

Commissioni riunite

5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio)
e V della Camera dei Deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione)

**Audizione preliminare all'esame
del *Documento di economia e finanza 2021***

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

Eugenio Gaiotti

Senato della Repubblica

Roma, 20 aprile 2021

Signor Presidente, Onorevoli Senatori, Onorevoli Deputati,

ringrazio le Commissioni quinta del Senato e quinta della Camera per avere invitato la Banca d'Italia a questa audizione, nell'ambito dell'esame del Documento di economia e finanza 2021. Mi soffermerò soprattutto sul quadro macroeconomico e sull'andamento dei conti e farò alcune considerazioni generali sui programmi e sulle prospettive per i prossimi anni.

1. Il quadro macroeconomico

Abbiamo di fronte un quadro macroeconomico globale significativamente migliorato, ma allo stesso tempo caratterizzato da elevata incertezza connessa con le nuove ondate pandemiche. La disponibilità di vaccini e lo stimolo fornito dalle politiche economiche hanno indotto il Fondo monetario internazionale a rivedere al rialzo le stime di crescita internazionale, portate per quest'anno al 6 per cento; gli andamenti di breve periodo restano però condizionati dal persistere dei contagi e dal ritmo diseguale delle campagne vaccinali.

Nell'area dell'euro l'attività economica ha risentito delle nuove ondate pandemiche; le prospettive dell'inflazione, nonostante un temporaneo rialzo a inizio anno, restano deboli. Il Consiglio Direttivo della BCE ritiene essenziale mantenere condizioni finanziarie favorevoli ed evitare un ingiustificato rialzo dei rendimenti; in marzo ha aumentato gli acquisti di titoli nell'ambito del programma per l'emergenza pandemica.

Per contrastare il rischio che il rialzo dei rendimenti osservato da inizio anno sui mercati internazionali provocasse un prematuro irrigidimento delle condizioni di finanziamento nell'area dell'euro, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare significativamente il ritmo di acquisti mensili nell'ambito del programma per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). Questi ultimi sono stati pari a 74 miliardi di euro in marzo (da una media di circa 56 miliardi nei due mesi precedenti). A fine marzo, la consistenza dei titoli di Stato nel portafoglio della Banca d'Italia detenuti nell'ambito dei programmi di acquisto (Asset Purchase Programme, APP, e PEPP) era pari a 519 miliardi, 192 in più rispetto alla fine del 2019¹.

¹ 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 471 e 177 miliardi.

I rendimenti dei titoli di Stato italiani si sono portati in aprile a livelli inferiori a quelli precedenti l'inizio della pandemia, attorno allo 0,8 per cento sulla scadenza decennale.

In Italia tutti gli indicatori che noi osserviamo (tra questi i consumi di energia, i flussi di trasporto, i pagamenti al dettaglio) sono in moderato recupero rispetto alla fine del 2020; nel complesso suggeriscono che l'attività economica potrebbe essere rimasta pressoché stabile nei primi tre mesi dell'anno in corso, dopo la forte caduta del trimestre precedente, ma con andamenti disomogenei tra settori. Valutiamo che la produzione industriale possa essere cresciuta di poco meno dell'uno per cento nel primo trimestre; sarebbero invece rimasti deboli i servizi. Questi andamenti indicano la resilienza dell'economia, ma allo stesso tempo il persistente freno posto dai nuovi contagi.

Nei servizi l'indice PMI pur rimanendo ancora sotto la soglia di espansione è in lieve aumento dall'inizio dell'anno. Primi segnali di miglioramento sono desumibili anche dai flussi di pagamento e dall'indicatore dei consumi elaborato da Confcommercio. Nelle costruzioni il valore aggiunto sarebbe cresciuto nel primo trimestre in linea con l'andamento della produzione e della fiducia delle imprese del comparto. L'indicatore settimanale dell'attività economica² segnala nel complesso dei primi tre mesi una modesta espansione.

Nei nostri sondaggi famiglie e imprese riportano prospettive in moderato miglioramento, ma ancora molto incerte. Le imprese programmano un riavvio degli investimenti nella seconda parte dell'anno. Le famiglie manifestano l'intenzione di riprendere gradualmente i consumi, che però continuano a risentire in misura elevata della situazione sanitaria. Dalle nostre indagini risulta un impatto fortemente eterogeneo della pandemia sia sui redditi familiari³, sia sulle imprese⁴.

Nelle indagini condotte dalla Banca d'Italia, le imprese esprimono opinioni meno pessimistiche circa la situazione economica generale e sulla domanda per i propri prodotti; dopo la caduta eccezionale del 2020, prefigurano un graduale aumento degli investimenti, più decisamente nell'industria ma con un miglioramento anche nel terziario.

² Cfr. D. delle Monache, S. Emiliozzi e A. Nobili, *Tracking economic growth during the Covid-19: a weekly indicator for Italy*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 27 gennaio 2021.

³ Sull'impatto della pandemia sulla disuguaglianza e sul contributo delle politiche di sostegno, cfr. F. Carta e M. De Philippis, *L'impatto della crisi da Covid-19 sulla disuguaglianza del reddito da lavoro in Italia*, Questioni di Economia e Finanza N. 606, 2021.

⁴ Sulla situazione finanziaria delle imprese, cfr. anche A. De Vincenzo, *Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, Camera dei Deputati, Roma, 18 marzo 2021.

Dalle informazioni raccolte attraverso la nostra rete territoriale emerge che l'evoluzione del quadro congiunturale rimane più sfavorevole per le piccole imprese rispetto alle grandi, soprattutto nel Centro e nel Mezzogiorno.

Dall'indagine condotta tra le famiglie emerge un miglioramento delle valutazioni sull'economia e sul mercato del lavoro e una sostanziale tenuta dei redditi familiari. Un terzo delle famiglie intervistate riporta di aver percepito nell'ultimo mese un reddito più basso rispetto a prima dello scoppio della pandemia. Il calo è più diffuso tra quelle con capofamiglia lavoratore autonomo o disoccupato e nelle zone che al momento dell'intervista erano maggiormente colpite dall'emergenza sanitaria. Il peggioramento delle condizioni reddituali ha continuato a essere mitigato dalle misure di sostegno al reddito, di cui avrebbe beneficiato circa un quarto delle famiglie tra dicembre del 2020 e febbraio del 2021.

Le scelte di consumo risultano ancora fortemente influenzate dall'andamento dei contagi e orientate a estrema cautela; solo il 16 per cento delle famiglie si attende che l'emergenza sanitaria termini entro l'anno in corso. La maggioranza degli intervistati non si attende di impiegare per finalità di consumo nel corso di quest'anno il risparmio accumulato nel 2020; l'aumento del risparmio è peraltro concentrato tra le famiglie meno colpite dagli effetti della pandemia.

Il quadro macroeconomico tendenziale presentato nel DEF⁵, che prevede una crescita del 4,1 per cento nell'anno in corso e del 4,3 nel 2022, è nel complesso coerente con le prospettive che ho delineato.

Le stime per quest'anno e per il prossimo si collocano all'interno del ventaglio delle valutazioni degli osservatori censiti da *Consensus Economics* e dei principali previsori. Gli organismi internazionali prefigurano quest'anno una crescita per l'economia italiana superiore al 4 per cento. L'aggiornamento delle proiezioni della Banca d'Italia pubblicate in gennaio sulla base delle informazioni più recenti indica che questo risultato è possibile⁶: se il piano di vaccinazioni avrà successo nel ridurre i timori di contagio è plausibile attendersi una stabilizzazione della situazione economica e l'avvio di una ripresa significativa nella seconda parte dell'anno.

Secondo la media degli analisti censiti da Consensus Economics nel mese di aprile, la crescita del PIL sarebbe pari al 3,9 per cento quest'anno e al 4,1 per cento il prossimo.

⁵ Tale quadro include gli effetti del decreto emergenziale approvato a marzo (DL "sostegni") oltre a quelli delle misure del Piano di ripresa e resilienza coerenti con la bozza approvata a gennaio dal precedente Governo.

⁶ L'aggiornamento riflette soprattutto il più favorevole contesto globale, nonché la crescita acquisita per il 2021 dovuta all'andamento del prodotto nel quarto trimestre del 2020, meno sfavorevole di quanto previsto in gennaio (la crescita acquisita per il 2021 è pari al 2,3 per cento, quella implicita nel quadro presentato in gennaio si collocava all'incirca all'uno per cento).

Le proiezioni macroeconomiche dell’FMI, pubblicate nello stesso mese, riportano una crescita del 4,2 per cento quest’anno e del 3,6 nel 2022.

Questo scenario non è però esente da rischi significativi. Presuppone soprattutto che si consolidi il miglioramento della situazione dei contagi e che abbiano successo le campagne vaccinali. Resta anche dipendente dal mantenimento delle misure di sostegno economico, che si riflettono sul reddito disponibile e sui consumi.

Nel complesso del 2020, la contrazione del reddito disponibile delle famiglie è stata molto inferiore a quella del PIL (2,8 per cento contro 7,8 per cento in termini nominali), fortemente attenuata dalle misure disposte dal Governo a sostegno delle famiglie nel corso della pandemia. Si può valutare che, in assenza degli interventi sulle prestazioni sociali, il calo del reddito disponibile sarebbe stato più ampio di circa 4 punti percentuali.

Nello scenario programmatico il Governo prospetta una crescita più elevata, che raggiungerebbe il 4,5 per cento nell’anno in corso e il 4,8 nel prossimo. La differenza rispetto al quadro tendenziale è dovuta agli effetti del nuovo pacchetto di misure di sostegno alle famiglie e alle imprese che sarà varato nelle prossime settimane e al potenziamento degli interventi del Piano nazionale di ripresa e resilienza (anche con la previsione di investimenti da finanziare con risorse nazionali).

Le stime di crescita, sia nel quadro tendenziale sia nel quadro programmatico, scontano un apporto sostanziale della politica economica e in particolare degli investimenti pubblici. Come la Banca d’Italia ha avuto modo di rilevare, il conseguimento di effetti espansivi rilevanti nel prossimo biennio richiede una definizione degli interventi che ne assicuri qualità e tempi rapidi di attuazione. Abbiamo anche sottolineato in precedenti occasioni che la possibilità di conseguire effetti significativi sulla crescita anche negli anni successivi dipende essenzialmente dalla capacità degli interventi di agire favorevolmente sulla capacità produttiva del Paese⁷.

Per il biennio seguente (2023-24), le previsioni di crescita nel quadro tendenziale sono pari al 2,5 per cento nel 2023 e al 2,0 nel 2024; quelle nel quadro programmatico sono pari al 2,6 e all’1,8.

⁷ Cfr. F. Balassone, *Audizione nell’ambito dell’esame della proposta di Piano nazionale di ripresa e resilienza*, Camera dei Deputati, Roma, 8 febbraio 2021.

2. I conti pubblici nel 2020 e le previsioni per gli anni 2021-24

I conti pubblici nel 2020. – Nel 2020 i conti pubblici hanno fortemente risentito della crisi pandemica. L'indebitamento netto è aumentato di quasi otto punti percentuali del prodotto, al 9,5 per cento; il saldo primario ha registrato un disavanzo (-6,0 per cento del PIL) per la prima volta dal 2009. L'andamento dei conti è stato tuttavia leggermente migliore di quanto previsto dal Governo lo scorso autunno⁸ sia dal lato delle entrate sia da quello delle spese.

In risposta all'emergenza sanitaria lo scorso anno il Parlamento aveva approvato quattro scostamenti di bilancio autorizzando il Governo ad aumentare l'indebitamento netto per circa 108 miliardi nel 2020. Sulla base delle valutazioni ufficiali ex ante tale incremento è stato utilizzato per circa metà per misure in favore delle imprese e dell'attività economica e per circa un terzo per interventi a sostegno delle famiglie e dei lavoratori; la parte restante è stata destinata a trasferimenti agli enti territoriali, al sistema sanitario, al comparto della sicurezza e a quello dell'istruzione. Le misure sono state adottate principalmente con il DL 18/2020 (cosiddetto decreto "cura Italia"), il DL 23/2020 (cosiddetto decreto "liquidità"), il DL 34/2020 (cosiddetto decreto "rilancio"), il DL 104/2020 (cosiddetto decreto "agosto"), il DL 137/2020 (cosiddetto decreto "ristori") e i DL 149/2020, 154/2020 e 157/2020 (rispettivamente decreto "ristori bis", "ristori ter" e "ristori quater")⁹.

Aumenti dei disavanzi di dimensione elevata sono stati comuni alla maggior parte delle economie avanzate. A fronte dell'incremento del disavanzo di quasi otto punti percentuali del PIL registrato dall'Italia, secondo le più recenti stime dell'FMI, l'aumento sarebbe stato di 11,1 punti nel Regno Unito, 10,1 negli Stati Uniti, 9,5 in Giappone, 8,6 in Spagna, 6,9 in Francia e 5,7 in Germania.

L'aumento del disavanzo riflette quello della spesa al netto degli oneri per interessi, cresciuta quasi del 10 per cento e sospinta dalle misure a favore delle imprese e delle famiglie, e la diminuzione delle entrate, di oltre il 6 per cento, che ha riflesso soprattutto la caduta dell'attività economica. Si è

⁸ Le previsioni della Nota di aggiornamento del DEF 2020 (pubblicata lo scorso ottobre) prefiguravano per il 2020 un indebitamento netto del 10,8 per cento del PIL. A novembre il precedente Governo aveva rivisto al ribasso l'indebitamento netto tendenziale al 10,4 per cento e ricevuto dal Parlamento l'autorizzazione per ulteriori misure di sostegno con un impatto sul disavanzo valutato in 8 miliardi (circa 0,5 per cento del PIL).

⁹ Cfr. memoria della Banca d'Italia per le Commissioni 5a (Programmazione economica e Bilancio) e 6a (Finanze e tesoro) riunite, *Disegno di legge n. 2144, conversione in legge del decreto-legge 22 marzo 2021, n. 41, recante misure urgenti in materia di sostegno alle imprese e agli operatori economici, di lavoro, salute e servizi territoriali, connesse all'emergenza da Covid-19*, Senato della Repubblica, Roma, 8 aprile 2021.

invece ridotta – del 5 per cento – la spesa per interessi, anche grazie alla forte diminuzione dei rendimenti all’emissione dei titoli pubblici registrata nella seconda metà dell’anno.

Le uscite primarie sono cresciute di 78,3 miliardi (+9,7 per cento). Tra queste, le prestazioni sociali in denaro sono aumentate di 38,2 miliardi (+10,6 per cento); le uscite in conto capitale diverse dagli investimenti fissi lordi sono più che raddoppiate, aumentando di 25,5 miliardi (+123,8 per cento). Incrementi significativi si sono registrati anche per i contributi alla produzione (4 miliardi, + 14,5 per cento) e per gli investimenti fissi lordi (2,8 miliardi, +6,7 per cento) che hanno avuto una dinamica positiva per il secondo anno consecutivo. Al calo delle entrate (-53,7 miliardi, -6,4 per cento) hanno contribuito soprattutto le imposte indirette (-28,9 miliardi, -11,2 per cento) e i contributi sociali (-13,6 miliardi, -5,6 per cento).

La riduzione dei tassi di interesse all’emissione sui titoli di Stato osservata nella seconda parte dell’anno ha contribuito a una diminuzione dell’onere medio del debito pubblico, al 2,4 per cento nel 2020 (dal 2,5 nel 2019); la vita media residua si è lievemente allungata a 7,4 anni, da 7,3 al termine del 2019.

A seguito degli interventi di rafforzamento dei sistemi pubblici di garanzia del credito per sostenere la liquidità delle imprese, lo stock di garanzie pubbliche in essere alla fine dello scorso anno è quasi triplicato rispetto all’anno precedente, collocandosi intorno a 215 miliardi (circa il 13 per cento del PIL). Secondo i dati riportati nel DEF, le garanzie riconducibili alle misure adottate per fronteggiare l’emergenza sanitaria superano di poco il 7 per cento del PIL, un valore superiore a quello stimato per la Germania e la Francia e leggermente inferiore a quello della Spagna. In particolare oltre l’80 per cento delle garanzie concesse lo scorso anno nell’ambito dei decreti emergenziali è riconducibile al Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese, la cui operatività è stata ampliata attraverso l’aumento della quota di prestiti garantiti e l’estensione della platea di beneficiari.

Secondo quanto previsto dalle regole europee di contabilità nazionale, le perdite attese derivanti dall’escussione delle garanzie standardizzate (oltre 12 miliardi) sono già state contabilizzate nell’indebitamento netto del 2020 (circa 1,5 miliardi nel 2019). Le stesse regole prevedono che le altre garanzie, concesse prevalentemente attraverso SACE S.p.A., abbiano effetti sui conti pubblici solo al momento dell’eventuale escussione.

Il rapporto tra il debito e il prodotto è cresciuto di oltre 21 punti percentuali, al 155,8 per cento; per circa la metà questo incremento è spiegato dalla contrazione del prodotto nominale al denominatore. Anche per il debito l’aumento è stato inferiore rispetto alle previsioni ufficiali dell’autunno, soprattutto a seguito del minore disavanzo registrato a consuntivo.

Dal 2007, alla vigilia della crisi finanziaria globale, il rapporto tra il debito e il PIL è salito di oltre 50 punti. L’incidenza è cresciuta di quasi 30 punti con la doppia recessione del 2008-09 e del 2012-13, rimanendo poi pressoché costante fino allo scoppio della crisi connessa con la pandemia.

Anche l'incremento del peso del debito sull'economia è stato comparabile a quanto osservato in molte altre economie avanzate. Secondo le stime dell'FMI il rapporto tra il debito e il PIL sarebbe aumentato di quasi 22 in Spagna, oltre 21 punti in Giappone, quasi 19 negli Stati Uniti, oltre 18 nel Regno Unito, circa 15 in Francia e circa 9 in Germania.

I conti pubblici nel quadriennio 2021-24. – Il Documento aggiorna le stime a legislazione vigente e gli obiettivi per i conti pubblici, tenendo conto del protrarsi della pandemia, della revisione delle prospettive macroeconomiche e dei nuovi interventi a sostegno dell'economia¹⁰.

A legislazione vigente, nel DEF si prevede che l'indebitamento netto sia quest'anno pari al 9,5 per cento del PIL, al di sopra di quanto programmato lo scorso autunno¹¹ e che torni a scendere negli anni successivi, raggiungendo il 3,4 per cento del 2024. La riduzione riflette il venire meno degli effetti temporanei delle misure approvate finora e la prevista ripresa dell'economia; incorpora anche un calo della spesa per interessi in linea con le condizioni attuali dei mercati¹².

I principali rischi che gravano su queste previsioni sono quelli che riguardano l'andamento dell'economia, che come ho detto sono connessi soprattutto con il corso della pandemia e con l'efficacia delle politiche volte a ridurre i contagi.

Il decreto "sostegni" (DL n. 41 del 2021) approvato il 22 marzo prevede interventi, sostanzialmente di natura temporanea, volti da un lato a mitigare le ripercussioni economiche e sociali dell'emergenza sanitaria su famiglie e imprese e, dall'altro, a rafforzare le azioni di contrasto alla pandemia in campo sanitario. Il provvedimento determina un aumento dell'indebitamento netto nel 2021 di quasi 32 miliardi, costituito

¹⁰ L'aggiornamento tiene anche conto dei dati di consuntivo pubblicati dall'Istat lo scorso primo marzo (cfr. il comunicato stampa "*Pil e indebitamento netto delle AP*"). L'Istat, in linea con quanto previsto dalle regole statistiche europee, ha contabilizzato nel 2020 le imposte di competenza di quell'anno il cui versamento è stato posticipato agli anni successivi dai provvedimenti di emergenza varati l'anno scorso (indicate nel DEF in 9,7 miliardi ossia lo 0,6 per cento del PIL). Nelle previsioni ufficiali del Governo tali imposte erano invece registrate per cassa, nell'anno di effettivo pagamento (principalmente nel 2021 e, in minore misura, nel 2022).

¹¹ Il 7 per cento nella Nota di aggiornamento del DEF, poi rivisto all'8,8 per cento con lo scostamento di bilancio utilizzato con il decreto "sostegni" dello scorso marzo.

¹² L'incidenza della spesa per interessi sul PIL scenderebbe dal 3,5 per cento del 2020 al 2,6 per cento alla fine dell'orizzonte previsivo. Questo andamento è coerente con le attuali attese dei mercati incorporate nella curva dei rendimenti che implicano tassi decennali in lieve crescita nei prossimi anni, ma comunque su livelli contenuti (attorno all'1,5 per cento nel 2024).

*per circa il 90 per cento da maggiori spese. Vengono destinate risorse per circa 17 miliardi alle imprese e al supporto dell'attività economica, per poco più di 6 miliardi a interventi in favore di lavoratori e famiglie, per oltre 5 al sostegno del servizio sanitario nazionale e del comparto sicurezza, per circa 3 agli enti territoriali, al comparto istruzione e ricerca e ad altre misure minori*¹³.

Considerando anche gli effetti degli scostamenti di bilancio autorizzati nel 2020 e quelli della legge di bilancio approvata lo scorso dicembre, per il 2021 dall'inizio dell'emergenza sanitaria è stato finora complessivamente autorizzato un aumento dell'indebitamento netto pari a 88,9 miliardi (4,8 per cento del PIL). A questo stimolo di bilancio occorre aggiungere quello derivante dalle misure finanziate da sovvenzioni nell'ambito del programma Next Generation EU (pari a circa lo 0,8 per cento del prodotto).

L'orientamento della politica di bilancio è volto a rafforzare il sostegno temporaneo al sistema produttivo, a fronte delle nuove ondate pandemiche, e a incrementare le risorse destinate agli investimenti pubblici. Il quadro programmatico di bilancio incorpora obiettivi di indebitamento netto più elevati dei valori tendenziali fino al 2023; il disavanzo è pari all'11,8 per cento del PIL quest'anno, si dimezza (al 5,9 per cento) l'anno prossimo, per riportarsi in linea con il profilo tendenziale (al 3,4 per cento) nel 2024.

Le misure per il conseguimento degli obiettivi saranno definite con un decreto emergenziale per il quale il Governo chiede al Parlamento l'autorizzazione a uno scostamento di bilancio pari a 40 miliardi quest'anno (2,3 per cento del PIL) e a circa 6 miliardi in media all'anno tra il 2022 e il 2033, e con la prossima legge di bilancio.

Il decreto legge sarà varato nelle prossime settimane; non sono ancora noti i dettagli delle misure. Nella Relazione al Parlamento viene indicato che le risorse relative al 2021 sarebbero destinate principalmente al sostegno dei lavoratori autonomi e delle imprese più colpiti dalle restrizioni sanitarie.

Nelle intenzioni del Governo dovrebbe trattarsi dell'ultimo intervento d'urgenza di questa portata, a condizione che la crisi sanitaria venga superata nei prossimi mesi grazie al piano vaccinale.

¹³ Cfr. memoria della Banca d'Italia per le Commissioni 5a (Programmazione economica e Bilancio) e 6a (Finanze e tesoro) riunite, *Disegno di legge n. 2144, conversione in legge del decreto-legge 22 marzo 2021, n. 41, recante misure urgenti in materia di sostegno alle imprese e agli operatori economici, di lavoro, salute e servizi territoriali, connesse all'emergenza da Covid-19*, Senato della Repubblica, Roma, 8 aprile 2021.

Oltre ai contributi a fondo perduto, ne sarebbero previsti altri a fronte dei costi fissi (canoni di locazione, bollette, alcune imposte), misure di sostegno alla liquidità (prolungamento della moratoria sui finanziamenti in essere e delle garanzie pubbliche sui prestiti alle PMI nonché rinvii ed esenzioni di imposta) e ulteriori incentivi alla patrimonializzazione delle imprese. Il provvedimento destinerebbe inoltre risorse al sostegno di famiglie e lavoratori maggiormente colpiti dagli effetti della pandemia; sarebbero infine previsti trasferimenti a favore degli enti decentrati per il finanziamento delle politiche di sostegno alle fasce più deboli della popolazione e per il trasporto pubblico locale.

Nelle attuali circostanze provvedimenti di sollievo economico e finanziario per famiglie e imprese sono richiesti dalle nuove ondate di contagi. Nel sostegno alle imprese, è importante continuare a perseguirne il rafforzamento patrimoniale con gli strumenti opportuni. La necessità di prorogare la durata delle misure rende però al contempo più urgente la riflessione sul modo di renderne l'utilizzo più mirato, calibrando gli interventi per tenere conto delle specifiche condizioni dei diversi settori dell'economia.

Nei prossimi anni, lo scostamento sarebbe destinato principalmente al finanziamento con risorse nazionali di un piano di investimenti complementare al PNRR per progetti che, seppur ritenuti prioritari, non trovano copertura nelle risorse del programma *Next Generation EU*. Il Governo conferma l'intenzione di presentare il PNRR alla Commissione europea entro la fine di aprile, come previsto dal regolamento europeo sul Dispositivo per la ripresa e la resilienza.

Gli obiettivi di disavanzo per i prossimi anni tengono anche conto, come di consueto, delle risorse necessarie per il rifinanziamento delle misure previste a politiche invariate, da effettuare con la legge di bilancio per il 2022, e scontano gli effetti della riprogrammazione del PNRR rispetto alla versione presentata a gennaio dal precedente Governo, che prevede tra l'altro un aumento della quota dei prestiti destinata a nuovi progetti, con un effetto accrescitivo sul disavanzo.

Le risorse disponibili negli anni 2021-26 per il finanziamento delle riforme e degli investimenti previsti dal Piano ammonterebbero a circa 191,5 miliardi, di cui 68,9 a titolo di sovvenzioni e 122,6 a titolo di prestiti; oltre a tutte le sovvenzioni, sono destinati a finanziare nuovi progetti anche 53,5 miliardi di prestiti (nella bozza di PNRR dello scorso gennaio la quota di prestiti destinata a nuovi progetti era pari a circa 40 miliardi, su un totale allora stimato in 127,6 miliardi).

Considerando anche gli altri programmi previsti da Next Generation EU (principalmente React-EU), che mettono a disposizione dell'Italia sovvenzioni per circa 15 miliardi, e le risorse nazionali a valere sul piano di investimenti complementare al PNRR e sul Fondo per lo sviluppo e la coesione, nel complesso i fondi destinati al finanziamento di riforme e investimenti tra il 2021 e il 2026 ammonterebbero a 237 miliardi.

Nelle previsioni del Governo gli investimenti pubblici crescerebbero quest'anno del 26 per cento (oltre 11 miliardi), portandosi al 3,2 per cento del prodotto (dal 2,7 per cento del 2020); la crescita continuerebbe negli anni successivi. In rapporto al prodotto, nel prossimo triennio gli investimenti supererebbero così il livello osservato negli anni precedenti la crisi economico-finanziaria. Si tratta di un obiettivo ambizioso, ma di importanza cruciale: le riforme previste dal PNRR dovrebbero agevolare un cambio di passo nella tempestività con cui verranno utilizzate le risorse disponibili e nella qualità dei progetti finanziati.

La dinamica del debito. – Nello scenario programmatico il rapporto tra il debito pubblico e il PIL, a differenza di quanto ipotizzato in autunno, continua a crescere nell'anno in corso (quando raggiunge il 159,8 per cento). Diminuisce poi nei successivi tre anni, di circa 7 punti complessivi: in presenza di un saldo primario che resta in disavanzo, pur se in riduzione nel tempo, la diminuzione del peso del debito è resa possibile principalmente da un differenziale favorevole tra il suo onere medio e la crescita nominale del prodotto (in media di circa 2,5 punti percentuali)¹⁴. Nei dieci anni precedenti lo scoppio della pandemia questo differenziale è invece sempre stato sfavorevole, in media di circa 2 punti. In prospettiva l'andamento di questo differenziale resta esposto a elevata incertezza.

Per gli anni successivi all'orizzonte di programmazione nel DEF si preannuncia che la politica di bilancio dovrà essere definita in maniera da riportare il rapporto fra il debito e il PIL verso il livello pre-crisi (134,6 per cento) per la fine del decennio. L'entità della correzione dei conti necessaria dipenderà dal mantenimento di condizioni di finanziamento favorevoli e dal successo nel promuovere una maggiore crescita dell'economia, alla quale potrà dare un contributo anche una ricomposizione del bilancio pubblico.

Il Documento riporta diverse simulazioni di medio e lungo termine dalle quali emerge l'importanza delle decisioni di politica economica da prendere nei prossimi anni nel sostenere il prodotto potenziale e assicurare l'aggiustamento dei conti pubblici.

Il livello programmatico del peso del debito è più elevato di quello tendenziale di quasi due punti percentuali in ogni anno dell'orizzonte previsivo. La riduzione dell'incidenza

¹⁴ In media nel periodo 2022-24 il tasso di interesse implicito sul debito è pari a quasi il 2 per cento annuo; la crescita nominale del prodotto è pari al 4,5 per cento.

del debito si avvia un anno dopo rispetto a quanto indicato nella Nota di aggiornamento del DEF 2020 dello scorso ottobre. In quel quadro, il rapporto si riduceva di 6,5 punti nel triennio 2021-23 (il 2023 allora era l'ultimo anno di programmazione).

Il Documento presenta alcune simulazioni dell'evoluzione del debito pubblico su un orizzonte di medio periodo (fino al 2032) che si differenziano tra l'altro per ipotesi più o meno favorevoli in termini di crescita economica e onere medio del debito. In uno scenario centrale, che prevede il mantenimento delle attuali condizioni di finanziamento e non tiene conto degli effetti degli interventi effettuati nell'ambito del PNRR nel biennio 2025-26, il peso del debito continua a ridursi lentamente anche dopo il 2024, collocandosi attorno al 150 per cento al termine della simulazione. Nello scenario più favorevole – che sconta una correzione dei conti nel biennio 2025-26 che garantisce un miglioramento dell'avanzo primario di circa un punto, un'ulteriore riduzione dei tassi di interesse e tiene conto degli interventi del PNRR dopo il 2024 – il peso del debito scenderebbe al livello osservato prima della pandemia. Nello scenario avverso – che assume condizioni di finanziamento più sfavorevoli e che NGEU non abbia alcun effetto positivo sul tasso di crescita dell'economia – il rapporto tra il debito e il PIL resterebbe sostanzialmente costante nel medio termine e si collocherebbe poco sopra il 160 per cento nel 2032.

Il DEF illustra inoltre i risultati di alcune simulazioni di lungo periodo (fino al 2070) che utilizzano la metodologia elaborata in ambito europeo dal Gruppo di lavoro sull'invecchiamento demografico del Comitato di politica economica. Nello scenario di base, dopo una fase di riduzione nel prossimo decennio, per effetto dell'invecchiamento della popolazione l'incidenza del debito pubblico sull'economia torna a salire, collocandosi su livelli simili a quelli registrati nel 2020 verso la metà degli anni 2050, riportandosi poco sotto il 150 per cento nel 2070. Gli scenari alternativi evidenziano – oltre al ruolo determinante delle riforme pensionistiche per i conti pubblici – gli effetti dell'andamento di alcune variabili demografiche e macroeconomiche sulla dinamica del rapporto tra il debito e il prodotto. In particolare, dalle simulazioni emerge che la stabilità del rapporto in prospettiva potrebbe essere compromessa da evoluzioni di fertilità o immigrazione netta meno favorevoli di quanto ipotizzato nello scenario di base. Nel lungo termine il rapporto si collocherebbe su una traiettoria crescente nel caso di produttività totale dei fattori permanentemente bassa, di una recrudescenza dell'attuale crisi economica con effetti permanenti o di una convergenza dei tassi di interesse a lungo termine a un livello del 6 per cento (contro il 4 per cento considerato nello scenario di base). Le simulazioni mostrano inoltre l'effetto meccanico di un saldo primario peggiore di quello considerato nella simulazione di base (che assume un sostanziale pareggio a partire dal 2026). Ad esempio, il mantenimento di un disavanzo primario pari all'1,7 per cento del PIL determinerebbe un livello del rapporto superiore al 200 per cento nel lungo termine.

L'indicatore di sostenibilità del debito di lungo periodo calcolato dalla Commissione europea¹⁵ suggerisce che, superati gli effetti della

¹⁵ L'indicatore misura l'aggiustamento di bilancio permanente necessario per garantire che il vincolo intertemporale di bilancio dell'operatore pubblico sia rispettato. Nelle più recenti stime della Commissione europea si assume che questo aggiustamento abbia luogo dal momento in cui viene raggiunto il saldo primario strutturale atteso prima della crisi (nelle valutazioni della Commissione europea si tratta del 2025 nel caso dell'Italia).

crisi, l'aggiustamento dei conti richiesto per stabilizzare il nostro debito sia contenuto, in linea con quello medio dei paesi dell'area dell'euro. Ciò conferma che il debito pubblico dell'Italia è sostenibile. Tuttavia, come ho avuto modo di ricordare in autunno in questa sede¹⁶, 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. Per contrastarli, è essenziale che sia efficace lo stimolo alla crescita fornito da investimenti pubblici, da interventi che operino il necessario rafforzamento delle infrastrutture del Paese e da riforme in grado di favorire produttività e investimenti privati; nel contempo andrà assicurato un miglioramento adeguato del saldo primario quando le condizioni macroeconomiche lo consentiranno.

Riassumo i principali elementi che ho presentato.

In Italia l'attività economica ha risentito della nuova ondata dei contagi anche nel primo trimestre. È plausibile che nella seconda parte dell'anno si possa avviare una ripresa significativa, trainata dagli investimenti e, più gradualmente, dai consumi; le prospettive sono però fortemente condizionate dal successo delle campagne vaccinali e dall'avvio del Piano nazionale di ripresa e resilienza. Assicurare la riduzione dei contagi è condizione indispensabile per sostenere l'economia.

Lo scenario macroeconomico tendenziale presentato dal DEF tiene conto di questo quadro congiunturale ed è nel complesso realistico, pur con significativi rischi al ribasso connessi con il quadro internazionale e con l'andamento della pandemia. Nel quadro programmatico, forniscono ulteriore impulso alla crescita il nuovo pacchetto di misure di sostegno, i cui dettagli saranno resi noti solo nei prossimi giorni, e il potenziamento, anche con risorse nazionali, del PNRR.

In Italia, come negli altri principali paesi avanzati, con le nuove ondate di contagi e il conseguente rinnovo delle misure di distanziamento sociale resta essenziale l'azione a sostegno delle imprese e delle famiglie e per il rilancio dell'economia. È però al contempo opportuno introdurre ed estendere elementi di selettività negli interventi, per indirizzare le risorse finanziarie ove più necessario.

¹⁶ Cfr. E. Gaiotti, *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020*, Camera dei Deputati, Roma, 12 ottobre 2020.

Il prolungarsi della pandemia e la necessità di nuove misure di sostegno rendono ancora più rilevanti le considerazioni già più volte avanzate in precedenti occasioni. Sostenere nel tempo gli effetti sulla crescita degli interventi previsti nell'ambito del PNRR, che sarà reso noto nei prossimi giorni, richiede che sia posta attenzione alla loro efficacia nell'aumentare non solo la domanda aggregata ma anche la capacità produttiva del Paese e che le riforme volte a rendere più favorevole l'ambiente in cui si svolge l'attività economica abbiano concreta attuazione¹⁷.

Il DEF chiarisce che la riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto rimarrà "la bussola" della politica finanziaria del Governo e indica come, per assicurare questo obiettivo, anche sotto ipotesi favorevoli sulla crescita dell'economia italiana e sui costi di finanziamento, si richieda nel medio termine una correzione appropriata del saldo di bilancio. È una valutazione condivisibile; come ha sottolineato il governatore Visco, il contributo della politica di bilancio resta fondamentale per contrastare gli effetti della pandemia ma porsi l'obiettivo di ricondurre il peso del debito su una traiettoria discendente è necessario¹⁸.

¹⁷ Cfr. F. Balassone, *Audizione nell'ambito dell'esame della proposta di Piano nazionale di ripresa e resilienza*, Camera dei Deputati, Roma, 8 febbraio 2021.

¹⁸ Cfr. I. Visco, *Intervento al 27° Congresso ASSIOM FOREX*, 6 febbraio 2021.

TAVOLE E FIGURE

Quadro macroeconomico nei più recenti documenti ufficiali
(variazioni percentuali)

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

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

VOCI	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Entrate	45,6	47,6	48,1	47,9	47,8	46,7	46,3	46,2	47,1	47,8
Spese (2)	49,2	50,6	51,0	50,9	50,3	49,1	48,8	48,4	48,6	57,3
di cui: <i>interessi</i>	4,6	5,2	4,8	4,6	4,1	3,9	3,8	3,6	3,4	3,5
Avanzo primario (3)	1,1	2,2	2,0	1,6	1,6	1,5	1,4	1,5	1,8	-6,0
Indebitamento netto	3,6	2,9	2,9	3,0	2,6	2,4	2,4	2,2	1,6	9,5
Fabbisogno complessivo	3,7	4,0	4,8	4,1	3,1	2,5	3,4	2,2	1,9	9,5
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari	3,8	4,5	4,9	4,3	3,5	2,6	3,4	2,2	1,9	9,5
Debito	119,7	126,5	132,5	135,4	135,3	134,8	134,1	134,4	134,6	155,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat. (cfr. Istat, *Conto trimestrale delle AP, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 2 aprile 2021).

(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 immobili del patrimonio pubblico. – (3) Un segno negativo indica un disavanzo.

Entrate delle Amministrazioni pubbliche (1)*(in percentuale del PIL)*

VOCI	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Imposte dirette	13,8	14,8	14,9	14,6	14,7	14,6	14,4	14,0	14,4	15,3
Imposte indirette	14,0	15,1	14,8	15,2	14,9	14,3	14,3	14,4	14,4	13,9
Imposte in c/capitale	0,4	0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Pressione tributaria	28,2	30,0	30,0	29,9	29,6	29,2	28,9	28,5	28,9	29,2
Contributi sociali	13,1	13,3	13,4	13,2	13,2	13,0	13,0	13,2	13,5	13,8
Pressione fiscale	41,3	43,3	43,4	43,1	42,9	42,2	41,8	41,7	42,4	43,1
Produzione vendibile e per uso proprio	2,3	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4
Altre entrate correnti	1,8	1,8	1,9	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,2
Altre entrate in c/capitale	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2
Totale entrate	45,6	47,6	48,1	47,9	47,8	46,7	46,3	46,2	47,1	47,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat. (cfr. Istat, *Conto trimestrale delle AP, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 2 aprile 2021).

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

Spese delle Amministrazioni pubbliche (1)*(in percentuale del PIL)*

VOCI	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Redditi da lavoro dipendente	10,4	10,3	10,3	10,2	9,9	9,8	9,6	9,7	9,7	10,5
Consumi intermedi	5,5	5,6	5,7	5,6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	6,3
Prestazioni sociali in natura	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5	2,8
Prestazioni sociali in denaro	18,5	19,2	19,8	20,1	20,1	19,8	19,7	19,7	20,2	24,2
Interessi	4,6	5,2	4,8	4,6	4,1	3,9	3,8	3,6	3,4	3,5
Altre spese correnti	3,6	3,8	4,0	4,1	3,9	3,9	3,6	3,7	3,8	4,5
Totale spese correnti	45,3	46,7	47,4	47,3	46,2	45,8	44,9	45,1	45,2	51,8
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	40,6	41,6	42,6	42,7	42,1	41,9	41,1	41,4	41,8	48,4
Investimenti fissi lordi	2,9	2,6	2,5	2,3	2,4	2,3	2,2	2,1	2,3	2,7
Altre spese in conto capitale	1,0	1,2	1,0	1,3	1,7	1,0	1,6	1,2	1,1	2,8
Totale spese in conto capitale	3,9	3,9	3,5	3,6	4,1	3,3	3,8	3,3	3,5	5,5
Totale spese	49,2	50,6	51,0	50,9	50,3	49,1	48,8	48,4	48,6	57,3
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	44,5	45,4	46,1	46,3	46,2	45,2	45,0	44,7	45,3	53,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat. (cfr. Istat, *Conto trimestrale delle AP, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 2 aprile 2021).

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

Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
(miliardi di euro)

VOCI	Anno		Primi 2 mesi	
	2019	2020	2020	2021
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari (a)	34,6	156,5	-3,3	11,0
Dismissioni (b)	0,0	0,0	0,0	0,0
Fabbisogno complessivo (c=a-b+d+e+f+g+h+i+j)	34,6	156,5	-3,3	11,0
FINANZIAMENTO				
Monete e depositi (1) (d)	-10,3	1,6	0,5	2,2
di cui: <i>raccolta postale</i>	-2,0	0,3	-0,3	-0,6
Titoli a breve termine (e)	6,4	11,5	4,7	2,2
Titoli a medio e a lungo termine (f)	43,0	134,8	31,3	62,8
Prestiti di IFM (g)	-7,4	0,6	1,1	0,6
Prestiti di Istituzioni europee (h)	-	16,6	-	4,6
Altre passività (2) (i)	0,7	0,9	-0,5	-0,9
Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (3) (j)	2,2	-9,6	-40,4	-60,5

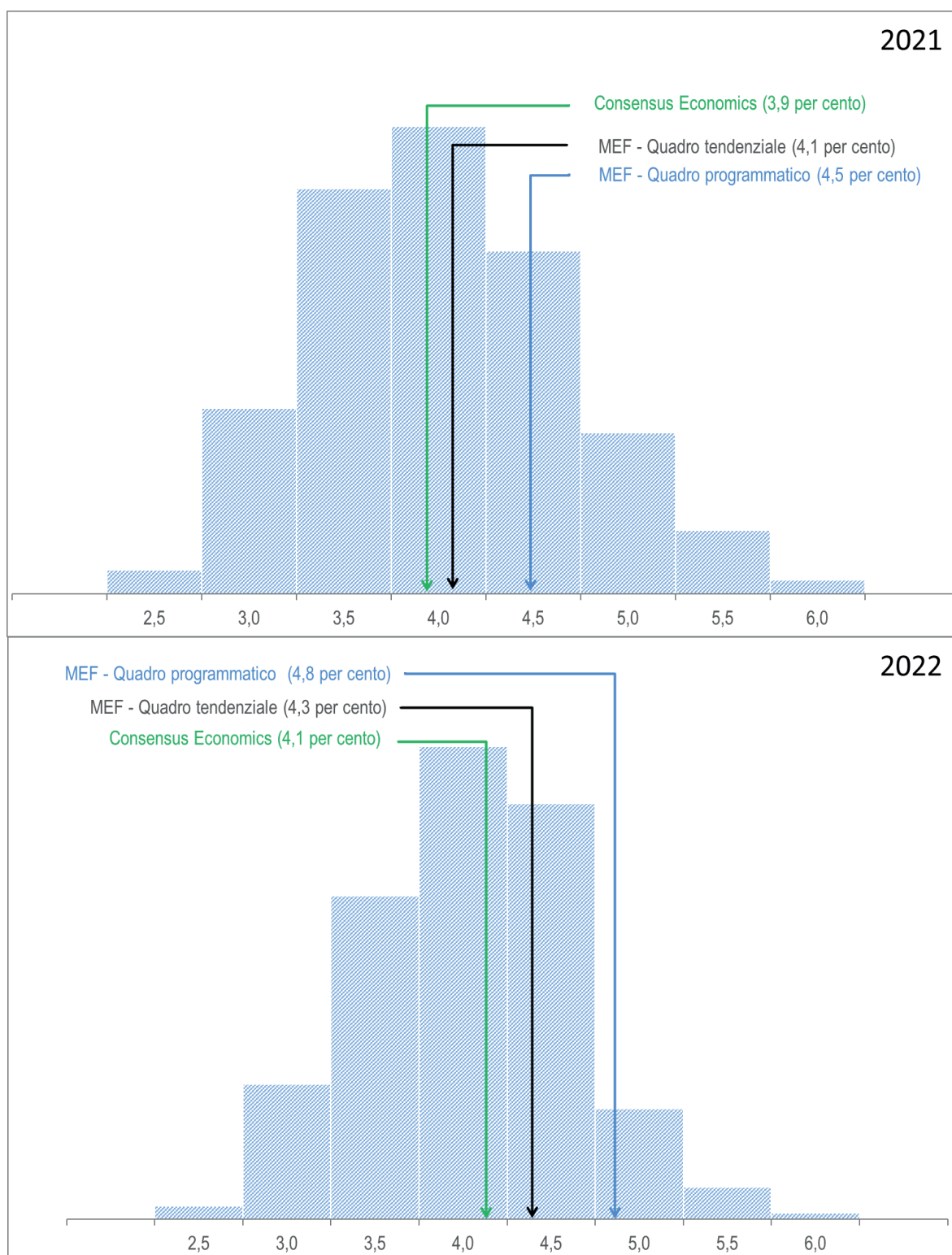
(1) La serie include le monete in circolazione, la raccolta postale e i depositi in Tesoreria di enti non appartenenti alle Amministrazioni pubbliche. – (2) La serie include le operazioni di cartolarizzazione, i debiti commerciali ceduti con la clausola pro soluto dalle imprese fornitrici delle Amministrazioni 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 un aumento delle disponibilità liquide del Tesoro.

Quadro programmatico e tendenziale nei più recenti documenti ufficiali
(in percentuale del PIL)

VOCI	Nota di aggiornamento del DEF 2020 quadro programmatico				DEF 2021 quadro tendenziale				DEF 2021 quadro programmatico			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Indebitamento netto	10,8 ⁽¹⁾	7,0	4,7	3,0	9,5	9,5	5,4	3,7	9,5	11,8	5,9	4,3
Avanzo primario	-7,3 ⁽¹⁾	-3,7	-1,6	0,1	-6,0	-6,2	-2,5	-0,8	-6,0	-8,5	-3,0	-1,5
Spesa per interessi	3,5	3,3	3,1	3,1	3,5	3,3	3,0	2,8	3,5	3,3	3,0	2,8
Debito	158,0	155,6	153,4	151,5	155,8	157,8	154,7	153,1	155,8	159,8	156,3	155,0
Crescita del PIL	-9,0	6,0	3,8	2,5	-8,9	4,1	4,3	2,5	-8,9	4,5	4,8	2,6

(1) Nel Documento Programmatico di Bilancio 2021 l'indebitamento netto e l'avanzo primario sono stati rivisti rispettivamente a 10,5 e -7,0.

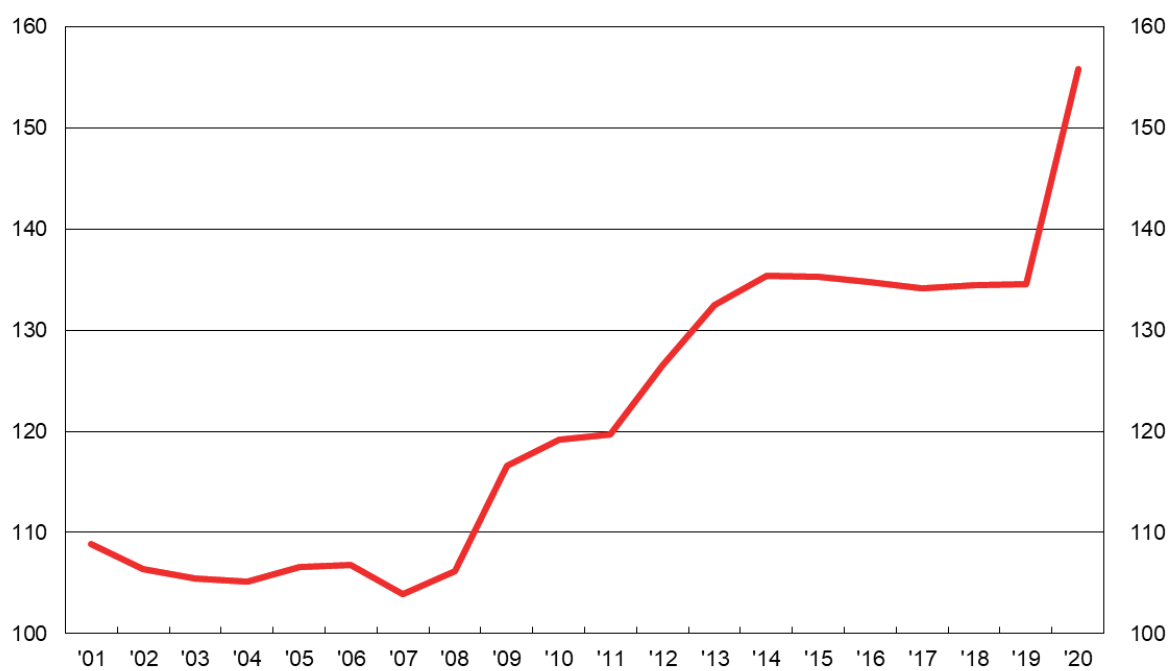
Distribuzione interpolata delle previsioni di crescita del PIL (1)



(1) Distribuzioni basate sulle proiezioni più recenti dell’FMI, dell’OCSE e della Commissione Europea, dei principali analisti privati censiti da Consensus Economics ad aprile.

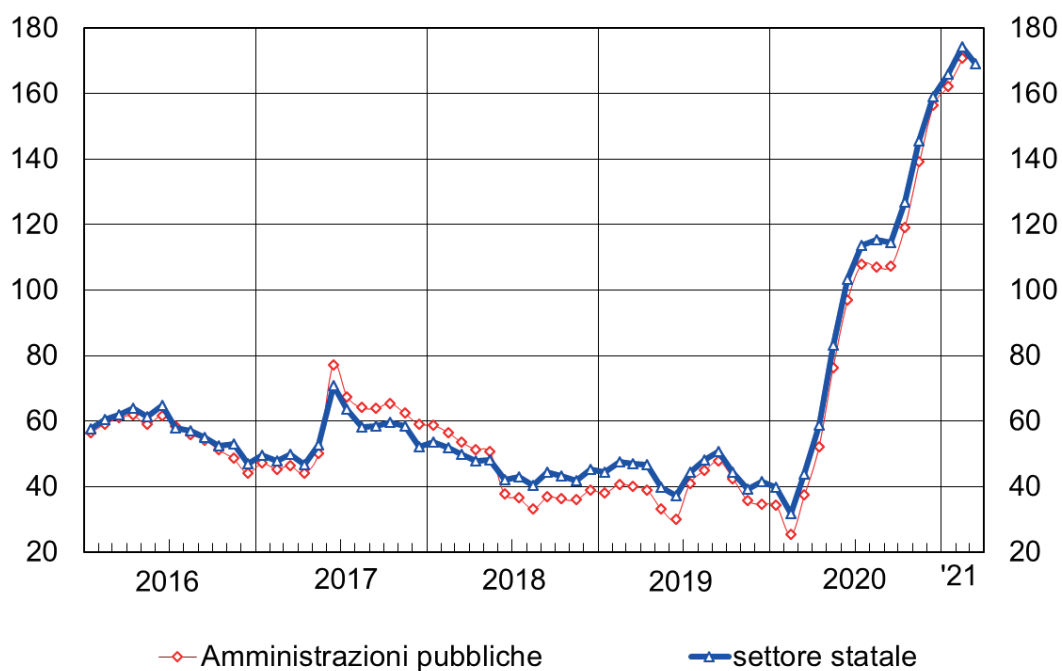
Le previsioni di Consensus Economics sono pari alla media di quelle formulate da: Goldman Sachs, Deutsche Bank, Prometeia, Oxford Economics, Citigroup, UBS, Fitch Ratings, Barclays, Natixis, Confindustria, Banca Nazionale del Lavoro, REF Ricerche, Moody’s Analytics, IHS Markit, ABI, Intesa Sanpaolo, Zürcher Kantonalbank, HSBC, Capital Economics, Centro Europa Ricerche, Economist Intelligence Unit, UniCredit, ING Financial Markets, LC Macro Advisors e Bank of America – Merrill.

Debito delle Amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL)



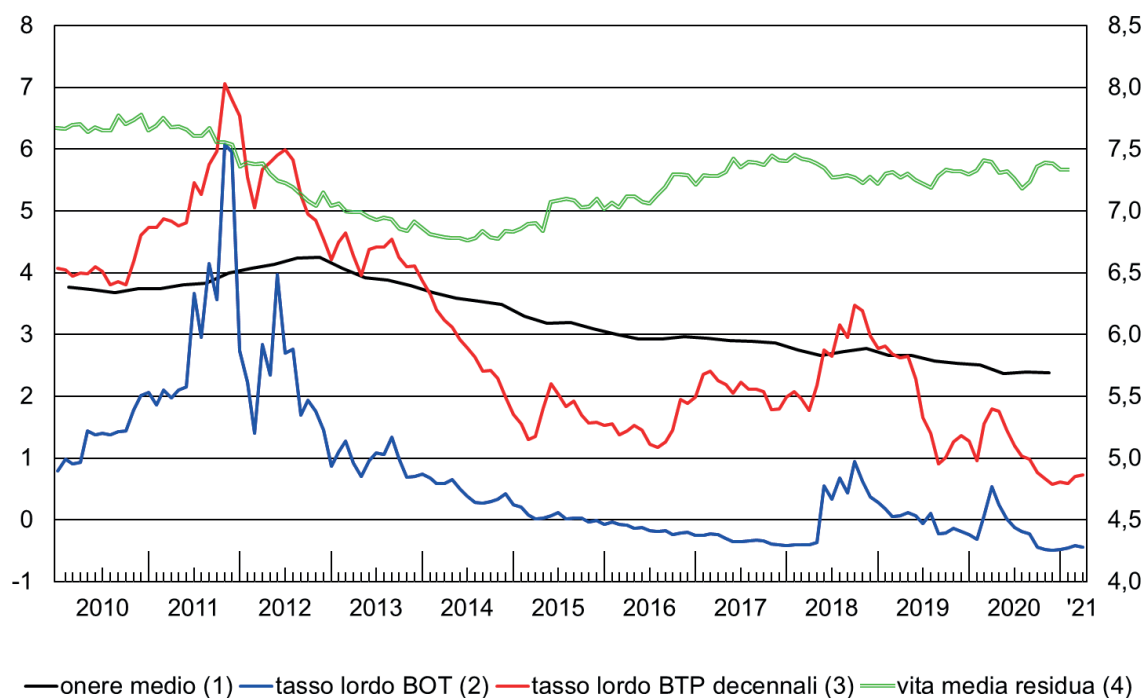
Fonte: per il PIL, Istat (cfr. Istat, *Pil e indebitamento AP*, Statistiche flash, 1 marzo 2021).

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



Fonte: Ministero dell'Economia e delle finanze, per il fabbisogno del settore statale.
 (1) Al netto delle dismissioni mobiliari effettuate dallo Stato.

**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.

