

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

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

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

Eugenio Gaiotti

Camera dei Deputati
Roma, 29 aprile 2020

Signor Presidente, Onorevoli Deputati, Onorevoli Senatori,

ringrazio le Commissioni quinta della Camera e quinta del Senato per avere invitato la Banca d'Italia a questa audizione, nell'ambito dell'esame del Documento di economia e finanza (DEF) 2020, che quest'anno è necessariamente più essenziale del consueto. Mi soffermerò soprattutto sulle tendenze recenti, sul quadro macroeconomico e sulle stime per i conti pubblici per quest'anno e per il successivo.

1. Le tendenze recenti e il quadro macroeconomico

Abbiamo di fronte un quadro macroeconomico senza precedenti per l'economia globale, per l'area dell'euro e per l'Italia. Gli effetti della pandemia hanno investito l'attività produttiva in tutti i paesi; il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al ribasso la crescita mondiale nell'anno in corso di oltre 6 punti percentuali; secondo le nostre valutazioni, il commercio internazionale potrebbe ridursi di oltre il 10 per cento.

Anche nell'area dell'euro gli indicatori congiunturali segnalano un forte impatto della pandemia. In tutti i paesi sono state poste in essere misure di grande portata a sostegno dell'attività economica; le istituzioni europee hanno deciso interventi di importanza notevole e ne stanno predisponendo ulteriori.

Il 23 marzo il Consiglio della UE, su proposta della Commissione europea, ha riconosciuto la sussistenza delle condizioni, in termini di grave recessione nell'area dell'euro o nella UE nel suo complesso, per l'attivazione della clausola generale di salvaguardia (general escape clause) del Patto di stabilità e crescita. Tale clausola, pur non sospendendo l'operatività del Patto, consente deviazioni dal normale percorso di rientro verso l'obiettivo di bilancio di medio termine e una ridefinizione dei termini per il rientro dalle situazioni di disavanzo o debito eccessivo raccomandati dal Consiglio della UE. Le istituzioni europee hanno inoltre reso più flessibili l'utilizzo dei fondi strutturali e la normativa sugli aiuti di Stato.

Il Consiglio europeo dello scorso 23 aprile ha inoltre approvato l'accordo raggiunto dall'Eurogruppo in merito a uno strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE) e all'istituzione – in seno alla Banca europea degli investimenti – di un fondo paneuropeo di garanzie prevalentemente a sostegno delle piccole e medie imprese. È stato inoltre raggiunto un accordo per dotare il Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM) di un'ulteriore linea di credito precauzionale rinforzata, alla quale gli Stati membri che ne facciano richiesta potranno accedere con la sola condizione che le risorse ottenute siano utilizzate per finanziare i costi diretti e indiretti dell'assistenza sanitaria, delle cure e della prevenzione. Infine il Consiglio europeo ha convenuto sulla possibilità di creare un fondo per la ripresa, incaricando la Commissione di presentare in tempi brevi una proposta in grado di offrire una risposta di entità adeguata alla crisi, che sia mirata ai settori e alle aree geografiche maggiormente colpite, e che si inserirebbe nel quadro finanziario pluriennale dell'Unione europea.

Il Consiglio direttivo della BCE ha allentato con decisione le condizioni monetarie: ha introdotto misure per sostenere il credito all'economia, con nuove operazioni di rifinanziamento, e ha avviato un programma di acquisti di titoli per l'emergenza pandemica, per un ammontare totale di 750 miliardi, con il quale vengono effettuati interventi flessibili nei diversi mercati e paesi. Complessivamente, considerando tutti i programmi, nel corso dell'anno verranno acquistati titoli per 1,1 trilioni di euro. La

Banca d'Italia opera attivamente sul mercato italiano, incluso quello dei titoli di Stato, nell'ambito dei programmi di acquisto dell'Eurosistema.

Nella riunione del Consiglio direttivo del 12 marzo sono state introdotte nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (Longer-Term Refinancing Operations, LTRO); sono state rese significativamente più convenienti le condizioni applicate alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO3); è stata aumentata la dotazione dell'Asset Purchase Programme (APP) sino alla fine dell'anno per un ammontare pari a 120 miliardi di euro. A fronte del rapido estendersi dell'epidemia e dell'insorgere di turbolenze rilevanti sui mercati finanziari, il 18 marzo il Consiglio, nel corso di una riunione straordinaria, ha introdotto un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) il cui ammontare complessivo, come ricordato, è di 750 miliardi di euro.

Alla fine di marzo, il valore dei titoli pubblici italiani acquistati nell'ambito dell'APP era di 382 miliardi, di cui 346 relativi a operazioni effettuate dalla Banca d'Italia (12 miliardi nel mese scorso). Dal 26 marzo ulteriori interventi vengono effettuati nell'ambito del PEPP; il 24 aprile il valore di bilancio dei titoli di tutta l'area acquistati nell'ambito di tale programma era pari a 96,7 miliardi.

Per facilitare l'accesso degli istituti di credito al rifinanziamento della banca centrale, e quindi sostenere il credito a imprese e famiglie, il Consiglio ha anche reso meno stringenti i criteri di idoneità delle attività conferibili a garanzia (cosiddetto collaterale) e adottato misure per mitigare l'effetto sulla disponibilità di garanzie di possibili downgrade di titoli pubblici e privati da parte delle agenzie di rating, che darebbero altrimenti luogo a un irrigidimento pro-ciclico delle condizioni finanziarie.

In Italia, la diffusione dell'epidemia dalla fine di febbraio e le necessarie misure adottate per farvi fronte hanno avuto forti ripercussioni sull'attività economica nel primo trimestre. Gli indicatori che noi osserviamo (tra questi l'andamento dei consumi elettrici e di gas, i flussi di trasporto, le indagini presso le imprese) suggeriscono tutti un calo dell'attività economica di entità eccezionale nella prima metà di quest'anno.

Tutti gli indicatori congiunturali usualmente utilizzati sono fortemente peggiorati dopo il manifestarsi dell'epidemia in Italia (ultima settimana di febbraio). Nell'ultima settimana di marzo i consumi di gas per uso industriale sono stati inferiori del 30 per cento rispetto a quelli del corrispondente periodo del 2019; i consumi elettrici di circa il 20; il traffico autostradale di circa l'80. I giudizi delle aziende intervistate dalla Banca d'Italia tra il 3 e il 26 marzo sono peggiorati in tutti i settori, raggiungendo valori analoghi a quelli osservati durante la crisi finanziaria globale. Va ricordato che le attività ritenute non essenziali e come tali temporaneamente sospese dal DPCM del 22 marzo contribuiscono per quasi il 30 per cento al valore aggiunto totale dell'economia; stimiamo che un blocco di questa portata comporti, secondo un calcolo meccanico che non considera effetti indiretti, una riduzione del PIL annuale di circa lo 0,5 per cento alla settimana.

Secondo le nostre valutazioni, basate anche sulle informazioni disponibili sulle interruzioni dell'attività nei diversi settori, la produzione industriale sarebbe scesa del 15 per cento in marzo e di circa il 6 nella media del primo trimestre; nel trimestre la caduta del PIL potrebbe essere stata attorno a cinque punti percentuali. Il protrarsi dell'epidemia porterà a una caduta del prodotto, verosimilmente più accentuata, anche nel secondo trimestre, cui potrebbe fare seguito un recupero nella seconda parte dell'anno.

I tempi e l'intensità della ripresa sono però molto incerti: dipenderanno dalla durata e dall'estensione del contagio, dall'evoluzione dell'economia globale, dagli effetti sulla fiducia e sulle decisioni di spesa dei cittadini e di investimento delle imprese, da eventuali ripercussioni finanziarie; dipenderanno anche in misura rilevante dall'efficacia delle politiche economiche introdotte.

Le prospettive macroeconomiche presentate nel DEF sono coerenti con il quadro appena descritto. Si collocano all'interno del ventaglio delle valutazioni formulate dagli osservatori, che nelle attuali circostanze è tuttavia eccezionalmente ampio. In questa fase, tutte le previsioni macroeconomiche rappresentano soprattutto analisi di scenario, basate su ipotesi alternative epidemiologiche ed economiche.

Nel quadro tendenziale del DEF, che include l'effetto degli interventi già attuati alla data di chiusura della previsione, la flessione del PIL è pari all'8 per cento nell'anno in corso, cui fa seguito un parziale recupero del 4,7 per cento nel 2021. Nel DEF non è delineato uno scenario macroeconomico che includa gli effetti delle "nuove politiche" previste nel quadro di finanza pubblica; la definizione di un vero e proprio quadro programmatico è rimandata alla fine della fase emergenziale, in considerazione dell'elevata incertezza.

Secondo gli scenari in corso di elaborazione dagli economisti della Banca d'Italia, una caduta del PIL dell'ordine di quella presentata nel DEF può essere coerente con l'ipotesi di una durata limitata delle misure di contenimento e di un loro graduale riassorbimento a partire da giugno, con una ripresa relativamente rapida dell'attività nella seconda parte dell'anno e con un contestuale recupero dell'economia globale. Secondo le nostre valutazioni, in questo scenario alla flessione del prodotto nell'anno contribuirebbero in misura pressoché analoga l'effetto delle misure di contenimento interne e gli spillover internazionali, trasmessi mediante la caduta del commercio mondiale e dei flussi turistici.

Riduzioni del prodotto più ampie risulterebbero in uno scenario in cui fosse meno favorevole l'evoluzione dell'epidemia, peggiorassero gli sviluppi nell'economia internazionale e vi fossero effetti su fiducia e redditi dei consumatori prolungati nel tempo. Valutazioni di questo tipo sono presentate anche in uno scenario di rischio incluso nel DEF.

Il DEF valuta in 0,5 punti percentuali l'effetto sulla crescita dei provvedimenti già approvati e incorporati nel quadro tendenziale (in particolare i decreti "Cura Italia" e "Liquidità"). Questa stima appare nel complesso condivisibile se valutata sulla base dei modelli macroeconomici normalmente utilizzati; nelle presenti circostanze, tuttavia, il beneficio per l'economia è verosimilmente più ampio. Misure, come la moratoria sul credito e le garanzie sui nuovi prestiti, cui è normalmente associato un moltiplicatore relativamente basso, sono essenziali per scongiurare conseguenze negative di ben più ampie proporzioni, evitando una crisi di liquidità, mantenendo aperte le linee di credito delle imprese e soddisfacendo il fabbisogno di fondi indotto dalla crisi.

2. I conti pubblici nel 2019 e le previsioni per il biennio 2020-21

I conti pubblici nel 2019. – Nel 2019 l'andamento dei conti pubblici è stato migliore di quanto atteso dal Governo nello scorso autunno. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è diminuito rispetto all'anno precedente, portandosi all'1,6 per cento del PIL, sei decimi di punto al di sotto della stima pubblicata in settembre. Il rapporto fra il debito pubblico e il prodotto è rimasto stabile (al 134,8 per cento), mentre le previsioni ufficiali dello scorso autunno ne prefiguravano un aumento di quasi un punto percentuale. Vi hanno contribuito l'aumento dell'avanzo primario, la riduzione della spesa per interessi e una dinamica del PIL migliore delle attese.

Il calo dell'indebitamento netto in rapporto al PIL rispetto al 2018 ha riflesso sia l'aumento dell'avanzo primario, dall'1,5 all'1,7 per cento, sia la riduzione della spesa per interessi, dal 3,7 al 3,4 per cento.

Il miglioramento dell'avanzo primario è dovuto a un aumento delle entrate (0,7 punti percentuali del PIL) maggiore di quello delle uscite primarie (0,5 punti di prodotto). All'incremento degli incassi hanno contribuito soprattutto le imposte dirette (8,5 miliardi) e i contributi sociali (7,6 miliardi); l'espansione delle spese è derivata principalmente dall'aumento delle prestazioni sociali in denaro (12,7 miliardi), in particolare per le modifiche delle norme pensionistiche e per l'avvio del reddito di cittadinanza, e degli investimenti (2,7 miliardi). La pressione fiscale è salita di 0,6 punti percentuali rispetto al 2018, al 42,4 per cento.

L'aumento del debito nel 2019, pari a 28,9 miliardi, è stato inferiore al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (35,5 miliardi), grazie alla lieve riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro (2,2 miliardi) e all'effetto complessivo di riduzione esercitato dagli scarti e dai premi all'emissione e al rimborso, dalla rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e dalla variazione del cambio (4,4 miliardi).

L'andamento decrescente dei tassi all'emissione osservato nella seconda parte dell'anno si è tradotto in una diminuzione dell'onere medio del debito pubblico, al 2,5 per cento alla fine del 2019 (dal 2,8 nel 2018).

Le previsioni per i conti pubblici. – Data l'incertezza sull'evoluzione della pandemia e in accordo con le linee guida della Commissione europea, il Documento presenta l'andamento dei conti pubblici limitatamente all'anno in corso e al prossimo; il Governo intende produrre previsioni di medio termine nella Nota di aggiornamento del DEF di settembre, quando l'incertezza potrebbe essersi ridotta.

Il Documento presenta un quadro tendenziale, che include gli effetti sui conti pubblici derivanti dal peggioramento dello scenario macroeconomico e quelli degli interventi approvati finora (in particolare i decreti legge “Cura Italia” e “Liquidità”), e un quadro con le “nuove politiche” di bilancio, che è basato sullo stesso scenario macroeconomico, ma considera anche gli effetti diretti sui conti pubblici dei nuovi provvedimenti annunciati dal Governo.

Nel complesso, nel quadro che include le “nuove politiche”, l'indebitamento netto si colloca al 10,4 per cento quest'anno, per poi scendere al 5,7 per cento nel 2021 (che si confrontano rispettivamente

con un 2,2 e un 1,8 delle previsioni di autunno)¹. Al significativo ampliamento del disavanzo rispetto alle previsioni dello scorso autunno contribuiscono congiuntamente le misure di bilancio in risposta alla crisi e le mutate condizioni macroeconomiche. L'incertezza relativa allo scenario macroeconomico di riferimento – che come ho ricordato è particolarmente accentuata – ha evidenti riflessi sulla stima dell'andamento di breve termine dei conti pubblici.

Le politiche di bilancio in risposta alla crisi. – Secondo le valutazioni ufficiali, le misure discrezionali – incluse quelle in corso di definizione – avrebbero complessivamente un impatto sui conti pubblici notevolmente elevato: aumenterebbero il disavanzo di circa 4,5 punti percentuali del prodotto nell'anno in corso e di 1,4 nel 2021.

Nel dettaglio, gli interventi adottati finora dal Governo, in particolare con i decreti legge 18 e 23 (rispettivamente “Cura Italia” e “Liquidità”), contribuiscono per circa l'1,2 per cento del prodotto (20 miliardi) all'aumento complessivo del disavanzo nel 2020, mentre hanno un effetto sostanzialmente nullo nel 2021.

I provvedimenti principali, che agiscono prevalentemente dal lato delle spese, hanno riguardato il sostegno a famiglie e imprese e il potenziamento del sistema sanitario nazionale. Su queste misure la Banca d'Italia ha riferito in precedenti occasioni². Nel complesso i provvedimenti già adottati sono stati appropriati nel disegno e nell'entità alla fase di sviluppo dell'epidemia e alla necessità di assicurare liquidità al sistema economico, anche attraverso la concessione di garanzie pubbliche. Va rilevato che l'elevato ammontare di queste ultime comporta in prospettiva la possibilità di dovere far fronte a esborsi significativi.

Le prime misure adottate dal Governo sono state rivolte alle zone più colpite e finanziate con risorse già disponibili a legislazione vigente (quindi senza alcun impatto sul disavanzo). Con l'aggravarsi della situazione il Governo – dopo aver chiesto e ottenuto l'autorizzazione del Parlamento – ha varato una manovra espansiva di natura temporanea (DL 18/2020), che innalza l'indebitamento netto del 2020 di circa 20 miliardi. Alcune di queste misure sono state poi ulteriormente potenziate a inizio aprile (con il DL 23/20); nelle valutazioni ufficiali questi ultimi interventi hanno un impatto sostanzialmente nullo sui conti pubblici.

Il DL 18/2020 ha previsto interventi a sostegno del lavoro e delle famiglie (per complessivi 9,6 miliardi), prevalentemente basati sul rafforzamento degli ammortizzatori sociali per i lavoratori dipendenti, gli autonomi e i lavoratori di specifici settori; alcune misure sono state volte a contenere i disagi dei genitori lavoratori a seguito della sospensione del servizio scolastico (congedi speciali e bonus per servizi di baby-sitting). A supporto delle imprese sono stati disposti interventi (per circa 6,2 miliardi),

¹ Rispetto alle previsioni dello scorso autunno, il nuovo quadro dei conti pubblici ipotizza che una parte del miglioramento dei saldi registrato nel 2019 si rifletta anche negli anni successivi (0,4 punti percentuali nel 2020).

² Cfr. Memoria della Banca d'Italia per la 5^a Commissione (Programmazione economica e Bilancio) del Senato della Repubblica, 10 marzo 2020 (Disegno di legge A.S. 1746, conversione in legge del decreto-legge 2 marzo 2020, n. 9), Memoria della Banca d'Italia per la 5^a Commissione (Programmazione economica e Bilancio) del Senato della Repubblica, 25 marzo 2020, (Disegno di legge A.S. 1766, conversione in legge del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18), Audizione per la Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria e del Capo Servizio Stabilità finanziaria della Banca d'Italia, Iniziative della Task Force per la liquidità del sistema bancario nell'emergenza sanitaria, 15 aprile 2020 e Testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia presso le Commissioni riunite VI (Finanze) e X (Attività produttive) della Camera dei Deputati, 27 aprile 2020 (Conversione in legge del DL 8 aprile 2020, n. 23).

principalmente diretti al sostegno della liquidità attraverso il sistema bancario e l'utilizzo del Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese. Il provvedimento ha inoltre ampliato le risorse destinate al finanziamento della sanità (per circa 3,2 miliardi), anche in vista dell'assunzione di personale e dell'incremento della ricettività delle terapie intensive. Infine, fra le altre misure per la gestione dell'emergenza (cui sono stati destinati quasi 2 miliardi), il decreto legge ha stabilito la sospensione dei termini per l'attività di riscossione e quella di alcuni versamenti tributari e contributivi.

Gli interventi a sostegno della liquidità delle imprese sono stati successivamente potenziati con il DL 23/2020, che ha notevolmente rafforzato il ruolo delle garanzie pubbliche. Il decreto ha inoltre previsto un ulteriore slittamento delle scadenze dei principali versamenti fiscali per le imprese e i lavoratori autonomi che abbiano registrato un calo del fatturato superiore a determinate soglie. Data la natura delle garanzie concesse e il versamento entro l'anno di quanto dovuto per imposte e contributi sociali sospesi, nelle valutazioni ufficiali le disposizioni del decreto hanno un impatto sostanzialmente nullo sui conti pubblici del 2020. Le garanzie avranno un impatto sia sull'indebitamento netto sia sul debito pubblico solo al momento dell'eventuale escussione. Tuttavia, la loro entità (complessivamente stimabile in circa 450 miliardi includendo anche le garanzie previste dal DL 18/2020) e la fase congiunturale possono comportare in prospettiva conseguenze di rilievo per i conti pubblici.

Altre misure saranno adottate a seguito dell'autorizzazione del Parlamento a un maggiore ricorso all'indebitamento chiesto dal Governo contestualmente alla presentazione del DEF. Il Governo prevede infatti di aumentare ulteriormente il disavanzo, per circa 3,3 punti percentuali del prodotto nell'anno in corso e per circa 1,4 nel successivo³. Nel 2020 queste risorse sarebbero utilizzate per finanziare un ampio ventaglio di interventi, da definire nel dettaglio nei prossimi giorni con un nuovo decreto legge. Tra le priorità, il DEF segnala l'aumento delle risorse per il sistema sanitario, la protezione civile e l'ordine pubblico; il potenziamento dei trasferimenti alle famiglie; misure di sostegno a occupazione, credito e liquidità delle imprese; interventi a favore dei settori economici particolarmente colpiti dagli effetti della pandemia.

La valutazione degli effetti delle misure sarà possibile quando verranno specificate nel dettaglio; si tratta di priorità ampiamente condivise anche in sede internazionale. Una forte risposta delle politiche di bilancio è richiesta dalla necessità di contrastare gli effetti della pandemia e di sostenere l'attività economica.

Nel 2021, l'aumento dell'indebitamento previsto nel DEF è in larga parte il riflesso della scelta di evitare l'aumento automatico delle imposte indirette connesso con le cosiddette clausole di salvaguardia. Considerando le condizioni cicliche attese per l'anno prossimo, la scelta è condivisibile.

Nella richiesta di autorizzazione al Parlamento, gli effetti delle nuove misure che il Governo si appresta a varare (che in termini di indebitamento netto ammonterebbero a 55 miliardi quest'anno) varrebbero 65 miliardi in termini di fabbisogno e 155 in termini di saldo netto da finanziare. La differenza nella valutazione in termini di fabbisogno rispetto all'indebitamento netto potrebbe riflettere gli interventi (di natura finanziaria) di ricapitalizzazione delle imprese e di accelerazione dei tempi di pagamento dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche, citati nel Documento. La differenza nella valutazione in termini di saldo netto da finanziare, oltre agli interventi di natura finanziaria, potrebbe anche scontare l'accantonamento di risorse a fronte dell'ampliamento dei programmi di garanzia pubblica già delineati con i precedenti interventi. Negli anni successivi i tre saldi (disavanzo, fabbisogno e saldo netto da finanziare) sono invece previsti essere sostanzialmente allineati.

³ La Relazione al Parlamento prevede un maggiore disavanzo, in media pari a poco più di 30 miliardi, anche per gli anni successivi al 2021.

Gli effetti del quadro macroeconomico sul disavanzo. – Oltre la metà dell'aumento del disavanzo rispetto alle stime di settembre (contenute nella *Nota di aggiornamento* del DEF 2019) è una conseguenza del rapido e ampio deterioramento del quadro macroeconomico. Nelle stime del DEF le nuove previsioni macroeconomiche determinano una notevole riduzione delle entrate fiscali e un aumento della spesa per gli ammortizzatori sociali; ciò si traduce in un maggiore disavanzo valutabile in poco meno di 4 punti percentuali quest'anno e oltre 2 punti l'anno prossimo.

Secondo le stime del quadro tendenziale del DEF, nell'anno in corso rispetto al 2019 le entrate complessive calerebbero di quasi il 6 per cento: una tale flessione sarebbe senza precedenti almeno negli ultimi 50 anni. Nel 2021 solo una parte della perdita di gettito sarebbe recuperata. Infatti, escludendo le entrate derivanti dall'attivazione delle clausole di salvaguardia sulle imposte indirette, le previsioni del quadro tendenziale del DEF indicherebbero un gettito complessivo nel 2021 di circa il 4 per cento maggiore di quello del 2020.

La spesa per interessi in termini nominali, solo leggermente più elevata nell'anno in corso, è stata rivista in aumento nel 2021, per quasi mezzo punto percentuale del PIL. Ciò riflette anche le maggiori esigenze di finanziamento, che crescerebbero di circa 145 e 65 miliardi rispettivamente nel 2020 e nel 2021. Il costo medio del debito, pari al 2,5 per cento nel 2019, resterebbe sostanzialmente stabile nell'orizzonte del DEF. Si può valutare che in prospettiva, anche agli attuali livelli dei tassi di interesse di mercato, il costo medio del debito continuerebbe a scendere.

A fine 2019, il rendimento medio dei titoli all'emissione era pari a -0,2 per cento per i BOT, a poco meno di un punto per la media degli altri titoli. Il rendimento dei BTP a 10 anni, pari a circa lo 0,9 per cento a metà dello scorso febbraio, è aumentato di oltre 150 punti nella seconda decade di marzo, per poi ridursi dopo l'annuncio del Pandemic Emergency Purchase Programme della BCE; nella giornata di ieri il rendimento si è collocato all'1,7 per cento.

La dinamica del debito. – La caduta del prodotto e il più elevato fabbisogno si riflettono sul rapporto tra il debito e il PIL, che nelle previsioni del DEF aumenta di oltre 20 punti percentuali quest'anno, raggiungendo il 155,7 per cento. L'andamento del denominatore spiega circa metà di questo aumento: una flessione del prodotto nominale pari, nel quadro tendenziale, a oltre 7 punti percentuali determina infatti un aumento dell'incidenza del debito sul PIL di circa 10 punti percentuali.

Nel 2021 il peso del debito diminuirebbe (di 3 punti percentuali, portandosi al 152,7 per cento). L'effetto della ripresa economica prevista nel Documento (una crescita nominale nell'anno pari al 6,1 per cento) comporta una riduzione del rapporto tra il debito e il PIL di circa 9 punti percentuali, che più che compensa l'aumento, pari a circa 6 punti, dovuto al disavanzo e ad altri fattori.

La forte incertezza sulle prospettive dell'economia si estende alle valutazioni sull'andamento della finanza pubblica. Dopo aver superato la fase più acuta dell'emergenza sarà possibile delineare delle tendenze più affidabili per il medio e lungo termine. La Banca d'Italia ha più volte ricordato l'importanza di ricondurre il peso del debito pubblico sull'economia a livelli più contenuti; quando la fase ciclica sarà più favorevole e l'incertezza sulle prospettive si sarà ridotta, questa esigenza dovrà

trovare soprattutto risposta in un quadro organico di interventi strutturali volti a produrre un ritorno a equilibrate e stabili condizioni di crescita dell'economia.

Conclusioni

L'incertezza circa la durata dell'epidemia rende estremamente difficile la quantificazione delle sue conseguenze economiche, ma tutti gli scenari indicano ripercussioni molto forti, che si estenderanno oltre il breve periodo; questa incertezza può pesare in maniera prolungata sugli investimenti e sui consumi. I tempi del recupero dipenderanno in primo luogo dall'evoluzione del contagio, ma un ruolo essenziale avrà l'efficacia delle politiche di sostegno.

Nell'affrontare l'emergenza e le sue implicazioni economiche e finanziarie, l'azione del Governo presentata nel DEF si muove lungo priorità largamente condivise, anche in sede internazionale: garantire le risorse necessarie agli interventi di contenimento dell'epidemia e alla risposta del sistema sanitario, sostenere i redditi e le famiglie, mettere le imprese in condizione di superare le difficoltà.

Le misure fin qui adottate appaiono appropriate nell'entità e nel disegno alla fase dell'epidemia in cui sono state varate: stanno contribuendo a contrastare le ripercussioni sulle famiglie e a evitare una crisi di liquidità delle imprese che avrebbe avuto conseguenze assai gravi. Passata l'emergenza, l'azione pubblica sarà necessaria anche per assicurare il rilancio dell'economia.

Il rapporto tra il debito e il PIL, già molto elevato prima della pandemia, aumenterà a seguito della contrazione del prodotto, dell'operare degli stabilizzatori automatici e delle necessarie misure discrezionali adottate per fronteggiare le conseguenze della crisi. Ogni valutazione dell'andamento delle finanze pubbliche è fortemente dipendente dall'evoluzione dell'economia. Circa metà dell'aumento del peso del debito nell'anno in corso è dovuto all'effetto meccanico dato dalla caduta del prodotto al denominatore; la sua diminuzione prevista per il 2021 dipende dall'intensità del recupero atteso dell'attività.

È condivisibile la valutazione espressa nel DEF, secondo cui l'economia avrà bisogno di un adeguato periodo di sostegno e rilancio, durante il quale politiche di bilancio restrittive sarebbero controproducenti; allo stesso tempo, come sottolinea il Documento, non va trascurata l'elaborazione di una strategia di lungo periodo dalla quale dipende anche la riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL. La sostenibilità del debito non è alterata da uno shock temporaneo, anche di ampia portata, in presenza di una strategia credibile per i conti pubblici e per la crescita dell'economia, che garantisca nel medio termine un'evoluzione favorevole del differenziale tra la

dinamica del prodotto e l'onere medio del debito. Questo richiederà il contributo di tutte le politiche economiche e di tutte le componenti dell'economia.

TAVOLE E FIGURE

Quadro macroeconomico nei più recenti documenti ufficiali

(variazioni percentuali)

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

(1) Alla luce dell'attuale contesto, il *Documento di economia e finanza 2020* non include un quadro macroeconomico programmatico.

Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1)

(in percentuale del PIL)

VOCI	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Entrate	45,7	45,6	47,6	48,1	47,9	47,8	46,7	46,3	46,3	47,1
Spese (2)	49,9	49,2	50,6	51,0	50,9	50,3	49,1	48,8	48,5	48,7
di cui: <i>interessi</i>	4,3	4,6	5,2	4,8	4,6	4,1	3,9	3,8	3,7	3,4
Avanzo primario (3)	0,0	1,1	2,2	2,0	1,6	1,6	1,5	1,3	1,5	1,7
Indebitamento netto	4,2	3,6	2,9	2,9	3,0	2,6	2,4	2,4	2,2	1,6
Fabbisogno complessivo	4,3	3,7	4,0	4,8	4,1	3,1	2,5	3,4	2,2	2,0
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari	4,3	3,8	4,5	4,9	4,3	3,5	2,6	3,4	2,2	2,0
Debito	119,2	119,7	126,5	132,5	135,4	135,3	134,8	134,1	134,8	134,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat. (cfr. Istat, *Pil e indebitamento AP*, Statistiche flash, 2 marzo 2020).

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat. (cfr. Istat, *Pil e indebitamento AP*, Statistiche flash, 2 marzo 2020).

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat. (cfr. Istat, *Pil e indebitamento AP*, Statistiche flash, 2 marzo 2020).

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

Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
(miliardi di euro)

VOCI	Anno		Primi 2 mesi	
	2018	2019	2019	2020
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari (a)	38,7	35,5	6,0	-3,0
Dismissioni (b)	0,0	0,0	0,0	0,0
Fabbisogno complessivo (c=a-b=d+e+f+g+h+i)	38,7	35,5	6,0	-3,0
FINANZIAMENTO				
Monete e depositi (1) (d)	5,2	-10,3	0,1	0,5
<i>di cui: raccolta postale</i>	-0,2	-2,0	0,3	-0,3
Titoli a breve termine (e)	0,8	6,4	7,9	4,7
Titoli a medio e a lungo termine (f)	42,3	44,0	33,4	31,3
Prestiti delle IFM (g)	-4,7	-7,4	-0,8	1,1
Altre passività (2) (h)	0,7	0,6	-0,4	-0,1
<i>di cui: EFSF</i>	0,0	-0,4	0,0	0,0
Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (3) (i)	-5,8	2,2	-34,2	-40,4

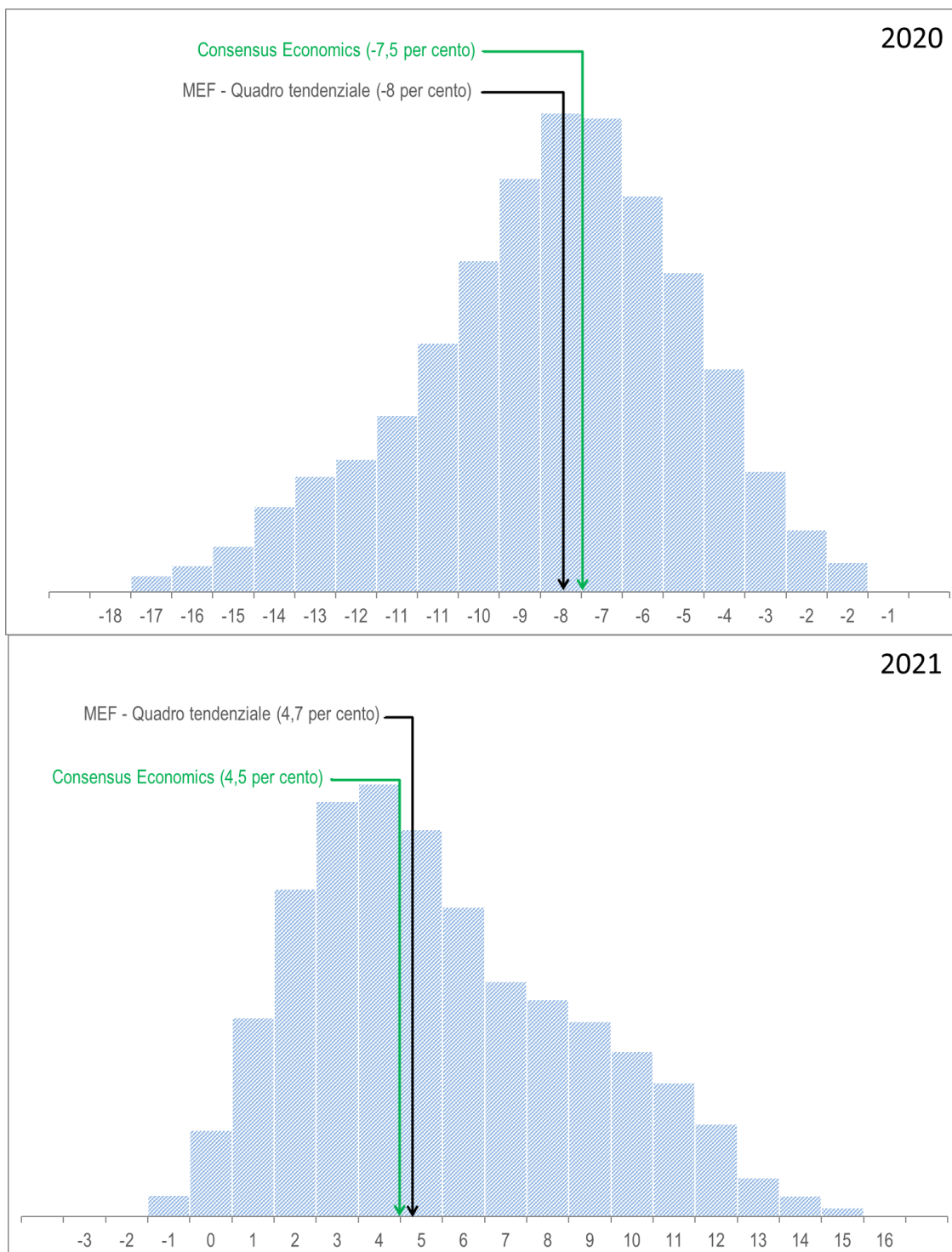
(1) La serie include le monete in circolazione, la raccolta postale e depositi in Tesoreria di enti non appartenenti alle Amministrazioni pubbliche. – (2) La serie include le operazioni di cartolarizzazione, i debiti commerciali ceduti con la clausola pro soluto dalle imprese fornitrici delle Amministrazioni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

Quadro dei conti pubblici nei più recenti documenti ufficiali
(in percentuale del PIL; variazioni percentuali)

VOCI	Nota di aggiornamento del DEF 2019 quadro programmatico			DEF 2020 quadro tendenziale			DEF 2020 (1) quadro con nuove politiche		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Indebitamento netto	2,2	2,2	1,8	1,6	7,1	4,2	1,6	10,4	5,7
Avanzo primario	1,3	1,1	1,3	1,7	-3,5	-0,6	1,7	-6,8	-2,0
Spesa per interessi	3,4	3,3	3,1	3,4	3,6	3,6	3,4	3,7	3,7
Debito	135,7	135,2	133,4	134,8	151,8	147,5	134,8	155,7	152,7
<i>Crescita del PIL</i>	<i>0,1</i>	<i>0,6</i>	<i>1,0</i>	<i>0,3</i>	<i>-8,0</i>	<i>4,7</i>	<i>0,3</i>	<i>-8,0</i>	<i>4,7</i>

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

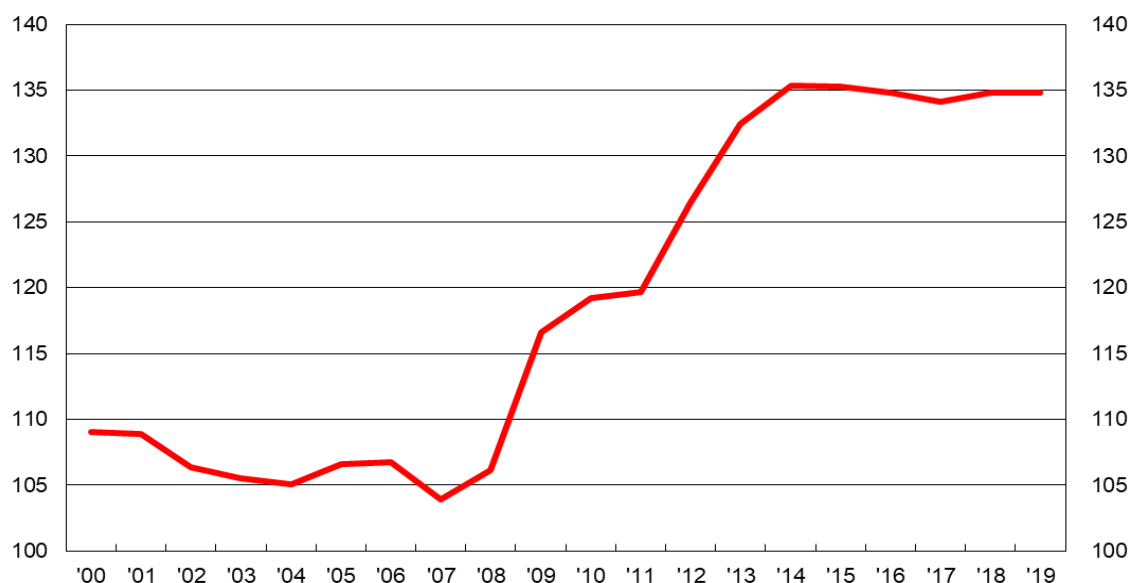
Distribuzione interpolata delle previsioni di crescita del PIL (1)



(1) Distribuzioni basate sulle proiezioni più recenti dell'FMI, dei principali analisti privati e di quelli censiti da Consensus Economics ad aprile.

Le previsioni di Consensus Economics sono pari alla media di quelle formulate da: Centro Europa Ricerche, IHS Markit, Fitch Ratings, UBS, Intesa Sanpaolo, Confindustria, Allianz, Banca Nazionale del Lavoro, Prometeia, ING Financial Markets, Natixis, Oxford Economics, Bank of America - Merrill, HSBC, Barclays, Deutsche Bank, REF Ricerche, Moody's Analytics, LC Macro Advisors, UniCredit.

Debito delle Amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL)



Fonte: per il PIL, Istat (cfr. Istat, *Pil e indebitamento AP*, Statistiche flash, 2 marzo 2020).

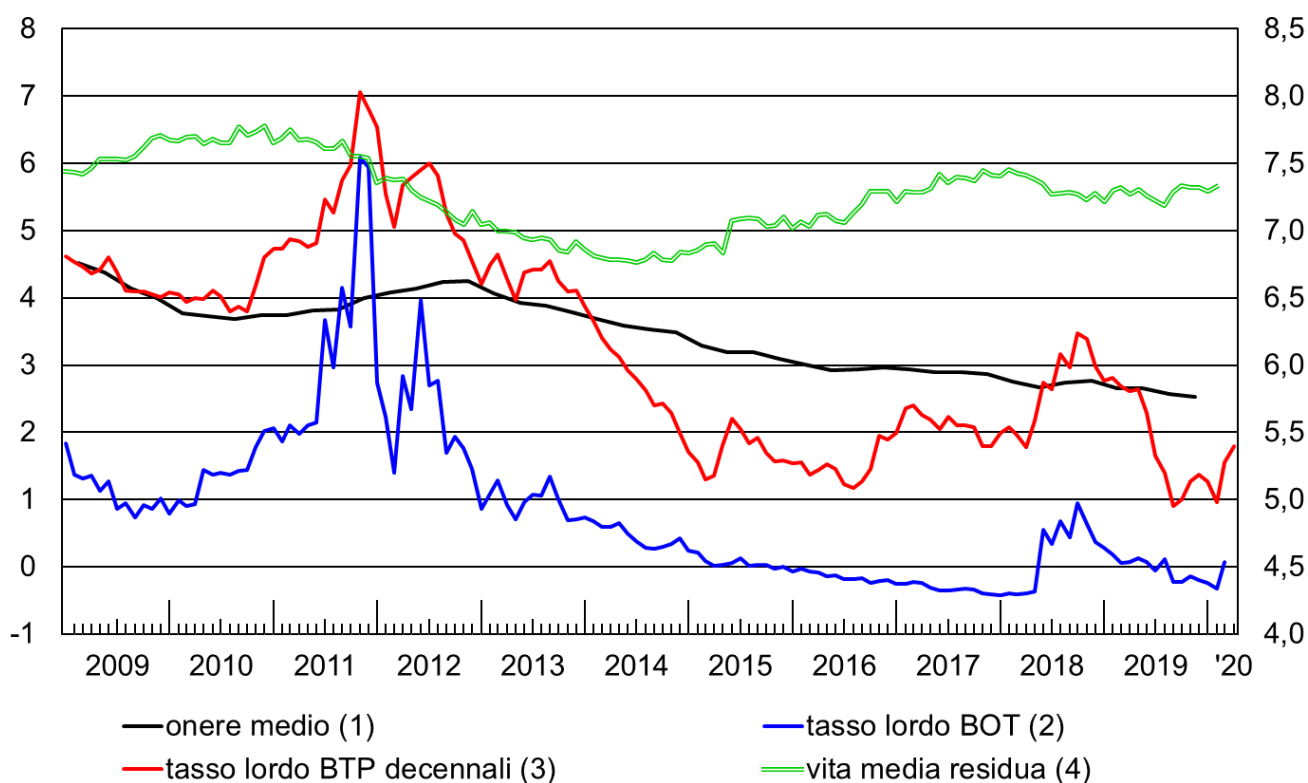
Fabbisogno cumulato degli ultimi dodici mesi (1) (dati mensili; miliardi di euro)



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

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