre scenari distinti, al fine di isolare e quantificare l'incidenza delle diverse variabili: il primo (punto di partenza) è il regime fiscale valido nel 2014; il secondo è uno scenario in cui il regime fiscale del 2014 viene rivalutato a parità di potere d'acquisto, consentendo di simulare l'effetto puro dell'inflazione sui redditi; infine il terzo scenario è il regime fiscale valido nel 2024, che incorpora sia gli effetti del drenaggio che le riforme dell'imposta. L'analisi mostra che la differenza tra l'aliquota media effettiva nel regime del 2024 e quella del regime del 2014, rivalutata a parità di potere d'acquisto, riassume in modo efficace l'impatto netto dell'evoluzione fiscale sul carico dei contribuenti ed è positiva, segno che l'aliquota media effettiva è aumentata, nonostante le riforme, a causa del drenaggio fiscale.

¹⁶ UPB (2025) Rapporto sulla politica di bilancio, giugno 2025.

Questo perché la recente riforma ha reso il sistema più progressivo, soprattutto per effetto delle detrazioni decrescenti, e dunque maggiormente sensibile agli effetti dell'inflazione e dunque più esposto al *fiscal drag*.

Secondo le stime, con un'inflazione al 2 per cento il drenaggio fiscale atteso per il 2025 ammonterebbe a 3.3 miliardi di euro, in aumento rispetto ai 2.9 miliardi stimati per il regime 2022. L'aggravio netto (pari a 370 milioni di euro) si aggiunge al prelievo complessivo e colpisce soprattutto i lavoratori dipendenti, in particolare operai e impiegati. Come osserva l'Ufficio Parlamentare di Bilancio *"in un contesto in cui la dinamica retributiva è risultata già di per sé insufficiente a compensare l'inflazione, l'intensificazione del prelievo fiscale derivante dall'interazione tra inflazione e progressività rischia di erodere in misura significativa gli incrementi nominali delle retribuzioni"*.

Il paradosso è rappresentato da una misura che aveva l'intento di ridurre la pressione fiscale ma che ha avuto l'effetto collaterale di rendere il sistema più sensibile agli effetti dell'inflazione, generando maggior gettito da drenaggio fiscale, un paradosso che evidenzia come le misure di sgravio fiscale, pur benefiche nell'immediato, non risolvono il problema strutturale del drenaggio e possono addirittura intensificarlo nel lungo periodo se non accompagnate da un'indicizzazione automatica delle soglie.

Il problema del drenaggio fiscale è stato affrontato nei diversi ordinamenti fiscali con soluzioni differenti. Alcuni sistemi prevedono meccanismi di indicizzazione automatica delle soglie e delle detrazioni, al fine di sterilizzare l'effetto dell'inflazione e garantire la coerenza del prelievo con la capacità contributiva reale. Altri, invece, rinunciano a tali automatismi, utilizzando il *fiscal drag* come strumento implicito di consolidamento delle entrate pubbliche, approfittando della crescita nominale dei redditi per ottenere un incremento del gettito senza dover intervenire formalmente sull'aliquota legale. Quest'ultima scelta, di sostanziale inazione, per quanto contribuisca al riequilibrio dei conti pubblici, solleva alcuni interrogativi, sia di trasparenza (trattandosi di una sorta di imposta implicita, nascosta e non derivante da decisioni esplicite di *policy*) che di natura distributiva.

Se in parte il maggior gettito può essere restituito con sgravi fiscali, per evitare di cumulare ulteriore gettito si può operare una sterilizzazione del drenaggio fiscale, mediante una revisione normativa delle soglie degli scaglioni. Nulla però impedirebbe di osservare nuovamente il fenomeno del drenaggio fiscale in futuro, in caso di ulteriori fiammate inflazionistiche, a meno di interventi verso un'indicizzazione automatica delle soglie, come avviene in altri sistemi di imposizione

Si tratta però di uno strumento da attivare con cautela, come dovrebbe segnalare il caso francese, dove la proposta di congelare per un anno l'adeguamento all'inflazione degli scaglioni fiscali (oltre alle prestazioni sociali) nel tentativo di operare un risanamento dei conti pubblici ha portato a forti proteste e ad una crisi politica.

In altre parole, uno strumento automatico è per definizione irreversibile, a meno di una difficile sospensione per la quale occorre avere capitale politico da spendere, mentre una sterilizzazione non automatica, che si limiti a riconoscere quanto cumulato fino ad oggi, avrebbe il pregio di evitare un aggravio dell'imposta implicita a carico dei contribuenti, senza l'irreversibilità degli automatismi.