

Commissioni riunite

5<sup>a</sup> 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 2019***

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

Eugenio Gaiotti

Senato della Repubblica

Roma, 16 aprile 2019



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 2019 (DEF). Mi soffermerò principalmente sul quadro macroeconomico e sulle stime e i programmi per i conti pubblici per quest'anno e per i successivi tre.

## **1. Il quadro macroeconomico**

L'attività economica globale si è indebolita significativamente negli ultimi trimestri, frenata dalle tensioni commerciali, dal rallentamento dell'economia cinese e dal calo della fiducia delle imprese. Le proiezioni di crescita per l'anno in corso sono state riviste al ribasso nei maggiori paesi dell'area dell'euro (nelle stime della BCE la riduzione per l'area nel suo complesso è di 0,6 punti percentuali tra dicembre e marzo). La fase ciclica è sfavorevole soprattutto nel settore manifatturiero, particolarmente rilevante in Germania e in Italia.

In questo contesto, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di mantenere le condizioni monetarie molto accomodanti per sostenere l'economia e il ritorno a tassi di inflazione di medio periodo prossimi al 2 per cento. Il Consiglio ha stabilito di estendere il periodo per il quale prevede di mantenere i tassi di interesse sugli attuali bassi livelli, di continuare a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nei portafogli della BCE e delle banche centrali nazionali e di avviare il prossimo settembre nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine.

La debolezza congiunturale ha interessato anche l'Italia; nel secondo semestre del 2018 il prodotto interno lordo è leggermente diminuito, riflettendo soprattutto un andamento sfavorevole degli investimenti. Nelle ultime indagini della Banca d'Italia, le imprese menzionano, tra i fattori che stanno influenzando negativamente la loro attività, soprattutto l'incertezza imputabile a fattori sia economici sia politici e le tensioni sulle politiche commerciali internazionali.

*Il 71 per cento delle imprese che a marzo hanno partecipato all'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita della Banca d'Italia prevede per il complesso del 2019 una spesa per investimenti inferiore o uguale a quella dell'anno scorso; nel*

*giudicare i fattori che influenzeranno negativamente la propria attività nel breve termine, il 58 per cento delle aziende intervistate indica l'“incertezza imputabile a fattori economici e politici” e il 32 le “tensioni nelle politiche di liberalizzazione degli scambi internazionali”. La rilevanza di quest'ultimo fattore sale al 45 per cento nelle opinioni delle imprese manifatturiere. Le imprese prevedono un contenuto miglioramento della domanda nei prossimi tre mesi, soprattutto di quella proveniente dalla Germania; nel settore dei servizi a marzo è decisamente migliorato l'indice dei responsabili degli acquisti.*

Le informazioni più recenti forniscono qualche segnale di miglioramento. Il buon risultato della produzione industriale in febbraio suggerisce che la crescita del PIL potrebbe essere ripresa nel primo trimestre; altri indicatori restano però ancora deboli.

Questi andamenti congiunturali hanno spinto i principali osservatori a ridimensionare le proiezioni di crescita per quest'anno, su valori compresi tra il -0,1 e lo 0,2 per cento<sup>1</sup>. Un aggiornamento delle previsioni della Banca d'Italia pubblicate lo scorso gennaio sulla base delle informazioni più recenti indica andamenti in linea con queste stime.

Le prospettive macroeconomiche alla base del DEF sono coerenti con il quadro che ho appena descritto e risultano nel complesso realistiche. La crescita tendenziale è pari allo 0,1 per cento nell'anno in corso e allo 0,6 nel 2020; quella programmatica è appena più elevata (di 0,1 punti percentuali quest'anno e di 0,2 punti nel prossimo).

*La revisione rispetto alle stime di crescita per il 2019 presentate a dicembre con l'Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica è dovuta soprattutto agli investimenti, che rallenterebbero nettamente nell'anno in corso, principalmente per via di una maggiore incertezza sulle prospettive di crescita. Nelle valutazioni del DEF nel biennio 2019-2020 i consumi continuerebbero a espandersi a ritmi analoghi a quelli del 2018; la spesa delle famiglie sarebbe alimentata dagli interventi di sostegno al reddito disponibile, ma a partire dal prossimo anno risentirebbe negativamente dell'aumento della tassazione indiretta. La dinamica delle esportazioni sarebbe frenata dall'indebolimento del commercio mondiale, ma rimarrebbe in media di poco superiore a quella registrata nel 2018.*

Le prospettive macroeconomiche restano soggette a rischi rilevanti. Persistono i timori legati all'orientamento protezionistico delle politiche commerciali, a un rallentamento dell'economia cinese, alle valutazioni delle imprese sulle condizioni per investire.

---

<sup>1</sup> Si tratta di valori corrispondenti rispettivamente al 25° e al 75° percentile della distribuzione degli analisti censiti in aprile da Consensus Economics.

Il DEF sottolinea che l'elevato livello dello spread sui titoli di Stato inciderà negativamente e in misura crescente sulla dinamica del prodotto negli anni successivi al 2019. È un'osservazione in linea con le nostre valutazioni. Il differenziale rispetto ai titoli tedeschi è diminuito, ma supera ancora di oltre 100 punti base il livello prevalente un anno fa.

*Secondo le simulazioni pubblicate nel Bollettino Economico della Banca d'Italia di gennaio 2019, un aumento permanente dei rendimenti dei titoli di Stato italiani a lungo termine di 100 punti base determinerebbe, con la trasmissione alle condizioni finanziarie, una riduzione rispetto alla baseline del livello del prodotto pari a 0,1 punti percentuali dopo un anno e a 0,7 dopo tre. L'effetto sarebbe più ampio se ai più elevati tassi di interesse si associassero un calo della fiducia e un aumento dell'incertezza delle imprese.*

Il DEF quantifica gli effetti macroeconomici delle misure relative al Reddito di cittadinanza in 0,2 punti percentuali di maggiore crescita del PIL quest'anno e il prossimo e in una crescita aggiuntiva dell'occupazione che raggiunge 0,4 punti percentuali nel 2021. La stima dell'effetto sul prodotto è condivisibile, considerando l'elevata propensione al consumo dei beneficiari. L'impatto sulla crescita dell'occupazione presuppone un sostanziale miglioramento di efficacia dei centri per l'impiego.

*Oltre che da ipotesi sulla dinamica delle retribuzioni, le stime dell'impatto sull'occupazione dell'attività dei centri per l'impiego presentate nel DEF dipendono dalle ipotesi formulate sull'utilizzo di tali strutture da parte dei percettori del Reddito di cittadinanza, sul potenziamento delle iniziative formative dei centri e sul miglioramento ottenibile nel processo di incontro tra domanda e offerta di lavoro. L'aumento del numero di utenti può ostacolare il miglioramento dell'efficacia delle azioni poste in essere dai centri. Un maggiore numero di addetti è una condizione necessaria per mirare a evitare questo rischio.*

*Si stima che in Italia circa il 2-3 per cento del flusso annuo di nuovi occupati trovi un lavoro grazie ai centri per l'impiego, una quota ben al di sotto di quella raggiunta da analoghe istituzioni in altri paesi europei. Questa bassa percentuale dipende sia dal fatto che solo un disoccupato su quattro si rivolge a queste strutture, sia dalla loro limitata efficacia: solo il 10 per cento di coloro che si sono rivolti ai centri per cercare attivamente un lavoro ha trovato un impiego nei successivi 12 mesi.*

Le stime macroeconomiche del Governo, soprattutto nel quadro programmatico, scontano un aumento sostenuto degli investimenti pubblici, che crescerebbero dal 2,1 per cento del PIL dello scorso anno al 2,6 per cento alla fine del 2021, con ritmi di crescita pari a circa il 10 per cento in media all'anno; ciò richiede un aumento notevole dell'efficienza del processo di selezione, assegnazione ed esecuzione dei lavori.

## 2. I conti pubblici nel 2018

Nel 2018 l'indebitamento netto è diminuito di 0,3 punti percentuali del PIL, al 2,1 per cento<sup>2</sup>; questo andamento ha riflesso soprattutto l'aumento dell'avanzo primario, all'1,6 per cento del PIL. Il valore dell'indebitamento netto è risultato di due decimi di punto al di sopra della stima indicata dal Governo lo scorso dicembre.

Le entrate complessive sono aumentate dell'1,6 per cento, in linea con la dinamica del prodotto nominale. La pressione fiscale è rimasta stabile, al 42,1 per cento. Al netto degli interessi, le spese sono cresciute meno del prodotto (1,2 per cento; 9,3 miliardi), con un forte aumento delle erogazioni correnti (2,6 per cento; 18,2 miliardi) in parte compensato dal calo delle spese in conto capitale (-13,1 per cento; -8,8 miliardi).

*L'aumento delle entrate correnti (1,9 per cento; 15,4 miliardi) è stato solo in parte compensato dal calo di quelle in conto capitale (-2,9 miliardi). Tra le prime sono aumentati i contributi sociali (4,2 per cento; 9,4 miliardi), anche per effetto dei rinnovi contrattuali nel settore pubblico, e le imposte indirette (2,1 per cento; 5,2 miliardi), sostenute dal gettito dell'IVA e dell'IRAP. Al contrario, le imposte dirette sono diminuite (-0,7 per cento; -1,8 miliardi), comprese dalla contrazione del gettito di quelle sostitutive e dell'Ires; il calo di quest'ultima è legato alla riduzione dell'aliquota dal 27,5 al 24 per cento disposta con la legge di stabilità per il 2016.*

*La dinamica delle spese correnti al netto degli interessi ha superato di quasi 1,5 punti percentuali la media del periodo 2013-16; in termini reali si riscontra un'analoga accelerazione. In particolare sono cresciute le prestazioni sociali in denaro (che rappresentano la quota preponderante dei trasferimenti monetari alle famiglie; 2,2 per cento pari a 7,6 miliardi), anche per effetto della rivalutazione delle prestazioni pensionistiche al costo della vita, e le spese per redditi da lavoro dipendente (3,1 per cento; 5,1 miliardi), sospinte dai rinnovi contrattuali. Sulla spesa in conto capitale del 2017 aveva influito per 7,3 miliardi la contabilizzazione degli oneri per le operazioni a sostegno del settore bancario; al netto di tali operazioni, le uscite in conto capitale sono diminuite del 2,6 per cento.*

La spesa per interessi è diminuita in misura marginale. L'onere medio sul debito pubblico è sceso di 0,1 punti percentuali, al 2,9 per cento; il tasso medio all'emissione è salito di 40 punti base rispetto all'anno precedente (a circa l'1,1 per cento in media d'anno).

---

<sup>2</sup> Si fa riferimento alle stime dei conti annuali delle Amministrazioni pubbliche riviste in occasione della Notifica trasmessa alla Commissione europea nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi. La revisione delle stime per il biennio 2017-18 riflette, oltre all'ordinario aggiornamento delle fonti, l'ampliamento del perimetro delle Amministrazioni pubbliche, effettuato dall'Istat in accordo con l'Eurostat sulla base dei criteri stabiliti dal sistema contabile SEC 2010.

*In corso d'anno il costo medio all'emissione dei titoli pubblici è passato da valori attorno allo 0,5 per cento nel primo trimestre dell'anno all'1,5 nell'ultimo trimestre. Rispetto alla scorsa primavera, qualora i tassi di interesse restassero sui valori attesi dai mercati, gli oneri della spesa per interessi sarebbero più elevati per circa 1,5 miliardi quest'anno, 3,5 il prossimo e quasi 6 miliardi nel 2021.*

Il rapporto fra il debito pubblico e il prodotto è aumentato al 132,2 per cento (era del 131,4 a fine 2017)<sup>3</sup>, un incremento di 0,3 punti percentuali al di sopra di quanto atteso dal Governo in dicembre, soprattutto per effetto di una crescita del prodotto nominale inferiore alle previsioni ufficiali.

*L'aumento del debito (52,9 miliardi) ha riflesso, oltre al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (40,4 miliardi), l'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro (5,8 miliardi); anche l'effetto complessivo degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della variazione del cambio ha accresciuto il debito (6,8 miliardi).*

Come sottolineato nel Documento, anche nel 2018 non sono stati realizzati proventi da privatizzazioni. Nell'ultimo quinquennio gli introiti della vendita di partecipazioni sono stati in media pari a circa 0,1 punti percentuali del PIL, risultando sistematicamente inferiori a quelli programmati.

### **3. Le previsioni per i conti pubblici nel quadriennio 2019-2022**

Il Documento aggiorna le stime a legislazione vigente dei conti pubblici per il triennio 2019-2021, tenendo conto del rallentamento della crescita del PIL e del parziale allentamento delle tensioni sui mercati finanziari, ed estende il periodo di previsione al 2022. Il Governo non intende effettuare interventi correttivi sui saldi dei conti pubblici, se non nell'ultimo anno del periodo.

*Rispetto ai picchi raggiunti in autunno, a seguito dell'accordo tra il Governo e la Commissione europea sui saldi di bilancio il tasso di rendimento dei buoni del Tesoro a 10 anni si è ridotto di circa 100 punti base, collocandosi poco al di sopra del 2,5 per cento. In Spagna il rendimento sui titoli corrispondenti è pari a circa l'1,1 per cento, in Francia allo 0,4 per cento.*

*Stime a legislazione vigente.* – Nel DEF si prevede che nell'anno in corso l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche aumenti e che l'avanzo primario si riduca, rispettivamente al 2,4 e all'1,2 per cento del PIL. La nuova

---

<sup>3</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 2015-18*, comunicato stampa del 9 aprile 2019.

previsione tendenziale per il disavanzo è più alta di circa 0,3 punti percentuali rispetto a quella formulata lo scorso dicembre soprattutto per effetto del deterioramento del quadro macroeconomico.

A legislazione vigente l'indebitamento netto tornerebbe a scendere negli anni seguenti, grazie ad avanzi primari crescenti che includono l'aumento delle imposte indirette previsto dalle clausole di salvaguardia. La pressione fiscale salirebbe, dal 42,0 per cento del 2019 al 42,7 per cento nel 2020, per poi calare lievemente al 42,5 nel 2022.

La spesa per investimenti pubblici aumenterebbe nel prossimo triennio, dal 2,2 al 2,5 per cento del PIL.

*Nella nuova previsione tendenziale del disavanzo del 2019 gli effetti del deterioramento del quadro macroeconomico sono in parte compensati dal blocco degli stanziamenti dei Ministeri per un importo di 2 miliardi, come previsto dalla legge di bilancio per il 2019 nel caso di peggioramento delle stime di disavanzo rispetto all'obiettivo del 2 per cento fissato a dicembre.*

*Le stime del disavanzo tendenziale per il 2020 e per il 2021 sono più elevate di quelle formulate lo scorso dicembre di 0,2 e 0,3 punti percentuali rispettivamente. A fronte di una riduzione dell'avanzo primario di circa mezzo punto percentuale del prodotto in media all'anno, la previsione per la spesa per interessi è rivista al ribasso per circa 0,2 punti per ognuno dei due anni.*

*Nel quadro tendenziale, l'incidenza sul PIL delle spese primarie correnti diminuirebbe a partire dal 2020, grazie soprattutto all'andamento dei redditi da lavoro dipendente e dei consumi intermedi.*

*Gli obiettivi.* – Il quadro programmatico conferma sostanzialmente le stime dell'indebitamento netto a legislazione vigente: il disavanzo si ridurrebbe dal 2,4 per cento quest'anno, al 2,1 nel 2020, all'1,8 nel 2021. Nel 2022 il disavanzo programmato, pari all'1,5 per cento del PIL, richiede interventi correttivi per circa mezzo punto percentuale del prodotto.

*Dopo la riduzione attesa per il 2019, nei programmi del Governo l'avanzo primario aumenterebbe in media di circa 0,4 punti percentuali del PIL all'anno, collocandosi al 2,3 per cento del PIL alla fine dell'orizzonte previsivo.*

*Nelle stime del Governo il disavanzo strutturale aumenta di 0,1 punti percentuali del PIL nell'anno in corso. I programmi per i prossimi anni implicano una riduzione di 0,3 punti percentuali in media ogni anno. Alla fine dell'orizzonte di programmazione l'indebitamento netto strutturale sarebbe pari allo 0,8 per cento.*

*Va peraltro rilevato che, come sottolineato nel DEF, la Commissione europea all'inizio di quest'anno ha effettuato la revisione periodica del valore dell'obiettivo di*



*medio termine di ciascun paese, alla luce delle più recenti previsioni demografiche e di crescita di lungo periodo. Nel caso dell'Italia, tenendo conto del peggioramento di queste previsioni e quindi delle stime meno favorevoli per le spese connesse con l'invecchiamento della popolazione, l'obiettivo di medio termine è diventato più ambizioso, passando dal pareggio di bilancio a un avanzo strutturale di mezzo punto percentuale del PIL. Il percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di medio termine sarà quindi, ceteris paribus, più lungo.*

Questi obiettivi scontano l'attivazione delle clausole di salvaguardia il cui gettito, a seguito della rimodulazione prevista dalla legge di bilancio per il 2019, ammonta all'1,3 per cento del PIL nel 2020 e all'1,5 dal 2021 (rispettivamente 23,1 e 28,8 miliardi). Escludendo questo effetto, il disavanzo si collocherebbe meccanicamente al 3,4 per cento del prodotto nel 2020, al 3,3 nel 2021 e al 3,0 nel 2022; l'avanzo primario sarebbe pari in media a circa mezzo punto percentuale del PIL.

Il Documento rimanda alla prossima legge di bilancio la definizione di "misure alternative di copertura". Precisa che il conseguimento degli obiettivi programmatici (e il rifinanziamento delle politiche invariate) "richiederà l'individuazione di coperture di notevole entità". Il Documento non fornisce informazioni di dettaglio; annuncia risparmi crescenti nel tempo derivanti da una revisione organica della spesa e maggiori entrate aggiuntive (dal 2021) per effetto principalmente di misure di contrasto all'evasione fiscale.

*Secondo le informazioni contenute nel Documento, nel prossimo triennio il rifinanziamento delle politiche invariate determinerà la necessità di reperire risorse aggiuntive per circa 0,3 punti percentuali del PIL in media all'anno. Le maggiori spese rispetto all'andamento a legislazione vigente riguarderanno principalmente il rifinanziamento delle missioni di pace, gli oneri per il pubblico impiego e la spesa per investimenti.*

Compatibilmente con il conseguimento degli obiettivi di bilancio, il Governo mira a definire politiche a sostegno dell'economia, non solo attraverso gli investimenti pubblici, ma anche mediante una riforma delle imposte sui redditi che determini una riduzione del carico fiscale sul lavoro. Questo intervento richiederà l'individuazione di ulteriori coperture.

In questo quadro, l'incidenza del debito sul prodotto continuerebbe a crescere quest'anno (dal 132,2 del 2018 al 132,6 per cento). L'andamento incorpora incassi derivanti da privatizzazioni per un punto percentuale del prodotto (circa 18 miliardi), un obiettivo superiore ai risultati conseguiti negli ultimi anni. Il rapporto tra il debito e il PIL scenderebbe a partire dal 2020 per effetto del calo del fabbisogno

e dell'ipotesi di una crescita in accelerazione, portandosi alla fine dell'orizzonte di programmazione al 128,9 per cento del PIL, 0,7 punti in meno rispetto al tendenziale.

Come abbiamo ricordato in questa stessa sede lo scorso anno, l'evoluzione del rapporto fra debito e prodotto dipende dalla differenza tra l'onere medio e la crescita dell'economia, dalla dimensione dell'avanzo primario e dagli incassi dalle operazioni di finanza straordinaria. L'andamento di queste determinanti è soggetto a una elevata incertezza. Qualora una di esse risultasse, anche di poco, meno favorevole di quanto atteso dal Governo la riduzione del debito nel prossimo triennio sarebbe a rischio.

#### **4. Le principali aree di intervento a sostegno della crescita dell'economia**

Nel Programma nazionale di riforma il Documento prefigura diverse aree di intervento per sostenere la crescita. Una trattazione approfondita non sarebbe possibile in questa sede. Farò brevi cenni su tre aspetti.

*Investimenti pubblici.* – Il Governo intende invertire la tendenza negativa osservata negli investimenti pubblici, che sono diminuiti di quasi un terzo in rapporto al PIL negli ultimi dieci anni, prevedendo di recuperare nel prossimo triennio circa la metà del terreno perduto. Come la Banca d'Italia ha già avuto modo di osservare, l'obiettivo è condivisibile. L'evidenza indica che la dotazione di capitale pubblico può avere un impatto rilevante sulla crescita, anche se l'esperienza dimostra che le difficoltà del nostro paese riguardano non solo la disponibilità delle risorse finanziarie, ma anche la capacità di utilizzarle efficientemente. Per contenere il rischio che l'effettivo aumento della spesa tardi a manifestarsi sarà importante favorire la realizzazione dei progetti già in fase avanzata di progettazione ed esecuzione.

*La programmazione della spesa e lo stanziamento dei fondi non sono sufficienti ad assicurare la realizzazione di un piano di opere pubbliche di rilevanza strategica in tempi ragionevoli<sup>4</sup>. L'accuratezza della selezione, la qualità della progettazione, l'efficienza e la tempestività nella realizzazione delle opere pubbliche hanno un ruolo chiave<sup>5</sup>. L'Italia si colloca in una posizione non favorevole rispetto ad altre economie avanzate: in particolare, si caratterizza per tempi e costi medi di realizzazione elevati<sup>6</sup>.*

---

<sup>4</sup> Documento di economia e finanza 2019, Sezione III "Programma Nazionale di Riforma", pag. 37.

<sup>5</sup> *Investimenti pubblici per lo sviluppo dell'economia*, intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco al 64° Convegno di Studi Amministrativi, Varenna, 22 settembre 2018.

<sup>6</sup> Cfr. F. Busetti, C. Giorgiantonio, G. Ivaldi, S. Mocetti, A. Notarpietro e P. Tommasino (2019), *Capitale e investimenti pubblici in Italia: effetti macroeconomici, misurazione e debolezze regolamentari*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

*Diversi interventi programmati dal Governo intendono rimediare a questa situazione. Un contributo positivo può derivare dall'attivazione delle strutture tecniche con compiti di supporto alle amministrazioni – previste dalla legge di bilancio per il 2019 – purché siano assicurate una loro pronta operatività e un efficace coordinamento della loro azione con i soggetti già competenti in materia di investimenti pubblici. Benefici potranno derivare anche dalla prevista semplificazione del quadro normativo e delle procedure amministrative relative agli appalti pubblici; andrà in ogni caso salvaguardata la trasparenza dell'azione amministrativa.*

*Sostegno alle imprese.* – Nel Programma nazionale di riforma il Governo si impegna a perseguire una serie di misure per il rilancio della competitività del sistema produttivo, attraverso il sostegno agli investimenti, all'innovazione, al rafforzamento della capitalizzazione delle imprese e all'accesso a fonti di finanziamento non bancario.

*Sulla base di quanto indicato nel Programma nazionale di riforma, gli interventi più significativi introdotti con il cosiddetto decreto legge “Crescita” hanno l'obiettivo di emendare alcune disposizioni presenti nella legge di bilancio per il 2019. Viene reintrodotta il super-ammortamento per l'acquisto di beni strumentali e rivista la cosiddetta “mini Ires” con il fine di renderla più facilmente accessibile alle aziende che reinvestono gli utili non distribuiti, indipendentemente dal loro impiego. Altre misure sono volte ad ampliare agevolazioni già attive senza prevedere, in questa fase, finanziamenti aggiuntivi (come ad esempio l'abolizione della procedura necessaria per l'accesso ai benefici del Patent Box, l'istituzione di un'apposita sezione del Fondo centrale di garanzia per la concessione di garanzie a medie imprese per investimenti in beni materiali).*

L'evidenza empirica conferma che in passato gli incentivi automatici agli investimenti sono stati efficaci<sup>7</sup>. La detassazione degli utili non distribuiti potrebbe favorire la capitalizzazione e resilienza delle aziende, con effetti positivi sulla produttività.

*Riforma del sistema fiscale.* – Il Governo ha annunciato per i prossimi anni l'intenzione di rivedere l'attuale sistema di imposizione sui redditi; i dettagli non sono ancora definiti. Il Governo intende ridurre il prelievo sui ceti medi e sul lavoro; il finanziamento di tale intervento deriverebbe da una revisione complessiva delle agevolazioni fiscali.

È condivisibile l'intenzione di non ricorrere ad ulteriore indebitamento per approvare una riforma. L'Irpef contribuisce in misura significativa al finanziamento della spesa pubblica (con un gettito pari a quasi il 10 per cento del PIL). Riduzioni

---

<sup>7</sup> Cfr. il riquadro “L'andamento degli investimenti e la ripresa ciclica” nella Relazione annuale sul 2016 della Banca d'Italia.

del carico fiscale sul lavoro, se non compensate da razionalizzazioni della spesa o delle cosiddette “spese fiscali”, condurrebbero ad aumenti del disavanzo non compatibili con la riduzione del peso del debito pubblico.

Il Governatore della Banca d’Italia ha ricordato che il nostro Paese ha bisogno di una riforma fiscale organica, che non riguarda solo l’imposizione sui redditi. Dall’istituzione dell’Irpef nei primi anni settanta, sono state introdotte nuove forme di tassazione ed è stato definito un complesso sistema di agevolazioni e di esenzioni senza seguire un disegno organico. Un ripensamento della struttura complessiva della tassazione dovrebbe tenere conto dell’obiettivo della semplificazione e delle conseguenze in termini di progressività, redistribuzione e distorsione delle scelte degli individui. Un sistema fiscale efficiente dovrebbe garantire un recupero di gettito anche mediante un’efficace azione di contrasto all’evasione, per la quale andranno valutate anche le modalità attraverso cui possono essere d’aiuto le nuove tecnologie.

\* \* \*

Prima di terminare riassumo i principali elementi che ho presentato.

La fase di debolezza dell’economia si protrae da alcuni trimestri in Italia e nell’area dell’euro. Nel nostro paese le informazioni più recenti danno qualche segnale favorevole sulla crescita nel primo trimestre, che potrebbe essere tornata positiva, ma molti indicatori restano ancora deboli.

Lo scenario macroeconomico presentato nel DEF tiene conto in modo realistico della congiuntura ed è complessivamente condivisibile. Esso è soggetto a rischi rilevanti, che possono provenire da un peggioramento del contesto globale e da un più accentuato deterioramento della fiducia delle imprese.

Il quadro programmatico del Documento conferma sostanzialmente la legislazione vigente, che include l’attivazione delle clausole di salvaguardia. Il Governo esprime comunque l’intenzione di definire misure alternative di copertura, delle quali non sono definiti i dettagli. Gli obiettivi del Governo di sostenere la crescita e ridurre il peso del debito, garantendo nel contempo l’inclusione sociale, sono condivisibili: l’azione di riequilibrio sui conti pubblici è inscindibile da una politica economica volta a creare le condizioni per una crescita duratura.

Gli investimenti pubblici, in calo da molti anni, sono essenziali per innalzare la crescita; la loro efficacia dipende dalla capacità di impegnare con efficienza

le risorse che si renderanno disponibili. Stimoli alla crescita si possono ottenere con una ricomposizione del bilancio pubblico a parità di saldo, concentrando le risorse sui programmi che meglio possono sostenere l'attività economica e riducendo la tassazione sui fattori della produzione (in particolare sul lavoro).

Le prospettive di crescita dell'economia italiana dipendono anche dall'evoluzione delle condizioni finanziarie e dal mantenimento della fiducia dei risparmiatori nel percorso di riequilibrio dei conti pubblici. Il raggiungimento degli obiettivi richiederà l'individuazione di coperture di notevole entità, nel caso si voglia evitare l'attivazione delle clausole di salvaguardia, aumentare la spesa per investimenti pubblici, avviare con un percorso di riforma del sistema tributario una graduale riduzione della pressione fiscale, rafforzare gli incentivi all'investimento e all'innovazione: queste misure, se non compensate da razionalizzazioni di altri programmi di spesa e da effettivi risultati nel contrasto all'evasione, condurrebbero ad aumenti del disavanzo non compatibili con l'avvio di un credibile percorso di riduzione duratura del peso del debito.

*TAVOLE E FIGURE*

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

VOCI	Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica 2018					DEF 2019				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
<b>PREVISIONI A LEGISLAZIONE VIGENTE (1)</b>										
<b>PIL reale</b>						<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>
<i>Importazioni</i>						2,3	2,2	2,5	2,5	2,5
<i>Consumi famiglie e ISP</i>						0,6	0,6	0,6	0,7	0,8
<i>Spesa PA</i>						0,2	-0,3	0,4	0,1	0,0
<i>Investimenti</i>						3,4	0,7	1,2	1,3	1,5
<i>Esportazioni</i>						1,9	2,1	2,3	2,5	2,6
<b>PIL nominale</b>						<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
<b>Deflatore dei consumi</b>						<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
<b>Occupazione (ULA)</b>						<b>0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
<b>QUADRO PROGRAMMATICO</b>										
<b>PIL reale</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	-	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
<i>Importazioni</i>	1,8	2,3	2,8	2,8	-	2,3	2,2	2,7	2,6	2,5
<i>Consumi famiglie e ISP</i>	0,7	0,8	0,8	1,0	-	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6
<i>Spesa PA</i>	0,1	0,4	1,3	0,1	-	0,2	-0,4	0,8	0,1	-0,1
<i>Investimenti</i>	4,1	2,4	2,3	2,0	-	3,4	1,4	2,0	1,8	1,6
<i>Esportazioni</i>	1,0	2,4	2,5	2,5	-	1,9	2,1	2,3	2,4	2,6
<b>PIL nominale</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	-	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>
<b>Deflatore dei consumi</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	-	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>
<b>Occupazione (ULA)</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	-	-	-	<b>0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>

(1) Nell'Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica 2018 non è presente il quadro delle previsioni a legislazione vigente.

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

VOCI	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Entrate	45,9	45,7	45,7	47,9	48,1	47,9	47,7	46,5	46,5	46,4
Spese (2)	51,2	49,9	49,4	50,8	51,1	50,9	50,3	49,0	48,9	48,6
di cui: <i>interessi</i>	4,4	4,3	4,7	5,2	4,8	4,6	4,1	3,9	3,8	3,7
Avanzo primario (3)	-0,8	0,1	1,0	2,3	1,9	1,5	1,5	1,4	1,4	1,6
<b>Indebitamento netto</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>
Fabbisogno complessivo	5,5	4,3	3,9	4,1	4,8	4,1	3,1	2,6	3,4	2,3
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari	5,6	4,3	4,0	4,6	4,9	4,3	3,4	2,6	3,4	2,3
<b>Debito</b>	<b>112,5</b>	<b>115,4</b>	<b>116,5</b>	<b>123,4</b>	<b>129,0</b>	<b>131,8</b>	<b>131,6</b>	<b>131,4</b>	<b>131,4</b>	<b>132,2</b>

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat. A seguito della revisione delle stime per gli anni 2017-18 le serie presentano una discontinuità statistica tra il 2016 e il 2017 (cfr. Istat, *Pil e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, comunicato stampa del 9 aprile 2019).

(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	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Imposte dirette	14,1	14,1	13,9	14,9	15,0	14,6	14,7	14,7	14,5	14,2
Imposte indirette	13,4	14,0	14,1	15,3	14,9	15,3	15,0	14,3	14,4	14,4
Imposte in c/capitale	0,8	0,2	0,4	0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1
<b>Pressione tributaria</b>	<b>28,4</b>	<b>28,3</b>	<b>28,4</b>	<b>30,3</b>	<b>30,2</b>	<b>30,1</b>	<b>29,7</b>	<b>29,3</b>	<b>29,0</b>	<b>28,7</b>
Contributi sociali	13,5	13,3	13,2	13,4	13,4	13,2	13,3	13,1	13,1	13,4
<b>Pressione fiscale</b>	<b>41,8</b>	<b>41,6</b>	<b>41,6</b>	<b>43,6</b>	<b>43,6</b>	<b>43,3</b>	<b>43,0</b>	<b>42,4</b>	<b>42,1</b>	<b>42,1</b>
Produzione vendibile e per uso proprio	2,0	2,0	2,0	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2	2,4	2,4
Altre entrate correnti	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9
Altre entrate in c/capitale	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,1	0,2	0,1
<b>Totale entrate</b>	<b>45,9</b>	<b>45,7</b>	<b>45,7</b>	<b>47,9</b>	<b>48,1</b>	<b>47,9</b>	<b>47,7</b>	<b>46,5</b>	<b>46,5</b>	<b>46,4</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat. A seguito della revisione delle stime per gli anni 2017-18 le serie presentano una discontinuità statistica tra il 2016 e il 2017 (cfr. Istat, *Pil e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, comunicato stampa del 9 aprile 2019).

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



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

VOCI	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Redditi da lavoro dipendente	10,9	10,8	10,4	10,3	10,3	10,1	9,8	9,7	9,6	9,8
Consumi intermedi	5,4	5,4	5,3	5,4	5,6	5,5	5,4	5,4	5,6	5,6
Prestazioni sociali in natura	2,9	2,9	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6
Prestazioni sociali in denaro	18,5	18,6	18,6	19,3	19,9	20,2	20,1	19,9	19,8	19,9
Interessi	4,4	4,3	4,7	5,2	4,8	4,6	4,1	3,9	3,8	3,7
Altre spese correnti	3,7	3,7	3,7	3,9	4,1	4,2	4,0	4,0	3,6	3,7
<b>Totale spese correnti</b>	<b>46,0</b>	<b>45,7</b>	<b>45,4</b>	<b>46,8</b>	<b>47,4</b>	<b>47,2</b>	<b>46,1</b>	<b>45,6</b>	<b>45,0</b>	<b>45,3</b>
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	41,5	41,4	40,7	41,6	42,6	42,6	42,0	41,7	41,2	41,6
Investimenti fissi lordi	3,4	2,9	2,8	2,6	2,4	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1
Altre spese in conto capitale	1,8	1,2	1,2	1,4	1,2	1,4	1,9	1,3	1,6	1,2
<b>Totale spese in conto capitale</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>
<b>Totale spese</b>	<b>51,2</b>	<b>49,9</b>	<b>49,4</b>	<b>50,8</b>	<b>51,1</b>	<b>50,9</b>	<b>50,3</b>	<b>49,0</b>	<b>48,9</b>	<b>48,6</b>
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	46,7	45,6	44,7	45,6	46,2	46,3	46,1	45,1	45,1	44,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat. A seguito della revisione delle stime per gli anni 2017-18 le serie presentano una discontinuità statistica tra il 2016 e il 2017 (cfr. Istat, *Pil e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, comunicato stampa del 9 aprile 2019).

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

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

VOCI	Anno		Primi 2 mesi	
	2017	2018	2018	2019
<b>Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari (a)</b>	<b>59,3</b>	<b>40,4</b>	<b>5,5</b>	<b>7,9</b>
Dismissioni (b)	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Fabbisogno complessivo (c=a-b=d+e+f+g+h+i)</b>	<b>59,2</b>	<b>40,4</b>	<b>5,5</b>	<b>7,9</b>
<b>FINANZIAMENTO</b>				
Monete e depositi (1) (d)	0,0	7,1	6,0	1,8
di cui: <i>raccolta postale</i>	-1,9	-0,2	0,1	0,3
Titoli a breve termine (e)	-0,5	0,8	6,3	7,9
Titoli a medio e a lungo termine (f)	41,1	42,4	14,2	33,9
Prestiti delle IFM (g)	3,6	-4,6	-1,6	-0,8
Altre passività (2) (h)	1,2	0,3	-0,3	-0,7
di cui: <i>EFSF</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (3) (i)	13,8	-5,8	-19,0	-34,2

(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.

### Obiettivi e stime dei conti pubblici per l'anno 2019 (in percentuale del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:	
	Indebitamento netto	Indebitamento netto strutturale	Avanzo primario	Variazione del debito (1)	Crescita del PIL reale	Crescita del PIL nominale
<b>Obiettivi</b>						
Settembre 2018 (2)	2,4	1,7	1,3	-0,9	1,5	3,1
Dicembre 2018 (3)	2,0	1,3	1,7	-1,0	1,0	2,3
Aprile 2019 (4)	2,4	1,5	1,2	0,4	0,2	1,2
<b>Stime</b>						
Aprile 2019 (4)	2,4	1,6	1,2	0,6	0,1	1,2

(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018. – (3) Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica 2018. – (4) Documento di economia e finanza 2019.

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

VOCI	Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica 2018					DEF 2019				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
<b>PREVISIONI A LEGISLAZIONE VIGENTE (1)</b>										
Indebitamento netto						2,1	2,4	2,0	1,8	1,9
Avanzo primario						1,6	1,2	1,6	1,9	2,0
Spesa per interessi						3,7	3,6	3,6	3,7	3,9
Debito						132,2	132,8	131,7	130,6	129,6
Crescita del PIL						0,9	0,1	0,6	0,7	0,9

#### QUADRO PROGRAMMATICO

Indebitamento netto	1,9	2,0	1,8	1,5	-	2,1	2,4	2,1	1,8	1,5
Avanzo primario	1,8	1,7	2,0	2,5	-	1,6	1,2	1,5	1,9	2,3
Spesa per interessi	3,7	3,7	3,8	4,0	-	3,7	3,6	3,6	3,7	3,8
Debito	131,7	130,7	129,2	128,2	-	132,2	132,6	131,3	130,2	128,9
Crescita del PIL	1,0	1,0	1,1	1,0	-	0,9	0,2	0,8	0,8	0,8

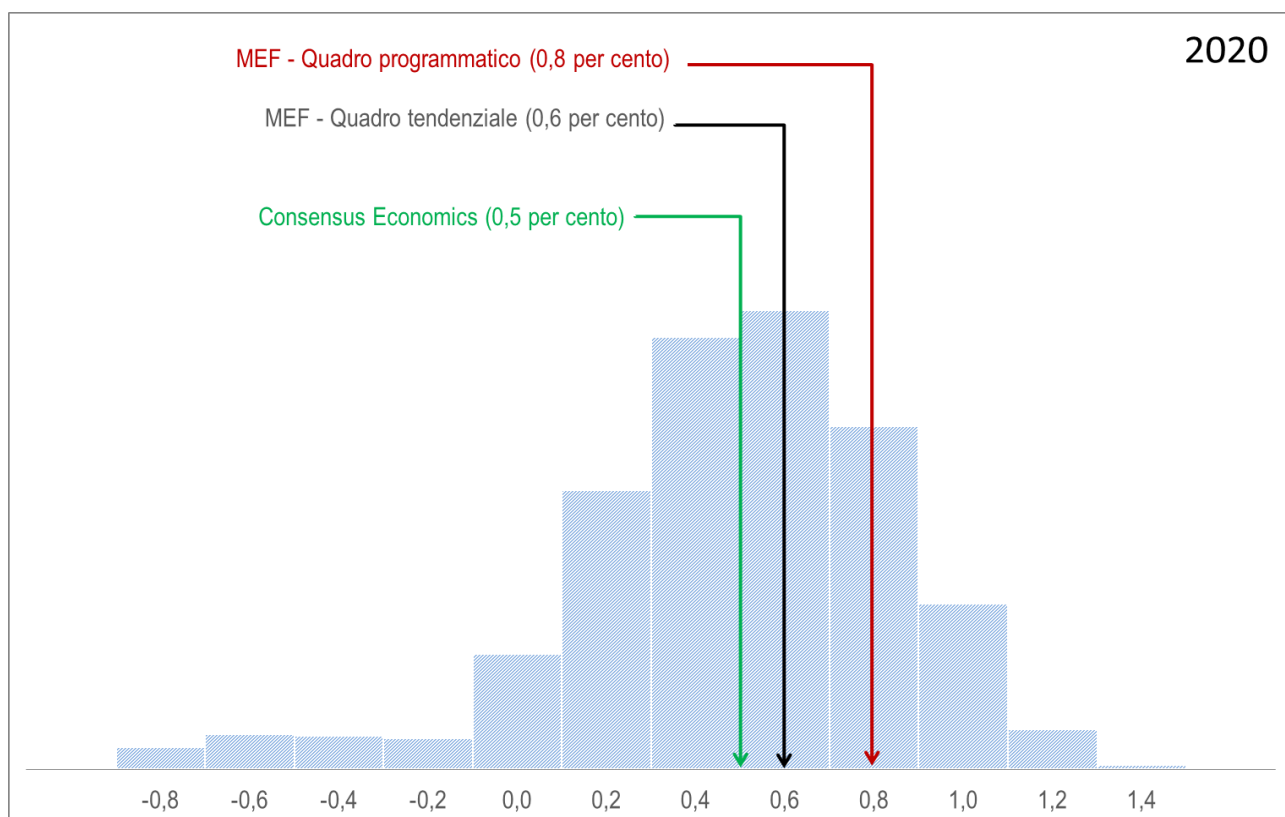
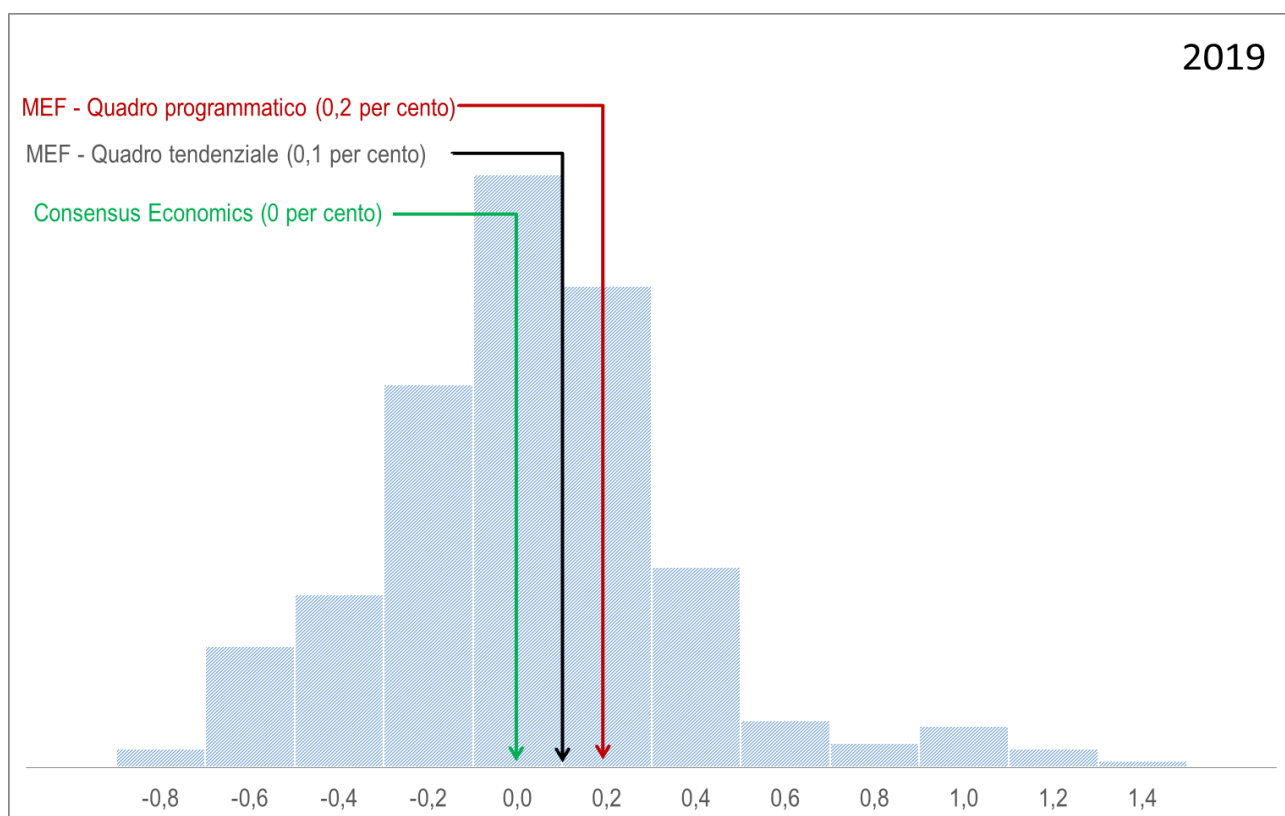
(1) Nell'Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica 2018 non è presente il quadro delle previsioni a legislazione vigente.

**Privatizzazioni: obiettivi e consuntivi (1)***(in percentuale del PIL)*

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Obiettivi</b>									
DEF 2014 (aprile 2014)	0,7	0,7	0,7	0,7					
Nota di agg. 2014 (settembre 2014)	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7				
DEF 2015 (aprile 2015)		0,4	0,5	0,5	0,3				
Nota di agg. 2015 (settembre 2015)		0,4	0,5	0,5	0,5				
DEF 2016 (aprile 2016)			0,5	0,5	0,5	0,3			
Nota di agg. 2016 (settembre 2016)			0,1	0,5	0,5	0,3			
DEF 2017 (aprile 2017)				0,3	0,3	0,3	0,3		
Nota di agg. 2017 (settembre 2017)				0,2	0,3	0,3	0,3		
DEF 2018 (aprile 2018)					0,3	0,3	0,3	0,0	
Nota di agg. 2018 (settembre 2018)					0,3	0,3	0,3	0,0	
Aggiornamento quadro macroeconomico e di finanza pubblica (dicembre 2018)						1,0	0,3		
DEF 2019 (aprile 2019)						1,0	0,3	0,0	0,0
<b>Consuntivi (2)</b>									
<b>Totale</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>(3)</b>	
<b>Totale al netto dei Tremonti/Monti bonds</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>(3)</b>	

(1) Gli obiettivi in percentuale del PIL sono quelli indicati nei vari documenti di programmazione. Gli obiettivi e i consuntivi includono il rimborso degli strumenti di capitalizzazione emessi dalle banche e sottoscritti dal MEF (cosiddetti Tremonti/Monti bonds). - (2) I dati si riferiscono agli introiti versati nel capitolo 4055 del bilancio dello Stato (versamenti relativi principalmente ai proventi derivanti dalla vendita di partecipazioni dello Stato). I rapporti al PIL sono calcolati sulla base delle più recenti stime del prodotto diffuse dall'Istat. La serie del PIL presenta una discontinuità statistica tra il 2016 e il 2017 (cfr. comunicato stampa dell'Istat del 9 aprile 2019). - (3) Il dato si riferisce a quanto realizzato fino a marzo 2019.

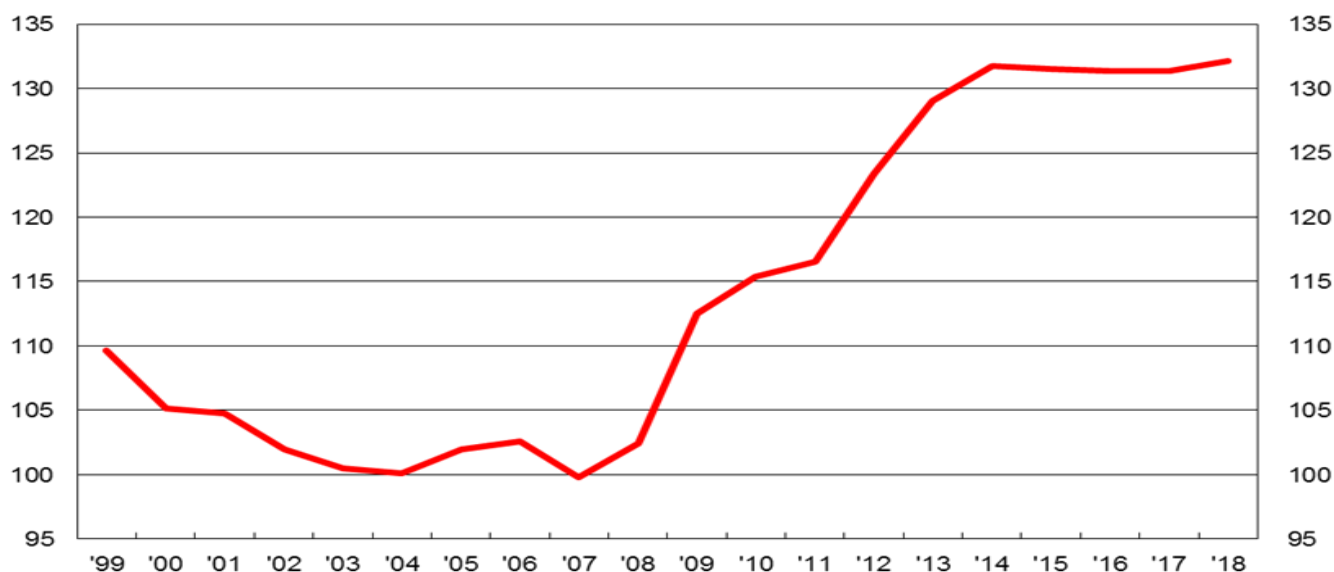
## Distribuzione interpolata delle previsioni di crescita del PIL (1)



(1) Distribuzioni basate sulle proiezioni più recenti dell'FMI, dell'OCSE e della Commissione Europea e sulle previsioni degli analisti censiti da Consensus Economics ad aprile.

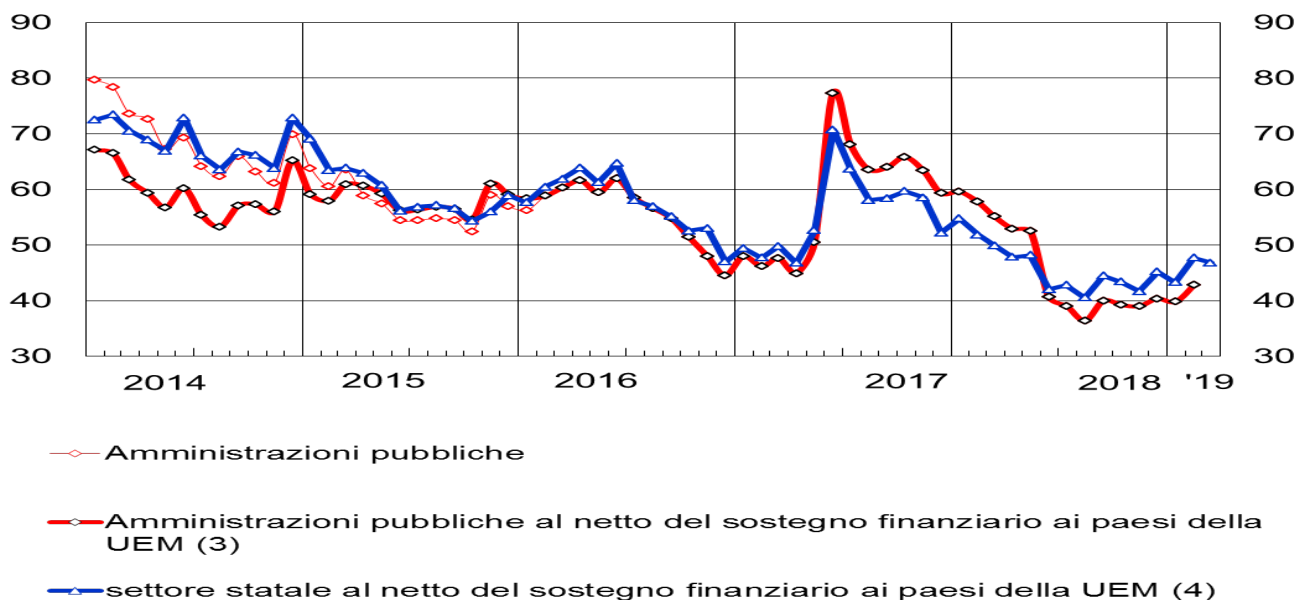
Le previsioni di Consensus Economics sono pari alla media di quelle formulate prima dell'8 aprile da: ABI, UBS, Moody's Analytics, Bank of America – Merrill Lynch, Allianz, Intesa Sanpaolo, Econ Intelligence Unit, HSBC, Prometeia, Banca Nazionale del Lavoro, Barclays, Centro Europa Ricerche, Confindustria, ING Financial Markets, IHS, Markit, REF Ricerche, Unicredit, Oxford Economics, Citigroup, Goldman Sachs, Capital Economics, LC Macro Advisors.

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



Fonte: per il PIL, Istat. A seguito della revisione delle stime dei conti pubblici e del PIL legata alle modifiche del perimetro delle Amministrazioni pubbliche, le serie del debito e del PIL presentano una discontinuità statistica tra il 2016 e il 2017 (cfr. Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 2015-18*, comunicato stampa del 9 aprile 2019; Istat, *Pil e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, comunicato stampa del 9 aprile 2019).

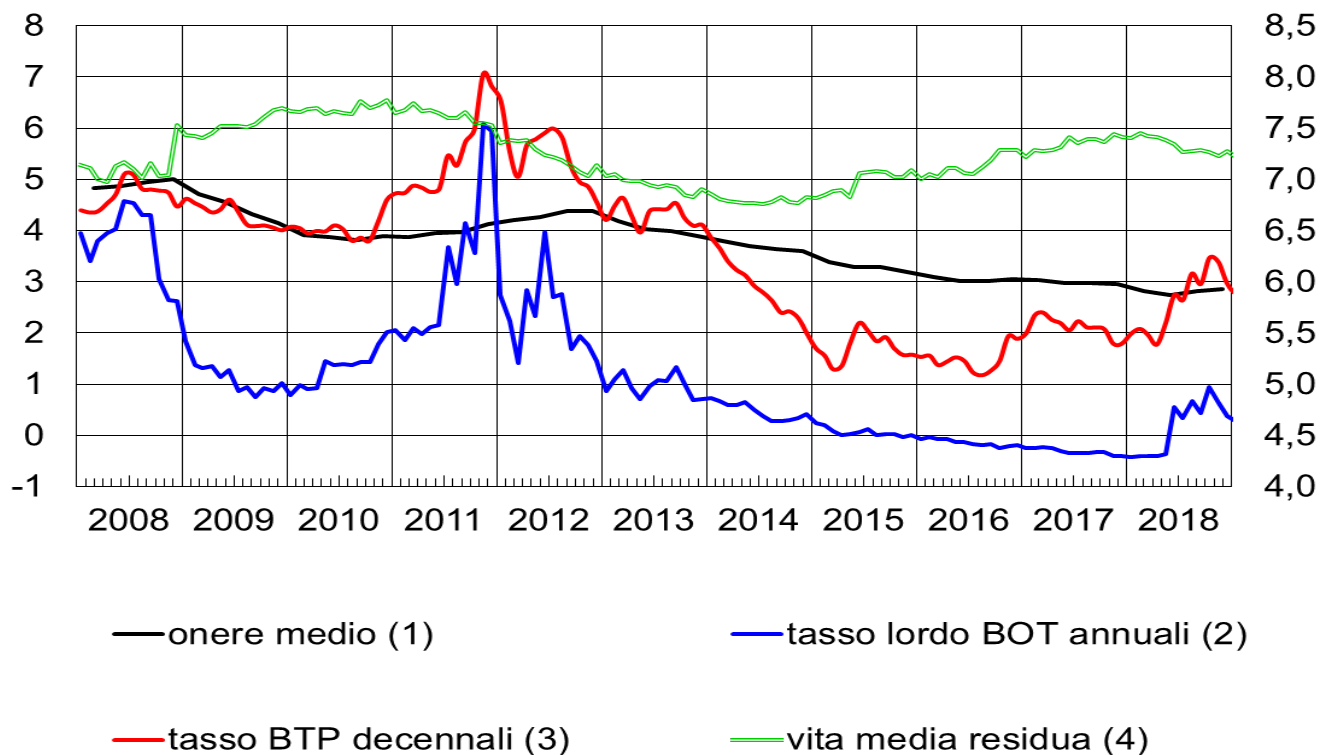
### Fabbisogno cumulato degli ultimi dodici mesi (1) (2) (dati mensili; miliardi di euro)



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

(1) Al netto delle dismissioni mobiliari. – (2) A seguito della revisione delle stime legata alle modifiche del perimetro delle Amministrazioni pubbliche, le serie relative al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche presentano delle discontinuità statistiche, tra il 2016 e il 2017 (cfr. Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 2015-18*, comunicato stampa del 9 aprile 2019). – (3) 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. – (4) 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.

