

Commissioni riunite  
V della Camera dei Deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione)  
e 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio)

**Audizione preliminare all'esame  
della *Nota di aggiornamento*  
del *Documento di economia e finanza 2020***

Testimonianza del Capo del Dipartimento  
Economia e statistica della Banca d'Italia

Eugenio Gaiotti

Camera dei Deputati  
Roma, 12 ottobre 2020

Signor Presidente, Onorevoli Deputati, Onorevoli Senatori,

ringrazio le Commissioni quinta della Camera e quinta del Senato per avere invitato la Banca d'Italia a questa audizione, nell'ambito dell'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza. Mi soffermerò soprattutto sulle tendenze recenti, sul quadro macroeconomico e sui programmi dei conti pubblici per il prossimo triennio.

## 1. Il quadro macroeconomico

Nell'economia globale, nell'area dell'euro e in Italia, dopo la caduta senza precedenti dell'attività nel secondo trimestre, si è avviato un recupero. Le misure eccezionali di politica economica hanno finora permesso di evitare gli scenari più avversi; le prospettive restano però incerte, condizionate dall'evoluzione della pandemia e fortemente dipendenti dalla prosecuzione delle misure di sostegno.

Nell'area dell'euro gli indicatori congiunturali segnalano un andamento dell'attività nel terzo trimestre in linea con la graduale ripresa delineata in giugno dall'Eurosistema; restano però molto ampi i margini di capacità inutilizzata, che hanno contribuito a spingere l'inflazione su valori negativi (-0,3 per cento in settembre).

Il Consiglio Direttivo della BCE in giugno ha rafforzato la dotazione del programma di acquisti per l'emergenza pandemica e ne ha prolungato la durata; in settembre ha confermato che manterrà, e aumenterà se necessario, l'orientamento accomodante della politica monetaria. Nell'ambito dei programmi dell'Eurosistema, la Banca d'Italia ha operato attivamente sul mercato italiano. Gli interventi di politica monetaria e le aspettative suscitate dall'accordo raggiunto sul programma *Next Generation EU* hanno contribuito a un deciso miglioramento delle condizioni monetarie e finanziarie.

*A partire dallo scorso 12 marzo è stato rafforzato il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (Expanded Asset Purchase Programme, APP), è stato introdotto un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) caratterizzato da ampi margini di flessibilità nel tempo, tra tipologie di attività e tra giurisdizioni. Per sostenere l'afflusso del credito alle famiglie e alle imprese sono stati migliorati i termini e le condizioni delle operazioni TLTRO3 ed è stata introdotta una nuova serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO) volte ad assicurare condizioni di liquidità distese nel mercato monetario dell'area. Sono stati anche allentati i criteri di idoneità e le misure di mitigazione dei rischi applicati alle attività conferibili in garanzia,*

*per consentire alle banche di beneficiare appieno dei prestiti dell'Eurosistema e per contenere le possibili conseguenze procicliche di eventuali declassamenti di titoli da parte delle agenzie di rating<sup>1</sup>.*

*A fine settembre, la consistenza dei titoli di Stato nel portafoglio della Banca d'Italia detenuti nell'ambito di questi programmi (APP e PEPP) era pari a 456 miliardi, 130 in più rispetto alla fine del 2019<sup>2</sup>.*

*I rendimenti dei titoli di Stato italiani sono scesi a livelli lievemente inferiori a quelli precedenti l'inizio della pandemia. Le imprese italiane hanno fatto fronte alle forti esigenze di liquidità aumentando il ricorso al credito bancario (cresciuto tra marzo e agosto di circa 50 miliardi, pari al 12 per cento in ragione annua), la cui disponibilità è stata sostenuta dalle garanzie pubbliche sui nuovi finanziamenti e dalle misure di rifinanziamento dell'Eurosistema.*

In Italia, tutti gli indicatori che osserviamo (tra questi i consumi elettrici e di gas, i flussi di traffico, i pagamenti al dettaglio) segnalano un recupero dell'economia nel terzo trimestre, più ampio di quanto avevamo stimato in precedenza, anche se non omogeneo tra i settori. Secondo le nostre valutazioni, la produzione industriale potrebbe essere cresciuta attorno al 30 per cento nel terzo trimestre, con un sostanziale recupero dopo il crollo osservato nei mesi di chiusura delle attività economiche. L'impatto della pandemia è invece più persistente nei servizi, che hanno segnato un recupero solo parziale.

*La produzione industriale è aumentata in agosto del 7,7 per cento sul mese precedente; la stima di un aumento nella media del trimestre estivo di circa il 30 per cento (da -16,9 nel secondo) incorpora anche le informazioni per settembre desumibili dall'andamento dei consumi elettrici, del gas distribuito al settore industriale, del trasporto di merci. Secondo i principali indicatori, il recupero avrebbe interessato anche i servizi, a seguito della parziale riapertura di molte attività e del buon andamento dei flussi turistici domestici, ma sarebbe stato meno pronunciato che nell'industria; è rimasta debole la componente estera del turismo, pur con segnali di ripresa in luglio. L'indice PMI dei servizi si è attestato nella media del periodo su valori compatibili con un recupero graduale dell'attività.*

Nel complesso (considerando anche la revisione al ribasso della stima del secondo trimestre effettuata dall'Istat), valutiamo che resti valida la proiezione che abbiamo pubblicato in luglio, che indicava una caduta del PIL attorno al 9,5 per cento nella media di quest'anno. Le prospettive restano però molto incerte. Resta rilevante il rischio che l'evoluzione globale della pandemia continui a ripercuotersi sulla fiducia di famiglie e imprese o resti debole la domanda globale.

*Le nostre indagini più recenti segnalano che non solo i nuclei con maggiori difficoltà economiche, ma anche famiglie che non prevedono di incorrere in perdite di reddito significative prefigurano riduzioni di spesa. Nell'indagine condotta tra la fine di agosto e l'inizio settembre quasi un terzo delle famiglie si attende di ridurre le spese per beni non durevoli (alimentari, abbigliamento, calzature, beni e servizi per la casa) nei prossimi tre mesi; la quota sale al 47 per cento tra le famiglie in situazione di difficoltà economica (che costituiscono il 23 per cento del totale delle famiglie). Nella nostra indagine trimestrale condotta in settembre le valutazioni delle imprese della situazione economica sono divenute più favorevoli, ma restano negativi i giudizi circa le condizioni per investire.*

---

<sup>1</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel marzo 2020*, in *Bollettino economico*, 2, 2020 e il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE*, in *Bollettino economico*, 3, 2020.

<sup>2</sup> Gli importi riportati sono valutati al prezzo di acquisto e sono al netto degli importi nominali rimborsati. I corrispondenti valori facciali, che rilevano ai fini della valutazione del debito delle Amministrazioni pubbliche, sono 415 e 121 miliardi.

Il quadro macroeconomico tendenziale presentato nella Nota di aggiornamento al DEF (che prefigura una caduta del PIL pari al 9,0 per cento nell'anno in corso, cui seguirebbe una ripresa del 5,1 per cento nel 2021, del 3,0 nel 2022, dell'1,8 nel 2023) è nel complesso coerente con lo scenario che ho appena delineato.

*La Nota presenta anche uno scenario in cui la recrudescenza dei contagi negli ultimi mesi dell'anno acuirebbe la contrazione del prodotto nel 2020, in misura pari a 1,3 punti percentuali, e attenuerebbe significativamente la ripresa del 2021, con una crescita 2,4 punti inferiore rispetto a quella del quadro di base.*

Le stime della Nota per quest'anno e per il prossimo si collocano all'interno del ventaglio delle valutazioni dei diversi osservatori censiti da *Consensus Economics*. Va sottolineato però che la dispersione eccezionalmente elevata che caratterizza l'insieme delle valutazioni illustra la dimensione dell'incertezza ancora prevalente; di fatto tutte le proiezioni restano analisi di scenario, dipendenti dalle ipotesi sulla pandemia e sui comportamenti.

*Secondo la media delle rilevazioni delle previsioni dei principali analisti raccolte in settembre da Consensus Economics, in Italia il PIL si ridurrebbe del 9,9 per cento quest'anno e crescerebbe del 5,6 per cento nel 2021. L'ampiezza del ventaglio di stime si è ridotta rispetto ai valori estremi osservati tra aprile e giugno, ma rimane pari a quasi tre punti percentuali per il 2020 (tra -11,5 e -8,3 per cento) e a quattro punti percentuali per il 2021 (tra 3,2 e 7,3). Nel settembre 2019, su un orizzonte di previsione corrispondente, l'ampiezza dell'intervallo era pari rispettivamente a 0,4 e 0,8 punti percentuali.*

In questo contesto, è importante che le politiche economiche diano certezze sull'orientamento di medio periodo. Nel quadro macroeconomico programmatico della Nota, le ampie misure espansive, che risultano dalla manovra di bilancio incluso l'utilizzo delle risorse del programma *Next Generation EU*, forniscono una spinta macroeconomica considerevole, innalzando la crescita di 0,9 punti nel 2021, 0,8 nel 2022, 0,7 nel 2023.

Secondo le nostre valutazioni, il “moltiplicatore fiscale” implicito in queste valutazioni appare plausibile; è di un ordine di grandezza coerente con una composizione degli interventi in cui abbiano ampio spazio gli investimenti pubblici, che hanno una capacità elevata di attivazione della domanda. Come la Banca d'Italia ha avuto modo di riferire in una precedente audizione<sup>3</sup>, l'effetto degli interventi sull'economia, per data dimensione e composizione, dipende in modo rilevante anche dai tempi di attuazione dei progetti di investimento e dalla misura in cui questi daranno luogo a una espansione del potenziale di crescita del Paese. Per ottenerne pieni benefici, anche nel medio termine, sarà quindi essenziale adoperarsi per accelerare i tempi di realizzazione degli investimenti e assicurare la qualità degli interventi.

---

<sup>3</sup> Per commenti dettagliati, cfr. *Audizione nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare ai fini dell'individuazione delle priorità nell'utilizzo del Recovery Fund* del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Camera dei Deputati, Roma, 7 settembre 2020.

## 2. I conti pubblici nel 2020

L'andamento dei conti pubblici nell'anno in corso ha riflesso l'emergenza sanitaria e la conseguente risposta di bilancio. Sulla base delle valutazioni ufficiali ex ante, gli interventi adottati a questo scopo avrebbero aumentato il disavanzo nel 2020 per oltre 6 punti percentuali del PIL. Il Governo stima che l'indebitamento netto nell'anno sarà pari al 10,8 per cento del PIL, 9,2 punti percentuali al di sopra del valore dell'anno precedente.

*Tale incremento sconta anche una spesa inferiore a quanto inizialmente stimato per alcune delle misure varate da marzo ed entrate fiscali migliori del previsto.*

Questo andamento è determinato dal peggioramento del saldo primario (per circa 151 miliardi). Il sensibile aumento della spesa primaria corrente (10,9 per cento) riflette soprattutto le erogazioni per gli ammortizzatori sociali. Si riducono anche le entrate fiscali (-7,7 per cento), dato il peggioramento macroeconomico e le rimodulazioni o cancellazioni di alcuni versamenti contenute nei decreti per l'emergenza. La spesa per interessi invece diminuisce (di quasi 2 miliardi), anche grazie alla riduzione dei rendimenti all'emissione che è stata osservata a partire dalla fine di marzo, dopo il rientro delle tensioni sul mercato italiano.

*Il costo medio del debito risulterebbe lievemente inferiore allo scorso anno (di circa un decimo di punto percentuale, risultando pari al 2,4 per cento).*

*A metà dello scorso febbraio il rendimento dei BTP a 10 anni era pari a circa lo 0,9 per cento; nella seconda decade di marzo è dapprima aumentato di oltre 150 punti, per poi ridursi dopo l'annuncio del Pandemic Emergency Purchase Programme della BCE, collocandosi intorno all'1,5 per cento. Dalla seconda metà di maggio il rendimento è ulteriormente diminuito, anche in seguito al raggiungimento dell'accordo su Next Generation EU. Nella giornata di venerdì il rendimento si è collocato allo 0,7 per cento.*

L'andamento dei dati di cassa finora disponibili – pur considerando che in questa fase la loro interpretazione è soggetta a molta incertezza – appare compatibile con questo quadro. Sulla base di questi dati, stimiamo che in media, escludendo gli effetti di operazioni che non hanno impatto sull'indebitamento netto e di disallineamenti temporali, in ciascun mese tra aprile e luglio il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL sia stato di oltre un punto percentuale al di sopra di quello dello stesso periodo dell'anno precedente. Sono valori coerenti con la stima del Governo per l'intero 2020, ipotizzando che lo scostamento prosegua a ritmi analoghi nell'ultima parte dell'anno.

La Nota prevede che nell'anno in corso l'incidenza del debito pubblico sul prodotto aumenti di oltre 23 punti percentuali, raggiungendo il 158 per cento. L'incremento è maggiore (di oltre due punti percentuali) di quello indicato nel DEF di aprile, soprattutto a seguito della revisione al ribasso delle stime di crescita del prodotto nominale.

*Rispetto alle stime del DEF, l'aumento del rapporto tra debito e prodotto riflette anche il più elevato disavanzo (meno di mezzo punto percentuale), una minore riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro (0,2 punti percentuali del PIL, contro 0,8 di aprile) e l'effetto (non quantificato nella Nota) delle operazioni finanziarie del cosiddetto Patrimonio Rilancio. Quest'ultimo, costituito con il decreto "rilancio", è un patrimonio destinato partecipato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) e gestito dalla Cassa di Risparmio di Roma, per l'acquisto di strumenti finanziari emessi dalle grandi imprese. Il fondo sarebbe alimentato dal conferimento di beni e rapporti giuridici da parte del MEF, che riceverebbe in contropartita quote di partecipazione nel fondo. In particolare, il MEF è stato autorizzato a trasferire al fondo titoli di Stato fino a un massimo di 44 miliardi; di questi, circa 4,5 miliardi sono stati destinati con il decreto "agosto" all'acquisizione da parte del MEF di partecipazioni azionarie in SACE. Le norme relative all'operatività del fondo sono ancora in via di definizione. La Nota non fornisce indicazioni circa la dimensione dell'impatto sul debito delle operazioni finanziarie del Patrimonio Rilancio.*

### **3. I saldi di finanza pubblica negli anni 2021-23**

*Il quadro tendenziale.* – Nel prossimo triennio, nelle stime della Nota, il quadro tendenziale dei conti pubblici prevede una progressiva riduzione del disavanzo; è una valutazione che appare nel complesso realistica alla luce del profilo macroeconomico sottostante.

L'anno prossimo l'indebitamento netto è previsto pari al 5,7 per cento, di circa 5 punti percentuali del PIL inferiore a quello dell'anno in corso. La riduzione riflette il venire meno delle misure discrezionali introdotte nel corso del 2020, che hanno natura prevalentemente temporanea, e gli effetti del miglioramento ciclico. Il disavanzo continuerebbe a scendere nei due anni successivi; il saldo primario raggiungerebbe un sostanziale pareggio alla fine dell'orizzonte di programmazione. La spesa per interessi in rapporto al prodotto, dopo una riduzione l'anno prossimo, rimarrebbe pressoché invariata.

*L'indebitamento netto tendenziale passerebbe dal 10,8 per cento del PIL stimato per il 2020 al 5,7 per cento nel 2021, al 4,1 per cento del PIL nel 2022 e al 3,3 nel 2023.*

*Nel quadro di finanza pubblica "con le nuove politiche" del DEF l'indebitamento netto del 2021 era stimato al 5,7 per cento del PIL. Il disavanzo primario è previsto essere più elevato di quanto stimato in aprile (2,4 per cento del PIL invece che 2,0), ma l'effetto sul saldo complessivo è compensato dalla minore spesa per interessi (3,3 per cento rispetto al 3,7 di aprile). Nel DEF non erano inclusi gli effetti del decreto "agosto", il cui impatto sull'indebitamento netto del 2021 è ufficialmente valutato in 5,3 miliardi (0,3 per cento del PIL ora previsto per quell'anno).*

*Il quadro programmatico.* – Quest'anno la programmazione di bilancio è più complessa perché dovrà incorporare l'utilizzo delle risorse previste nell'ambito del programma *Next Genera-*

tion EU (NGEU). Come è noto, il programma non è stato ancora definitivamente approvato a livello europeo e il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) è ancora in via di definizione<sup>4</sup>.

La Nota presenta comunque un quadro provvisorio dell'utilizzo delle risorse di NGEU, sia per le sovvenzioni sia per i prestiti. Nel prossimo triennio, il Governo intende impiegare 95,5 miliardi a valere sulla componente principale di NGEU (il Dispositivo per la ripresa e la resilienza, DRR); l'utilizzo sarebbe crescente nel tempo (21 miliardi nel 2021, 33,5 nel 2022 e 41 nel 2023) e sarebbe maggiore la quota rappresentata dalle sovvenzioni, al cui utilizzo, a differenza che per i prestiti, non corrisponde un aumento del disavanzo<sup>5</sup>. Nel successivo triennio l'utilizzo delle risorse diminuirebbe progressivamente (39,4 miliardi nel 2024, 30,6 nel 2025 e 27,5 nel 2026) e sarebbe prevalente la quota costituita da prestiti<sup>6</sup>.

*La Nota precisa che non tutti gli interventi finanziati con i prestiti NGEU determinano un aumento del disavanzo perché essi potranno in parte sostituire programmi di spesa già esistenti e in parte essere compensati da altre misure di copertura.*

Nel complesso, gli interventi programmati con la manovra di bilancio determinerebbero un aumento del disavanzo – rispetto allo scenario a legislazione vigente – di 1,3 punti percentuali di prodotto nel 2021 e di 0,6 punti nell'anno successivo, e una lieve diminuzione nel 2023. In rapporto al PIL l'uso delle sovvenzioni ammonterebbe a 0,6 punti percentuali nel 2021 e a 0,9 e a 1,4 punti nei due anni successivi.

*Il disavanzo si collocerebbe al 7,0 per cento del prodotto nel 2021 (dal 10,8 dell'anno in corso), continuerebbe a diminuire nel biennio successivo fino a raggiungere il 3,0 per cento. Secondo quanto riportato nella Nota, le stime per il 2021 non tengono conto (prudenzialmente) dell'impatto sui conti pubblici del miglioramento del quadro macroeconomico dovuto alle misure di bilancio; per gli anni successivi le stime includerebbero tale effetto, ma non ne viene indicata l'entità.*

Nel quadro della manovra, la Nota sottolinea che gli interventi diversi da quelli finanziati dal programma NGEU hanno l'obiettivo di continuare a sostenere l'economia, prima che il programma europeo possa esercitare tutti i suoi effetti. Si prevede di introdurre ulteriori misure a sostegno dei lavoratori e delle imprese dei settori più colpiti dalla crisi, di rendere permanente la riduzione del cuneo fiscale sul lavoro dipendente introdotto quest'anno, di

---

<sup>4</sup> Come indicato nella Nota, nella seconda metà di ottobre il Governo ha intenzione di presentare alla Commissione europea uno schema del Piano; quest'ultimo verrà poi finalizzato nel corso del 2021 interagendo con la Commissione stessa.

<sup>5</sup> La quota delle sovvenzioni crescerebbe da poco meno della metà nel 2021 a quasi due terzi nel 2023.

<sup>6</sup> Alle risorse del DRR si aggiungerebbe la quota italiana dei trasferimenti del programma NGEU veicolati attraverso il quadro finanziario pluriennale dell'Unione europea, stimati in circa 12 miliardi per il periodo 2021-26.

prolungare il taglio contributivo destinato al Mezzogiorno<sup>7</sup>; il Governo intende avviare la riforma fiscale sulla base di una legge delega. A parziale copertura di tutti questi interventi si prevede di rivedere e riqualificare la spesa corrente della Pubblica Amministrazione e di intervenire sui sussidi dannosi dal punto di vista ambientale.

Le risorse veicolate dal programma NGEU saranno invece principalmente destinate a finanziare interventi finalizzati al rilancio degli investimenti pubblici e all'attuazione di riforme volte ad aumentare la crescita potenziale. Secondo la Nota, il PNRR permetterà di riportare gli investimenti pubblici al di sopra dei livelli precedenti la crisi del 2008 e della media europea (cioè al di sopra del 3 per cento del prodotto).

*Gli investimenti pubblici erano pari al 2,3 per cento del PIL nel 2019 (3,0 nella media dei paesi dell'Unione europea); tra il 2004 e il 2008 si collocavano al 3,2 per cento; sono poi diminuiti a partire dal 2010.*

La Banca d'Italia ha sottolineato che il programma NGEU è un passo avanti di portata storica e che rappresenta un'occasione da non perdere<sup>8</sup>. L'efficacia degli interventi da finanziare con i nuovi fondi europei è decisiva per sostenere la crescita nel medio termine. Le misure introdotte nel corso del 2020 si sono concentrate sulla necessità di affrontare l'emergenza sanitaria e di contenerne i danni economici nel breve periodo: è un sostegno che ha permesso di evitare scenari peggiori e che resta necessario, ma, come illustrato in diverse occasioni<sup>9</sup>, la possibilità di rilanciare la crescita dipende dalla definizione e attuazione anche di misure in grado di elevare il potenziale produttivo e di rendere l'economia italiana più resiliente.

Gli interventi si concentreranno attorno alle missioni individuate dal Governo a metà settembre nelle linee guida del PNRR<sup>10</sup>; queste sembrano muoversi nella direzione delle priorità sulle quali la Banca d'Italia si è espressa in varie sedi, che includono il miglioramento della qualità e dei servizi offerti dalla pubblica amministrazione, la realizzazione di infrastrutture in settori ad alta innovazione, la salvaguardia del patrimonio naturale e storico-

---

<sup>7</sup> È previsto anche il rifinanziamento delle cosiddette 'politiche invariate' non incluse nella legislazione vigente (per circa 0,2 punti percentuali del PIL).

<sup>8</sup> I. Visco, *L'economia italiana e le banche: implicazioni della pandemia e prospettive*, Associazione Bancaria Italiana, Roma, 16 settembre 2020.

<sup>9</sup> Cfr. *Audizione nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare all'esame del Programma nazionale di riforma per l'anno 2020 e della Relazione al Parlamento predisposta ai sensi dell'art. 6, comma 5 della legge n. 243 del 2012*, Testimonianza del Capo del Servizio Struttura Economica della Banca d'Italia F. Balassone presso le Commissioni Riunite V della Camera dei Deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione) e 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Bilancio), Roma, 28 luglio 2020.

<sup>10</sup> Digitalizzazione, innovazione e competitività del sistema produttivo; Rivoluzione verde e transizione ecologica; Infrastrutture per la mobilità; Istruzione, formazione, ricerca e cultura; Equità sociale, di genere e territoriale; Salute.



artistico<sup>11</sup>. Una valutazione più approfondita del Piano sarà tuttavia possibile quando saranno disponibili i dettagli degli interventi.

#### 4. La dinamica del debito pubblico

*Gli anni 2021-23.* – Nei programmi del Governo, il rapporto tra il debito e il PIL scende nel prossimo triennio, portandosi alla fine del periodo al 151,5 per cento; la riduzione rispetto al 2020 è di 6,5 punti, di cui 2,4 nel 2021. Alla diminuzione dell'incidenza del debito sul prodotto contribuisce l'aumento del PIL nominale al denominatore, che più che compensa gli effetti di segno opposto del disavanzo e di altri fattori (che hanno impatto sul debito ma non sul disavanzo). Il differenziale tra l'onere medio del debito e il tasso di crescita del PIL nominale diventa negativo (in media a -3 per cento nel triennio di programmazione), dopo essere stato positivo negli ultimi due decenni. Lo scenario di riduzione del debito è esposto agli stessi rischi che circondano le prospettive di crescita.

*Alla fine del triennio il rapporto tra il debito e il PIL nel quadro programmatico sarebbe inferiore di 2,6 punti percentuali rispetto al tendenziale; gli effetti della crescita del prodotto più sostenuta (5,2 per cento in media all'anno a fronte di 4,3 nello scenario tendenziale) sarebbero più rilevanti di quelli del maggiore indebitamento netto.*

*L'evoluzione del debito nel prossimo triennio potrebbe risentire anche, come ricordato in precedenti occasioni, dell'escussione delle garanzie pubbliche concesse per favorire l'accesso al credito. In base ai dati diffusi lo scorso 7 ottobre dalla Banca d'Italia e dalla Task force per le misure a sostegno della liquidità, si può stimare che le nuove garanzie pubbliche effettivamente concesse da marzo ammontino complessivamente a poco meno di 90 miliardi<sup>12</sup>. Data la gravità della crisi e l'incertezza sui tempi e sulla rapidità della ripresa dell'attività economica, la probabilità di una futura escussione di tali garanzie sarà verosimilmente più elevata che in condizioni normali. Nel biennio 2012-13 i tassi di insolvenza si avvicinarono al 10 per cento.*

*Negli ultimi venti anni l'onere medio del debito e la crescita nominale del prodotto sono stati pari, rispettivamente, al 4,1 e al 2,1 per cento in media. Il differenziale positivo tra le due variabili ha contribuito ad aumentare il rapporto tra il debito e il PIL di oltre 2 punti percentuali in media ogni anno; l'incremento è stato solo parzialmente compensato dal saldo primario risultato quasi sempre in avanzo (1,6 per cento in media).*

*Gli andamenti di medio periodo.* – La Nota formula anche obiettivi di più lungo periodo, indicando l'intenzione di riportare il rapporto tra il debito e il PIL sui livelli pre-pandemia entro la fine del decennio.

---

<sup>11</sup> Si veda ad esempio: I. Visco, *Le prospettive e le necessità di riforma dell'economia italiana*, Consultazione nazionale, Roma 13 giugno 2020; I. Visco, *Considerazioni finali*, 2020.

<sup>12</sup> La stima non tiene conto delle garanzie concesse nell'ambito dell'ampliamento della quota di riassicurazione da parte del MEF dei crediti all'esportazione assicurati da SACE S.p.A. previsto dal decreto "liquidità".

Una simulazione presentata nella Nota mostra come questo obiettivo sia raggiungibile scontando il pieno utilizzo delle risorse di NGEU, con una crescita media di poco superiore all'uno per cento tra il 2024 e il 2031 (assumendo che l'inflazione si riporti gradualmente verso il 2 per cento), un onere medio del debito lievemente al di sotto dei valori attuali (in linea con le valutazioni implicite nei rendimenti di mercato) e un graduale aggiustamento di bilancio nel triennio 2024-26 (pari a quasi 2,5 punti percentuali del prodotto, che consente di mantenere l'avanzo primario poco al di sopra dell'1,5 per cento del PIL nella media del periodo).

La nota mostra anche un altro scenario, in cui non si tiene conto dell'impiego dei fondi di NGEU dopo il 2023 e non è prevista la correzione di bilancio. In questo caso, il rapporto tra il debito e il prodotto alla fine del decennio si collocherebbe ancora intorno al 150 per cento. La Nota argomenta correttamente che anche in questa prospettiva il debito pubblico italiano è sostenibile; tuttavia la stabilizzazione del debito su livelli molto elevati lascerebbe il nostro paese fortemente esposto a rischi derivanti da tensioni sui mercati finanziari o da nuovi shock economici.

Le ipotesi sottostanti allo scenario più favorevole presentato nella Nota appaiono ragionevoli ma richiedono uno sforzo significativo volto ad accrescere la partecipazione al mercato del lavoro e le possibilità di impiego offerte dalla nostra economia. Il presupposto è l'efficace utilizzo dei fondi del programma NGEU; con interventi mirati attuati senza sprechi e tempestivamente, l'effetto sulla crescita potrebbe essere anche più accentuato. I risultati della simulazione sono coerenti con le analisi che la Banca d'Italia ha pubblicato recentemente, che avevano lo scopo di illustrare le combinazioni di crescita, condizioni di finanziamento e impostazione delle politiche di bilancio con le quali è possibile accelerare la riduzione del debito pubblico nel prossimo decennio.

*Nell'analisi pubblicata nella Relazione annuale del maggio 2020<sup>13</sup>, si è valutato che con una crescita media dell'attività economica attorno all'1,5 per cento, un'inflazione che si riporti progressivamente poco al di sotto del 2 per cento, un graduale ritorno dell'avanzo primario dalla metà del periodo considerato all'1,5 per cento del prodotto e un differenziale di rendimento decennale tra i titoli pubblici italiani e quelli tedeschi su valori attorno a 100 punti base, il peso del debito potrebbe ridursi in media di circa due punti percentuali all'anno nel prossimo decennio.*

*In questa analisi si discutono anche le condizioni necessarie a riportare nel decennio considerato il tasso medio di espansione del PIL all'1,5 per cento (pari cioè a quello registrato nei dieci anni precedenti la crisi finanziaria globale); queste sono basate sul riassorbimento della disoccupazione, sulla prosecuzione delle tendenze di aumento dell'offerta di lavoro di diversi gruppi demografici, su un aumento della produttività totale dei fattori (che ne porti la crescita attorno allo 0,7 per cento, una posizione intermedia tra la dinamica molto positiva osservata in media negli anni 1986-1995 e quella, assai più modesta, dei dieci anni successivi) e una ripresa dell'accumulazione che*

---

<sup>13</sup> Si veda il riquadro “La crescita in Italia dopo il Covid-19: valutazioni di lungo periodo” nel Capitolo 4 della Relazione Annuale sul 2019.

*riporti il rapporto tra investimenti e PIL sui livelli del decennio 1996-2007. L'analisi argomenta che il conseguimento di questi risultati potrebbe essere più agevole se il rafforzamento dell'accumulazione privilegiasse le voci di investimento che hanno un impatto più diretto sulla qualità e sull'efficienza del contesto operativo, stimolando ad esempio il recupero dei ritardi nel campo della digitalizzazione e il rilancio della spesa nella scuola e nella ricerca.*

Questi scenari illustrano la possibilità di una riduzione del rapporto tra debito e PIL a livelli pre-pandemia, grazie alla crescita e a un aggiustamento di bilancio quando le condizioni macroeconomiche siano più favorevoli. Allo stesso tempo indicano l'importanza delle scelte che la politica economica dovrà compiere nel prossimo decennio. La riduzione del debito sarà tanto più agevole quanto più la qualità degli interventi previsti dal NGEU sarà efficace nello stimolare la crescita e quanto più sarà mantenuto stabile il costo del debito.

È anche condivisibile l'osservazione della Nota secondo cui, se la ripresa nei prossimi anni eccederà le aspettative, si potrà considerare la possibilità di un miglioramento più accentuato del saldo primario rispetto a quello ipotizzato nel primo scenario, che a parità di altre condizioni consentirebbe di accelerare la discesa del rapporto tra debito pubblico e PIL.

o o o

Riassumo i principali elementi che ho presentato.

L'attività economica è tornata a crescere. Si sono finora evitati gli scenari più avversi, ma la ripresa è ancora parziale, dipendente dalle misure di stimolo e soggetta alle incertezze sull'evoluzione della pandemia.

La Nota di aggiornamento del DEF presenta un quadro programmatico caratterizzato da un deciso stimolo di bilancio nel prossimo triennio, anche grazie all'utilizzo dei trasferimenti messi a disposizione da *Next Generation EU*. L'azione espansiva è necessaria per sostenere le imprese e le famiglie in un quadro congiunturale ancora debole e incerto; in un'ottica di più lungo periodo, sono necessari interventi che aiutino l'economia italiana a tornare a crescere stabilmente a ritmi sostenuti.

L'entità dell'effetto macroeconomico delle misure programmate dipenderà, oltre che dalle risorse mobilitate e dalla ripartizione fra le voci del bilancio, anche dai tempi di attuazione dei progetti e dalla loro efficacia nel sostenere il potenziale di crescita. L'azione del governo si muove lungo priorità condivisibili, sulle quali la Banca d'Italia si è espressa più volte. Una valutazione completa dell'impatto macroeconomico sarà però possibile sulla base dei dettagli dei provvedimenti; andrà posta attenzione alla fase esecutiva dei progetti, per garantirne efficacia e rapidità.

L'azione di politica economica, come espressamente sottolineato nella Nota, deve fondarsi anche sull'obiettivo di conseguire un progressivo riequilibrio dei conti pubblici nel medio termine. Assicurare nel prossimo decennio una rapida riduzione del debito, che è stato innalzato dagli effetti della pandemia e dalla indispensabile risposta, richiederà la massima attenzione alla qualità delle ampie misure di sostegno dell'economia in via di definizione e un graduale aggiustamento del saldo di bilancio quando le condizioni macroeconomiche saranno più favorevoli.

*TAVOLE E FIGURE*

**Quadro macroeconomico nei più recenti documenti ufficiali**  
(variazioni percentuali)

VOCI	DEF 2020			Nota di aggiornamento al DEF 2020					Nota di aggiornamento al DEF 2020				
	quadro tendenziale			quadro tendenziale					quadro programmatico				
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
<b>PIL reale</b>	<b>0,3</b>	<b>-8,0</b>	<b>4,7</b>	<b>0,3</b>	<b>-9,0</b>	<b>5,1</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-9,0</b>	<b>6,0</b>	<b>3,8</b>	<b>2,5</b>
<i>Importazioni</i>	-0,4	-13,0	10,0	-0,6	-13,8	8,3	4,7	3,6	-0,6	-13,8	8,8	6,0	3,8
<i>Consumi famiglie e ISP</i>	0,4	-7,2	4,0	0,4	-8,9	4,9	2,8	1,8	0,4	-8,9	5,5	3,7	2,3
<i>Spesa PA</i>	-0,4	0,7	0,3	-0,2	2,0	0,2	0,0	-0,2	-0,2	2,0	1,2	-0,2	-0,4
<i>Investimenti</i>	1,4	-12,3	4,3	1,6	-13,0	7,4	4,8	2,9	1,6	-13,0	10,6	8,5	5,9
<i>Esportazioni</i>	1,2	-14,4	13,5	1,0	-17,4	9,5	5,6	3,5	1,0	-17,4	9,6	5,7	3,5
<b>PIL nominale</b>	<b>1,2</b>	<b>-7,1</b>	<b>6,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-8,0</b>	<b>5,8</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-8,0</b>	<b>6,8</b>	<b>5,1</b>	<b>3,7</b>
<b>Deflatore dei consumi</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>
<b>Occupazione (ULA)</b>	<b>0,3</b>	<b>-6,5</b>	<b>3,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-9,5</b>	<b>5,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-9,5</b>	<b>5,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>

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

VOCI	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Entrate	45,7	45,6	47,6	48,1	47,9	47,8	46,7	46,3	46,2	47,0
Spese (2)	49,9	49,2	50,6	51,0	50,9	50,3	49,1	48,8	48,4	48,6
di cui: <i>interessi</i>	4,3	4,6	5,2	4,8	4,6	4,1	3,9	3,8	3,6	3,4
Avanzo primario (3)	0,0	1,1	2,2	2,0	1,6	1,6	1,5	1,3	1,4	1,8
<b>Indebitamento netto</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>
Fabbisogno complessivo	4,3	3,7	4,0	4,8	4,1	3,1	2,5	3,4	2,2	1,9
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari	4,3	3,8	4,5	4,9	4,3	3,5	2,6	3,4	2,2	1,9

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Conti economici nazionali – Prodotto interno lordo e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche*, Statistiche flash, 22 settembre 2020).

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

### Entrate delle Amministrazioni pubbliche (1)

(in percentuale del PIL)

VOCI	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Imposte dirette	14,1	13,8	14,8	14,9	14,6	14,7	14,6	14,4	14,0	14,4
Imposte indirette	13,8	14,0	15,1	14,8	15,2	14,9	14,3	14,3	14,4	14,4
Imposte in c/capitale	0,2	0,4	0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1
<b>Pressione tributaria</b>	<b>28,1</b>	<b>28,2</b>	<b>30,0</b>	<b>30,0</b>	<b>29,9</b>	<b>29,6</b>	<b>29,2</b>	<b>28,9</b>	<b>28,5</b>	<b>28,9</b>
Contributi sociali	13,3	13,1	13,3	13,4	13,2	13,2	13,0	13,0	13,2	13,5
<b>Pressione fiscale</b>	<b>41,4</b>	<b>41,3</b>	<b>43,3</b>	<b>43,4</b>	<b>43,1</b>	<b>42,9</b>	<b>42,2</b>	<b>41,8</b>	<b>41,7</b>	<b>42,4</b>
Produzione vendibile e per uso proprio	2,2	2,3	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Altre entrate correnti	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	2,0
Altre entrate in c/capitale	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,1	0,2	0,1	0,2
<b>Totale entrate</b>	<b>45,7</b>	<b>45,6</b>	<b>47,6</b>	<b>48,1</b>	<b>47,9</b>	<b>47,8</b>	<b>46,7</b>	<b>46,3</b>	<b>46,2</b>	<b>47,0</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Conti economici nazionali – Prodotto interno lordo e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche*, Statistiche flash, 22 settembre 2020).

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

### Spese delle Amministrazioni pubbliche (1)

(in percentuale del PIL)

VOCI	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Redditi da lavoro dipendente	10,8	10,4	10,3	10,3	10,2	9,9	9,8	9,6	9,7	9,7
Consumi intermedi	5,6	5,5	5,6	5,7	5,6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7
Prestazioni sociali in natura	2,9	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Prestazioni sociali in denaro	18,5	18,5	19,2	19,8	20,1	20,1	19,8	19,7	19,7	20,2
Interessi	4,3	4,6	5,2	4,8	4,6	4,1	3,9	3,8	3,6	3,4
Altre spese correnti	3,6	3,6	3,8	4,0	4,1	3,9	3,9	3,6	3,7	3,7
<b>Totale spese correnti</b>	<b>45,7</b>	<b>45,3</b>	<b>46,7</b>	<b>47,4</b>	<b>47,3</b>	<b>46,2</b>	<b>45,8</b>	<b>44,9</b>	<b>45,1</b>	<b>45,2</b>
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	41,5	40,6	41,6	42,6	42,7	42,1	41,9	41,1	41,4	41,8
Investimenti fissi lordi	3,1	2,9	2,6	2,5	2,3	2,4	2,3	2,2	2,1	2,3
Altre spese in conto capitale	1,1	1,0	1,2	1,0	1,3	1,7	1,0	1,6	1,2	1,2
<b>Totale spese in conto capitale</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>
<b>Totale spese</b>	<b>49,9</b>	<b>49,2</b>	<b>50,6</b>	<b>51,0</b>	<b>50,9</b>	<b>50,3</b>	<b>49,1</b>	<b>48,8</b>	<b>48,4</b>	<b>48,6</b>
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	45,7	44,5	45,4	46,1	46,3	46,2	45,2	45,0	44,8	45,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Conti economici nazionali – Prodotto interno lordo e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche*, Statistiche flash, 22 settembre 2020).

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

### Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (miliardi di euro)

VOCI	Anno		Primi 7 mesi	
	2018	2019	2019	2020
<b>Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari (a)</b>	<b>38,9</b>	<b>34,6</b>	<b>26,8</b>	<b>100,1</b>
Dismissioni (b)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fabbisogno complessivo (c=a-b=d+e+f+g+h+i)</b>	<b>38,9</b>	<b>34,6</b>	<b>26,8</b>	<b>100,1</b>
<b>FINANZIAMENTO</b>				
Monete e depositi (1) (d)	5,2	-10,3	4,1	3,6
<i>di cui: raccolta postale</i>	-0,2	-2,0	-0,3	0,8
Titoli a breve termine (e)	0,8	6,4	9,0	24,7
Titoli a medio e a lungo termine (f)	42,4	43,0	75,0	120,1
Prestiti delle IFM (g)	-4,7	-7,4	-3,0	2,4
Altre passività (2) (h)	0,9	0,7	1,4	0,3
<i>di cui: EFSF</i>	0,0	-0,4	0,0	0,0
Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (3) (i)	-5,8	2,2	-59,7	-51,0

(1) La serie include le monete in circolazione, la raccolta postale e depositi in Tesoreria di enti non appartenenti alle Amministrazioni pubbliche. – (2) La serie include le operazioni di cartolarizzazione, i debiti commerciali ceduti con la clausola pro soluto dalle imprese fornitrici delle Amministrazioni pubbliche agli intermediari finanziari non bancari, le operazioni di Partenariato pubblico-privato (PPP) e le passività connesse con i prestiti in favore di paesi della UEM erogati attraverso l'EFSF. – (3) Un valore negativo indica aumento delle disponibilità liquide del Tesoro.

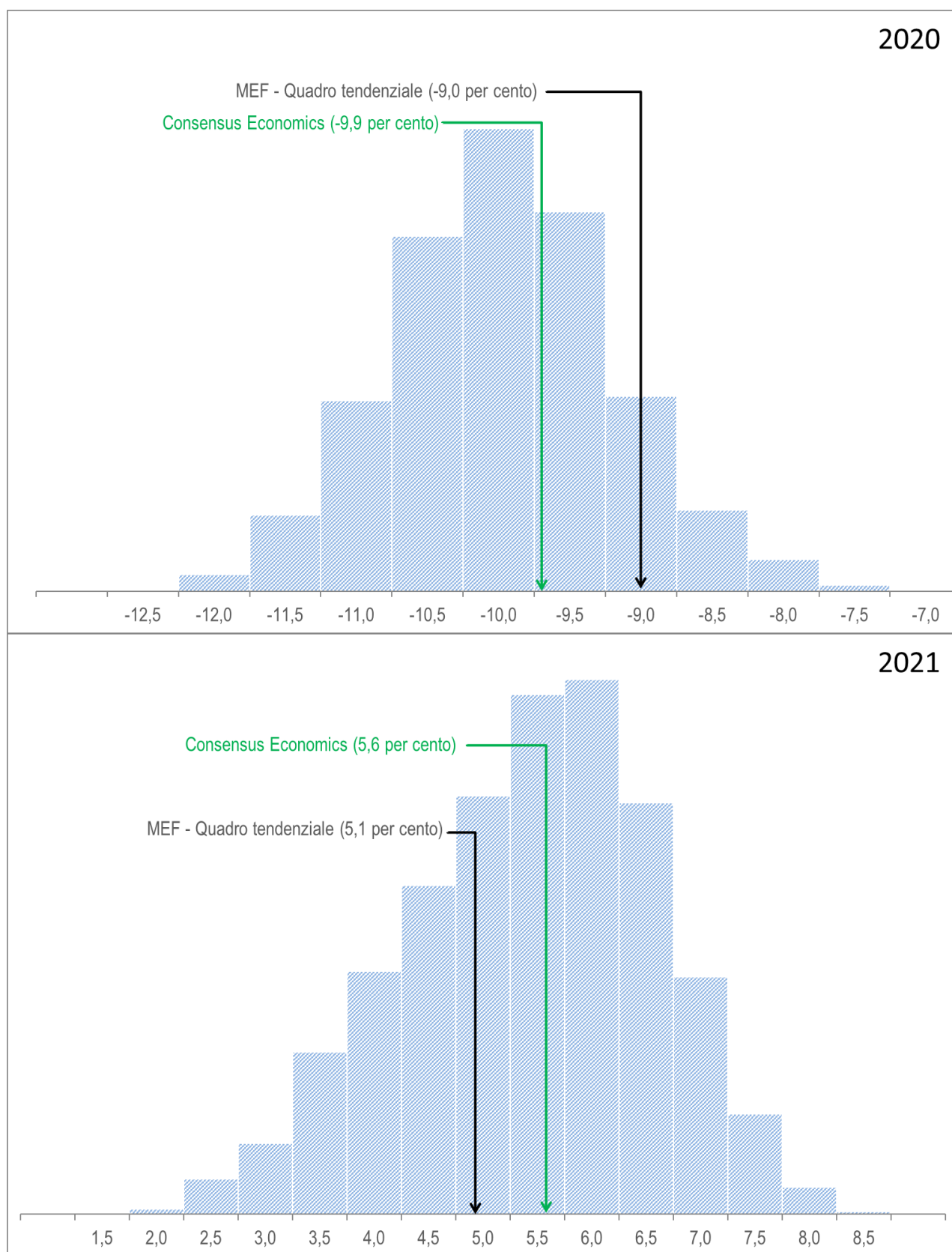
### Quadro dei conti pubblici nei più recenti documenti ufficiali (variazioni percentuali)

VOCI	DEF 2020 (1)			Nota di aggiornamento al DEF 2020					Nota di aggiornamento al DEF 2020				
	quadro con nuove politiche			quadro tendenziale					quadro programmatico				
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
Indebitamento netto	1,6	10,4	5,7	1,6	10,8	5,7	4,1	3,3	1,6	10,8	7,0	4,7	3,0
Avanzo primario	1,7	-6,8	-2,0	1,8	-7,3	-2,4	-0,9	-0,1	1,8	-7,3	-3,7	-1,6	0,1
Spesa per interessi	3,4	3,7	3,7	3,4	3,5	3,3	3,2	3,2	3,4	3,5	3,3	3,1	3,1
Debito	134,8	155,7	152,7	134,6	158,0	155,8	154,3	154,1	134,6	158,0	155,6	153,4	151,5
Crescita del PIL	0,3	-8,0	4,7	0,3	-9,0	5,1	3,0	1,8	0,3	-9,0	6,0	3,8	2,5

(1) Il quadro con nuove politiche è basato sul quadro macroeconomico tendenziale.

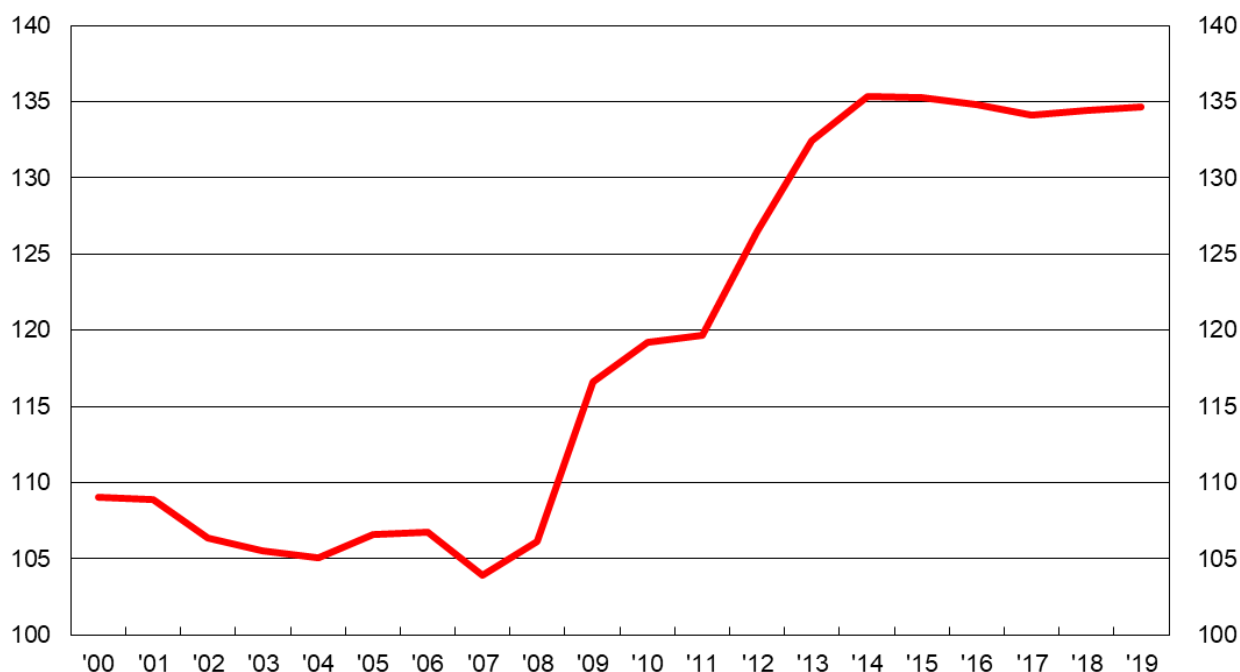


## Distribuzione interpolata delle previsioni di crescita del PIL (1)



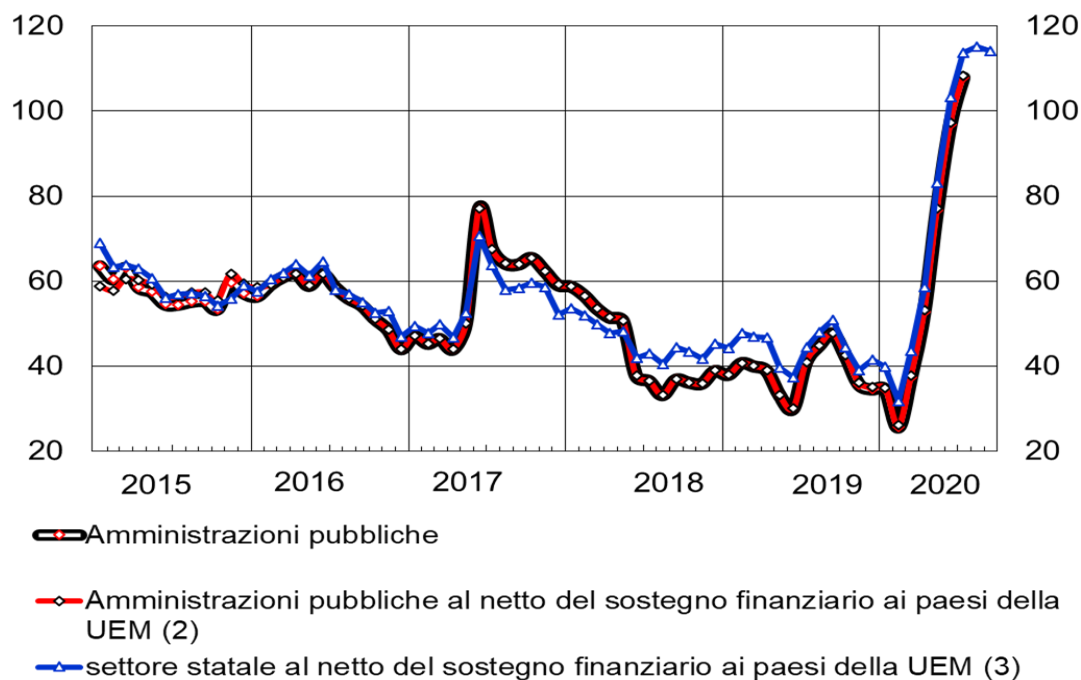
(1) Distribuzioni basate sulle proiezioni più recenti dei principali analisti censiti da Consensus Economics a settembre. Le previsioni di Consensus Economics sono pari alla media di quelle formulate da: ABI, Centro Europa Ricerche, Citigroup, REF Ricerche, Moody's Analytics, Bank of America - Merrill, Intesa Sanpaolo, Confindustria, UBS, Oxford Economics, HSBC, Prometeia, Barclays, Capital Economics, Fitch Ratings, UniCredit, Allianz, ING Financial Markets, Econ Intelligence Unit, Goldman Sachs, Banca Nazionale del Lavoro, Natixis, LC Macro Advisors e IHS Markit.

### Debito delle Amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL)



Fonte: per il PIL, Istat (cfr. Istat, *Conti economici nazionali – Prodotto interno lordo e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche*, Statistiche flash, 22 settembre 2020).

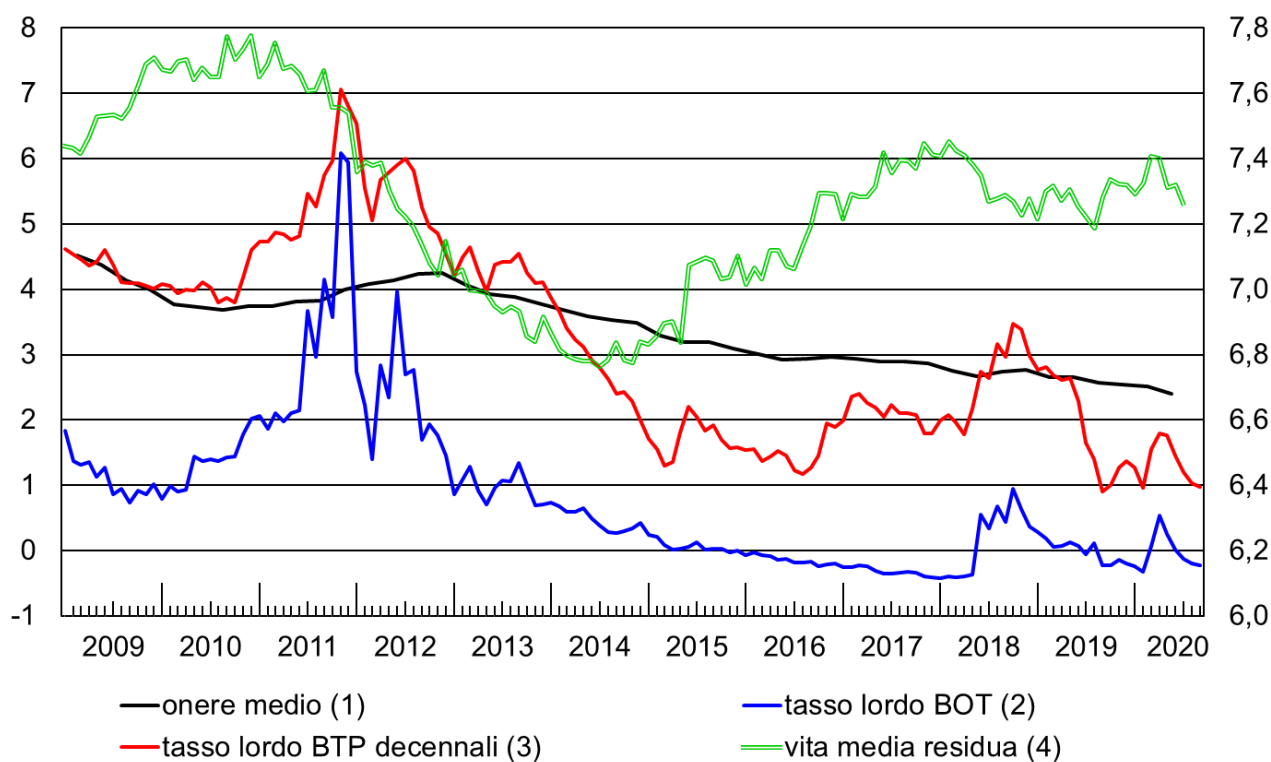
### Fabbisogno cumulato degli ultimi dodici mesi (1) (dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: per il fabbisogno del settore statale, Ministero dell'Economia e delle finanze.

(1) Al netto delle dismissioni mobiliari. – (2) Sono escluse le passività connesse con il contributo al capitale dell'ESM e con i prestiti in favore di Stati membri della UEM, erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSF. – (3) Sono escluse le passività connesse con i prestiti bilaterali in favore di Stati membri della UEM e con il contributo al capitale dell'ESM; i prestiti erogati attraverso l'EFSF non sono contabilizzati nel fabbisogno del Settore statale.

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



Fonte: Istat, per la spesa per interessi.

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