

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
della *Nota di aggiornamento*
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, 5 ottobre 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 della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021. Mi soffermerò sulle tendenze recenti del quadro macroeconomico e sulle stime e i programmi dei conti pubblici per il prossimo triennio.

1. Il quadro macroeconomico

Continua il rafforzamento dell'economia mondiale, anche se restano incertezze, legate all'andamento eterogeneo delle campagne di vaccinazione nelle diverse aree del mondo e alle difficoltà di approvvigionamento che sono emerse negli ultimi mesi nelle catene di produzione globale.

Nell'area dell'euro il recupero dell'economia è proseguito con un'intensità maggiore del previsto. Negli ultimi mesi è aumentata l'inflazione¹, riflettendo il recupero dei prezzi dell'energia e delle materie prime, strozzature dal lato dell'offerta globale e altri fattori temporanei², che potrebbero protrarsi nei prossimi mesi; tuttavia gli andamenti di fondo non ne indicano al momento la persistenza nel medio periodo.

Nella riunione di settembre il Consiglio Direttivo della BCE ha confermato che manterrà condizioni di finanziamento favorevoli, essenziali ad assicurare il proseguimento della ripresa, continuando a condurre gli acquisti di titoli nell'ambito del programma per l'emergenza pandemica in modo flessibile. Il Consiglio manterrà bassi i tassi di interesse finché necessario, in linea con la nuova strategia di politica monetaria.

¹ In settembre la crescita dei prezzi al consumo, in base all'indice armonizzato, ha raggiunto il 3,4 per cento nell'area dell'euro e il 3,0 per cento in Italia.

² Tra questi in particolare lo slittamento temporale dei saldi estivi dovuto alla pandemia e la rimozione della riduzione temporanea dell'IVA in Germania.

A sostegno dell'obiettivo di inflazione simmetrico del 2 per cento e in linea con la nuova strategia di politica monetaria, il Consiglio Direttivo prevede di mantenere i tassi di interesse di riferimento della BCE su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non emergano prospettive che l'inflazione raggiunga il 2 per cento, ben entro l'orizzonte delle proiezioni dell'Eurosistema e in maniera durevole, e finché anche i progressi della componente di fondo non siano sufficientemente avanzati da essere coerenti con la stabilizzazione dell'inflazione sul 2 per cento nel medio periodo. Ciò può comportare un periodo transitorio in cui l'inflazione si colloca moderatamente al di sopra dell'obiettivo.

Il Consiglio Direttivo ritiene che possano essere mantenute condizioni di finanziamento favorevoli con un ritmo degli acquisti netti di attività nel quadro del Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) moderatamente inferiore rispetto ai due trimestri precedenti. Gli acquisti nell'ambito del PEPP saranno condotti in maniera flessibile, con una dotazione totale di 1.850 miliardi di euro, almeno sino alla fine di marzo 2022 e comunque finché non sarà conclusa la fase critica legata al coronavirus. La dotazione potrebbe non essere utilizzata appieno se non risultasse necessario, ma sarebbe aumentata se richiesto per mantenere condizioni finanziarie favorevoli. Gli interventi nell'ambito del Programma di acquisto di attività (Asset Purchase Programme, APP) proseguiranno finché necessario e fino a poco prima che inizi l'aumento dei tassi di riferimento della BCE.

La consistenza dei titoli di Stato nel portafoglio della Banca d'Italia detenuti nell'ambito del programma APP era pari a 383 miliardi a fine agosto, a fine luglio quella del PEPP ammontava a 187 miliardi, rispettivamente 13 e 72 miliardi in più rispetto alla fine del 2020. I rendimenti dei titoli di Stato italiani decennali sono scesi allo 0,83 per cento, un livello inferiore a quelli precedenti l'inizio della pandemia.

In Italia l'avvio della ripresa dei consumi di servizi da parte delle famiglie è stato reso possibile dalle vaccinazioni e dall'aumento della mobilità e ha contribuito al recupero dell'attività nel secondo trimestre, superiore alle attese.

Gli indicatori ad alta frequenza che osserviamo (come i flussi di pagamento, i consumi di elettricità e gas, il traffico autostradale, tutti in aumento) segnalano che la ripresa dell'economia è proseguita anche nel terzo trimestre, sia nell'industria, sia nei servizi. Secondo le informazioni ricavate dai nostri sondaggi più recenti, le imprese continuano a prefigurare un rialzo dei propri investimenti; le famiglie esprimono valutazioni migliori sulla situazione economica e sul mercato del lavoro nonché una maggiore propensione alla spesa.

Secondo le nostre stime nel terzo trimestre la produzione industriale sarebbe cresciuta di circa un punto percentuale; l'indicatore settimanale

prodotto dalla Banca d'Italia³ registra attualmente un aumento dell'attività economica nel trimestre non discosto da 2 punti percentuali.

Nell'indagine della Banca d'Italia condotta tra il 26 agosto e il 16 settembre, oltre il 50 per cento delle imprese valuta la situazione economica generale in miglioramento, come riflesso dall'andamento degli ordini sia esteri sia nazionali, mentre restano elementi di freno la residua incertezza e il rialzo del prezzo del petrolio; l'indisponibilità di input intermedi è il principale fattore di ostacolo citato dalle imprese di maggiori dimensioni dell'industria in senso stretto. Con riferimento al 2021 le imprese che si attendono una crescita degli investimenti rispetto al 2020 superano di molto quelle che ne prefigurano una diminuzione.

Gli indici dei responsabili degli acquisti nel settore dei servizi segnalano che l'attività del terziario avrebbe continuato ad espandersi a ritmi elevati, sostenuta dalle progressive riaperture, dalle misure di stimolo della domanda e dal parziale recupero dei flussi turistici, anche internazionali. Quest'ultimo andamento è testimoniato dall'utilizzo di schede telefoniche estere sul territorio nazionale, che tra luglio e agosto è risultato significativamente più elevato rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, benché ancora al di sotto dei valori precedenti la pandemia.

Nell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane condotta tra agosto e settembre le attese sulla situazione economica e sul mercato del lavoro sono migliorate, sostenute dai progressi della campagna vaccinale e dalle prospettive più incoraggianti del quadro epidemiologico. La quota di famiglie che dichiarano di aver ridotto le spese presso alberghi, bar e ristoranti rispetto a prima della pandemia è scesa al 71 per cento (aveva raggiunto quasi il 90 per cento nelle fasi più acute della pandemia); le famiglie che hanno fatto meno frequentemente acquisti in negozi di abbigliamento e per servizi di cura della persona sono scese al 63 e al 57 per cento del totale, rispettivamente. Permane tuttavia cautela nelle attese di spesa a tre mesi, in particolare tra le famiglie con maggiori difficoltà economiche.

Le elaborazioni della Banca d'Italia e del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali⁴ indicano che la ripresa si è tradotta in un aumento degli occupati, con l'attivazione di oltre 830.000 posti di lavoro nei primi otto mesi dell'anno, particolarmente nei settori più colpiti dalla pandemia (turismo, commercio e servizi ricreativi) e soprattutto in posizioni a termine. Non sono però ancora del tutto superate le conseguenze della crisi sanitaria sull'utilizzo del lavoro: il tasso di partecipazione al mercato del lavoro e le ore per occupato sono ancora al di sotto dei livelli del 2019, rispettivamente di 1 e 3 punti percentuali.

³ D. Delle Monache, S. Emiliozzi e A. Nobili, Tracking economic growth during Covid-19: a weekly indicator for Italy, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 27 gennaio 2021.

⁴ Si veda: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/comunicazioni-obbligatorie/comunicazioni-obbligatorie-2021/Comunicazioni-obbligatorie-2021.05.pdf>

Nel complesso l'aggiornamento delle nostre proiezioni sulla base di queste informazioni porta a concludere che la crescita dovrebbe risultare quest'anno sensibilmente più elevata di quanto stimato in luglio, collocandosi intorno al 6 per cento⁵. Il prodotto e l'occupazione si riporterebbero sui livelli pre-pandemici già nella prima metà del 2022, in anticipo di due trimestri rispetto a quanto ipotizzato in precedenza.

Il quadro macroeconomico tendenziale presentato nella Nota di aggiornamento del DEF (che prefigura una crescita del 6,0 per cento nell'anno in corso, del 4,2 nel 2022 e del 2,6 nel 2023) è coerente con lo scenario che ho appena delineato⁶. È un quadro favorevole, che resta però soggetto a rischi prevalentemente al ribasso, legati al possibile persistere di vincoli d'offerta globale, all'evoluzione dei contagi nei mesi autunnali e all'efficacia delle misure di sostegno.

Nel quadro macroeconomico tendenziale della Nota di aggiornamento la crescita del PIL è sostenuta dal contributo della domanda nazionale e in particolare degli investimenti, che in rapporto al prodotto si riporterebbero su valori prossimi a quelli precedenti la crisi globale del 2008-09. I consumi delle famiglie, pur in netto recupero, rimangono improntati a maggiore cautela e si riporterebbero sui livelli pre-pandemici solo nel 2023.

Il quadro è nel complesso condivisibile ma circondato da rischi che valutiamo orientati prevalentemente al ribasso. Tra questi, nel breve termine, un'evoluzione meno favorevole del quadro epidemiologico potrebbe comportare un recupero ritardato delle attività interessate da maggiori contatti interpersonali e riflettersi negativamente sui consumi e sull'occupazione; non si può inoltre escludere che gli effetti delle strozzature dal lato dell'offerta si trasmettano in misura più intensa all'economia italiana lungo le catene di valore globali. Nel medio termine i principali fattori di rischio sono associati ai tempi di realizzazione e all'efficacia delle misure delineate nel PNRR e a un possibile rallentamento degli scambi internazionali.

Le stime tendenziali per quest'anno e per il prossimo si collocano all'interno del ventaglio di quelle formulate dai principali analisti, ancora però caratterizzate da una dispersione elevata e dimostratesi soggette a rapidi cambiamenti, a conferma delle incertezze sul pieno riassorbimento della pandemia.

⁵ Le proiezioni pubblicate in luglio nel Bollettino economico della Banca d'Italia prefiguravano una crescita del PIL del 5,1 per cento nel 2021 e del 4,4 per cento nel 2022.

⁶ Nel Documento di economia e finanza presentato la scorsa primavera dal Governo la crescita del prodotto era stimata al 4,5 per cento per l'anno in corso, al 4,8 per cento nel 2022 e al 2,6 nel 2023.

Secondo la media delle previsioni dei principali analisti raccolte in settembre da Consensus Economics in Italia il PIL aumenterebbe del 5,7 per cento quest'anno e del 4,3 per cento nel 2022. L'ampiezza del ventaglio di stime si è molto ridotta rispetto ai valori osservati lo scorso anno, ma rimane pari a quasi due punti percentuali per il 2021 (tra 4,1 e 6,3 per cento) e a circa un punto percentuale per il 2022 (tra 3,5 e 4,8). Prima della crisi pandemica, nel settembre 2019, su un orizzonte di previsione corrispondente l'ampiezza dell'intervallo era pari rispettivamente a 0,4 e 0,8 punti percentuali.

Un sostanziale contributo dell'azione di sostegno è incorporato nel quadro tendenziale; senza di esso la crescita sarebbe significativamente più bassa. Secondo le valutazioni che la Banca d'Italia ha riportato nel Bollettino Economico di luglio le misure del PNRR e quelle finanziate con il bilancio nazionale definite fino all'estate possono contribuire a un aumento del PIL di 4 punti percentuali cumulati nel triennio 2021-23⁷. Come abbiamo avuto modo di sottolineare, presupposto necessario al conseguimento di questi risultati resta una piena e tempestiva realizzazione degli interventi.

La Nota di aggiornamento presenta un quadro programmatico che, rispetto al tendenziale, incorpora una crescita più elevata di 0,7 punti cumulati nel triennio 2022-24 (pari al 4,7 per cento l'anno prossimo, al 2,8 nel 2023 e all'1,9 nel 2024) per effetto degli interventi di bilancio che innalzano il disavanzo. I moltiplicatori impliciti in queste stime sembrano plausibili nell'ipotesi che la quota di risorse destinate a interventi ad alta attivazione della domanda aggregata rimanga significativa.

2. I conti pubblici nel 2021

La Nota riduce in misura considerevole la stima dell'indebitamento netto atteso per il 2021, che viene portato al 9,4 per cento del prodotto, quasi 2,5 punti al di sotto di quanto programmato nel DEF dello scorso aprile e due decimi di punto percentuale in meno rispetto al 2020. La revisione rispetto agli obiettivi fissati in primavera riflette il miglioramento del quadro macroeconomico, ma sembra derivare soprattutto da un andamento delle spese meno sostenuto del previsto e da un aumento delle entrate più

⁷ Circa metà degli effetti nel triennio 2021-23 sono attribuibili agli interventi del PNRR. Secondo le nostre stime pubblicate sulla *Relazione annuale sul 2020*, l'impatto complessivo degli effetti di domanda degli interventi del Piano entro il 2026 potrebbe portare a un aumento del PIL tra i 3 e i 4 punti percentuali; significativi effetti aggiuntivi, fino a 6 punti in un decennio, potranno derivare dalle riforme e dai piani di incentivo alla ricerca e all'innovazione se efficacemente eseguite.

pronunciato di quanto sarebbe normalmente coerente con la revisione delle attese sulla crescita.

Il quadro tendenziale dei conti pubblici è stato rivisto anche per tenere conto dell'aggiornamento delle ipotesi relative all'utilizzo dei fondi del programma Next generation EU (NGEU), allineate con la versione finale del Piano nazionale di ripresa e resilienza pubblicata dalla Commissione europea a giugno. A seguito del confronto con la Commissione europea è stato rivisto il profilo temporale degli interventi, prevedendo il posticipo di alcune spese inizialmente programmate per i primi anni. Per l'anno in corso la previsione della spesa finanziata con trasferimenti del Dispositivo di ripresa e resilienza (e delle corrispondenti entrate) passa infatti dallo 0,6 allo 0,3 per cento del PIL.

I dati di cassa al momento disponibili appaiono coerenti con il quadro delineato nella Nota per l'indebitamento netto, pur considerando che in questa fase la loro interpretazione è soggetta a particolare incertezza a seguito delle numerose disomogeneità rispetto al 2020.

Nei primi sette mesi dell'anno il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è stato inferiore di 29 miliardi rispetto al corrispondente periodo dell'anno scorso. Escludendo gli effetti di operazioni che non incidono sull'indebitamento netto e di disallineamenti temporali, che sono stati particolarmente rilevanti nella prima parte del 2020, le indicazioni dei dati di cassa sarebbero molto meno favorevoli. Tale quadro suggerisce per l'intero 2021 una variazione dell'indebitamento netto in rapporto al prodotto sostanzialmente coerente con quella delineata dal Governo. Va considerato però che questa valutazione è resa particolarmente incerta sia da numerosi fattori di disomogeneità nel confronto tra un anno e l'altro, sia dalla difficoltà di valutare l'effetto infra-annuale sui conti di alcuni nuovi provvedimenti.

L'andamento del debito in rapporto al prodotto è significativamente più favorevole di quello delineato in aprile. Le nuove stime indicano una diminuzione di circa 2 punti percentuali rispetto al 2020, al 153,5 per cento⁸, mentre il DEF ne prefigurava un aumento di 4 punti percentuali (al 159,8 per cento); viene così anticipato di un anno l'avvio della sua riduzione rispetto ai precedenti programmi. La revisione di circa 6 punti rispetto al DEF deriva dalla più accentuata crescita del prodotto nominale, che influenza il denominatore (riducendo il rapporto di circa 2,8 punti), ma anche dall'indebitamento netto più basso di quanto programmato (per quasi 2,5 punti) e dal cosiddetto *stock-flow*

⁸ La riduzione deriva soprattutto dall'effetto di un differenziale particolarmente ampio tra crescita nominale del prodotto e onere medio del debito, che più che compensa il disavanzo primario (6 per cento del PIL).

*adjustment*⁹ (per circa un punto). In merito a quest'ultima voce il Documento non fornisce informazioni di dettaglio che permettano di valutarne le determinanti.

3. I conti pubblici nel triennio 2022-24

La Nota di aggiornamento rivede le stime e gli obiettivi per i conti pubblici nel prossimo triennio.

Il quadro tendenziale. – Le previsioni dell'indebitamento netto a legislazione vigente nel periodo 2022-24 sono ridotte di circa 1,2 punti percentuali del PIL in media all'anno rispetto al DEF di aprile¹⁰, riflettendo sia le prospettive macroeconomiche più favorevoli sia i migliori risultati attesi per l'anno in corso (che hanno un effetto di trascinamento sugli anni successivi).

Come già ricordato, le nuove previsioni per i conti pubblici tengono inoltre conto della versione definitiva del Piano nazionale di ripresa e resilienza. Rispetto a quanto previsto dal DEF, la spesa finanziata con trasferimenti si riduce in media di circa 0,3 punti percentuali del prodotto nel prossimo biennio, per aumentare in seguito (di circa 0,2 punti nel 2024).

Si conferma nel triennio la progressiva diminuzione del disavanzo, che scenderebbe l'anno prossimo di 5 punti percentuali in rapporto al prodotto (al 4,4 per cento) e raggiungerebbe il 2,1 per cento nel 2024. Sottostante questo andamento vi è il miglioramento del saldo primario, che – con il venire meno delle misure legate alla pandemia e con la crescita dell'economia – si porterebbe da un disavanzo del 6 per cento del PIL quest'anno a un avanzo di quasi mezzo punto alla fine dell'orizzonte di previsione, e il calo della spesa per interessi reso possibile dalle condizioni favorevoli dei mercati finanziari.

L'incidenza della spesa per interessi scenderebbe dal 3,4 per cento del PIL atteso per quest'anno al 2,5 per cento alla fine dell'orizzonte previsivo, mentre l'onere medio del debito si ridurrebbe nello stesso periodo dal 2,4 all'1,8 per cento. Questo andamento è coerente

⁹ Sullo *stock-flow adjustment* – che riassume l'effetto di tutti i fattori che hanno un impatto non omogeneo sul debito e sull'indebitamento netto – incidono anche le partite finanziarie come quelle relative a *Patrimonio destinato*.

¹⁰ Va considerato che le stime tendenziali riportate nel DEF, a differenza di quelle della Nota, non tenevano conto degli effetti dei provvedimenti varati nei mesi successivi ad aprile a valere sullo scostamento di bilancio richiesto dal Governo contestualmente alla presentazione del DEF. In particolare, il DL n. 59 del 2021 (convertito dalla legge n. 101 del 2021), che ha tra l'altro istituito il Piano per gli investimenti complementari al Piano nazionale di ripresa e resilienza e incrementato la dotazione del Fondo per lo sviluppo e la coesione, ha determinato un aumento dell'indebitamento netto di circa 0,2 punti percentuali del PIL in media all'anno nel triennio 2022-24.

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.

La Nota prefigura una dinamica molto sostenuta degli investimenti pubblici, che nel prossimo triennio crescerebbero dell'11 per cento in media all'anno e alla fine del periodo di programmazione arriverebbero a toccare il 3,4 per cento del PIL, al di sopra del livello osservato negli anni precedenti la crisi finanziaria globale del 2008-09. È un obiettivo ambizioso e una componente essenziale dei programmi di stimolo, il cui conseguimento dipende da una tempestiva ed efficace applicazione delle riforme volte a semplificare e velocizzare le procedure di spesa, salvaguardando al contempo la qualità dei progetti finanziati.

Gli investimenti previsti nel Piano nazionale di ripresa e resilienza, finanziati sia con trasferimenti sia con prestiti, passeranno dallo 0,4 per cento del PIL di quest'anno allo 0,9 l'anno prossimo per poi crescere fino all'1,6 per cento alla fine dell'orizzonte di previsione. Mentre i trasferimenti previsti dal Piano finanziano investimenti "addizionali" (pari a circa lo 0,3 per cento del prodotto in media all'anno nel prossimo triennio), i prestiti sono in parte destinati a finanziare investimenti già previsti. Nella Nota viene indicata solo la quota complessiva di investimenti finanziati da prestiti (in media pari a circa lo 0,9 per cento del prodotto), senza specificare la parte destinata a investimenti "addizionali".

Il quadro programmatico. – Il Governo programma di utilizzare larga parte dei margini di manovra derivanti dal miglioramento del quadro tendenziale per nuove misure espansive, che verranno definite con la prossima legge di bilancio, accrescendo l'indebitamento in ciascun anno dell'orizzonte di programmazione di oltre un punto percentuale del prodotto¹¹.

L'obiettivo di indebitamento netto resta comunque leggermente più basso rispetto al quadro programmatico del DEF nel prossimo biennio (per 0,35 punti percentuali del prodotto in media all'anno) ed è appena inferiore nel 2024 (0,1 punti); il saldo primario resterebbe ancora negativo alla fine del triennio.

Nel quadro programmatico l'indebitamento netto è pari al 5,6 per cento del PIL nel 2022; scende poi gradualmente negli anni successivi ma rimane comunque superiore al 3 per cento (3,3 per cento nel 2024). Alla fine dell'orizzonte di programmazione il saldo

¹¹ Dal confronto tra il quadro tendenziale e quello programmatico emerge che l'impatto sul disavanzo delle misure espansive che verranno definite con la prossima legge di bilancio sia pari a circa 1,2 punti percentuali del PIL nel 2022, 1,5 punti nel 2023 e 1,2 nel 2024.

primario sarebbe ancora negativo per 0,8 punti percentuali del PIL (più sfavorevole di 1,2 punti percentuali rispetto al quadro tendenziale). Nel 2024, nelle stime del Governo l'indebitamento netto strutturale si collocherebbe quasi al 4 per cento del PIL, oltre un punto percentuale in più rispetto al quadro tendenziale.

La Nota fornisce solo indicazioni generali sulle aree di intervento della prossima legge di bilancio. Oltre al consueto rifinanziamento delle misure previste a politiche invariate, verrebbero destinate risorse al rafforzamento del sistema sanitario, al rinnovo dei contratti pubblici e alla proroga di alcuni incentivi (in particolare quelli relativi all'efficienza energetica degli edifici e agli investimenti innovativi) e delle garanzie pubbliche sui prestiti (rilasciate attraverso il Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese). Verrebbero anche destinate risorse al finanziamento di alcune riforme attualmente in discussione (in particolare, quella degli ammortizzatori sociali e una prima fase di quella fiscale).

La Nota prevede inoltre che l'assegno unico universale per i figli, introdotto in via temporanea fino alla fine dell'anno in corso con il decreto legge n. 79 del 2021, venga definito per poi andare a regime all'inizio del prossimo anno e che le entrate derivanti dalla revisione delle imposte ambientali e dei sussidi dannosi per l'ambiente siano utilizzate per ridurre altri oneri a carico dei settori produttivi. Infine si prevede che nei prossimi anni le risorse di bilancio vengano indirizzate in misura crescente verso utilizzi più favorevoli alla crescita dell'economia (investimenti, spese per ricerca, innovazione e istruzione).

Si tratta di interventi importanti che andranno realizzati considerando non solo l'obiettivo di sostenere i redditi e la domanda, ma anche quello di aumentare la crescita potenziale dell'economia. A questo scopo va tenuto conto della necessità di assicurare gli adeguati incentivi all'offerta di lavoro e favorire il necessario processo di riallocazione delle risorse e di semplificare e razionalizzare il complesso degli strumenti di sostegno al reddito e il sistema tributario, evitando sovrapposizioni, riducendo gli effetti distorsivi dell'attuale struttura dell'Irpef e intervenendo sul sistema delle cosiddette spese fiscali.

Nell'attuale fase in cui l'economia deve ancora recuperare le conseguenze della pandemia, una politica di bilancio orientata al sostegno temporaneo dell'attività è nel complesso condivisibile. Tuttavia, dato l'elevato debito accumulato, resta rilevante l'osservazione che avevamo già avanzato in occasione della discussione della Nota di aggiornamento del DEF 2020, secondo cui – quando la ripresa ecceda le aspettative – andrebbe considerata la possibilità di un miglioramento più accentuato del saldo primario.

È altresì opportuno che eventuali interventi con effetti permanenti sui conti pubblici, sia dal lato delle entrate sia dal lato delle spese, trovino una copertura strutturale all'interno del bilancio.

4. La dinamica del debito pubblico

Secondo i programmi del Governo, l'incidenza del debito sul PIL scende nel prossimo triennio di circa 7,5 punti percentuali, portandosi al 146,1 per cento nel 2024. È un livello sensibilmente al di sotto di quello indicato dal DEF di aprile (152,7 per cento), anche se superiore rispetto a quello previsto nel quadro tendenziale (143,3 per cento nel 2024). La diminuzione nel periodo 2022-24 è assicurata dal differenziale molto favorevole tra la crescita nominale e l'onere medio sul debito (pari a quasi 3 punti percentuali in media all'anno), che più che compensa l'effetto del disavanzo primario.

Nei venti anni precedenti il 2020 l'onere medio del debito e la crescita nominale del prodotto sono stati pari, rispettivamente, al 4,1 e al 2,2 per cento in media. Il differenziale tra le due variabili ha contribuito all'aumento del rapporto tra il debito e il PIL per oltre 2 punti percentuali in media ogni anno; l'incremento è stato solo parzialmente compensato dal saldo primario quasi sempre in avanzo (1,6 per cento in media).

La Nota contiene un'analisi di sensibilità della dinamica del rapporto tra il debito e il PIL a fronte di shock alla crescita e ai tassi di interesse. L'esercizio indica che lo scenario di riduzione del debito resta esposto agli stessi rischi che circondano le prospettive di crescita.

La Nota conferma anche l'intenzione del Governo di riportare il rapporto tra il debito e il PIL sui livelli pre-pandemia entro il 2030¹², con una ulteriore riduzione di quasi 12 punti nei sei anni successivi all'orizzonte di programmazione.

Le analisi che la Banca d'Italia ha pubblicato¹³ illustrano che una significativa riduzione del debito pubblico nel prossimo decennio è possibile. Ne costituisce premessa favorevole il differenziale positivo tra crescita del prodotto e onere del debito: il costo di finanziamento del debito pubblico, grazie a una vita media di oltre sette anni, beneficerà a lungo dei livelli

¹² Il rapporto tra il debito e il PIL era pari al 134,3 per cento nel 2019.

¹³ Cfr. il Riquadro "La crescita in Italia dopo COVID-19: valutazioni di lungo periodo" nella Relazione annuale sul 2019, Banca d'Italia, maggio 2020.

eccezionalmente bassi dei tassi di interesse degli ultimi anni. Una crescita più sostenuta dell'economia, grazie a una esecuzione efficace del Piano nazionale di ripresa e resilienza¹⁴, permetterebbe di accelerare il processo di riduzione.

Come ha recentemente sottolineato il Governatore della Banca d'Italia, le stesse analisi indicano però che ricondurre il rapporto tra il debito e il prodotto sui livelli del 2019 nell'arco di un decennio richiede anche un progressivo e ampio miglioramento dei saldi di bilancio, tale da ritornare a un significativo avanzo primario nella seconda metà del decennio in corso¹⁵.

È quindi condivisibile la valutazione del Governo secondo cui nel medio termine conseguire adeguati avanzi primari è necessario. Le simulazioni della Nota di aggiornamento mostrano come l'obiettivo di un rientro del peso del debito sui livelli pre-crisi entro la fine del decennio richieda un deciso miglioramento, di quasi 3,5 punti del prodotto, del saldo primario strutturale nel periodo 2025-29; in assenza di correzioni, dopo il 2024 il debito tornerebbe ad aumentare per effetto dell'invecchiamento della popolazione e del rialzo atteso dell'onere medio. Pur con gli ampi margini di incertezza che circondano questi esercizi, il risultato illustra l'importanza delle scelte che la politica economica deve compiere.

* * *

Riassumo i principali punti che ho presentato.

In Italia l'attività produttiva sta crescendo al di sopra delle attese; dalla primavera vi contribuisce anche la ripresa di fiducia delle famiglie, soprattutto grazie al successo delle vaccinazioni. Assicurare la riduzione dei contagi si è confermata condizione indispensabile per sostenere l'economia; le misure di stimolo si sono dimostrate efficaci; le conseguenze della pandemia sull'attività e sul lavoro non sono però ancora del tutto superate, né vanno sottovalutate le incertezze globali.

La Nota aggiorna gli scenari del DEF per tenere conto del miglioramento della congiuntura e del minore disavanzo ora atteso per il 2021. L'avvio della discesa del peso del debito già dall'anno in corso sarà un primo risultato

¹⁴ Cfr. il Riquadro "*Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza*" nella Relazione annuale sul 2020, Banca d'Italia, maggio 2021.

¹⁵ Cfr. I. Visco, "*Considerazioni finali del Governatore*", 2021.

importante, che riflette soprattutto le condizioni più favorevoli dell'economia. Il quadro macroeconomico tendenziale presentato è coerente con le nostre valutazioni, ma non vanno sottovalutati i rischi di un rallentamento della crescita, anche per il quadro di finanza pubblica.

La prosecuzione della ripresa resta dipendente dal mantenimento dello stimolo di bilancio, ampiamente incorporato nel quadro tendenziale con le misure del Piano nazionale di ripresa e resilienza e le altre già definite fino all'estate, che se attuate efficacemente potranno contribuire considerevolmente alla crescita nel prossimo triennio.

Lo scenario programmatico prospetta l'utilizzo di larga parte della riduzione del disavanzo tendenziale derivante dal miglioramento economico per nuove misure. Gli obiettivi fissati per il disavanzo sono prossimi a quelli indicati in aprile; il peso del debito scende più rapidamente di quanto prefigurato nel DEF fino al 2024. La Nota conferma tuttavia la necessità di una correzione di bilancio significativa, dopo il 2024, per assicurare il ritorno del peso del debito sui livelli registrati prima della pandemia entro la fine del decennio; ciò consentirebbe di porre le basi per una sua successiva ulteriore riduzione.

Considerato che l'alto debito pubblico rimane una intrinseca fragilità del nostro Paese, quando l'andamento dell'economia si rivela migliore delle previsioni la possibilità di trarne vantaggio per accelerare la diminuzione del debito andrebbe valutata con decisione, anche al fine di allontanare definitivamente la possibilità che si ripresentino i rischi finanziari che hanno colpito la nostra economia, in particolare nell'ultimo decennio.

Come la Banca d'Italia ha più volte sottolineato, è condivisibile la valutazione della Nota secondo cui la piena realizzazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza, incluse le riforme che lo accompagnano, è la grande sfida per i prossimi anni; il sostegno della domanda non potrebbe assicurare da solo il ritorno a ritmi di crescita stabilmente più sostenuti.

TAVOLE E FIGURE

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

VOCI	DEF 2021									
	quadro tendenziale					quadro programmatico				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
PIL reale	-8,9	4,1	4,3	2,5	2,0	-8,9	4,5	4,8	2,6	1,8
<i>Importazioni</i>	-12,6	9,3	6,3	3,7	3,3	-12,6	9,4	6,6	3,8	3,3
<i>Consumi famiglie e ISP</i>	-10,7	3,8	4,8	2,5	2,0	-10,7	4,1	5,2	2,5	1,9
<i>Spesa PA</i>	1,6	2,4	0,1	-0,1	-0,2	1,6	2,6	0,2	-0,1	-0,3
<i>Investimenti</i>	-9,1	8,0	7,8	4,4	3,7	-9,1	8,7	9,0	4,7	3,4
<i>Esportazioni</i>	-13,8	8,2	5,7	3,9	3,3	-13,8	8,2	5,7	4,0	3,4
PIL nominale	-7,8	5,2	5,6	3,8	3,2	-7,8	5,6	6,2	4,0	3,2
Deflatore dei consumi	-0,2	1,0	1,2	1,3	1,2	-0,2	1,0	1,3	1,4	1,4
Occupazione (ULA)	-10,3	3,5	3,9	2,2	1,7	-10,3	4,9	4,7	2,3	1,6
	Nota di aggiornamento del DEF 2021									
VOCI	quadro tendenziale					quadro programmatico				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
PIL reale	-8,9	6,0	4,2	2,6	1,9	-8,9	6,0	4,7	2,8	1,9
<i>Importazioni</i>	-12,9	11,6	6,6	4,4	3,6	-12,9	11,6	6,9	4,8	4,0
<i>Consumi famiglie e ISP</i>	-10,7	5,2	4,8	2,4	2,0	-10,7	5,2	5,0	2,7	2,0
<i>Spesa PA</i>	1,9	0,7	0,4	0,3	0,1	1,9	0,7	1,7	0,4	-0,2
<i>Investimenti</i>	-9,2	15,5	5,8	4,3	4,0	-9,2	15,5	6,8	4,9	4,3
<i>Esportazioni</i>	-14,0	11,4	6,0	4,1	3,1	-14,0	11,4	6,0	4,1	3,1
PIL nominale	-7,9	7,6	5,8	4,1	3,4	-7,9	7,6	6,4	4,3	3,6
Deflatore dei consumi	-0,3	1,5	1,6	1,3	1,5	-0,3	1,5	1,6	1,4	1,7
Occupazione (ULA)	-10,3	6,5	4,0	2,3	1,6	-10,3	6,5	4,1	2,5	1,7

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	47,0	47,5
Spese (2)	49,2	50,6	51,0	50,9	50,3	49,1	48,8	48,4	48,5	57,1
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	-6,1
Indebitamento netto	3,6	2,9	2,9	3,0	2,6	2,4	2,4	2,2	1,5	9,6
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

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 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 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	15,2
Imposte indirette	14,0	15,1	14,8	15,2	14,9	14,3	14,3	14,4	14,4	13,8
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	28,8	29,0
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	42,3	42,8
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	47,0	47,5

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 2021).

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	9,6	10,5
Consumi intermedi	5,5	5,6	5,7	5,6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,6	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	20,1	24,1
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	3,8	3,8	4,5
Totale spese correnti	45,3	46,7	47,4	47,3	46,2	45,8	44,9	45,1	45,1	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	41,5	41,7	48,3
Investimenti fissi lordi	2,9	2,6	2,5	2,3	2,4	2,3	2,2	2,1	2,3	2,6
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	5,4
Totale spese	49,2	50,6	51,0	50,9	50,3	49,1	48,8	48,4	48,5	57,1
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	44,5	45,4	46,1	46,3	46,2	45,2	45,0	44,8	45,2	53,7

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 2021").

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

Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche*(miliardi di euro)*

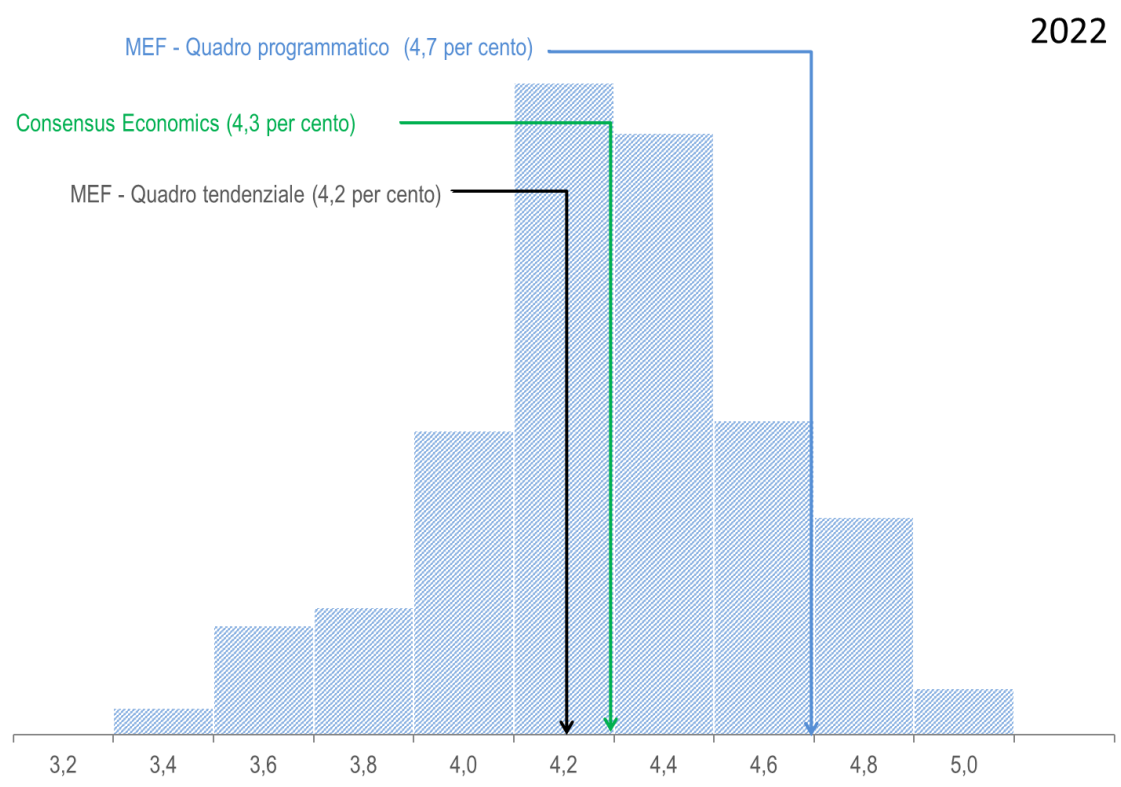
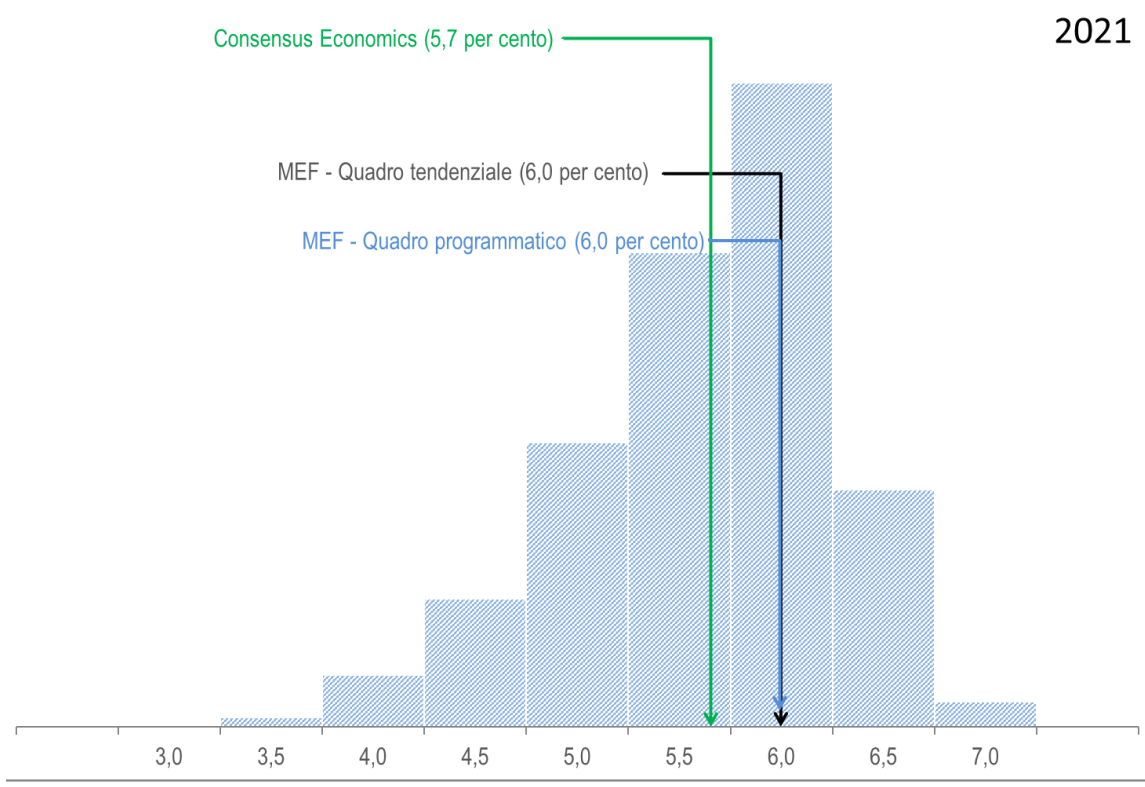
VOCI	Anno		Primi 7 mesi	
	2019	2020	2020	2021
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari (a)	34,1	156,6	100,1	71,1
Dismissioni (b)	0,0	0,0	0,0	0,0
Fabbisogno complessivo (c=a-b=d+e+f+g+h+i+j)	34,1	156,6	100,1	71,1
FINANZIAMENTO				
Monete e depositi (1) (d)	-10,3	1,6	3,7	2,8
di cui: <i>raccolta postale</i>	-4,7	-2,5	-1,2	-5,1
Titoli a breve termine (e)	6,4	11,5	23,9	-1,9
Titoli a medio e a lungo termine (f)	43,0	134,8	121,6	131,0
Prestiti di IFM (g)	-7,4	0,6	2,4	5,9
Prestiti di Istituzioni europee (h)	-	16,6	-	11,1
Altre passività (2) (i)	0,2	0,9	-0,4	0,4
di cui: <i>EFSF</i>	-0,4	0,0	0,0	0,0
Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (3) (j)	2,2	-9,6	-51,0	-78,3

(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 di conti pubblici nei più recenti documenti ufficiali
(variazioni percentuali)

VOCI	DEF 2021									
	quadro tendenziale					quadro programmatico				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
Indebitamento netto	9,5	9,5	5,4	3,7	3,4	9,5	11,8	5,9	4,3	3,4
Avanzo primario	-6,0	-6,2	-2,5	-0,8	-0,8	-6,0	-8,5	-3,0	-1,5	-0,8
Spesa per interessi	3,5	3,3	3,0	2,8	2,6	3,5	3,3	3,0	2,8	2,6
Debito	155,8	157,8	154,7	153,1	150,9	155,8	159,8	156,3	155,0	152,7
<i>Crescita del PIL</i>	-8,9	4,1	4,3	2,5	2,0	-8,9	4,5	4,8	2,6	1,8
VOCI	Nota di aggiornamento del DEF 2021									
	quadro tendenziale					quadro programmatico				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
Indebitamento netto	9,6	9,4	4,4	2,4	2,1	9,6	9,4	5,6	3,9	3,3
Avanzo primario	-6,1	-6,0	-1,5	0,3	0,4	-6,1	-6,0	-2,7	-1,2	-0,8
Spesa per interessi	3,5	3,4	2,9	2,7	2,5	3,5	3,4	2,9	2,7	2,5
Debito	155,6	153,5	148,8	145,9	143,3	155,6	153,5	149,4	147,6	146,1
<i>Crescita del PIL</i>	-8,9	6,0	4,2	2,6	1,9	-8,9	6,0	4,7	2,8	1,9

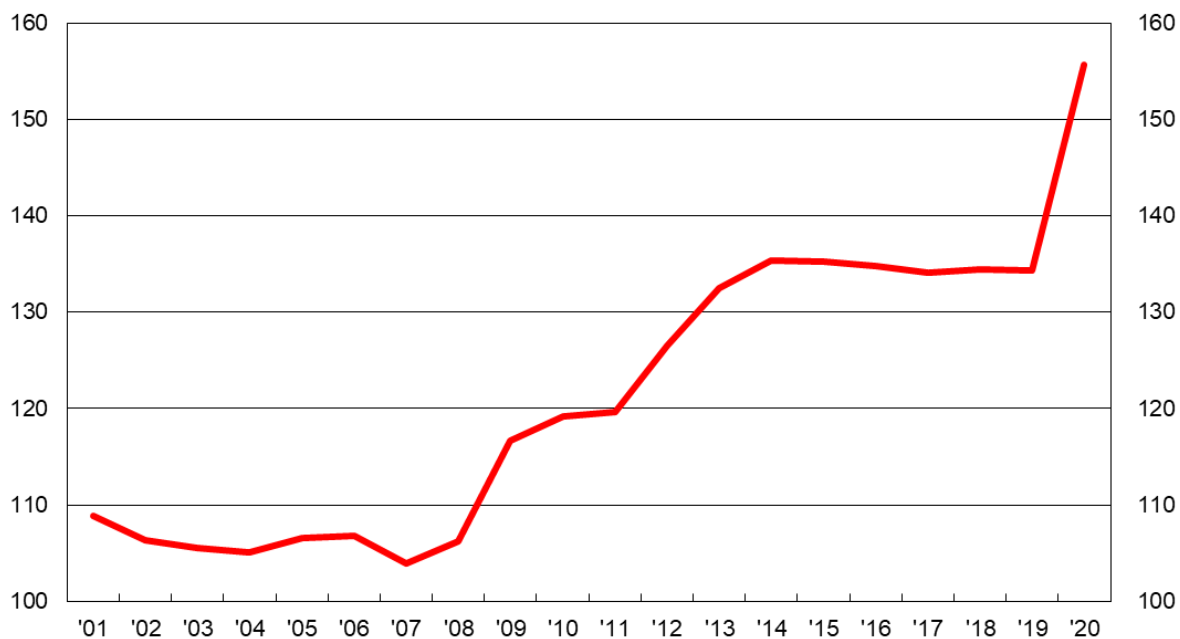
Distribuzione interpolata delle previsioni di crescita del PIL (1)



(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: Bank of America Merrill Lynch, Barclays, Banca Nazionale del Lavoro, Intesa Sanpaolo, Capital Economics, Centro Europa Ricerche, Citigroup, Confindustria, Deutsche Bank, Moody's Analytics, Economics Intelligence Unit, Fitch Ratings, IHS Markit, HSBC, LC Macro Advisors, Natixis, Oxford Economics, Prometeia, REF Ricerche, Société Generale, UBS, UniCredit e Zürcher Kantonalbank.

Figura 2

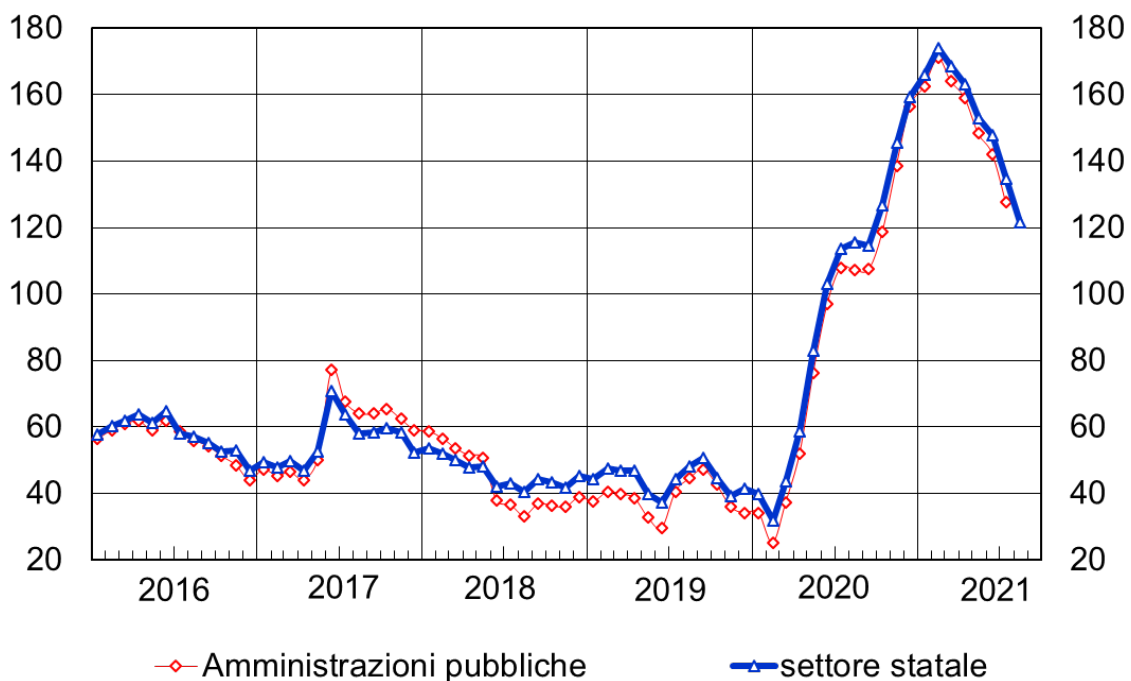
Debito delle Amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL)



Fonte: per il PIL, Istat (cfr. Istat, *CONTI ECONOMICI NAZIONALI Prodotto interno lordo e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche*, Statistiche flash, 22 settembre 2021).

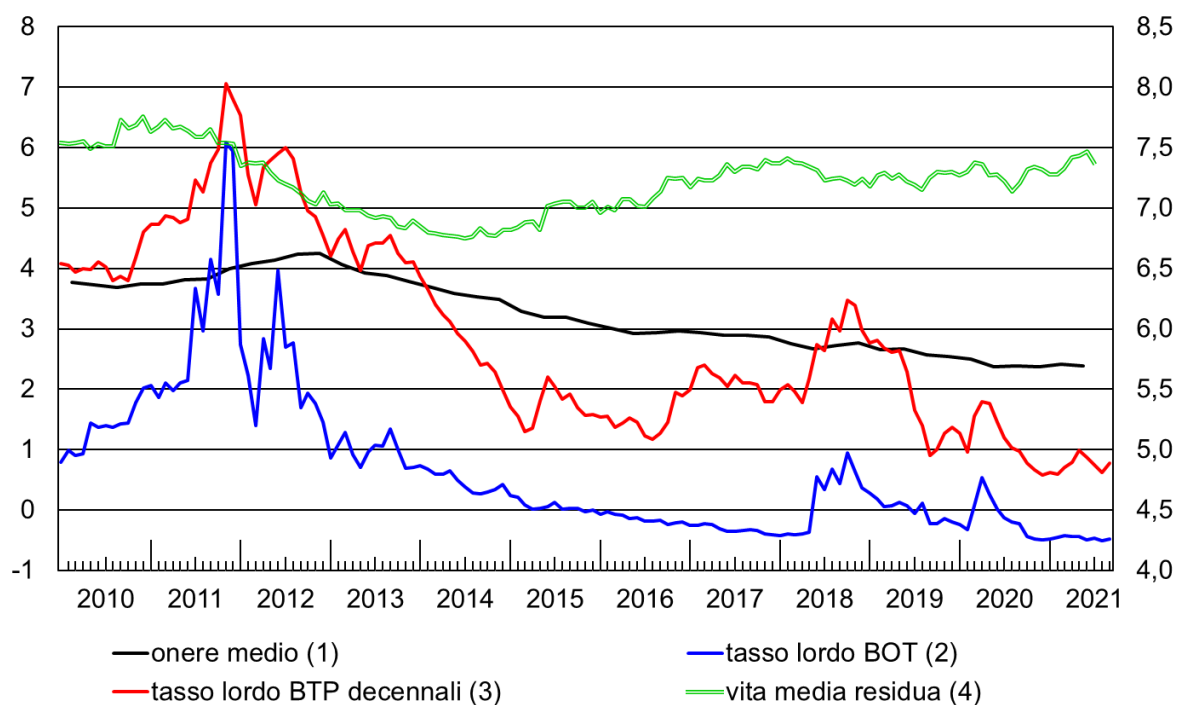
Figura 3

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.

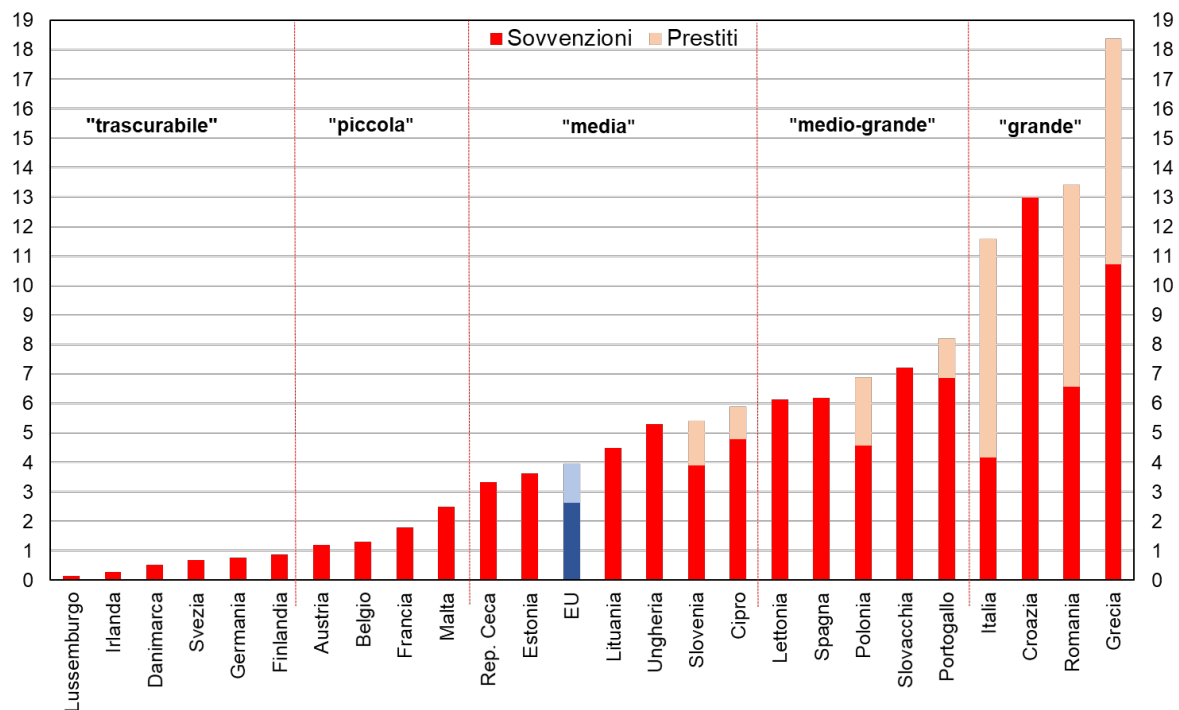
**Tasso lordo dei BOT e dei BTP decennali,
onere medio e vita media residua del debito**
(valori percentuali e anni)



Fonte: Istat, per la spesa per interessi.

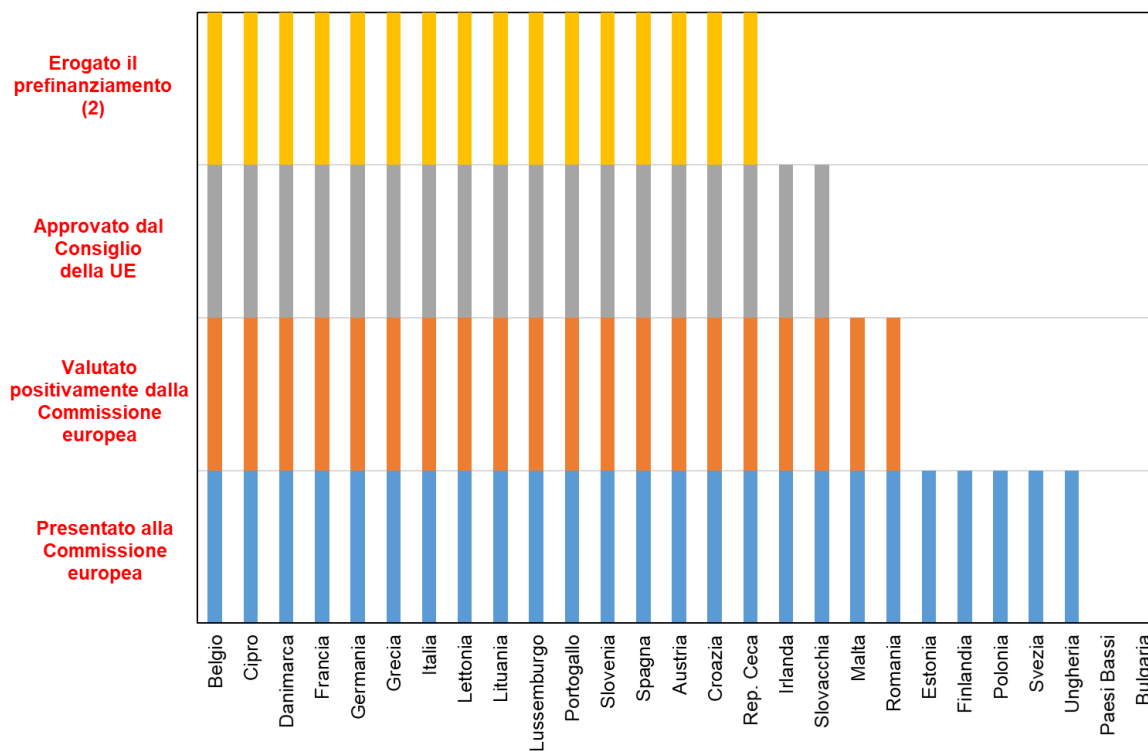
(1) Rapporto tra la spesa per interessi nei 4 trimestri precedenti e la consistenza del debito alla fine del corrispondente trimestre dell'anno precedente. – (2) Rendimento all'emissione calcolato come media ponderata, sulla base delle quantità assegnate, dei tassi composti di aggiudicazione alle aste 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.

Dimensione dei PNRR (in rapporto al PIL 2020)



Fonte: Commissione europea.

Situazione dei PNRR (1)



Fonte: Elaborazione sui documenti ufficiali del Consiglio della UE e della Commissione europea.

(1) Aggiornata al 28 settembre 2021. – (2) L'Irlanda non ha chiesto il prefinanziamento dei fondi assegnati.

