

**Audizione informale del Presidente  
dell'Ufficio parlamentare di bilancio**

**nell'ambito dell'attività conoscitiva  
preliminare all'esame del  
Documento di economia e finanza 2020**

**Uffici di presidenza riuniti, integrati dai  
rappresentanti dei gruppi, delle Commissioni  
V (Bilancio, Tesoro e Programmazione) della  
Camera dei deputati e  
5ª (Bilancio) del Senato della Repubblica**

**29 aprile 2020**





## 1. Il quadro macroeconomico

### 1.1 La congiuntura mondiale e le ipotesi del DEF sulle variabili internazionali

La fase di moderata decelerazione dell'attività economica, che aveva interessato molte delle maggiori economie nello scorso biennio, sembrava essersi interrotta tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020. La diffusione della pandemia da coronavirus (COVID-19), dapprima in Cina e poi nel resto del mondo, ha cambiato radicalmente il quadro, determinando un peggioramento dell'attività e dell'*outlook* (fig. 1.1) di intensità mai registrata dalla Grande Depressione. In Cina, dove le prime misure restrittive sono state introdotte a fine gennaio, l'attività economica è crollata in febbraio. Le severe misure di contenimento sono state efficaci nel mitigare la diffusione del virus ma hanno indotto notevoli costi a larga parte dell'economia cinese per circa due mesi; il valore aggiunto dell'industria è sceso del 13,5 per cento in termini tendenziali nel complesso di gennaio e febbraio. Alla fine di marzo l'economia cinese ha iniziato a recuperare; tuttavia nella media del primo trimestre il PIL cinese è diminuito nelle statistiche ufficiali del 6,8 per cento su base annua (9,8 per cento rispetto al trimestre precedente), come mai accaduto dall'inizio della serie storica nel 1992.

In occidente la pandemia ha iniziato a diffondersi con oltre un mese di ritardo, dapprima in Italia e negli altri paesi europei, più tardi negli Stati Uniti. I PMI di manifattura e servizi per l'area dell'euro sono scesi rapidamente sotto 50 in marzo, rispettivamente a 26,4 e 44,5 per i servizi e la manifattura, per poi ulteriormente arretrare nel mese corrente, su nuovi valori minimi storici (rispettivamente a 11,7 e 33,6). Negli Stati Uniti i PMI in marzo avevano risentito meno che in Europa degli effetti della pandemia, a causa dello sfasamento nella diffusione del contagio; a partire dalla fine di marzo c'è stata però un'impennata della disoccupazione e in aprile gli indici PMI sono scesi molto velocemente (a 36,9 e 27, rispettivamente nella manifattura e nei servizi). Se gli indicatori ad alta frequenza e le inchieste mostrano uno sfasamento tra i paesi, dell'ordine di poche settimane, i mercati azionari hanno invece reagito velocemente e in simultanea. Tra metà febbraio e la quarta settimana di marzo i principali indici azionari avevano registrato cali record, anche dell'ordine del 30 per cento. L'adozione di consistenti misure di politica monetaria e fiscale da parte dei maggiori paesi colpiti dal COVID-19 ha attenuato l'avversione al rischio dei mercati, inducendo un parziale recupero nelle ultime due settimane.

Il commercio internazionale, per il quale all'inizio dell'anno si prospettava un allentamento dei conflitti commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina, risente pesantemente della diffusione del COVID-19. La globalizzazione e i profondi legami tra i paesi nelle catene globali del valore hanno generato colli di bottiglia in quelle produzioni nazionali

con significativo utilizzo di input intermedi d'importazione<sup>1</sup>. I paesi con forte vocazione all'export, come la Germania e l'Italia, ne risentono in misura consistente.

I maggiori previsori anticipano una recessione senza precedenti in tempi di pace. Secondo il Fondo monetario internazionale (FMI) il PIL mondiale quest'anno dovrebbe arretrare del 3,0 per cento, con una revisione al ribasso di 6,3 punti percentuali rispetto alla previsione di gennaio; nel 2021 l'attività economica globale tornerebbe a espandersi, del 5,8 per cento. Nel Documento di Economia e Finanza (DEF) le ipotesi sulla crescita del PIL globale sono più ottimistiche, soprattutto sul 2020 in quanto anticipano una contrazione di soli 4 decimi di punto percentuale. Anche per il commercio mondiale le proiezioni del FMI sono peggiori di quelle del DEF; mentre il primo prevede una contrazione degli scambi dell'11 per cento quest'anno e un rimbalzo dell'8,4 per cento nel 2021, nel DEF la contrazione nel 2020 è limitata al 6,7 per cento, con un rimbalzo nel 2021 nell'ordine dei 10 punti percentuali (tab. 1.1).

La diffusione della pandemia ha fortemente inciso sul mercato petrolifero. Già dall'inizio di febbraio le attese di una decisa contrazione della domanda avevano indotto pressioni al ribasso dei prezzi. Dopo un primo mancato accordo, il 12 aprile i paesi OPEC+ hanno concordato una riduzione di 9,7 milioni di barili al giorno, ma anche questo ridimensionamento non sembra sufficiente a compensare l'eccesso di offerta. Di recente si sono inoltre generati timori di esaurimento dei siti di stoccaggio nel mercato statunitense, che hanno comportato nelle giornate del 20 e 21 aprile prezzi negativi per il West Texas Intermediate (WTI) con consegna a maggio (-37,63 la chiusura del 20 aprile). Le quotazioni del Brent, varietà di riferimento europea, pur rimanendo positive hanno tuttavia risentito delle tensioni internazionali e del calo di domanda; rispetto al picco di inizio gennaio (69 dollari per barile) il 22 aprile le quotazioni si erano ridotte di oltre il 70 per cento.

Nel quadro macroeconomico del DEF il prezzo del petrolio Brent è ipotizzato pari a 38,3 dollari per barile nel 2020 e 39,6 nel 2021. Tali ipotesi appaiono solo marginalmente superiori per l'anno corrente rispetto alle attuali quotazioni *future*; gli operatori attendono per il prossimo anno una ripresa progressiva delle quotazioni, l'attuale debolezza del petrolio dovrebbe quindi essere un fenomeno limitato nel tempo. Sulla base delle informazioni disponibili al 22 aprile le ipotesi del DEF sui prezzi del greggio nel 2021 risultano allineate alle attese dei mercati (tab. 1.2).

Il cambio dell'euro ha registrato, dall'inizio dell'anno, tre fasi: un primo periodo di lento deprezzamento della valuta europea fino al 21 febbraio, una fase di elevata volatilità fino a fine marzo e una relativa stabilità in aprile. Nel complesso, tra inizio d'anno e il 22 aprile l'euro si è deprezzato di poco più del 3,0 per cento nei confronti del dollaro.

---

<sup>1</sup> Si veda il Riquadro "La pandemia da COVID-19 e le ripercussioni economiche globali" nella Nota sulla congiuntura UPB di aprile 2020. <http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2020/04/Nota-sulla-congiuntura-di-aprile-2020.pdf>.

Le proiezioni del tasso di cambio nel DEF vengono effettuate utilizzando l'ipotesi tecnica di stabilità rispetto alla media delle quotazioni degli ultimi 10 giorni lavorativi precedenti la finalizzazione del quadro macroeconomico (terminati il 26 marzo scorso). A un mese di distanza esse risultano ancora in linea con quanto ipotizzato nel DEF, sia per l'anno corrente sia per il successivo (circa 1,09 dollari per euro). Inoltre, per il 2021, l'ipotesi tecnica è prossima alla quotazione a termine (1,10 dollari per euro) (tab. 1.3).

La dinamica dei tassi d'interesse del DEF risulta in forte rialzo rispetto alla Nota di Aggiornamento al DEF (NADEF), soprattutto per i titoli a scadenza breve. Le stime sui rendimenti del MEF sono basate sulle previsioni interne di collocamento dei titoli di Stato, per cui non sono direttamente confrontabili con le misure di mercato. Tuttavia, in termini di tendenze è possibile osservare che: *i)* sia per i tassi a breve sia per quelli a lungo termine, la direzione è quella attesa dai mercati; *ii)* i tassi a lungo termine per il biennio 2020 e 2021 sono leggermente più favorevoli rispetto ai valori di mercato e l'accelerazione negli anni successivi risulta graduale; *iii)* i tassi a breve risultano leggermente superiori a quelli attualmente rilevabili sul mercato per il 2020, ma appaiono in deciso aumento nel 2021; tale incremento potrebbe riflettere un atteggiamento prudenziale del MEF.

Nel complesso, l'attuale formulazione delle ipotesi internazionali presenta qualche elemento di ottimismo (crescita globale e commercio), ma anche alcune cautele (tassi di interesse a breve) rispetto alle più recenti evoluzioni. Tali differenze vanno comunque considerate come accettabili, alla luce dell'estrema incertezza che caratterizza attualmente le proiezioni.

## 1.2 *L'economia italiana*

La fase ciclica dell'economia italiana, complessivamente stagnante lo scorso anno, si era già deteriorata nell'ultimo trimestre dell'anno scorso (-0,3 per cento su base congiunturale). L'indebolimento dell'attività produttiva aveva riflesso prevalentemente la contrazione del valore aggiunto dell'industria. Il contributo alla crescita della spesa interna era risultato negativo, soprattutto per le scorte, mentre l'apporto favorevole della domanda estera netta era derivato, più che dalla tenuta delle esportazioni, dalla contrazione delle importazioni.

Un temporaneo recupero si era manifestato in gennaio, ma l'emergenza sanitaria ha drasticamente cambiato il quadro congiunturale, con una velocità e un'intensità senza precedenti in tempi di pace. Il comparto industriale, che pur aveva iniziato l'anno con un recupero, ha subito una brusca interruzione dovuta al blocco delle attività produttive non essenziali. L'indice PMI del settore manifatturiero è diminuito in marzo fino a quota 40,3 (da 48,7 di febbraio; fig. 1.2), il dato più basso dall'aprile del 2009; hanno inciso sia le variabili correnti, sui livelli di produzione, sia quelle più prospettiche come i nuovi

ordini. L'indice di fiducia Istat per la manifattura nello stesso mese è diminuito di circa dieci punti, a riflesso del deterioramento dei giudizi sugli ordini correnti e, soprattutto, delle attese a breve termine sulla produzione. Ancora più marcate sono state le conseguenze dell'emergenza sanitaria sul terziario, che avevano cominciato a manifestarsi già dall'inizio dell'anno. Alla fine di gennaio il turismo aveva iniziato a registrare flessioni nella domanda, inizialmente sui flussi dalla Cina, poi anche su quelli da altri Stati e infine su quelli domestici. Il progressivo inasprimento delle misure di distanziamento sociale è culminato con il blocco di diverse attività, tra le quali quelle legate alla ristorazione, a fiere e convegni e al trasporto aereo e ferroviario, con riflessi negativi sul comparto della logistica. Gli indicatori qualitativi più aggiornati segnalano l'intensità eccezionale della frenata registrata dal settore: il PMI relativo si è collocato in marzo al minimo storico (17,4), per via del marcato peggioramento dei nuovi ordini e della domanda estera. Oltre al deterioramento della fiducia si delinea anche un aumento dell'incertezza, che secondo l'indicatore UPB è nettamente peggiorata nel primo trimestre, sia per le famiglie sia per le imprese.

Segnali di forte contrazione dell'attività economica iniziano a essere desumibili anche dagli indicatori quantitativi ad alta frequenza più tempestivi, come quelli sui consumi di energia elettrica e di gas per usi industriali, che secondo nostre stime in aprile si sarebbero ridotti rispetto allo stesso mese del 2019 di circa venti punti percentuali. Al contempo il blocco delle vendite ha sostanzialmente annullato il mercato dell'auto, che in marzo ha registrato un calo tendenziale delle immatricolazioni mai osservato in precedenza, di oltre l'80 per cento (fig. 1.3). Tenendo conto anche di questi indicatori tempestivi, l'UPB stima che nel trimestre scorso il PIL si sarebbe ridotto di circa cinque punti percentuali. Il trimestre corrente sconterebbe maggiormente gli effetti del blocco, in quanto inizierebbe su livelli molto bassi in aprile e risentirebbe del pesante trascinarsi statistico di marzo. Nell'ipotesi che le restrizioni vengano allentate in misura molto graduale a partire da maggio si prefigura un'ulteriore contrazione congiunturale del PIL del secondo trimestre, dell'ordine di dieci punti percentuali.

Queste previsioni sono soggette a un'incertezza senza precedenti storici, in quanto riconducibile non soltanto ai consueti fattori economici, ma anche a variabili sociali e sanitarie. Vi è inoltre il rischio che l'accuratezza delle stime preliminari di contabilità nazionale dei paesi più colpiti dal COVID-19 possa risentire delle difficoltà nell'acquisizione dei dati (in aprile, ad esempio, in Italia sono state sospese le indagini sulla fiducia di imprese e famiglie). Le statistiche ufficiali potrebbero inoltre essere influenzate dagli slittamenti delle scadenze fiscali e contributive e dalle difficoltà nella misurazione dell'input di lavoro nel caso dello *smart working*. Va anche considerato che i prezzi con cui vengono deflazionati gli aggregati nominali potrebbero essere discontinui nei settori in cui gli scambi si sono ridotti fino a quasi annullarsi. Infine, i dati anomali di marzo e aprile avranno un impatto non trascurabile sulle serie storiche mensili e trimestrali, che verranno verosimilmente riviste all'indietro in seguito all'applicazione dei modelli di destagionalizzazione. Una valutazione più solida della posizione ciclica in corso potrà quindi essere effettuata solo retrospettivamente, quando gli istituti di

statistica avranno avuto modo di integrare le informazioni storiche mancanti e i modelli di destagionalizzazione avranno a disposizione più osservazioni sui dati anomali.

La dinamica dei prezzi all'inizio del 2020 aveva registrato la prosecuzione della fase di debolezza già osservata lo scorso anno, determinata da una domanda interna moderata e da pressioni all'origine contenute. In marzo, l'inflazione al consumo si è ulteriormente ridotta, allo 0,1 per cento (da 0,3 di febbraio), mentre l'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, è rimasta stabile allo 0,7 per cento. Le basse pressioni inflattive dall'estero e la brusca flessione delle quotazioni del petrolio si sono riflesse nei prezzi alla produzione nell'industria, già da febbraio (-2,6 per cento tendenziale); si registrano tuttavia dinamiche in controtendenza per le produzioni di alcuni beni (alimentari, bevande e tabacco, prodotti farmaceutici, computer, prodotti elettronici), la cui domanda non sembra avere risentito dell'emergenza sanitaria. Le aspettative di inflazione rilevate nelle inchieste Istat di marzo sembrano divergere tra imprese e famiglie; una quota crescente di consumatori prefigura prezzi in aumento, mentre le aspettative sui prezzi di vendita degli imprenditori si riducono su valori prossimi a quelli osservati durante precedenti periodi di deflazione.

Anche il mercato del lavoro aveva mostrato segni di indebolimento già nella parte finale dello scorso anno: le ore lavorate di contabilità nazionale si erano ridotte in termini congiunturali, similmente al PIL, e si era contestualmente deteriorata la domanda di lavoro. Nei mesi iniziali dell'anno, prima che l'emergenza sanitaria dilagasse, gli occupati hanno continuato a diminuire (-0,4 per cento in gennaio-febbraio rispetto a ottobre-dicembre), per effetto della caduta del numero dei dipendenti permanenti (per la prima volta dall'estate del 2018) e degli autonomi. Il tasso di disoccupazione, attestatosi al 9,7 per cento nel quarto trimestre, è invece rimasto pressoché invariato all'inizio del 2020.

Al momento non si dispone di informazioni quantitative sul mercato del lavoro relative al periodo dell'emergenza. È tuttavia noto che le imprese hanno attuato forme di riduzione dell'orario di lavoro ricorrendo alla Cassa integrazione guadagni (CIG), estesa dal decreto legge "Cura Italia" a tutte le unità produttive. Secondo le informazioni diffuse dall'INPS, le richieste per la CIG con causale "COVID-19" pervenute fino al 24 aprile riguardano circa 4,7 milioni di lavoratori, mentre quelle per l'assegno ordinario (AO) riguardano circa 2,6 milioni di lavoratori.

Lo scorso anno la dinamica delle retribuzioni contrattuali orarie si era indebolita rispetto al 2018 (all'1,1 per cento), in particolare nella PA. Nel periodo di blocco di alcune attività produttive, il costo del lavoro dovrebbe aver rallentato, per effetto della sospensione dei termini per il versamento dei contributi sociali e della minore incidenza delle voci più connesse al ciclo produttivo. L'esigenza di arginare la pandemia ha notevolmente ampliato il ricorso a forme di lavoro agile<sup>2</sup>, i cui effetti sulla produttività sono incerti: la

---

<sup>2</sup> Si veda Basso, G., Barbieri, T., Schicchitano, S., "I lavoratori a rischio durante l'epidemia da COVID-19", Banca d'Italia.

registrazione di quantità di lavoro anche in intervalli di tempo non necessariamente consecutivi, potrebbe in alcuni casi determinare una sovrastima delle ore lavorate e quindi una conseguente diminuzione della produttività oraria. Tuttavia, la produttività misurata in termini *pro capite* potrebbe invece beneficiare della maggiore flessibilità per il lavoratore nell'organizzare il tempo di lavoro<sup>3</sup>.

### 1.3 La previsione macroeconomica del DEF

Il MEF ha pubblicato nel DEF soltanto un quadro macroeconomico tendenziale per gli anni 2020-2021, coerentemente con linee guida di semplificazione fornite in ambito europeo in virtù dell'eccezionale emergenza sanitaria in corso<sup>4</sup>.

Nel quadro macroeconomico del MEF si stima una fortissima contrazione quest'anno (-8,0 per cento), ascrivibile all'eccezionale emergenza sanitaria in corso, cui farebbe seguito un recupero nel 2021 (4,7 per cento). Nella media dell'anno prossimo i livelli di attività economica sarebbero inferiori a quelli prefigurati nella NADEF dello scorso autunno per circa cinque punti percentuali (tab. 1.4). Con riguardo alle determinanti della crescita, nel quadro macroeconomico del DEF la pesante recessione del PIL nel 2020 è soprattutto attribuibile al contributo negativo delle componenti interne di domanda (per oltre l'80 per cento), mentre il recupero nel 2021 sarebbe sostenuto sia dalla domanda interna sia da quella estera. La spesa per consumi delle famiglie registrerebbe una drammatica flessione quest'anno ma sarebbe seguita da un recupero nel 2021, pur parziale in quanto gravato dall'attivazione delle clausole di salvaguardia dello scenario tendenziale. Il processo di accumulazione nel quadro macroeconomico del MEF registrerebbe nel 2020 un deciso arretramento, soprattutto nella componente dei macchinari e attrezzature; si delinea un rimbalzo nel 2021, trainato prevalentemente dagli investimenti in beni strumentali, in presenza di una dinamica più moderata delle costruzioni. Le esportazioni quest'anno si ridurrebbero drasticamente (14,4 per cento), così come le importazioni (-13 per cento); di conseguenza il contributo netto alla crescita sarebbe negativo ma di entità assai più contenuta rispetto a quello della domanda nazionale. Le scorte sottrarrebbero alla crescita oltre mezzo punto percentuale, solo in parte recuperato nel 2021.

Con riferimento alle variabili nominali, il quadro macroeconomico del DEF stima una variazione negativa del deflatore dei consumi privati quest'anno (-0,2 per cento) influenzata dal blocco della domanda ascrivibile soprattutto al *lockdown*; nel 2021 lo scenario tendenziale incorpora l'aumento dell'imposizione indiretta previsto dalle clausole di salvaguardia, per cui si prevede un consistente aumento dell'inflazione

---

<sup>3</sup> Si veda Boeri, T., Caiumi, A., "Lavori che possiamo continuare a svolgere", [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).

<sup>4</sup> Le linee guida per la stesura dei programmi di stabilità da parte degli Stati membri UE sono contenute nella comunicazione intitolata *European Commission, Guidelines for a streamlined format of the Stability and Convergence Programmes in light of the COVID-19 outbreak*, Brussels, 6 April 2020.



(all'1,7 per cento). La variazione del deflatore del PIL si mantiene all'1,0 per cento quest'anno e si irrobustisce gradualmente nel prossimo (1,4 per cento). Date le stime del PIL reale e del suo deflatore, il PIL nominale si riduce di oltre 7 punti nel 2020 per poi subire un parziale rimbalzo nel 2021 (al 6,1 per cento), sospinto dal ripristino delle normali condizioni di domanda e offerta.

Anche il mercato del lavoro risente pesantemente della pandemia. La recessione produttiva che ne deriva riduce molto le ore lavorate, tuttavia il forte ricorso alla cassa integrazione attenua gli effetti rilevati nelle misure relative alla forza lavoro. Nel DEF si stima un incremento del tasso di disoccupazione di oltre un punto e mezzo quest'anno (11,6 per cento da 9,9 del 2019) che recupera solo in minima parte l'anno prossimo (11 per cento). Le ore lavorate si riducono invece in modo consistente nel 2020 (-6,5 per cento), per poi recuperare l'anno prossimo meno della metà della perdita (portandosi al 3,4 per cento). Il CLUP aumenta di circa un punto (da 1,5 per cento del 2019 a 2,4 nel 2020) e si attenua appena l'anno prossimo (-0,2 per cento).

### 1.3.1 La stima del prodotto potenziale e dell'output gap

Nelle previsioni del DEF l'*output gap* si amplia notevolmente quest'anno (-6,7 per cento) a causa della forte caduta del PIL e del deterioramento del mercato del lavoro; tende poi a riequilibrarsi l'anno prossimo in seguito al rimbalzo della crescita, pur restando in territorio fortemente negativo (-2,6 per cento). Tali stime, basate sulla metodologia concordata a livello UE, differiscono in modo significativo da quelle della NADEF, formulate in settembre, nelle quali il *gap* era -1,7 per cento (-1,3 per cento nel 2021). Il confronto con la NADEF risente necessariamente delle differenze nel quadro macroeconomico, non soltanto sulla dinamica del PIL ma anche sulle variabili del mercato del lavoro e su quelle dei prezzi.

L'UPB ha sviluppato l'anno scorso una procedura per la stima dell'*output gap* e del prodotto potenziale dell'economia italiana, basata su più modelli<sup>5</sup>. Utilizzando come quadro macroeconomico le previsioni elaborate per la validazione del DEF, i modelli dell'UPB indicano (fig. 1.4) un *gap* fortemente negativo nel 2020 (-6,5 per cento in una banda compresa tra -7,4 e -5,5), anche oltre i livelli raggiunti durante la scorsa crisi economica. Nel 2021 si incorpora un recupero della crescita ma il *gap* resterebbe ancora decisamente negativo. Queste stime risultano in linea con quelle del MEF.

La stima dell'*output gap* è normalmente circondata da un elevato livello di incertezza, dovuto al fatto che essendo non osservabile varia di molto a seconda dello specifico modello econometrico utilizzato. Nonostante in questo periodo l'incertezza sia ai

---

<sup>5</sup> Si veda la Nota di lavoro 1/2020 dell'Ufficio parlamentare di bilancio, "Un approccio sistemico per la stima dell'*output gap* dell'economia italiana".

massimi storici, la forte intensità dello *shock* macroeconomico nel 2020 comporta un'apparente compressione dell'intervallo di variazione tra le diverse stime. Questo effetto deriva da una proprietà dei diversi modelli già osservata in passato; in occasione di repentini peggioramenti del ciclo le stime sull'*output gap* dei diversi modelli, non soltanto quelli dell'UPB, tendono a concordare tra loro.

#### 1.4 La validazione del quadro macroeconomico

L'UPB ha valutato il quadro macroeconomico tendenziale del MEF e ha trasmesso lo scorso 16 aprile la lettera di validazione.

Richiamiamo brevemente, come di consueto, la metodologia adottata per l'esercizio di validazione. Essa si basa sull'analisi complessiva degli scenari macroeconomici ipotizzati dal MEF attraverso: a) le stime UPB circa gli andamenti di breve termine del PIL e delle principali componenti di domanda; b) le stime annuali ottenute dall'UPB con il modello di previsione dell'Istat, MeMo-It, nell'ambito dell'Accordo quadro con questo Istituto; c) le stime annuali distintamente e specificamente prodotte nell'occasione dagli istituti di previsione indipendenti (CER, Prometeia, REF.ricerche), facenti parte del *panel* UPB. Inoltre, sono state monitorate le previsioni più recenti di altre istituzioni nazionali e internazionali ed è stato condotto un esame di coerenza interna dei quadri di previsione del MEF. Per assicurare un confronto omogeneo con le previsioni del MEF, le stime dei previsori del *panel* UPB (che includono quelle dell'UPB) sono state formulate sulla base delle stesse ipotesi sulle esogene internazionali (commercio mondiale, prezzo del petrolio, tassi di cambio, tassi di interesse) adottate dal MEF.

Le stime del MEF appaiono nell'insieme all'interno di un accettabile intervallo di valutazione, descritto dalle previsioni del *panel* UPB sulle principali variabili oggetto di validazione (fig. 1.5). La valutazione complessiva di accettabilità del quadro macroeconomico del DEF si basa sull'entità modesta dei disallineamenti rispetto alle principali variabili considerate. Si sottolinea tuttavia il grado di incertezza straordinariamente elevato sulle prospettive di breve periodo e l'estrema variabilità che circonda le previsioni macroeconomiche, in quanto gli scostamenti tra le previsioni del *panel* sono i più elevati mai registrati nella storia dell'UPB.

Le previsioni sul PIL del MEF risultano comprese nell'intervallo delle stime del *panel* UPB. Nel biennio 2020-2021, la variazione del PIL reale stimata dal MEF non si discosta molto dalla previsione formulata dall'UPB. Tuttavia, nel confronto con quelle degli altri previsori del *panel* si osserva una diversità nei profili di crescita nei due anni stimati dai singoli istituti (fig. 1.6). Nel 2021 il tasso di crescita del PIL previsto dal MEF risulta inferiore a quello indicato da un solo previsore del *panel*, ovvero quello che nel 2020 attende la variazione del PIL più bassa. Questo profilo temporale delle attese caratterizza anche altri previsori, in quanto riflette la tendenza alla normalizzazione nel 2021 verso i livelli di attività precedenti l'emergenza sanitaria; quanto più forte è la flessione in corrispondenza dello *shock* tanto maggiore sarà la variazione percentuale necessaria a replicare la normalizzazione delle variabili macroeconomiche durante la ripresa.

Le valutazioni del *panel* UPB sul PIL del biennio 2020-2021 sono comunque fortemente eterogenee: lo scarto tra *upper bound* e *lower bound* eccede i tre punti percentuali quest'anno e supera i due punti nel prossimo (fig. 1.7).

Nel quadro del MEF la dinamica della spesa per consumi delle famiglie appare coerente con le valutazioni, sebbene molto differenziate, dei previsori UPB. Rispetto allo scenario UPB la flessione della spesa per consumi privati sarebbe più accentuata quest'anno, ma aumenterebbe nel prossimo a un tasso di crescita di circa il doppio.

La dinamica dell'accumulazione di capitale appare cautamente stimata dal MEF nel 2020-2021. Dal lato della domanda estera, la marcata diminuzione delle esportazioni nel quadro macroeconomico del MEF per il 2020 eccede in misura significativa la diminuzione del commercio internazionale e quella dei mercati rilevanti per l'Italia; tuttavia anche il calo delle importazioni di quest'anno appare decisamente forte e risulta inferiore a quello di un solo previsore del *panel* UPB.

Con riferimento alle dinamiche nominali, il quadro macroeconomico del MEF si posiziona nella fascia alta delle attese del *panel*: il deflatore del PIL si colloca sul limite superiore dell'intervallo di stima quest'anno e lo supera nel 2021 (per tre decimi di punto). Tuttavia, pur a fronte della sostenuta evoluzione del deflatore, date le stime del PIL reale, la dinamica del PIL nominale nel quadro del DEF risulta nel complesso in linea con le previsioni del *panel* UPB.

In conclusione, le attese del MEF non eccedono nel complesso gli intervalli di variabilità descritti dal *panel* UPB, che tuttavia sono di dimensione estremamente ampia a causa della forte incertezza. Va comunque osservato che le previsioni in questo periodo evolvono molto rapidamente e quindi possono risultare in breve tempo superate. Ad esempio, il calo del PIL dell'Italia previsto per quest'anno da diversi analisti si è deteriorato drasticamente, anche nelle scorse settimane (fig. 1.8). Appare quindi necessaria un'estrema cautela nell'utilizzare i quadri macroeconomici di previsione realizzati in questo periodo, per le decisioni di politica economica.

### 1.5 Alcuni rischi della previsione

Il quadro macroeconomico di medio termine dell'economia italiana appare circondato da un'incertezza senza precedenti. Nel complesso i rischi sono prevalentemente orientati al ribasso e sono riconducibili a fattori sanitari, al contesto globale, al possibile riaccendersi di tensioni finanziarie.

*Rischio di un'ulteriore recrudescenza dell'epidemia.* Le disposizioni volte a sospendere o ridurre le attività economiche e a limitare l'interazione sociale sono risultate efficaci nel mitigare la diffusione della pandemia di COVID-19. È necessario tuttavia che la fase di riapertura delle attività economiche sia attentamente progettata e gestita con adeguati

presidi di controllo igienico-sanitario sia a livello individuale sia d'impresa, per evitare il rischio di una seconda ondata di contagi, sempre possibile in assenza di un efficace vaccino contro il coronavirus. Nuovi focolai dell'epidemia sono stati recentemente registrati in Cina e in Giappone. Un appropriato monitoraggio delle condizioni e degli spostamenti delle persone che sono costrette a muoversi e interagire con altri, in quanto svolgono lavori che non possono essere delocalizzati, sarà cruciale per prevenire nuove ondate di contagi. Se invece nel prossimo futuro si rendesse necessaria una nuova stretta alle attività produttive e agli spostamenti individuali, ne deriverebbero conseguenze negative sulla struttura produttiva e quindi anche sul potenziale di crescita.

*Rischio di un più marcato deterioramento del contesto internazionale.* Le previsioni del FMI delineano per quest'anno la peggiore recessione globale dai tempi della Grande Depressione. L'entità e la durata dello *shock* a livello globale, difficili da quantificare in questa fase, rappresentano i principali fattori alla base dell'incertezza degli operatori economici. Sebbene il DEF sconti un forte deterioramento dei flussi di commercio internazionale non è inverosimile che l'esito possa essere peggiore delle attese odierne. Le forti tensioni al ribasso sul mercato del greggio, che sono deflagrate lo scorso 20 aprile con quotazioni negative per il WTI con consegne a maggio, hanno accentuato il rischio di uno scenario fortemente deflazionistico, non incorporato dalle esogene del DEF. La pandemia potrebbe aggravarsi in aree al momento poco colpite o riacutizzarsi nei paesi che sembrano esserne già usciti; inoltre, il forte e sincro *shock* macroeconomico globale potrebbe accentuare fragilità economiche e sociali in diversi paesi, rendendo la recessione in corso più acuta e la ripresa più lenta.

*Rischio di nuove tensioni finanziarie quando si allenteranno gli stimoli fiscali e monetari.* Le politiche economiche e monetarie stanno contrastando in diversi paesi l'attuale fase di crisi, tramite l'espansione dei bilanci di governi e banche centrali. Quando il virus sarà controllato dalla vaccinazione e l'economia mondiale si riporterà su un sentiero di crescita stabile occorrerà normalizzare gli elevati livelli di debito raggiunti. Eventuali sfasamenti nei cicli di ripresa, tra paesi europei, potrebbero incidere sui premi al rischio richiesti dai mercati finanziari alle economie per le quali il recupero è meno rapido. Se tale eventualità riguardasse l'Italia, caratterizzata da uno *stock* di debito pubblico ulteriormente accresciuto dalla crisi, le tensioni sul fronte finanziario potrebbero velocemente interagire con le decisioni di spesa di famiglie e imprese.

#### 1.6 Scenari alternativi del panel UPB sulle previsioni

I significativi e molteplici fattori di rischio presentati nel paragrafo precedente inducono a valutare scenari macroeconomici alternativi a quelli delle previsioni di base. Può essere al riguardo utile simulare quanto le stime del *panel* UPB sul 2020 e 2021, utilizzate per la validazione (presentata nel paragrafo 1.4), potrebbero peggiorare in

caso di materializzazione di eventi avversi, possibili ma non considerati nelle previsioni di base.

Il *panel* UPB ha quindi svolto un esercizio di valutazione dei rischi al ribasso rispetto alle previsioni effettuate, dal quale sono emersi principalmente due fattori; da un lato, un più marcato deterioramento del contesto internazionale e soprattutto del commercio mondiale, dall'altro impatti più persistenti dell'epidemia sull'economia italiana, con ripercussioni anche sulle attese di famiglie e imprese.

Per quanto riguarda il contesto internazionale, la recessione dell'economia globale potrebbe essere accentuata da nuove ondate dell'epidemia, oltre che da un peggioramento delle condizioni finanziarie che risulterebbe particolarmente severo in caso di inefficacia delle politiche economiche già approntate per contrastare la recessione. L'estensione del periodo di *lockdown* a livello globale, che interagisce con peggiori condizioni finanziarie, inciderebbe in misura non lineare, causando fallimenti e perdite di capacità produttiva. La contrazione del prodotto mondiale per quest'anno risulterebbe di intensità straordinaria (tra quattro e otto punti percentuali negli scenari avversi dell'ultimo *World Economic Outlook* del FMI), analoga soltanto alle flessioni registrate nel periodo compreso tra la prima guerra mondiale e la fine della Grande Depressione. Nelle valutazioni del *panel* UPB una contrazione del commercio internazionale coerente con il menzionato scenario sarebbe di almeno quindici punti percentuali<sup>6</sup>; una riduzione del commercio internazionale di intensità analoga si è registrata nel 1921 (l'anno dopo la seconda ondata dell'epidemia spagnola).

Per l'economia italiana le previsioni di base del *panel* UPB assumono un'uscita dal periodo di sospensione delle attività economiche a partire da maggio, graduale ma definitiva. Nelle valutazioni del *panel* non si può escludere l'eventualità che, come avvenuto in alcuni paesi asiatici, nei prossimi mesi anche in Italia si verificino nuovi focolai, se non addirittura una seconda ondata di contagi in autunno. Tale instabilità nel sentiero di uscita dall'epidemia potrebbe richiedere nuovi provvedimenti restrittivi di carattere amministrativo, e che inciderebbero sulle aspettative di famiglie e imprese, soprattutto di quelle con una posizione finanziaria più fragile. Ne risulterebbe una persistente flessione della propensione al consumo e all'investimento, compromettendo quindi le decisioni e i programmi di spesa. La minore propensione al consumo comporterebbe quest'anno una flessione dei consumi privati più marcata di quella, già forte, stimata negli scenari di base. Vi sarebbero implicazioni anche di politica economica, in quanto l'efficacia delle misure di stimolo fiscale sarebbe attenuata dall'incremento del saggio di risparmio. I moltiplicatori di spesa del bilancio pubblico, in

---

<sup>6</sup> Si veda Federico-Tena World Trade Historical Database; Federico, G., Tena-Junguito A., (2019) *World trade, 1800-1938: a new synthesis. Revista de Historia Económica-Journal of Iberian and Latin America Economic History*, Vol 37, n.1. <https://doi.org/10.1017/S0212610918000216>.

particolare dei trasferimenti alle famiglie, risulterebbero più bassi di quelli stimati sulla base dei dati medi storici<sup>7</sup>.

L'elevata incertezza si ripercuoterebbe in misura non trascurabile anche sulle aspettative degli imprenditori. Gli effetti potrebbero risultare eterogenei, sia tra i settori sia su base territoriale. In alcune filiere dei servizi, come il turismo e le attività di intrattenimento, particolarmente rilevanti nella struttura dell'economia italiana, la ripresa stenterebbe anche in estate, ossia nel trimestre dell'anno in cui normalmente si esprime la maggiore domanda e si produce la maggior parte del fatturato del comparto turistico. Nonostante l'introduzione delle misure di stimolo fiscale e di supporto della liquidità, un numero considerevole di unità produttive rischia di uscire dal mercato. La contrazione degli investimenti potrebbe invece risultare meno intensa nei settori caratterizzati da attività all'aperto, in cui è meno difficile la riconversione dei processi produttivi in funzione del distanziamento (agricoltura e costruzioni).

Le stime effettuate dal *panel* incorporano i fattori appena considerati, sia globali sia nazionali, a seconda delle specifiche valutazioni effettuate dai singoli istituti sugli *shock* avversi e attraverso i diversi strumenti quantitativi in uso dal *panel*. Nel complesso la diminuzione del PIL di quest'anno risulterebbe compresa tra quasi dieci e poco meno di quindici punti percentuali. Nel 2021 l'attività riprenderebbe a crescere, sebbene in misura relativamente moderata e ancora assai differenziata tra i previsori. L'incremento percentuale sarebbe più forte nei quadri in cui la recessione stimata per quest'anno è più intensa. I livelli produttivi l'anno prossimo sarebbero comunque inferiori a quelli del 2019, per circa sette punti percentuali nella media dei diversi scenari del *panel*.

## **2. La finanza pubblica**

### *2.1 Il quadro tendenziale*

L'emergenza sanitaria, il conseguente impatto sull'attività economica e i provvedimenti sinora emanati per far fronte alla situazione eccezionale condizionano gli andamenti della finanza pubblica. Le previsioni a legislazione vigente contenute nel DEF, limitate al biennio 2020-21, mostrano un rapido aumento del disavanzo pubblico per l'anno in corso e una successiva riduzione, dovuta al carattere straordinario delle misure disposte per contrastare l'impatto del COVID-19 e alla presenza delle clausole di salvaguardia di aumento dell'IVA e delle accise sugli olii minerali.

L'emergenza interrompe una tendenza al ridimensionamento del disavanzo, che nel 2019 è risultato nettamente inferiore a quello dell'anno precedente.

---

<sup>7</sup> Si veda Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., Werning, I., (2020) "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?", NBER WP N.26981.

Nel 2019 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si è ridotto rispetto all'anno precedente in valore assoluto (da 38,8 a 29,3 miliardi) e in percentuale del PIL, dal 2,2 all'1,6 per cento, riflettendo un incremento dell'avanzo primario (+5,2 miliardi) dall'1,5 all'1,7 per cento e una riduzione della spesa per interessi (-4,3 miliardi) dal 3,7 al 3,4 per cento del prodotto<sup>8</sup>. Il miglioramento del surplus primario è ascrivibile a un aumento delle entrate sul PIL (dal 46,3 al 47,1 per cento) che ha più che compensato quello delle uscite primarie (dal 44,9 al 45,3 per cento). La pressione fiscale è cresciuta di cinque decimi, salendo al 42,4 per cento. Il miglioramento delle entrate ha riflesso in particolare: i) la dinamica accentuata delle imposte dirette (passate dal 14,1 al 14,4 per cento del PIL), su cui hanno influito, soprattutto, i risultati positivi dei versamenti in autotassazione Ires e Irpef effettuati dai soggetti per i quali sono stati approvati i nuovi indicatori sintetici di affidabilità (ISA) e il rilevante incremento dell'imposta sostitutiva sul risparmio gestito (di circa 1,6 miliardi); ii) l'evoluzione dei contributi sociali (dal 13 al 13,3 per cento), che ha risentito positivamente del venir meno degli effetti di alcune principali misure di decontribuzione sui nuovi assunti e di una espansione della massa retributiva maggiore di quella del PIL nominale; iii) la crescita delle altre entrate correnti (dal 4,3 al 4,5 per cento), in larga misura ascrivibile all'aumento degli utili di gestione della Banca d'Italia – legato all'espansione del bilancio della Banca centrale determinata dal programma di acquisto dei titoli pubblici da parte dell'Eurosistema (*Quantitative easing*) – e dei dividendi distribuiti dalla Cassa depositi e prestiti. L'espansione della spesa è derivata dall'andamento delle prestazioni sociali (cresciute dal 19,7 al 20,2 per cento) – che ha riflesso l'impatto delle misure relative alla cosiddetta "Quota 100" e al reddito e alle pensioni di cittadinanza. - e degli investimenti pubblici (dal 2,1 al 2,3 per cento), specialmente di quella delle Amministrazioni locali che hanno potuto utilizzare gli avanzi di amministrazione accumulati in precedenza.

In assenza degli ulteriori interventi previsti nel decreto legge in preparazione, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche aumenterebbe dall'1,6 dello scorso anno al 7,1 per cento del PIL nel 2020 e calerebbe al 4,2 per cento nel 2021. In presenza di una spesa per interessi passivi che si attesterebbe al 3,6 per cento del prodotto nel biennio, tali andamenti riflettono un notevole peggioramento del saldo primario che andrebbe in territorio negativo, al -3,5 per cento del PIL nell'anno in corso e al -0,6 per cento nel prossimo (tab. 2.1). Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL, dopo essere rimasto nel 2019 allo stesso livello dell'anno precedente, al 134,8 per cento, aumenterebbe al 151,8 per cento nel 2020 per poi ridursi al 147,5 per cento nel 2021.

Nella Nota tecnico illustrativa alla legge di bilancio 2020-2022 (NTI) l'indebitamento era atteso al 2,2 per cento del PIL nel 2019, stimato allo stesso livello per il 2020 e poi in riduzione all'1,7 per cento nel 2021 e ancora all'1,4 per cento nel 2022 (tab. 2.2a). Nel DEF si evidenzia che alla luce del miglioramento registrato nel 2019 e del buon andamento delle entrate nei mesi di gennaio e febbraio scorsi, una stima del deficit per il 2020 sarebbe stata pari a non più dell'1,8 per cento del PIL se l'economia non fosse stata colpita dalla pandemia COVID-19<sup>9</sup>.

Il cambiamento improvviso e profondo dei conti pubblici può essere colto guardando alle differenze rispetto a quanto indicato nella NTI, che peraltro non incorporava il buon

---

<sup>8</sup> Per maggiori dettagli, anche in relazione al risultato migliore di quanto atteso, si veda UPB (2020), "Memoria del Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio ai fini dell'attività conoscitiva preliminare all'esame della Relazione al Parlamento predisposta ai sensi dell'art. 6 – c. 5 della L. 243/2012", 10 marzo.

<sup>9</sup> DEF 2020, Sezione I, pag. 12.

risultato del 2019 né gli effetti di un suo trascinarsi agli anni successivi. Pur senza considerare tali elementi, la caduta delle entrate previste nel DEF rispetto a quanto riportato nella NTI è pari a 52,3 miliardi nel 2020 e a 29,8 miliardi nel 2021 e concentrata su imposte e contributi sociali; l'aumento delle spese è pari a 26,3 e a 12,7 miliardi rispettivamente, con incrementi in particolare delle prestazioni sociali diverse da quelle pensionistiche e dei consumi intermedi per entrambi gli anni, della spesa in conto capitale nel 2020 e degli interessi passivi e dei redditi da lavoro nel 2021, in quest'ultimo caso sostanzialmente per una differente allocazione degli effetti dei rinnovi contrattuali del pubblico impiego relativi al triennio 2019-2021.

Secondo il DEF, nel 2020 si registrerebbe rispetto al 2019 una riduzione del 5,8 per cento del complesso delle entrate, dovuta alla recessione, accompagnata da un aumento delle uscite primarie, cioè al netto degli interessi passivi, del 4,9 per cento, per circa la metà dovuto agli effetti – di natura temporanea – del decreto legge 18 dello scorso marzo (tab. 2.2c). In termini di percentuale del PIL, la spesa primaria passerebbe dal 45,3 al 51,2 per cento, scontando soprattutto un incremento di quella corrente che crescerebbe dal 41,9 al 47,2 per cento e uno minore dal 3,4 al 4 per cento spesa in conto capitale; le entrate complessive si incrementerebbero dal 47,1 al 47,7 per cento, sostanzialmente a causa dell'evoluzione di quelle non di natura fiscale. La pressione fiscale infatti salirebbe appena, dal 42,4 al 42,5 (tab. 2.2b).

Dopo il consistente aumento dell'anno in corso, l'incremento limitato delle uscite primarie del 2021 (0,9 per cento) ne ridimensionerebbe al 48,7 per cento la percentuale sul PIL, riflettendo spese correnti primarie che scenderebbero al 44,9 per cento e uscite in conto capitale in riduzione al 3,7 per cento del prodotto. Le entrate più che recupererebbero la forte caduta dell'anno in corso, sperimentando una crescita (6,8 per cento) superiore a quella del PIL (6,1 per cento) per la presenza delle clausole di salvaguardia su IVA e accise, portandosi al 48 per cento del PIL. La pressione fiscale – che al netto di tali clausole mostrerebbe una riduzione – salirebbe al 43,3 per cento.

Più in dettaglio, nel 2020, tutte le singole voci aggregate delle entrate del conto delle Amministrazioni pubbliche, a eccezione delle entrate in conto capitale di natura non tributaria, si ridurrebbero in valore assoluto per effetto del deterioramento del quadro macroeconomico. Le imposte dirette (-7,2 per cento) risentirebbero del peggioramento delle poste principali e in particolare della componente relativa all'autotassazione, anche in relazione all'adozione da parte dei contribuenti del cosiddetto metodo previsionale per la definizione dell'ammontare degli acconti. Nel DEF le stime relative agli incassi del bilancio dello Stato indicano consistenti riduzioni dell'Irpef e dell'Ires, rispettivamente del 4,5 e del 14,5 per cento.

Per quanto riguarda la tassazione indiretta (-8,2 per cento), l'andamento negativo dell'IVA dipenderà sostanzialmente dalla forte caduta attesa per i consumi delle famiglie, così come si ridurranno le altre imposte legate all'evoluzione reale e nominale del PIL. Nel DEF le stime relative al bilancio dello Stato evidenziano contrazioni notevoli



in tutte le principali componenti: del 9,6 per cento per l'imposta sul valore aggiunto, del 5,8 per quella sugli olii minerali, dell'11,5 per cento per le imposte di registro e bollo, del 7 per cento per l'imposizione relativa al lotto e lotterie, tassazione non direttamente legata al reddito che risentirà della chiusura delle attività relative ai giochi. In diminuzione sarà anche la componente privata dell'IRAP. Una maggiore tenuta dovrebbero invece mostrare quelle imposte, come l'IMU e la Tasi meno influenzate dal ciclo negativo.

Minore il calo dei contributi sociali (-5,2 per cento) che scontano un andamento della massa retributiva dell'intera economia meno sfavorevole di quello del PIL. Le altre entrate correnti dovrebbero rimanere sullo stesso livello del 2019 mentre si prospetterebbe un crescita – temporanea – delle entrate in conto capitale di natura non tributaria di 4 miliardi (+149,3 per cento), principalmente per effetto, secondo il DEF – delle maggiori risorse relative al Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR), conseguenti alle iniziative che si stanno definendo in ambito europeo circa l'utilizzo dei fondi strutturali per il contrasto del Coronavirus e il rilancio economico.

Nel 2021, le varie componenti di entrata tornano a crescere riflettendo sostanzialmente il profilo della ripresa economica attesa per il prossimo anno. In particolare, le imposte dirette aumenterebbero del 5,2 per cento, le indirette del 15,9 per cento – scontando le clausole di salvaguardia – e i contributi sociali del 3,0 per cento.

Sul versante delle uscite, nel 2020 tutte le principali poste del conto delle Amministrazioni pubbliche risulteranno influenzate dall'impatto del pacchetto di misure introdotte dal DL 18, volte a potenziare la capacità di risposta del sistema sanitario e a rafforzare il sostegno a lavoratori, famiglie e imprese<sup>10</sup>.

La spesa per redditi da lavoro dipendente salirebbe nel 2020 (1,3 per cento) e in maggior misura nel 2021 (3,0 per cento) sostanzialmente per effetto sia dei provvedimenti contenuti nel DL 18 sia dei rinnovi contrattuali del pubblico impiego. Con riferimento ai primi, per il 2020, si tratterebbe di circa 760 milioni stanziati principalmente per rapporti di lavoro non stabili collegati alla durata dell'emergenza e di 250 per il pagamento di straordinari. Sempre sull'anno in corso, peserebbero, in particolare, la conclusione del ciclo contrattuale 2016-18 nonché la sottoscrizione dei contratti relativi al triennio 2019-2021 per il comparto Sicurezza-Difesa e Soccorso pubblici. La crescita del 2021 sconta principalmente l'ipotesi di definizione della tornata contrattuale 2019-2021 per il complesso degli altri comparti, comprensiva degli arretrati maturati.

I consumi intermedi crescerebbero notevolmente nel 2020 (3,9 per cento) per poi ridursi (-0,7 per cento), scontando nell'anno in corso un rimbalzo, rispetto al contenimento registrato nel 2019, in larga parte dovuto all'emergenza sanitaria e agli effetti del decreto appena ricordato. Quest'ultimo prevede, nella sola fase dell'emergenza, la

---

<sup>10</sup> Per una analisi dettagliata di tale decreto si veda UPB (2020), *Memoria del Presidente*, 26 marzo.

possibilità di instaurare rapporti in convenzione a tempo determinato con i medici iscritti ai corsi di formazione in medicina generale nonché il rafforzamento della specialistica ambulatoriale convenzionata e l'acquisto di prestazioni sanitarie da strutture private accreditate, ed eventualmente non accreditate, ma solamente autorizzate. Aumenterebbero, inoltre, la spesa per l'acquisto di farmaci, di dispositivi medici e le indennità a requisizione in uso, da soggetti pubblici o privati, sia di presidi sanitari e medico-chirurgici, sia di altri beni mobili. Inciderebbe su tale componente di spesa anche il rinnovo delle convenzioni per la medicina convenzionata. Al di fuori del settore sanitario, alcuni interventi sono rivolti alla gestione operativa dell'emergenza, come quelli per la sanificazione degli ambienti.

Le prestazioni sociali subirebbero una notevole espansione nel 2020 (6,9 per cento) e uno moderato aumento nell'anno successivo (0,3 per cento), riflettendo in particolare la dinamica delle prestazioni diverse da quelle pensionistiche. Sul fronte della spesa per pensioni e rendite, l'incremento del 2020 (2,7 per cento) rispecchierebbe, in particolare, gli oneri dovuti alla cosiddetta "Quota 100" con effetti per l'intero anno a confronto con il 2019 in cui si erano manifestati in corso d'esercizio e inoltre un effetto "pieno" rispetto a quello parziale del 2019 della rimozione dell'aggancio all'aumento della speranza di vita dai requisiti di accesso alle pensioni di anzianità. Sulla spesa influirebbe anche l'estensione della cosiddetta "Opzione donna", con effetti crescenti successivi. La crescita del 2021 (2,3 per cento) sconterebbe l'aumento del numero dei nuovi pensionati e dell'indicizzazione ai prezzi. Molto sostenuto sarebbe l'incremento delle altre prestazioni sociali (20,2 per cento) – cui seguirebbe una riduzione (-5,1 per cento) –, connesso in larga parte con l'espansione degli ammortizzatori sociali, anche in riferimento alle misure contenute nel DL 18, che influenzerebbero anche l'aggregato relativo alle altre uscite correnti, comprensive di trasferimenti alle famiglie e alle imprese. Molto elevata dovrebbe essere la componente relativa alla cassa integrazione guadagni, sia nelle forme già esistenti sia in quelle nuove previste dal decreto. Ingenti risorse, per 3,3 miliardi, sono destinate infatti all'estensione dei trattamenti di integrazione salariale in deroga a categorie non tutelate ai sensi della normativa vigente, nonché ai trattamenti erogati dai Fondi di solidarietà, introducendo la causale specifica "COVID-19". Nell'ambito degli strumenti di integrazione del reddito dei lavoratori colpiti, quasi 3 miliardi vanno a finanziare un'indennità *una tantum* di 600 euro per il mese di marzo a varie categorie (professionisti con partita IVA e titolari di rapporti di collaborazione coordinata e continuativa iscritti alla Gestione separata INPS, lavoratori autonomi iscritti alle gestioni speciali INPS, lavoratori dipendenti stagionali del settore turismo e altri). Viene creato un Fondo per il reddito di ultima istanza, con una dotazione di 300 milioni per l'anno in corso. Sulle altre prestazioni sociali influirebbero anche gli effetti, crescenti nel 2021, dei provvedimenti della legge di bilancio 2020 (tra cui la proroga dell'assegno di natalità, l'incremento del buono asili nido, la proroga dell'APE sociale, gli interventi per la disabilità e la non autosufficienza) e del DL 3/2020 con riferimento all'incremento e all'estensione del bonus previsto dal DL 66/2014 (il bonus di 80 euro innalzato a 100 euro).

Sempre i provvedimenti adottati in tale decreto influenzerebbero l'andamento delle uscite in conto capitale che aumenterebbero in modo rilevante nel 2020 (9,2 per cento) per poi ridursi il prossimo anno (-1,0 per cento), riflettendo – da una parte – incrementi forti seguiti da diminuzioni sia per i contributi agli investimenti che per le altre spese in conto capitale e – dall'altra – una crescita moderata per gli investimenti pubblici nel 2020 (2,7 per cento) cui farebbe seguito una forte espansione nel 2021 (11,2 per cento), stimata sulla base dei rilevanti stanziamenti di risorse apportati dai vari provvedimenti legislativi precedenti. In particolare, viene rifinanziato, per 3,3 miliardi, il Fondo centrale di garanzia per le PMI, 1,4 dei quali (per come ridotti dal DL 23) dedicati all'istituzione di una sezione speciale volta alla copertura dei danni subiti dai creditori a seguito della moratoria sulle varie forme di esposizione debitoria di microimprese e PMI. Ulteriori 500 milioni sono destinati a garantire l'esposizione di Cassa depositi e prestiti (CDP) nei confronti di banche e altri soggetti creditori di imprese che abbiano subito una riduzione del fatturato a causa dell'epidemia. Un altro intervento di rilievo (con un impatto di circa un miliardo) riguarda la possibilità per le società – finanziarie e non – di trasformare in crediti di imposta le DTA maturate a seguito della cessione di crediti deteriorati, al fine di favorirne lo smaltimento e di ridurre il carico fiscale per l'anno in corso.

Si sottolinea, infine, che qualora si considerasse lo scenario avverso contenuto nel DEF, di una contrazione del PIL reale più accentuata nel 2020 (-10,6 per cento invece del -8,0) e di una minore crescita nel 2021 (+2,3 invece del +4,7), si accrescerebbero i livelli di disavanzo e debito tendenziali e anche quelli derivanti dalle nuove politiche, decritti nel paragrafo seguente. Anche la previsione di finanza pubblica appare quindi esposta a rischi elevati.

### 2.1.1 *Le misure una tantum*

Il DEF riporta, come di consueto, l'elenco delle misure *una tantum*, individuate sulla base della metodologia definita dalla Commissione europea. Gli effetti di tali misure, corrispondenti a disposizioni già incluse nella normativa vigente, sono riepilogati nella tabella 2.3.

Non sono inclusi tra le misure *una tantum* gli interventi straordinari posti in essere per far fronte all'emergenza COVID-19, autonomamente considerati con riferimento alla clausola relativa agli eventi eccezionali.

L'incidenza complessiva delle misure *una tantum* sull'indebitamento netto tendenziale risulta nulla per il 2019 e moderatamente positiva per il biennio 2020-21, per due decimi di punto all'anno. Rispetto alle previsioni della NADEF 2019, si registra una revisione al ribasso per il 2019 (per 508 milioni) e al rialzo per il biennio successivo (rispettivamente per 346 e 666 milioni).

La revisione per il 2019 discende principalmente dalla inclusione tra le spese (a riduzione quindi dell'impatto positivo delle *una tantum* sul saldo) dell'effetto di alcune misure di sostegno alle imprese in crisi, parzialmente compensato da una riduzione delle erogazioni per calamità naturali rispetto a quanto previsto nella NADEF 2019.

Con riferimento agli interventi per far fronte a crisi aziendali, si tratta in particolare:

- di un prestito ponte di 400 milioni concesso ad Alitalia nel 2019<sup>11</sup> in vista della vendita, da attuarsi entro il 31 maggio 2020, di complessi aziendali della società e del conseguente recupero dei prestiti erogati, nell'ambito della procedura di ripartizione dell'attivo dell'amministrazione straordinaria;
- di operazioni di ricapitalizzazione di Carige e di Banca popolare di Bari.

Tali poste, inizialmente classificate come partite finanziarie (prestiti e sottoscrizione di quote azionarie) con effetti solo ai fini del saldo netto da finanziare e del fabbisogno, sono state successivamente riclassificate come trasferimenti a sostegno di aziende in crisi, con effetti sull'indebitamento netto. Il relativo impatto non è però computato ai fini del saldo strutturale, in quanto riconducibile a misure considerate *una tantum* nelle regole europee<sup>12</sup>, come le misure necessarie a far fronte a crisi settoriali con potenziali ripercussioni sul sistema economico (ad esempio per rischio di *default* del sistema bancario).

La revisione al rialzo per il biennio 2020-21 appare dovuta, principalmente, all'incremento delle imposte sostitutive disposto dalla legge di bilancio per il 2020 (tra cui la proroga dell'imposta sostitutiva sulla rivalutazione di terreni e partecipazioni).

## 2.2 Il quadro con nuove politiche

Come già evidenziato per le previsioni macroeconomiche, il DEF non espone uno scenario programmatico, riporta invece indicazioni su un quadro di finanza pubblica con nuove politiche che recepisce gli effetti di un decreto legge che il Governo si accinge a sottoporre al Parlamento<sup>13</sup>. In primo luogo, il nuovo decreto dovrebbe rafforzare ed estendere nel tempo le misure disposte dal DL 18/2020. L'ambito di intervento, secondo quanto riportato nel DEF, oltre al sostegno del lavoro e del reddito, dovrebbe riguardare la sanità, la sicurezza e gli Enti territoriali; sono attesi inoltre significativi interventi per la liquidità e la capitalizzazione delle imprese, per il supporto ai settori produttivi più colpiti dall'emergenza, per gli investimenti e l'innovazione. Sarà infine prevista la disattivazione delle clausole di salvaguardia sull'IVA e le accise dal 2021 in avanti.

L'impatto finanziario del nuovo decreto farebbe salire l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dal 7,1 al 10,4 per cento del PIL nel 2020 e dal 4,2 al 5,7 nel

---

<sup>11</sup> Ai sensi del DL 137/2019.

<sup>12</sup> Commissione europea (2015), *Report on Public Finances in EMU*, parte II, capitolo 3. Per una sintesi dei criteri metodologici, si veda il Riquadro di pagina 17 in Ufficio parlamentare di bilancio (2016), *“La legge di stabilità per il 2016 nel quadro programmatico dei conti pubblici”*, Focus tematico n. 1.

<sup>13</sup> DEF 2020, Sezione I, pag. IV.

2021. Il debito pubblico aumenterebbe dal 151,8 dello scenario tendenziale al 155,7 per cento del prodotto nell'anno in corso e dal 147,5 al 152,7 per cento nel prossimo (tab. 2.4). In valori assoluti, il decreto peggiorerà il disavanzo di 55,3 miliardi nel 2020 sempre rispetto allo scenario tendenziale e di 26,2 miliardi nel 2021 (di cui 19,8 dovuti alla soppressione degli aumenti di IVA e accise), comprensivi dei maggiori interessi derivanti dagli effetti del decreto stesso<sup>14</sup>. Nel 2021 sono comprese anche ulteriori misure rispetto all'eliminazione delle clausole, con un impatto di incremento del disavanzo di circa 5 miliardi. Nella sua Audizione sul DEF 2020, il Ministro dell'economia e delle finanze ha annunciato che si tratta di specifici incentivi per il sostegno degli investimenti per il periodo 2021-2031<sup>15</sup>.

L'indebitamento netto con nuove politiche è stimato in rapporto al PIL tendenziale, che tuttavia nel 2021 incorpora gli aumenti di gettito previsti dalle clausole di salvaguardia a legislazione vigente. Nel DEF si sottolinea che l'utilizzo del PIL tendenziale implica una valutazione prudenziale relativamente al deficit e al debito delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL stesso del 2021, in quanto la disattivazione degli aumenti delle imposte indirette dovrebbe comunque comportare un aumento del PIL nominale<sup>16</sup>.

Si ricorda che dopo la legge di bilancio 2020 le clausole attualmente in vigore prevedono un aumento delle accise sui carburanti dal 2021, un incremento dell'aliquota ridotta dell'IVA dal 10 per cento al 12 per cento dal 2021 e un incremento dell'aliquota ordinaria dell'IVA dal 22 per cento al 25 per cento nel 2021 e poi al 26,5 per cento dal 2022 (tab. 2.5, che riporta le quantificazioni della relazione tecnica della legge di bilancio 2020). I 19,8 miliardi sopra citati sono una stima diversa, verosimilmente aggiornata, rispetto all'importo di 20,1 miliardi valutato al momento della predisposizione della legge di bilancio 2020.

Gli effetti complessivi del decreto – che si estendono nel 2021 anche per interventi diversi dalla disattivazione delle clausole di salvaguardia – sono differenziati sui diversi saldi dei conti pubblici, in base alle norme di contabilità nazionale e finanziaria. Al netto della spesa per interessi aggiuntiva, l'impatto è pari a 55 miliardi (3,3 per cento del PIL) nel 2020 e a 24,85 (1,4 per cento del PIL) nel 2021 in termini di indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, a 65 miliardi (3,9 per cento del PIL) e a 25 miliardi in termini di fabbisogno delle stesse amministrazioni e a 155 miliardi (9,3 per cento del PIL) e a 25 miliardi in termini di saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato<sup>17</sup>.

Nel DEF sono indicati i principali ambiti di intervento del decreto in arrivo in Parlamento<sup>18</sup>. Dalla sintetica descrizione riportata nel DEF si può ritenere – a una prima valutazione preliminare – che la gran parte delle misure impatti su tutti e tre i saldi.

---

<sup>14</sup> DEF 2020, Sezione II, Tabella II.3-2, pag. 16.

<sup>15</sup> ([http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/articoli/2019\\_2023-Roberto\\_Gualtieri/documenti/article\\_00032.pdf](http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/articoli/2019_2023-Roberto_Gualtieri/documenti/article_00032.pdf)).

<sup>16</sup> Più precisamente il DEF 2020, Sezione I, pag. 16 riporta che “la disattivazione degli aumenti delle imposte indirette ridurrà l'aumento previsto del deflatore del PIL, ma darà anche luogo a maggiore crescita reale. Secondo stime ottenute con il modello ITEM, quest'ultima dovrebbe sostanzialmente compensare la minore inflazione prevista”

<sup>17</sup> Relazione al Parlamento, pag. 4.

<sup>18</sup> DEF 2020, Sezione I, pag. 14.

Tuttavia, misure rilevanti, come l'accelerazione dei debiti commerciali, dovrebbero avere effetti solo sul fabbisogno e sul saldo netto da finanziare mentre gli interventi relativi a credito, liquidità e capitalizzazione delle imprese solamente sul saldo netto da finanziare.

Più in dettaglio le norme dovrebbero incidere su:

- salute e sicurezza: maggiori risorse per il sistema sanitario, la protezione civile, le forze di polizia e le forze armate;
- credito, liquidità e capitalizzazione delle imprese;
- pagamenti della PA: misure per l'accelerazione dei tempi di pagamento;
- lavoro e inclusione: estensione della cassa integrazione in deroga, indennità ai lavoratori autonomi, alle colf e badanti, sostegno al reddito dei cittadini non coperti da altre forme di assistenza quali i lavoratori stagionali e intermittenti, nonché rafforzamento delle misure per la conciliazione dei tempi vita/lavoro; rafforzamento delle misure di vigilanza e di controllo della salute e della sicurezza nei luoghi di lavoro; misure a sostegno delle famiglie;
- enti territoriali: sostegno alle politiche di inclusione e agli investimenti;
- fisco e ristori: rinvio di alcuni adempimenti fiscali e sostegno alle imprese e ai lavoratori autonomi;
- interventi mirati a favore dei settori maggiormente danneggiati dall'emergenza: misure di sostegno a imprese e lavoratori dei settori sottoposti a chiusure e in cui le misure di distanziamento sociale potrebbero essere confermate nei prossimi mesi;
- interventi immediati a favore dei trasporti e della logistica;
- turismo e cultura: misure per lavoratori, operatori e imprese, per il sostegno della domanda e il rilancio dei settori;
- giustizia: interventi per la ripresa dell'attività giudiziaria e impulso all'innovazione tecnologica del sistema giustizia;
- istruzione-scuola: investimenti e semplificazioni in materia di innovazione tecnologica, edilizia scolastica, formazione terziaria non universitaria, sostegno alla rete dei servizi educativi del segmento "0-6" anni;
- formazione superiore e ricerca: misure a sostegno della funzionalità delle università, dell'alta formazione artistica e degli enti pubblici di ricerca;
- digitalizzazione e innovazione tecnologica nella pubblica amministrazione in generale e nel Paese, e semplificazione amministrativa.

### 2.3 *L'evoluzione del debito*

Nel 2019 il rapporto tra il debito e il PIL si è mantenuto stabile al 134,8 per cento, inferiore alla previsione del 135,7 per cento contenuta nel DPB 2020 grazie a un

indebitamento inferiore e a una crescita nominale superiore rispetto alla previsione dell'autunno scorso. L'incremento dello *stock* di debito pari a 28,9 miliardi rispetto al 2018 è il risultato di un fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche pari a 35,5 miliardi, in parte compensato dalla riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro per 2,2 miliardi (0,1 punti percentuali di PIL) e dall'effetto complessivo di contenimento del debito per 4,4 miliardi dovuto agli scarti e ai premi all'emissione e al rimborso, alla rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione, e alla variazione del cambio.

Secondo lo scenario tendenziale del DEF, l'incidenza del debito sul PIL dovrebbe aumentare di 17 punti percentuali nel 2020 rispetto all'anno precedente, raggiungendo il picco del 151,8 per cento e poi iniziare a ridursi di oltre 4 punti nell'anno successivo, al 147,5 per cento, segnando quindi un aumento netto di quasi 13 punti percentuali nel biennio di previsione (tab. 2.6). Tuttavia, questo scenario non considera l'effetto del nuovo decreto di prossima approvazione, che oltre a misure di contrasto al COVID-19 per il 2020 dovrebbe cancellare l'aumento dell'IVA e delle accise previste a legislazione vigente per il 2021 e gli anni seguenti.

Nello scenario tendenziale, per l'anno in corso viene stimato un deficit primario pari al 3,5 per cento di PIL, contribuendo quindi per questo importo all'aumento del debito. L'impatto del cosiddetto effetto *snow-ball*, legato al differenziale tra la spesa per interessi e il contributo del PIL nominale, determinerebbe un marcato aumento del debito, per quasi 14 punti percentuali, di cui oltre 10 punti percentuali dovuti alla caduta del PIL nominale e 3,6 punti percentuali dagli interessi. Nel 2021, lo *snow-ball* dovrebbe contribuire alla riduzione del debito per oltre 5 punti percentuali, grazie alla forte ripresa attesa della crescita economica a fronte di una spesa per interessi stabile, in parte controbilanciato dall'effetto sfavorevole del deficit primario stimato allo 0,6 per cento di PIL. L'aggiustamento *stock-flussi* impatta favorevolmente per 0,3 punti percentuali di PIL nel 2020 e sfavorevolmente per lo stesso importo nell'anno successivo, determinando quindi un impatto nullo nel biennio. In particolare, le stime del DEF scontano l'ipotesi di una riduzione delle giacenze di liquidità del MEF dello 0,8 per cento del PIL nel 2020 e un aumento dello 0,4 per cento di PIL nel 2021.

Secondo lo scenario con nuove politiche, che tiene conto dell'impatto finanziario del decreto di prossima approvazione con le misure urgenti di rilancio economico<sup>19</sup>, nell'anno in corso il rapporto del debito sul PIL dovrebbe aumentare al 155,7 per cento di PIL<sup>20</sup>, più elevato di quasi 21 punti percentuali rispetto al 2019, mentre nel 2021 dovrebbe scendere al 152,7 per cento (tab. 2.7). Scomponendo tale dinamica nelle diverse componenti che la determinano, il deficit primario fornirebbe un contributo sfavorevole nel biennio di previsione, incidendo per 8,8 punti percentuali di PIL così come lo *snow-ball* per 8,6 punti percentuali. Rispetto allo scenario tendenziale, la spesa per interessi aumenterebbe al 3,7 per cento di PIL nel biennio. Anche l'aggiustamento *stock-flussi* ha un impatto sfavorevole nei due anni di previsione, per lo 0,2 per cento di PIL nel 2020 e lo 0,3 per cento nel 2021. Si ricorda che, come sottolineato in precedenza, nel 2020 la variazione delle giacenze di liquidità del MEF è stimata pari a 0,8 punti

<sup>19</sup> Si veda par. 2.2. Il quadro con nuove politiche.

<sup>20</sup> Si ricorda che nel DEF 2020 l'evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL con le nuove politiche è valutato con il PIL tendenziale.

percentuali; quindi al netto di tale variazione, l'aggiustamento *stock-flussi* determinerebbe un aumento considerevole del debito, pari a 1 punto percentuale di PIL. Ciò è in parte dovuto ad alcune misure del nuovo decreto che impattano sul fabbisogno ma non sull'indebitamento netto (come il pagamento dei crediti commerciali delle pubbliche amministrazioni).

Negli anni successivi al biennio 2020-21, nel DEF si specifica che il rapporto tra il debito e il PIL sarà ricondotto verso la media dell'area dell'euro nel prossimo decennio, attraverso una strategia di rientro basata sul conseguimento degli avanzi primari di bilancio e di rilancio degli investimenti pubblici e privati<sup>21</sup>.

Per quanto riguarda le emissioni già effettuate nel corso di quest'anno, il MEF ha già raccolto quasi 180 miliardi sul mercato. Nonostante le tensioni sui mercati finanziari registrate a partire dalla fine di febbraio, le aste degli ultimi due mesi hanno raccolto una buona domanda da parte degli investitori, seppur con rendimenti in aumento rispetto all'inizio dell'anno. Per esempio, nel collocamento *dual tranche* del un nuovo BTP a 5 anni e la riapertura del BTP a 30 anni dello scorso 21 aprile tramite sindacato sono stati emessi in totale 16 miliardi, a fronte di una domanda complessiva per i due strumenti di oltre 110 miliardi.

### *2.3.1 Impatto del programma di acquisti dell'Eurosistema sul mercato dei titoli di Stato italiani*

Viene qui stimato il possibile impatto del programma di acquisti della Banca centrale europea (BCE) sul mercato dei titoli di Stato italiani: a partire dalla costruzione di alcuni scenari, si stima quale sarà l'ammontare dei flussi netti di titoli che dovranno essere assorbiti dagli investitori privati.

Sulla base di alcune ipotesi, si può stimare l'impatto del programma di acquisto dei titoli pubblici della BCE (PSPP e PEPP) sul mercato dei titoli di Stato italiani. Le emissioni lorde dei titoli di Stato nel 2020 sono previste pari a 550 miliardi, a copertura di un fabbisogno stimato in 191 miliardi e dell'ammontare dei titoli in scadenza stimato in 372 miliardi, al netto dell'utilizzo del conto disponibilità del Tesoro per circa 13 miliardi come previsto dal DEF (tab. 2.8).

A partire dalla previsione del fabbisogno tendenziale del DEF di 126 miliardi, si considera il peggioramento del saldo per 65 miliardi per effetto del nuovo DL che sarà approvato nel mese di aprile.

In un primo scenario, si ipotizza che circa l'85 per cento del totale del programma di acquisti di attività sia destinato ai titoli governativi mentre il resto è dedicato ai titoli emessi dal settore privato, sulla base di quanto osservato nel precedente programma

---

<sup>21</sup> Si veda il par.3. La Relazione del Governo al Parlamento.



della BCE per il complesso dei Paesi dell'area euro (in vigore da marzo 2015 a dicembre 2018). La parte destinata ai titoli di Stato italiani sul totale degli acquisti dei titoli governativi viene stimata applicando la quota dell'Italia sul capitale della BCE (*capital key*), pari a circa il 17 per cento. Anche per la stima del reinvestimento delle scadenze, si applica la *capital key* al dato aggregato pubblicato dalla BCE relativo alle scadenze totali del PSPP.

Con queste ipotesi, gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte della BCE sono stimati in circa 195 miliardi (di cui 34 miliardi di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza), ovvero il 35 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro. In questo scenario, le emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti della BCE sul mercato secondario ammonterebbero a 355 miliardi. Per un confronto, si stima che nel 2019 le emissioni lorde al netto degli acquisti della BCE nel mercato secondario siano state di importo maggiore, pari a 384 miliardi. Questo suggerisce che, grazie al rafforzamento del programma di acquisti da parte della BCE, la quantità complessiva di titoli di Stato che il settore privato dovrà assorbire quest'anno è inferiore a quella dello scorso anno.

Nel 2019, le emissioni lorde sono state pari a 414 miliardi mentre si stima che l'Eurosistema abbia acquistato circa 30 miliardi (di cui 28 stimati di reinvestimento del capitale dei titoli in scadenza); pertanto si stima che le emissioni lorde al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario possano essere ammontate a 384 miliardi.

La stima delle emissioni nette di titoli di Stato al netto degli acquisti della BCE sul mercato secondario sarebbe positiva e pari a circa 28 miliardi (tab. 2.9); tale importo corrisponderebbe all'ammontare netto che gli investitori privati dovrebbero assorbire nel corso dell'anno. Nel calcolo, si considera anche il mancato rinnovo da parte della BCE delle scadenze dei titoli nell'ambito del *Securities Markets Programme* (SMP), vale a dire il primo programma di intervento della BCE nell'ambito del mercato dei titoli di Stato per preservare la stabilità finanziaria della zona euro. Sempre per un confronto con l'anno precedente, si stima che nel 2019 le emissioni nette al netto degli acquisti della BCE sul mercato secondario siano state maggiori, pari a circa 58 miliardi. Ciò indica che, sempre grazie al rafforzamento del programma di acquisti da parte della BCE, il flusso aggiuntivo di titoli di Stato che il settore privato dovrà assorbire quest'anno è inferiore a quello assorbito lo scorso anno.

Le emissioni nette dei titoli di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema si stimano pari a 58 miliardi e sono calcolate come somma algebrica delle emissioni nette dei titoli di Stato pari a 46 miliardi, cui si aggiunge l'ammontare dei rimborsi del SMP pari a 13 miliardi al netto dei 2 miliardi acquisti netti da parte di Banca d'Italia<sup>22</sup>.

Nel secondo scenario, consideriamo l'ipotesi estrema in cui tutto il programma di acquisti futuri della BCE sia destinato ai titoli governativi. In questo caso, l'ammontare totale degli acquisti salirebbe a 223 miliardi (circa 28 miliardi in più rispetto allo scenario precedente), ovvero il 41 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro. In questo

---

<sup>22</sup> Si veda Banca d'Italia "Finanza Pubblica: fabbisogno e debito", tav.5 del 15 aprile 2020.

scenario, le emissioni lorde al netto degli acquisti della BCE nel mercato secondario sarebbero pari a 327 miliardi (tab. 2.8). Le emissioni nette al netto degli acquisti della BCE diventerebbero negative per 1 miliardo (tab 2.9). Si noti che sia in questo scenario come in quello precedente la quota di titoli di Stato detenuta dal settore privato si ridurrebbe a fine anno.

In uno esercizio controfattuale, che simula lo scenario macroeconomico e di finanza pubblica per il 2020 in assenza degli effetti economici e finanziari della pandemia da COVID-19 e senza il rafforzamento degli interventi della Banca centrale, si stima che l'ammontare delle emissioni lorde dei titoli di Stato al netto degli acquisti della BCE sul mercato secondario sarebbe stato pari a 337 miliardi, mentre le emissioni nette al netto degli acquisti della BCE sarebbero state pari a 19 miliardi.

Queste stime sono il risultato delle seguenti ipotesi. Le emissioni lorde necessarie per la copertura del fabbisogno in uno scenario in assenza dell'emergenza COVID, stimato in 45 miliardi, e per il rinnovo dei titoli in scadenza per 363 miliardi sarebbero state pari a 406 miliardi, al netto dell'utilizzo del conto disponibilità del Tesoro per circa 2 miliardi come precedentemente ipotizzato nella NADEF. Si stima, inoltre, che sulla base del solo PSPP gli acquisti lordi della BCE sarebbero stati pari a 69 miliardi, di cui 34 miliardi di reinvestimento delle scadenze.

Quindi, rispetto a questo scenario ipotetico, l'attuale contesto sarebbe meno favorevole nel caso di acquisti di titoli di Stato da parte della BCE pari all'85 per cento del totale dei programmi PSPP e PEPP, ma sostanzialmente neutrale o migliore nel caso di una quota più consistente di acquisti di titoli pubblici rispetto a quelli privati; la quota di acquisti di titoli pubblici dovrebbe essere infatti pari o superiore al 95 per cento nel caso delle emissioni lorde e al 90 per cento nel caso delle emissioni nette.

### **3. La Relazione del Governo al Parlamento**

La Relazione al Parlamento, ai sensi della L. 243/2012, richiede l'autorizzazione ad aggiornare gli obiettivi di finanza pubblica rispetto a quanto precedentemente autorizzato, argomentandone la necessità in relazione al proseguire dell'emergenza per l'epidemia del Coronavirus.

La L. 243/2012, al comma 3 dell'articolo 6 definisce i presupposti e la procedura da seguire nel caso di un evento eccezionale, in ottemperanza all'articolo 81 della Costituzione. Il Governo, qualora, al fine di fronteggiare un evento eccezionale, ritenga indispensabile discostarsi temporaneamente dall'obiettivo programmatico, sentita la Commissione europea, presenta alle Camere, una relazione con cui aggiorna gli obiettivi programmatici di finanza pubblica, nonché una specifica richiesta di autorizzazione che indichi la misura e la durata dello scostamento, stabilisca le finalità alle quali destinare le risorse disponibili in conseguenza dello stesso e definisca il piano di rientro verso l'obiettivo programmatico, commisurandone la durata alla gravità degli eventi. Il piano di rientro è attuato a decorrere dall'esercizio successivo a quelli per i quali è autorizzato lo scostamento, tenendo conto dell'andamento del ciclo economico. La deliberazione con la quale ciascuna Camera autorizza lo scostamento e approva il piano di rientro è adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti. Il comma 5 prevede che il piano di rientro possa essere aggiornato con le stesse modalità descritte in precedenza, al verificarsi di

ulteriori eventi eccezionali ovvero qualora, in relazione all'andamento del ciclo economico, il Governo intenda apportarvi modifiche.

Con la Relazione al Parlamento del 5 marzo scorso, il Governo aveva richiesto un incremento dell'indebitamento netto per il solo 2020 di 6,35 miliardi. Sul saldo netto da finanziare l'impatto era di circa 7,5 miliardi. L'11 marzo il Governo, prima che le Camere si esprimessero con il voto, aveva integrato la Relazione, chiedendo al Parlamento di autorizzare uno scostamento rispetto agli obiettivi di finanza pubblica definiti nella NADEF 2019 per un importo maggiore, pari a 20 miliardi di euro nel 2020 in termini di indebitamento netto. In termini di saldo netto da finanziare l'importo era pari a circa 25 miliardi di maggiori stanziamenti. Per il Governo questo incremento si rendeva necessario alla luce delle misure da adottare nei giorni successivi (confluite nel DL 18/2020), da finanziare in disavanzo, in deroga quindi ai criteri applicativi del terzo comma dell'articolo 81 della Costituzione relativo alla copertura finanziaria delle leggi. Entrambe le Camere hanno approvato la Relazione, contenente l'integrazione, l'11 marzo 2020.

Si noti che in assenza dell'aggiornamento del quadro macroeconomico e programmatico di finanza pubblica, la Relazione di marzo, nelle more della definizione del DEF 2020, oltre a prevedere misure solo per il 2020, conteneva l'impegno a riprendere il percorso di convergenza verso l'obiettivo di medio termine (OMT), rappresentato dal quadro programmatico di finanza pubblica per gli anni 2021 e 2022 previsto dalla NADEF 2019, con una riduzione del deficit nominale a -1,8 per cento del PIL nel 2021 e a -1,4 per cento del PIL nel 2022.

Con il proseguire dell'emergenza pandemica e l'emergere dei costi economici e sociali, il Governo, con la Relazione di aprile, chiede al Parlamento l'autorizzazione a modificare ulteriormente il piano di rientro, dal momento che è necessaria l'adozione di ulteriori misure non solo per l'anno 2020, ma anche per quelli successivi. Infatti, secondo la Relazione le ripercussioni sul sistema sociale e sul tessuto produttivo, in assenza di adeguati interventi di politica economica e di bilancio, potrebbero non esaurirsi nell'anno in corso. Il Governo rileva quindi che le misure fin qui adottate non esauriscono la strategia di contrasto alla diffusione dell'epidemia e di sostegno e rilancio dell'economia e preannuncia un nuovo decreto, da finanziare anche esso in disavanzo.

#### *Le finalità dell'intervento*

La Relazione riporta gli obiettivi generali delle misure ulteriori da adottare con il prossimo decreto:

1. dotare il sistema sanitario, di protezione civile, di pubblica sicurezza e delle forze armate di strumentazione idonea per affrontare in sicurezza l'emergenza sanitaria;

2. assicurare alle imprese, ai lavoratori e ai cittadini la liquidità e gli strumenti di protezione sociale e il sostegno necessari, anche attraverso agevolazioni fiscali generali o mirate in favore dei settori più colpiti dalla crisi;
3. garantire e incentivare economicamente tutte le misure volte a tutelare la sicurezza sui luoghi di lavoro, sia pubblici, sia privati;
4. sostenere le attività produttive e la domanda interna nella fase di convivenza con l'infezione, in attesa del completamento del processo di vaccinazione della popolazione,
5. rimuovere i fattori che possano minare i margini di recupero dell'economia, anche evitando politiche restrittive.

In questo contesto, il Governo annuncia nella Relazione la disattivazione completa delle clausole di salvaguardia (incremento delle aliquote IVA e delle accise) per il 2021 e gli anni successivi. La Relazione illustra le ragioni alla base della scelta effettuata. La disattivazione: i) contribuisce, soprattutto in questa fase, a fornire elementi di certezza alle imprese e ai cittadini per la programmazione dell'attività e dei piani di investimento in un contesto reso incerto e mutevole dalla emergenza in atto; ii) migliora finalmente la trasparenza delle previsioni di finanza pubblica; iii) fornisce credibilità alla previsione di finanza; iv) rende le previsioni maggiormente comparabili con quelle della Commissione europea, che non ha mai considerato le clausole nelle proprie previsioni "a politiche invariate" e, quindi, nei parametri utilizzati per la valutazione del Programma di stabilità; v) è già inclusa nelle valutazioni e nelle aspettative degli operatori dei mercati finanziari e delle principali agenzie di *rating*.

Con la Relazione, il Governo richiede l'autorizzazione al ricorso all'indebitamento per l'anno 2020 per ulteriori 55 miliardi di euro, 24,85 miliardi di euro nel 2021, 32,75 miliardi di euro nel 2022, 33,05 miliardi nel 2023, 33,15 miliardi di euro nel 2024, 33,25 miliardi di euro dal 2025 al 2031 e 29,2 miliardi dal 2032. Separatamente vengono indicati gli oneri del servizio del debito derivante dagli effetti del prossimo decreto legge. Occorre quindi aggiungere 0,33 miliardi di euro nel 2020 e 1,45 miliardi di euro nel 2021, 2,15 miliardi nel 2022, 2,95 miliardi nel 2023, 3,85 miliardi nel 2024, 4,75 miliardi nel 2025, 5,35 miliardi nel 2026, 5,6 miliardi nel 2027, 5,85 miliardi nel 2028, 6,05 miliardi nel 2029, 6,2 miliardi nel 2030 e 6,4 miliardi dal 2031.

Pertanto, considerato anche che oggetto di autorizzazione parlamentare è lo scostamento totale dell'indebitamento netto rispetto al profilo precedente, nella tabella 3.1 sono evidenziati gli importi complessivi dello scostamento richiesto.

La Relazione indica l'effetto sul fabbisogno delle AP per 65 miliardi di euro nel 2020, 25 miliardi nel 2021 e pari all'indebitamento netto in ciascuno degli anni successivi. Sul saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato, in termini di competenza e in termini di cassa, gli effetti del decreto ammontano a 155 miliardi nel 2020, 25 miliardi nel 2021 e risultano pari a quelli indicati in termini di indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche in ciascuno degli anni

successivi (per una prima valutazione degli effetti differenziali sui saldi si veda il paragrafo 2,2). Anche in questi casi, a questi valori vanno aggiunti gli oneri del servizio del debito derivanti dal prossimo decreto.

Va notato come per gli anni successivi al 2020, l'autorizzazione richiesta sia superiore a quanto sarebbe implicato dall'eliminazione delle clausole IVA e accise. Nel 2021, il DEF indica in 19,8 miliardi il gettito associato all'attivazione di tali clausole: l'autorizzazione richiesta è quindi superiore per 5 miliardi. Per gli anni successivi, non è chiaro quale criterio sia stato utilizzato per calcolare tale minor gettito. Presumibilmente si è ipotizzato (convenzionalmente) un ammontare annuo costante almeno fino al 2031. Ipotizzando che esso sia pari a 27 miliardi, come dalle stime a legislazione vigente, l'autorizzazione richiesta sarebbe superiore per 6 miliardi.

Considerata la presente Relazione, quanto già autorizzato con la precedente Relazione al Parlamento e relativa integrazione, nonché gli effetti sui saldi di finanza pubblica del deterioramento dello scenario macroeconomico stimati nel DEF 2020, il nuovo livello di indebitamento netto nominale delle amministrazioni pubbliche, in rapporto al PIL tendenziale, viene indicato al 10,4 per cento nel 2020 e al 5,7 per cento nel 2021. Il debito pubblico, sempre in rapporto al PIL tendenziale, è previsto attestarsi al 155,7 per cento nel 2020 per poi ridursi al 152,7 per cento nel 2021<sup>23</sup>. Nel DEF viene dichiarato che il Governo elaborerà nuove previsioni macroeconomiche programmatiche quando sarà superata la fase emergenziale più acuta, alla luce della versione finale delle nuove politiche urgenti, dell'evoluzione globale della pandemia, della strategia adottata per la riapertura dei settori produttivi e dei nuovi dati economici.

### *Il Piano di rientro*

Pur confermando l'impegno a tornare a perseguire un percorso di progressivo avvicinamento all'OMT, il Governo dichiara di voler continuare a sostenere il sistema paese per tutto il tempo e con tutti gli strumenti che si renderanno necessari, anche avvalendosi di iniziative di sostegno e rilancio dell'economia a livello europeo. La Relazione afferma che l'elevata incertezza sul profilo temporale della pandemia e della successiva fase di ripresa economica non consentono di definire i dettagli della strategia di medio e lungo termine di consolidamento della finanza pubblica. Comunque, il Governo si impegna a ricondurre il rapporto debito/PIL verso la media dell'area dell'euro nel prossimo decennio, attraverso una strategia di rientro fondata su un adeguato avanzo primario di bilancio, e sul rilancio degli investimenti, pubblici e privati, grazie anche alla semplificazione delle procedure amministrative.

---

<sup>23</sup> Va poi notato che nella Relazione e nel DEF 2020 non vengono fornite indicazioni sui saldi strutturali corrispondenti ai nuovi livelli di indebitamento netto nominale. Nel DEF 2020 vengono esposti i saldi strutturali relativi allo scenario tendenziale, ma non quelli relativi allo scenario con le nuove politiche.

### *Alcune considerazioni sulla politica di bilancio italiana*

Le circostanze eccezionali connesse con l'emergenza COVID-19 giustificano la richiesta di spazi di bilancio aggiuntivi per fronteggiare le ulteriori necessità del 2020.

Per gli anni successivi, la richiesta di scostamento va oltre l'effetto della eliminazione della clausola IVA, con un impatto sui conti per un ammontare annuo – come si è visto – di 5-6 miliardi per il periodo 2021-2031, allo scopo di finanziare incentivi per il sostegno agli investimenti, come affermato dal Ministro dell'economia e delle finanze durante la sua Audizione sul DEF 2020.

Quanto alla scelta di eliminare le clausole di salvaguardia, essa appare in linea con le osservazioni riportate in più occasioni dall'Ufficio parlamentare di bilancio, durante le Audizioni in Parlamento e nei vari documenti pubblicati.

Data la consuetudine, in ciascuna sessione di bilancio, di disattivare in disavanzo le clausole nel primo anno di programmazione, una impostazione che non incorpora le maggiori entrate future appare più trasparente e credibile rispetto a un quadro che le comprende ma è accompagnato dall'impegno politico a eliminarle. Per rafforzare queste considerazioni sulla trasparenza, giova sottolineare che l'impatto sui saldi di finanza pubblica di questa seconda componente non corrisponde a uno spazio costituito per nuove politiche ma di fatto riflette la dinamica delle politiche adottate in passato.

Al termine del periodo di emergenza eccezionale, la politica di bilancio italiana si confronterà con una situazione dei conti gravata dagli interventi straordinari varati e dal crollo delle entrate dovuto alla crisi economica, in un quadro futuro non più schermato dalla presenza delle clausole. L'azione di bilancio in questo quadro peggiore ma più trasparente – rispetto all'eredità delle politiche passate – dovrà operare scelte di priorità per garantire la graduale ricostituzione di un avanzo primario che consenta di ridurre nel tempo il debito, seppure in un ambito di stabilizzazione dell'economia.

### *La clausola di eccezione generale (general escape clause) della UE*

La Relazione menziona l'attivazione da parte del Consiglio dell'Unione della clausola di eccezione generale per quest'anno. Infatti, il Consiglio dell'Unione<sup>24</sup> il 23 marzo scorso ha condiviso la valutazione della Commissione<sup>25</sup>, circa l'esistenza delle condizioni per l'applicazione della clausola di eccezione generale, prevista dal Patto di stabilità e crescita (PSC).

---

<sup>24</sup> [https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/03/23/statement-of-eu-ministers-of-finance-on-the-stability-and-growth-pact-in-light-of-the-covid-19-crisis/?utm\\_source=dsms-auto&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=Statement+of+EU+ministers+of+finance+on+the+Stability+and+Growth+Pact+in+light+of+the+COVID-19+crisis](https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/03/23/statement-of-eu-ministers-of-finance-on-the-stability-and-growth-pact-in-light-of-the-covid-19-crisis/?utm_source=dsms-auto&utm_medium=email&utm_campaign=Statement+of+EU+ministers+of+finance+on+the+Stability+and+Growth+Pact+in+light+of+the+COVID-19+crisis)

<sup>25</sup> [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/2\\_en\\_act\\_part1\\_v3-adopted\\_text.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/2_en_act_part1_v3-adopted_text.pdf)

Come anche sottolineato nel DEF 2020, poiché la *general escape clause* è attivata dal 2020, in linea di principio occorre valutare il rispetto *ex-post* della parte preventiva del Patto di stabilità per il 2019. Per quanto riguarda la regola sul saldo strutturale, in tale anno l'aggiustamento richiesto è pari a 0,42 punti percentuali dato dall'aggiustamento da "matrice" pari a 0,6 punti percentuali a cui viene sottratto 0,18 punti percentuali per la flessibilità per eventi eccezionali legata a spese per la rete viaria e per far fronte ai rischi idrogeologici. Poiché l'aggiustamento strutturale stimato nel DEF è pari a 0,6 punti percentuali, la regola in termini annuali risulta rispettata. In termini biennali, vi è una deviazione pari a circa 0,1 punti percentuali, che quindi risulta non significativa. Non è invece possibile valutare il rispetto della regola sulla spesa in quanto nel DEF 2020 non sono riportate alcune delle informazioni necessarie (sul 2018 che rappresenta la base di partenza dei tassi di crescita). Infine, la regola numerica sul debito non viene rispettata né con il criterio *backward* né con quello aggiustato per il ciclo. Inoltre, utilizzando lo scenario del rapporto tra il debito e il PIL con nuove politiche, la regola numerica del debito per il 2019 non viene rispettata neppure con il criterio *forward*.

La Commissione e il Consiglio concordano che l'epidemia stia generando una grave recessione nell'area dell'euro e nell'intera Unione europea, tale da consentire l'attivazione della clausola. La clausola è stata introdotta dal Six-Pack nel 2011 che ha novellato i regolamenti del PSC, e riguarda sia il braccio preventivo, sia quello correttivo.

Per quanto riguarda il braccio preventivo, il Regolamento 1466/97, agli articoli 5(1) e 9(1), stabilisce che in periodi di grave recessione economica per l'area dell'euro o l'Unione nel suo insieme, gli Stati membri possono essere autorizzati a deviare temporaneamente dal percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di bilancio a medio termine, a condizione che ciò non comprometta la sostenibilità di bilancio a medio termine. Per quanto riguarda il braccio correttivo, il Regolamento 1467/97, agli articoli 3(5) and 5(2), stabilisce che in caso di grave recessione economica nell'area dell'euro o nell'Unione nel suo insieme, il Consiglio può decidere, su raccomandazione della Commissione, di adottare una revisione del percorso di rientro del disavanzo al di sotto della soglia del 3 per cento per uno Stato membro che si trovi già in procedura per disavanzo eccessivo.

Si ricorda che attualmente solo la Romania, che non adotta l'euro, si trova nel braccio correttivo, con decisione del Consiglio dell'Unione del 17 marzo 2020<sup>26</sup>.

La Commissione ha inoltre stabilito che l'impatto sul bilancio delle misure che gli Stati stanno adottando per sostenere il sistema sanitario e l'economia sarà escluso dalla valutazione effettuata dalla Commissione sul rispetto del PSC da parte degli Stati, dal momento che l'emergenza COVID-19 è un evento fuori dal controllo dei governi, con un impatto significativo sulla finanza pubblica.

La Commissione ha precisato che l'applicazione della clausola generale non sospende le procedure del PSC, ma consentirà alla Commissione e al Consiglio di adottare le necessarie misure di coordinamento delle politiche di bilancio nell'ambito del Patto, pur discostandosi dagli obblighi di bilancio che sarebbero normalmente applicabili.

---

<sup>26</sup> [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/126\\_7\\_recommendation\\_for\\_council\\_recomm\\_bring\\_an\\_end\\_com2020\\_91\\_2\\_en\\_act\\_part1\\_v2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/126_7_recommendation_for_council_recomm_bring_an_end_com2020_91_2_en_act_part1_v2.pdf)

La Commissione in un nota sulle linee guida per la predisposizione dell'aggiornamento nel 2020 dei Programmi di stabilità, ha invitato gli Stati membri a presentare tutte le misure discrezionali adottate per fronteggiare i costi dell'epidemia sotto la dizione "clausola di eccezione generale COVID-19", anziché trattarle come *one-off*, in quanto la clausola consente agli stati di discostarsi dagli obblighi di bilancio normalmente applicabili<sup>27</sup>.

Secondo il Consiglio, il ricorso alla clausola consentirà la necessaria flessibilità di bilancio agli Stati membri, al fine di adottare tutte le necessarie misure per sostenere il sistema sanitario e l'economia, attraverso misure discrezionali di stimolo, che devono essere tempestive, temporanee e ben indirizzate a fronteggiare l'emergenza. Nella decisione del Consiglio si sottolinea, inoltre, che i ministri delle finanze dell'Unione rimangono pienamente impegnati a rispettare il PSC.

Infine, occorre rilevare che al termine del periodo di efficacia della clausola di eccezione generale, i paesi dovranno tornare a rispettare pienamente le regole del PSC. In particolare, i paesi dovranno impegnarsi a tornare al di sotto della soglia del 3 per cento del rapporto tra deficit e PIL e quindi riprendere il percorso di aggiustamento strutturale verso l'OMT.

I citati documenti della Commissione e del Consiglio non fanno esplicito riferimento al caso dei paesi, come l'Italia, attualmente nel braccio preventivo che dovessero superare la soglia del 3 per cento del rapporto disavanzo/PIL nel 2020 e negli anni successivi.

#### **4. I principali interventi della UE per contrastare l'impatto economico-finanziario del COVID-19**

##### *4.1 Gli interventi della Banca centrale europea*

La prima significativa risposta dell'area dell'euro alle conseguenze finanziarie della crisi causata dal COVID-19 è stata fornita dalla Banca centrale europea (BCE). Nelle riunioni del 12 e del 18 marzo il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato una serie di misure espansive di politica monetaria con l'obiettivo di preservare il flusso di credito a famiglie e imprese, garantire condizioni di liquidità favorevoli e sostenere la stabilità finanziaria dell'area dell'euro<sup>28</sup>. Gli interventi hanno compreso: (i) la conduzione di nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO), (ii) l'applicazione di condizioni più favorevoli alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO3), (iii) il rafforzamento del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) e

---

<sup>27</sup> Commissione europea (2020), "Guidelines for a streamlined format of the 2020 stability and convergence programmes in light of the COVID-19 outbreak", Note for the Alternates of the Economic and Financial Committee, 6 aprile 2020.

<sup>28</sup> Si veda il [comunicato stampa della BCE del 12 marzo 2020](#) e il [comunicato stampa della BCE del 18 marzo 2020](#).



(iv) un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP).

Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) aggiuntive mirano a fornire un'immediata iniezione di liquidità a supporto del sistema finanziario dell'area dell'euro e a salvaguardare le condizioni dei mercati monetari. Le operazioni sono condotte con frequenza settimanale, mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi e scadranno tutte in concomitanza con la data di regolamento della quarta operazione del programma TLTRO-III (24 giugno 2020), cui le controparti potranno trasferire tutto il rifinanziamento ottenuto. Il tasso di interesse applicato è fissato a un livello pari al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale (al momento pari a -0,5 per cento) per la durata della rispettiva operazione.

Per quanto riguarda le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine<sup>29</sup> (TLTRO3) è stato innalzato il finanziamento massimo che le controparti possono ottenere (dal 30 si è passati al 50 per cento dello *stock* di prestiti idonei al 28 febbraio 2019) e sono state introdotte condizioni più favorevoli. Per le operazioni che saranno condotte tra giugno 2020 e giugno 2021, il tasso di interesse applicato sarà inferiore di 25 punti base rispetto al tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principale. Per le controparti i cui prestiti siano pari a un livello di riferimento (*benchmark net lending*), il tasso praticato sarà di 25 punti base più basso del tasso sui depositi presso la banca centrale e comunque non superiore a -0,75 per cento.

Sempre a marzo, il Consiglio di vigilanza della BCE<sup>30</sup> ha annunciato misure temporanee per allentare i requisiti patrimoniali e di liquidità delle banche sottoposte alla vigilanza diretta. Inoltre, esso ha segnalato la necessità di rafforzare l'effetto delle misure adottate attraverso una riduzione della riserva di capitale anticiclica da parte delle autorità nazionali.

Successivamente, nel mese di aprile, il Consiglio direttivo della BCE ha introdotto delle modifiche temporanee ai criteri di idoneità per le attività conferibili in garanzia dalle controparti per agevolare l'accesso alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e per mitigare l'impatto di eventuali declassamenti del *rating* sulla disponibilità delle garanzie<sup>31</sup>. Fino a settembre 2021, la BCE accetterà come garanzia a fronte di liquidità

---

<sup>29</sup> Sono definite operazioni "mirate" in quanto l'ammontare dei finanziamenti che le banche possono ottenere e il tasso applicato, sono determinati in funzione dei loro prestiti a società non finanziarie e famiglie (esclusi i prestiti per l'acquisto di abitazioni). Tali operazioni sono state annunciate a marzo 2019 e sono condotte con cadenza trimestrale da settembre 2019 a marzo 2021. Ciascuna operazione ha durata pari a tre anni.

<sup>30</sup> Si veda il [comunicato stampa della BCE del 12 marzo 2020](#).

<sup>31</sup> Si veda il [comunicato stampa della BCE del 7 aprile 2020](#) e il [comunicato stampa del 22 aprile 2020](#). Le misure introdotte sono finalizzate ad ampliare la disponibilità di garanzie, facilitare l'accesso delle banche al finanziamento e sostenere il credito a imprese e famiglie, attraverso un rafforzamento dell'utilizzo di prestiti a garanzia e un generale aumento della tolleranza al rischio da parte dell'Eurosistema.

fornita alle istituzioni finanziarie i titoli che a seguito di declassamento non avessero più il *rating* di investimento.

L'esenzione dalle regole di idoneità delle attività finanziarie fornite come garanzia si applica a quelle quotate e agli emittenti di queste attività che soddisfacevano i requisiti minimi di qualità creditizia al 7 aprile 2020, attestati da almeno una delle quattro agenzie di rating accettate dall'Eurosistema: DBRS, FitchRatings, Moody's e Standard & Poor's. Ciò garantisce che rimangono ammissibili le attività e gli emittenti che avevano il *rating* di investimento nel momento in cui il Consiglio direttivo ha adottato il pacchetto di misure di allentamento delle garanzie anche se il loro *rating* scendesse di due scalini al di sotto dell'attuale requisito minimo di qualità creditizia dell'Eurosistema. Se necessario, la BCE può decidere di adottare misure aggiuntive per mitigare ulteriormente l'impatto dei declassamenti del *rating*, al fine di garantire una trasmissione regolare della sua politica monetaria in tutte le giurisdizioni dell'area dell'euro.

Focalizzando l'attenzione sui programmi di acquisto di attività finanziarie nel mercato secondario nel corso del 2020, i recenti interventi della BCE sono composti da:

- 1) una dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di acquisti netti di attività sino alla fine dell'anno sotto l'APP (*Asset purchase programmes*) che riguarda l'acquisto di titoli governativi e di titoli emessi da agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area dell'euro (PSPP), l'acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro (CSPP), l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite (CBPP3) e l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari (ABSPP); tali acquisti saranno condotti in maniera flessibile sia nel ritmo, non essendo stato determinato un ammontare mensile, che nella composizione e saranno indirizzati verso le giurisdizioni e i segmenti di mercato soggetti alle tensioni più gravi;
- 2) 750 miliardi di acquisti sotto il nuovo programma per l'emergenza pandemica PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) che include tutte le tipologie di titoli previste dall'APP, oltre ad ammettere anche titoli di Stato emessi dalla Grecia finora non ammessi ai programmi dell'Eurosistema. Inoltre, tra le attività ammissibili nell'ambito del CSPP è stata inclusa anche la carta commerciale con adeguato merito di credito. Il *benchmark* per la ripartizione degli acquisti fra i vari paesi continuerà a essere lo schema di partecipazione delle banche centrali nazionali al capitale della BCE<sup>32</sup>; tuttavia, gli acquisti saranno condotti in maniera flessibile, consentendo fluttuazioni nella distribuzione degli acquisti tra le attività e i paesi, e proseguiranno almeno sino alla fine dell'anno corrente e

---

<sup>32</sup> Il Consiglio direttivo è pronto a rivedere i limiti autoimposti che possano ostacolare l'azione che la BCE dovrà intraprendere per assolvere il suo mandato nella misura necessaria a rendere il proprio intervento proporzionato ai rischi da affrontare.

comunque fino a quando permarrà l'emergenza legata all'epidemia. Per questo programma, agli importi acquistati non si applica il limite del 33 per cento ai titoli di debito pubblici (e del 50 per cento ai titoli di debito emessi da istituzioni europee); inoltre, è stata ridotta la scadenza residua minima dei titoli al momento dell'acquisto a 70 giorni<sup>33</sup>.

Tali interventi si aggiungono a quelli già programmati in precedenza, vale a dire 20 miliardi al mese di acquisti di titoli pubblici e privati sotto l'APP<sup>34</sup> e il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza (cosiddetto *rollover*) nel portafoglio dell'Eurosistema. Pertanto, se si sommano i vari programmi, nel corso del 2020, la BCE acquisterà con flessibilità temporale oltre 1.300 miliardi di controvalore di titoli pubblici e privati, di cui 202 miliardi di reinvestimento del capitale dei titoli in scadenza.

#### 4.2 *Gli interventi della Commissione europea e le decisioni di Eurogruppo*

A questi consistenti interventi della BCE hanno fatto seguito, anche su richiesta del Consiglio europeo, una serie di iniziative da parte della Commissione europea e da parte di Eurogruppo.

In particolare, l'Eurogruppo in forma allargata, nella riunione del 9 aprile scorso<sup>35</sup>, ha indicato gli strumenti della UE per affrontare le conseguenze dell'epidemia: 1) il SURE (nuovo strumento europeo di sostegno alla cassa integrazione), 2) il *Pandemic Crisis Support* (nuovo strumento di assistenza nell'ambito del MES); 3) l'intervento potenziato della Banca europea per gli investimenti (BEI) (nuovo fondo da 25 miliardi); 4) la temporanea flessibilità del bilancio della UE<sup>36</sup> e infine, 5) il *Recovery Fund*, di natura temporanea, specificamente mirato al superamento della crisi e di ammontare proporzionato alle necessità.

Il Consiglio europeo del 23 aprile<sup>37</sup> ha condiviso le decisioni dell'Eurogruppo, chiedendo ai ministri di rendere operativi gli strumenti SURE, MES e BEI, che hanno un impatto di 540 miliardi di euro, entro il primo giugno. Per quanto riguarda il *Recovery Fund*, definito urgente e necessario dai capi di stato e di governo, il Consiglio europeo ha delegato alla Commissione il compito di preparare al più presto una proposta, che tenga conto delle risorse necessarie ai settori e alle aree geografiche più colpite per fronteggiare la crisi, e del possibile legame tra il Fondo e il bilancio pluriennale 2021-27 dell'Unione (cosiddette

---

<sup>33</sup> [Decisione \(UE\) 2020/440 della BCE del 24 marzo 2020 su PEPP.](#)

<sup>34</sup> Si veda il [comunicato stampa della BCE del 12 settembre 2019.](#)

<sup>35</sup> <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/04/09/report-on-the-comprehensive-economic-policy-response-to-the-covid-19-pandemic/>

<sup>36</sup> Consentendo il trasferimento di risorse tra fondi, obiettivi di policy e regioni, con la sospensione temporanea dei requisiti di co-finanziamento nazionale.

<sup>37</sup> <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/04/23/conclusions-by-president-charles-michel-following-the-video-conference-with-members-of-the-european-council-on-23-april-2020/>

prospettive finanziarie), la cui bozza era già in discussione e che dovrà essere rivista alla luce della crisi e delle sue conseguenze.

Si ricorda che attualmente il volume complessivo annuale del bilancio della Unione è pari all'uno per cento del Reddito Nazionale Lordo. La Presidente della Commissione europea ha sottolineato: a) che la potenza di fuoco del bilancio pluriennale dovrà essere aumentata per generare gli investimenti necessari in tutta l'Unione europea, b) che l'incremento di risorse deve essere maggiore nei primi anni delle prospettive finanziarie; e c) che è necessario un giusto equilibrio tra sovvenzioni a fondo perduto e prestiti<sup>38</sup>.

Nel resto di questo paragrafo vengono forniti ulteriori dettagli sul nuovo strumento *Pandemic Crisis Support* del MES, sulla proposta SURE della Commissione e sull'intervento della BEI.

#### 4.2.1 *Pandemic Crisis Support*

Nelle intenzioni dell'Eurogruppo<sup>39</sup>, la nuova linea di credito *Pandemic Crisis Support* si baserà su una linea di credito del MES già esistente, denominata *Enhanced Conditions Credit Line* (ECCL)<sup>40</sup>. Il sostegno sarebbe offerto a tutti i paesi, per riflettere la natura simmetrica dello *shock* pandemico, a termini standardizzati, sulla base di una valutazione preliminare svolta dalle istituzioni europee. L'unico requisito per accedere sarebbe l'utilizzo di questo credito, per un ammontare massimo pari al 2 per cento del PIL del 2019 (circa 36 miliardi per l'Italia, 240 miliardi per l'intera area dell'euro), per finanziare i costi collegati direttamente e indirettamente alla pandemia, per sanità, cura e prevenzione. Nel comunicato dell'Eurogruppo del 6 aprile, si sottolinea che le norme del trattato MES verranno rispettate.

La linea sarebbe disponibile per la durata dell'epidemia; successivamente i paesi beneficiari si impegnano a rafforzare i fondamentali economici e finanziari, coerentemente con il *framework* europeo della disciplina di bilancio e del sistema di coordinamento e sorveglianza dei conti pubblici (Patto di stabilità e crescita).

La nuova linea di credito dovrebbe essere costituita, come deciso dall'Eurogruppo, nel rispetto delle procedure e dei requisiti costituzionali dei paesi, ma in tempi rapidi, più precisamente entro il primo giugno come concordato successivamente dal Consiglio

---

<sup>38</sup> [https://ec.europa.eu/newsroom/ecfin/item-detail.cfm?item\\_id=675083&utm\\_source=ecfin\\_newsroom&utm\\_medium=Website&utm\\_campaign=ecfin&utm\\_content=EU%20leaders%20approve%20%20billion%20package%20of%20safety%20nets%20and%20take%20Commission%20&lang=en](https://ec.europa.eu/newsroom/ecfin/item-detail.cfm?item_id=675083&utm_source=ecfin_newsroom&utm_medium=Website&utm_campaign=ecfin&utm_content=EU%20leaders%20approve%20%20billion%20package%20of%20safety%20nets%20and%20take%20Commission%20&lang=en)

<sup>39</sup> <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2020/04/09/report-on-the-comprehensive-economic-policy-response-to-the-covid-19-pandemic/>

<sup>40</sup> Per approfondimenti sul MES e sui suoi strumenti di sostegno si veda l'Appendice 4.1

europeo del 23 aprile. Ai sensi del trattato MES, l'istituzione della *Pandemic Crisis Support* richiede il voto alla unanimità del Consiglio dei Governatori del MES.

La configurazione della *Pandemic Crisis Support* sarà definita con una nuova *guideline* operativa del MES che dovrà essere approvata dal Consiglio dei Governatori (vale a dire i Ministri delle finanze dei Paesi dell'area euro). In particolare, si sottolinea che non sono state definiti, al momento, elementi essenziali della nuova linea di credito: 1) l'arco temporale in cui è operativa la linea di credito; 2) se il prestito è erogato in *tranche* o in un solo versamento; 3) la durata del prestito; 4) il tasso di interesse; 5) l'esistenza di un *grace period* (periodo in cui si pagano solo gli interessi, mentre l'ammortamento del capitale inizia successivamente); 5) la procedura che verrà seguita per la concessione della linea di credito ai paesi che ne faranno richiesta.

Per il momento si può osservare che la ECCL attuale, sulla quale il programma *Pandemic Crisis Support* dovrebbe basarsi, prevede la durata di un anno, prorogabile solo due volte, ogni volta per sei mesi. All'interno dell'arco di tempo di disponibilità, lo Stato membro può attingere alle risorse della ECCL, che vengono erogate in *tranche*. Peraltro, lo strumento ECCL finora non è mai stato utilizzato dal MES, quindi non ci sono precedenti a cui fare riferimento.

Un'altra rilevante questione che si renderebbe presumibilmente necessario chiarire è la relazione tra il *Pandemic Crisis Support* e le operazioni OMT (*Outright Monetary Operations*) della BCE, ovvero interventi sul mercato secondario dei titoli di Stato per i paesi che accedono ad alcuni dei programmi MES, interventi aggiuntivi rispetto ai programmi descritti all'inizio di questo paragrafo. Si può osservare, infatti, che, in base alla decisione della BCE del 6 settembre 2012 sulle OMT, la concessione a un paese di un prestito o di una linea di credito ECCL da parte del MES, che preveda l'intervento di quest'ultimo nel mercato primario, consentirebbe alla stessa BCE di intervenire nel mercato secondario<sup>41</sup>. Si tratta tuttavia di una condizione necessaria ma non sufficiente. La decisione della BCE sopra menzionata sottolinea infatti che l'intervento della BCE è possibile: a) se è giudicato dal Consiglio direttivo della BCE, nella sua totale autonomia, come indispensabile dal punto di vista della trasmissione della politica monetaria; b) nella misura in cui la condizionalità prevista dal programma cui lo Stato membro accede viene rispettata pienamente. Inoltre, viene ritenuto necessario il coinvolgimento del FMI nel disegnare la condizionalità e nel monitorarne il rispetto. Le operazioni riguarderebbero i titoli con scadenza compresa tra uno e tre anni, senza limiti prefissati *ex ante* e cesserebbero in caso di mancato rispetto della condizionalità.

Non vi sono al momento indicazioni disponibili specifiche sul trattamento del requisito della condizionalità da parte della BCE nel caso di OMT legato al nuovo strumento *Pandemic Crisis Support*, considerato che esso non contempla condizionalità di tipo economico-finanziario, come anche dichiarato dal Presidente Centeno nel suo discorso

---

<sup>41</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html)

di fronte alla Commissione ECON del Parlamento europeo<sup>42</sup>. Come ricordato in precedenza, l'unica condizionalità che si prefigura per il nuovo strumento è che le somme prestate siano utilizzate esclusivamente per finanziare direttamente o indirettamente i costi connessi con la crisi sanitaria. Sarebbe quindi necessario trovare conferma se il rispetto di tale tipo di condizionalità sia sufficiente per l'attivazione dell'OMT.

#### 4.2.2 SURE

La proposta della Commissione di regolamento recante l'istituzione dello strumento SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*)<sup>43</sup> per la mitigazione del rischio di disoccupazione, prevede la costituzione di un fondo per la concessione di prestiti agli Stati membri della UE fino a 100 miliardi di euro.

L'obiettivo è di fornire agli Stati membri risorse complementari rispetto a quelle nazionali, a favore degli istituti nazionali di sostegno temporaneo al reddito di lavoratori dipendenti e autonomi, con il fine quindi di ridurre l'incidenza della disoccupazione e la perdita di reddito derivante dalla pandemia. Il presupposto necessario per richiedere i fondi alla Commissione è l'aumento, effettivo o previsto, della spesa pubblica dei paesi, dopo il primo febbraio 2020, a causa dell'adozione di misure nazionali direttamente correlate con programmi di integrazione del reddito dei lavoratori a seguito di sospensione o riduzione dell'attività lavorativa, o misure analoghe, per far fronte agli effetti economici e sociali dell'epidemia COVID-19. Lo strumento è *ad hoc* e temporaneo, quindi legato specificamente ed esclusivamente a questa emergenza pandemica.

La proposta di regolamento autorizza la Commissione a indebitarsi sui mercati finanziari. Come già avvenuto, ad esempio, nel caso della costituzione del fondo EFSM (*European Financial Stabilisation Mechanism*) nel 2010, la Commissione emetterà obbligazioni sui mercati finanziari per raccogliere le risorse necessarie, che girerà poi agli Stati membri sotto forma di prestito, erogato in rate, a tassi favorevoli dato l'elevato merito di credito dell'Unione. Si ricorda che l'Unione europea non può indebitarsi per finanziare il proprio bilancio, ma la Commissione, per conto dell'Unione, può essere autorizzata dal Consiglio dell'Unione a raccogliere sui mercati risorse a debito per sostenere specifici programmi e fornire assistenza finanziaria ai paesi in difficoltà economica e finanziaria<sup>44</sup>.

La proposta di regolamento dispone, al fine di assicurare un elevato *rating* alle emissioni di titoli da parte della Commissione e di preservare le risorse del bilancio dell'Unione, che gli Stati membri emettano garanzie immediatamente esigibili, incondizionate e

<sup>42</sup> <https://www.consilium.europa.eu/en/council-eu/eurogroup/president/news/2020-4-21-speech-econ-committee/>

<sup>43</sup> Commissione europea (2020), "Proposal for a Council Regulation on the establishment of a European instrument for temporary support to mitigate unemployment risks in an emergency (SURE) following the COVID-19 outbreak", COM(2020) 139 final.

<sup>44</sup> Articolo 122 del TFEU, commi 1 e 2.

irrevocabili a favore dell'Unione, in linea con le rispettive quote del Reddito Nazionale Lordo (RNL) dell'Unione a 27 membri<sup>45</sup>, come delineate nel bilancio dell'Unione per l'anno 2020<sup>46</sup>. Le garanzie totali devono coprire almeno il 25 per cento del plafond di 100 miliardi. Tenendo conto che il RNL italiano è il 12,7 per cento di quello dell'Unione a 27 (ossia 1830 miliardi su circa 14400), l'Italia dovrebbe fornire garanzie per circa 3,18 miliardi sui 25 miliardi necessari, ipotizzando che la capienza effettiva del fondo sia uguale a quella massima autorizzata. Si noti che lo strumento SURE diventerà operativo quando verrà approvato secondo le procedure in vigore (Parlamento europeo e Consiglio europeo) e comunque, ai sensi della proposta di regolamento, solo quando tutti i paesi dell'Unione avranno concesso le garanzie richieste.

Ai fini di una prudente gestione del portafoglio prestiti, e quindi di limitazione dei rischi di concentrazione, di esposizione verso i singoli Stati, e di esposizione complessiva annuale, la proposta di regolamento dispone che non più del 60 per cento delle risorse potrà andare ai primi tre paesi beneficiari in termini di prestiti concessi.

#### *4.2.3 Strumenti della Banca europea per gli investimenti nel contrasto all'impatto economico del COVID-19*

Si ricorda innanzitutto che il Gruppo BEI è composto dalla Banca europea per gli investimenti (BEI) e dal Fondo europeo per gli investimenti (FEI). La BEI è l'istituzione di finanziamento di lungo periodo della UE e i suoi azionisti sono gli Stati membri. Il FEI è il braccio finanziario specializzato nel capitale di rischio della UE e fornisce finanziamenti e garanzie per le piccole e medie imprese (PMI)<sup>47</sup>.

In particolare, la BEI fornisce tre tipi principali di prodotti e servizi: 1) prestiti (circa il 90 per cento dei suoi impegni finanziari) a clienti (pubblici e privati) di tutte le dimensioni per sostenere la crescita e l'occupazione; 2) "blending", ovvero prodotti che combinano finanziamenti BEI con ulteriori interventi, come ad esempio garanzie della UE; 3) consulenza e assistenza tecnica.

I prodotti del FEI comprendono: 1) capitale di rischio e microfinanziamenti per le PMI; 2) garanzie per istituti finanziari, a copertura dei prestiti concessi alle PMI; 3) aiuto ai paesi UE e a quelli in via di adesione alla UE per sviluppare propri mercati di capitale di rischio.

---

<sup>45</sup> In base all'accordo di fuoriuscita del Regno Unito dall'Unione europea, il regolamento che istituisce il SURE non si applica a quel paese.

<sup>46</sup> Cfr. Official Journal of the European Union (2020), "Definitive adoption (EU, EURATOM) 2020/227 of the European Union's general budget for the financial year 2020, OJ L 57, 27.02.2020, pag. 17. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2020:057:FULL&from=EN>.

<sup>47</sup> <https://www.eib.org/en/press/all/2020-086-eib-group-will-rapidly-mobilise-eur-40-billion-to-fight-crisis-caused-by-covid-19>

Il 16 marzo, il Gruppo BEI ha proposto un piano per mobilitare fino a 40 miliardi di euro di finanziamenti in tempi brevi, con il sostegno di garanzie della BEI e del bilancio della UE, diretti a prestiti ponte, alla sospensione di rimborsi di credito e ad altre misure per allentare le restrizioni di capitale circolante a cui devono far fronte le PMI e le *mid-cap* a seguito dell'epidemia COVID-19<sup>48</sup>.

Il pacchetto finanziario proposto è composto da: 1) programmi di garanzia alle banche, basati su quelli esistenti, che consentiranno fino a 20 miliardi di euro di finanziamenti; 2) linee di liquidità agli intermediari finanziari per garantire un sostegno aggiuntivo al capitale circolante delle PMI e delle *mid-cap* per 10 miliardi di euro; 3) programmi di acquisto di titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*), per consentire alle banche di trasferire il rischio sui portafogli di prestiti e quindi mobilitare un sostegno aggiuntivo di 10 miliardi di euro.

Nell'ambito di questo programma, il 6 aprile il FEI ha approvato la prima misura diretta a offrire garanzie per contenere l'impatto causato dalla pandemia, permettendo di attivare un volume aggiuntivo di finanziamenti a PMI e *mid-cap*. La Commissione europea ha infatti sbloccato un miliardo di euro dal Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), che serviranno come garanzie per il FEI, in modo da poter fornire a sua volta garanzie pari a 2,2 miliardi di euro per incentivare banche e altri intermediari a fornire 8 miliardi di euro di finanziamenti a PMI e *mid-cap*.

Le caratteristiche chiave di queste garanzie sono<sup>49</sup>: 1) accesso semplificato e più rapido; 2) una maggiore copertura del rischio, fino all'80 per cento delle possibili perdite su prestiti individuali (invece del 50 per cento che solitamente caratterizza la massima copertura del rischio da parte del gruppo BEI); 3) garanzie mirate a prestiti di capitale circolante in tutta la UE; 4) condizioni più flessibili, inclusi sui rinvii, rinegoziazioni e sospensioni dei pagamenti.

In particolare, i prestiti degli intermediari finanziari per misure COVID-19 sotto il programma COSME LGF verranno garantiti all'80 per cento mentre sotto il programma InnovFin SMEG verranno garantiti dal 50 all'80 per cento a scelta dell'intermediario. Entrambi i programmi possono essere compatibili o complementari con schemi di garanzie nazionali. Tuttavia, gli intermediari finanziari dovranno in ogni caso mantenere una esposizione al rischio di almeno il 10 per cento dei prestiti per misure COVID-19.

Inoltre, il 3 aprile il Consiglio di amministrazione straordinario ha discusso una proposta del Gruppo BEI di istituire un fondo di garanzia paneuropeo da 25 miliardi di euro in grado di sostenere fino a 200 miliardi di euro per l'economia europea. Lo stanziamento di fondi attraverso il Gruppo BEI consentirebbe a ciascuno Stato membro di beneficiare

---

<sup>48</sup> <https://www.eib.org/en/press/all/2020-086-eib-group-will-rapidly-mobilise-eur-40-billion-to-fight-crisis-caused-by-covid-19>

<sup>49</sup> [https://www.eif.org/what\\_we\\_do/guarantees/news/2020/commission-eib-group-unlock-8-billions-small-medium-businesses.htm](https://www.eif.org/what_we_do/guarantees/news/2020/commission-eib-group-unlock-8-billions-small-medium-businesses.htm)



del *rating* AAA della BEI. Il fondo di garanzia verrebbe a integrare e a potenziare i pacchetti di misure nazionali<sup>50</sup>.

A seguito della decisione dell'Eurogruppo del 9 aprile di far propria la proposta della BEI, il 16 aprile il Consiglio di amministrazione straordinario della Banca ha approvato la creazione di un fondo di garanzia europeo COVID-19. Viene previsto un contributo al fondo di garanzia da parte dei 27 Stati membri della UE, oltre a possibili contributi esterni e da parte del bilancio della UE. Il fondo di garanzia verrà istituito utilizzando la Piattaforma di partenariato per i fondi (PPF) e verrà istituito ufficialmente appena gli Stati membri che rappresentano almeno il 60 per cento del capitale della BEI avranno assunto i necessari impegni.

Il fondo di garanzia COVID-19 sarà gestito da BEI e FEI. Esso assisterà le imprese della UE che hanno carenze di liquidità, in collaborazione con gli intermediari finanziari locali e gli istituti di promozione nazionali, come per esempio CDP in Italia, che sono a stretto contatto con le realtà aziendali locali. Sotto quest'ultimo profilo, il 21 aprile la BEI ha discusso le risposte alle conseguenze economiche della crisi COVID-19 con le banche di promozione francese (CDC-BPI), tedesca (KfW), italiana (CDP), spagnola (ICO) e polacca (BGK)<sup>51</sup>. A seguito della discussione, la BEI e le banche di promozione si sono impegnate a sviluppare ulteriormente la cooperazione, concentrandosi sulle sinergie tra i diversi istituti e a esplorare possibili iniziative comuni nonché la necessità di nuovi strumenti da affiancare a quelli esistenti.

Il Gruppo BEI intende usare un'ampia varietà di prodotti per rispondere alle esigenze di mercato e di risposta alla crisi<sup>52</sup>, tra cui: 1) garanzie per banche commerciali e istituti di promozione nazionale; 2) contro-garanzie per schemi di garanzia nazionali; 3) contro-garanzie per istituti di promozione nazionale; 4) supporto alle PMI e *mid-cap* finanziati da fondi di *venture capital*; 5) acquisto di obbligazioni garantite da attività finanziarie (*asset-backed securities*) detenuti da banche, in modo da permettere loro di fornire nuovi prestiti alle PMI; 6) *venture debt* alle aziende ad alta crescita, incluse le aziende del settore farmaceutico.

Garantendo parte del portafoglio degli intermediari finanziari, le operazioni del fondo di garanzia della BEI dovrebbero liberare capitale per permettere un maggior volume di prestiti alle PMI e ai *mid-cap* pari a 200 miliardi di euro, stimato dalla BEI sulla base di programmi simili già utilizzati da tempo (COSME).

---

<sup>50</sup> <https://www.eib.org/en/press/all/2020-094-eib-group-moves-to-scale-up-economic-response-to-covid-19-crisis.htm?lang=it>

<sup>51</sup> <https://www.eib.org/en/press/news/eib-and-five-national-promotional-institutions-to-cooperate-in-the-fight-against-covid-19.htm>

<sup>52</sup> <https://www.eib.org/en/press/all/2020-100-eib-group-establishes-eur-25-billion-guarantee-fund-to-deploy-new-investments-in-response-to-covid-19-crisis>

## Appendice 4.1.

### Il Meccanismo europeo di stabilità

L'istituzione di un meccanismo permanente di stabilità (Meccanismo europeo di stabilità, MES) dell'area dell'euro, è stata consentita da una apposita modifica dell'articolo 136 del Trattato sul funzionamento dell'UE (TFUE), che autorizza la costituzione di un meccanismo di stabilità<sup>53</sup>. Il MES, quindi, pur avendo la natura di organizzazione intergovernativa, trova comunque la sua base giuridica nel TFUE.

Il MES ha affiancato e poi sostituito gli strumenti transitori di stabilizzazione finanziaria (*European financial stabilisation mechanism*, EFSM<sup>54</sup>, e *European financial stability facility*, EFSF<sup>55</sup>). In base al trattato istitutivo, firmato il 2 febbraio 2012 ed entrato in vigore nell'ottobre 2012, a seguito della ratifica degli Stati membri dell'Eurozona, il MES è costituito quale organizzazione intergovernativa nel quadro del diritto pubblico internazionale con sede in Lussemburgo.

#### Obiettivo

L'obiettivo del MES è quello di mobilitare risorse finanziarie e fornire un sostegno alla stabilità, secondo rigorose condizionalità<sup>56</sup>, a beneficio dei membri del MES che già si trovino o rischino di trovarsi, in una situazione finanziaria grave, se ciò è indispensabile per salvaguardare la stabilità finanziaria dell'area dell'euro nel suo complesso e quella dei suoi Stati membri. A questo scopo è conferito al MES il potere di raccogliere fondi con l'emissione di strumenti finanziari o la conclusione di intese o accordi finanziari o di altro tipo con i propri membri, istituzioni finanziarie o terzi. In particolare, il MES raccoglie fondi emettendo strumenti del mercato monetario, nonché debito a medio e lungo termine con scadenze fino a un massimo di 30 anni.

---

<sup>53</sup> La revisione dell'articolo 136 del TFUE ha introdotto il seguente terzo comma: "Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità".

<sup>54</sup> L'EFSM è stato creato nel 2010 con il Reg. Ue 470/2010 per fornire assistenza finanziaria condizionata alla realizzazione di riforme strutturali agli stati membri. Ha fornito prestiti a Irlanda e Portogallo e un prestito-ponte alla Grecia. Dotato di 60 miliardi, raccolti dalla Commissione UE sui mercati finanziari, attualmente ha una capacità di credito di 13,2 miliardi. Il margine di bilancio (la differenza tra il limite annuo delle risorse proprie del quadro finanziario pluriennale della UE e gli stanziamenti effettivi di bilancio) funge da protezione per gli investitori che acquistano i titoli emessi dalla Commissione.

<sup>55</sup> L'EFSF è una società di capitali (*société anonyme*) costituita secondo il diritto lussemburghese, che rimane in vita per gestire i prestiti già erogati e sarà liquidata quando tutti i crediti concessi saranno ripagati. È legata da un contratto di servizio con il MES, che fornisce servizi amministrativi e altro supporto. L'amministratore delegato dell'EFSF è Klaus Regling, che ricopre anche la carica di direttore generale del MES. Cfr *European Financial Stability Facility, Société Anonyme, Financial Statements, Management Report and Auditor's Report*, 31 December 2018.

<sup>56</sup> Tali condizioni possono spaziare da un programma di aggiustamento macroeconomico al rispetto costante di condizioni di ammissibilità predefinite (si veda l'articolo 12, comma 1 del trattato).

### *Capitale e capacità di intervento*

Il capitale del MES è di 704,8 miliardi di euro, in parte già versato per 80,5 miliardi, in parte da versare a chiamata. La quota di ciascun paese al capitale del MES è commisurata alla partecipazione del medesimo paese al capitale della BCE. Il numero dei diritti di voto di ciascun membro del MES è pari al numero di quote assegnate a tale paese a valere sul totale di capitale versato del MES. La quota complessiva di capitale dell'Italia ammonta a 125 miliardi, di cui versati 14, corrispondente al 17,78 per cento del capitale<sup>57</sup>. L'articolo 8 (5) del trattato limita la responsabilità di ciascun membro del MES alla sua quota di capitale autorizzato e nessun membro del MES può essere considerato responsabile, in virtù della sua appartenenza al MES, degli obblighi da quest'ultimo contratti<sup>58</sup>.

Il capitale versato non può essere utilizzato per fornire assistenza ai paesi membri, ma è impiegato in attività finanziarie liquide di elevata qualità; esso garantisce la forza e il merito di credito del MES<sup>59</sup>, in quanto soggetto emittente di passività. A oggi, il MES ha fornito assistenza alla Grecia (61,9 miliardi), alla Spagna (41,3) e a Cipro (6,3 miliardi), per 109,5 miliardi complessivi<sup>60</sup>. La capacità massima di prestito del MES ai paesi membri è di 500 miliardi di euro. Poiché i crediti *outstanding* del MES ammontano a 89,9 miliardi di euro, attualmente la disponibilità di credito residua è pari a circa 410 miliardi (tab. A4.1.1)<sup>61</sup>.

### *Governance*

La *governance* del MES prevede un Consiglio dei governatori, un Consiglio di amministrazione e un Direttore Generale. Ogni paese dell'area dell'euro designa un governatore e un amministratore<sup>62</sup>.

---

<sup>57</sup> La Germania è il primo paese per quota del capitale (26,94 per cento), seguita dalla Francia (20,23), dall'Italia e dalla Spagna (11,81 per cento), seguono tutti gli altri paesi.

<sup>58</sup> La sentenza della Corte costituzionale federale tedesca del 12 settembre 2012 ha sancito la costituzionalità del trattato, a condizione che l'impegno finanziario della Germania derivante dal MES non ecceda il capitale sottoscritto (*liability ceiling*), circa 190 miliardi, a meno che non vi sia un voto espresso del Parlamento tedesco che sancisca il superamento di tale limite. Inoltre, l'obbligo di riservatezza sui lavori del MES, sancito dal trattato, non si può applicare nei confronti del Parlamento tedesco, che dovrà sempre essere preventivamente informato. Nel marzo 2014, la Corte tedesca ha ribadito che il MES non viola i diritti del Parlamento tedesco a decidere sulle questioni relative al bilancio della Germania, a patto che il Parlamento abbia la possibilità di esercitare, votando su ogni decisione, poteri di controllo sul fondo.

<sup>59</sup> Il merito di credito attribuito da Fitch's è AAA, mentre quello attribuito da Moody's è Aa1.

<sup>60</sup> Nel complesso l'EFSF e il suo successore MES hanno erogato 295 miliardi.

<sup>61</sup> ESM (2019), "2018 Annual report".

<sup>62</sup> I governatori sono i ministri delle finanze dei paesi membri, gli amministratori sono alti funzionari dei ministeri delle finanze. Il Presidente del Consiglio dei governatori è attualmente il Presidente dell'Eurogruppo.

Gli interventi di sostegno devono essere approvati da entrambi i Consigli, ed è richiesta l'unanimità dei governatori e la maggioranza qualificata del Consiglio di amministrazione (80 per cento dei diritti di voto)<sup>63</sup>.

### *Gli strumenti di sostegno*

Gli strumenti di sostegno previsti dal trattato istitutivo del MES sono:

1) prestiti, sempre soggetti a un programma di aggiustamento macroeconomico<sup>64</sup>. Il programma di aggiustamento deve essere approvato, a maggioranza qualificata, anche dal Consiglio dell'Unione ai sensi dell'articolo 7, comma 2, del Reg. Ue 472/2013 (Two-Pack), intervenuto successivamente alla firma del trattato<sup>65</sup>. Il prestito è erogato in una o più *tranche*, il cui esborso è approvato dal Consiglio di amministrazione volta per volta. Nel preambolo del trattato, si afferma, inoltre, che "in linea con la prassi del FMI, in casi eccezionali si prenderà in considerazione una forma adeguata e proporzionata di partecipazione del settore privato nei casi in cui il sostegno alla stabilità sia fornito in base a condizioni sotto forma di un programma di aggiustamento macroeconomico"<sup>66</sup>. Inoltre, sempre nel preambolo, si afferma che: "[...] i capi di Stato o di governo hanno concordato che i prestiti del MES fruiranno dello status di creditore privilegiato in modo analogo a quelli del FMI, pur accettando che lo status di creditore privilegiato del FMI prevalga su quello del MES"<sup>67</sup>.

2) linee di credito precauzionali, che possono assumere la forma di prestiti oppure di interventi sul mercato primario dei titoli pubblici. Hanno una durata di un anno, prorogabile solo due volte, ogni volta per sei mesi. Una volta concessa, l'attivazione è a discrezione dello Stato membro durante il periodo di validità. Qualora le condizioni di *policy* siano violate successivamente alla concessione, oppure gli impegni adottati siano inadeguati per risolvere la minaccia alla stabilità finanziaria, il Consiglio dei governatori può chiudere la linea di credito e lo Stato membro deve richiedere un prestito, con programma completo di aggiustamento macroeconomico.

---

<sup>63</sup> Qualora la Commissione e la BCE congiuntamente ritengano che occorrono decisioni urgenti in materia di assistenza finanziaria in caso di minaccia per la stabilità finanziaria ed economica della zona euro, al fine di garantire efficacia al sistema decisionale del MES, esso opera a maggioranza qualificata dell'85 per cento del capitale. Poiché la Germania, la Francia e l'Italia hanno diritti di voto superiori al 15 per cento del capitale, ciascuno di questi paesi può quindi porre il veto sulle decisioni prese in condizioni di urgenza.

<sup>64</sup> Questo strumento è stato utilizzato finora per Cipro (2013) e la Grecia (2015). Prima della istituzione del MES, prestiti all'Irlanda, al Portogallo e alla Grecia sono stati erogati dall'EFSM e dall'EFSF.

<sup>65</sup> Successivamente all'approvazione del programma, il Consiglio dell'Unione, a maggioranza qualificata su proposta della Commissione, decide in merito alle modifiche da apportare a tale programma, al fine di tenere debitamente conto, tra l'altro, di ogni scostamento significativo tra le previsioni macroeconomiche e i dati effettivi, anche alla luce delle eventuali ripercussioni derivanti dal programma di aggiustamento macroeconomico, da ricadute negative e da *shock* macroeconomici e finanziari. Cfr. Reg. 472/2013, art. 7, comma 5.

<sup>66</sup> Cfr. il XII "considerando" del trattato.

<sup>67</sup> Cfr. il XIII "considerando" del trattato.

La prima è *Precautionary Conditioned Credit Line* (PCCL), per i paesi che soddisfano requisiti di ammissibilità stringenti: a) il rispetto del Patto di stabilità e crescita, b) debito pubblico sostenibile, c) assenza di problemi di solvibilità del sistema bancario, d) rispetto degli impegni assunti nell'ambito di una procedura per squilibri macroeconomici, e) *track record* di accesso ai mercati internazionali dei capitali a termini ragionevoli, f) una posizione esterna sostenibile. I criteri di eleggibilità devono continuare a essere rispettati dopo che la PCCL è stata concessa.

La seconda linea è la *Enhanced Conditions Credit Line* (ECCL), per i paesi che, pur non soddisfacendo qualche criterio di eleggibilità della prima, mantengono una situazione economica e finanziaria solida. Un paese a cui è concessa una ECCL, oltre che rispettare i criteri di eleggibilità, in consultazione con la Commissione e la BCE, deve adottare misure per correggere le debolezze evidenziate dall'analisi di eleggibilità.

La concessione di una ECCL, o l'erogazione della prima tranche nell'ambito di una PCCL, determinano l'avvio, per tutto il periodo di validità della linea di credito, di una procedura di sorveglianza rafforzata, da parte della Commissione, d'intesa con la BCE, le *European Supervisory Authorities* (ESAs), lo *European Systemic Risk Board* (ESRB) e, se opportuno, il FMI. La sorveglianza rafforzata si estende al sistema finanziario del paese.

3) interventi sul mercato primario del debito pubblico, *Primary Market Support Facility* (PMSF), a complemento di un prestito o di una linea di credito. L'intervento del MES non può superare, di norma, il 50 per cento del valore della singola emissione di debito.

4) interventi sul mercato secondario, *Secondary Market Support Facility* (SMSF). L'intervento è possibile per i paesi con programma di aggiustamento macroeconomico. Anche i paesi che non hanno un programma possono accedere se vi sono turbolenze di mercato, a patto che a) la situazione economica e finanziaria rimanga solida, b) tutti i criteri di eleggibilità della PCCL siano soddisfatti, c) che il paese, in consultazione con la Commissione e la BCE, adotti misure correttive, se appropriato.

5) prestiti per la ricapitalizzazione indiretta di istituti bancari<sup>68</sup>.

6) ricapitalizzazione diretta di istituzioni finanziarie.

Nel trattato e nelle *guideline* sull'uso degli strumenti di sostegno non viene indicato il limite massimo delle risorse che possono essere concesse agli Stati membri, che pertanto costituisce una decisione *ad hoc*. Si noti inoltre che ogni *tranche* erogata di prestito ha la propria scadenza di ripagamento del capitale, con la concessione di un *grace period*: gli interessi contabilizzati a partire dal momento dell'esborso delle tranche si pagano annualmente, mentre la restituzione del capitale (*principal*) inizia solo alcuni anni dopo. Ad esempio, Cipro inizierà a ripagare il capitale prestato solo nel 2025 e finirà

---

<sup>68</sup> Questo strumento è stato utilizzato per la Spagna (2012).

nel 2031 (tab. A4.1.1). È ammesso il ripagamento anticipato del capitale dovuto, su richiesta dello Stato debitore, previa approvazione del Consiglio di amministrazione.

A oggi, l'intervento del MES è stato concesso nelle forme del prestito di cui al punto 1) e della ricapitalizzazione indiretta di istituti bancari<sup>69</sup>.

#### *La procedura di concessione di sostegno*

La procedura da seguire è uguale per tutti gli strumenti vigenti. La domanda di sostegno deve essere presentata al Presidente del Consiglio dei governatori, il quale assegna alla Commissione europea, di concerto con la BCE, i seguenti compiti:

a) valutare l'esistenza di un rischio per la stabilità finanziaria della zona euro nel suo complesso o dei suoi Stati membri, a meno che la BCE non abbia già presentato un'analisi (necessaria, ai sensi del trattato istitutivo del MES, per gli interventi del MES sul mercato secondario);

b) valutare la sostenibilità del debito pubblico. Se opportuno e possibile, tale valutazione dovrà essere effettuata insieme al Fondo Monetario Internazionale (FMI);

c) valutare le esigenze finanziarie effettive o potenziali del membro del MES interessato.

Sulla base delle valutazioni menzionate, il Consiglio dei governatori può decidere di concedere, in linea di principio, il sostegno alla stabilità al membro del MES interessato sotto forma di un dispositivo di assistenza finanziaria. È richiesta l'unanimità. In caso affermativo, affida alla Commissione europea – di concerto con la BCE e, laddove possibile, insieme all'FMI – il compito di negoziare con il membro del MES interessato, un protocollo d'intesa (*Memorandum of Understanding, MoU*) che precisi le condizioni contenute nel dispositivo di assistenza finanziaria. Il contenuto del protocollo d'intesa riflette la gravità delle carenze da affrontare e lo strumento di assistenza finanziaria scelto. Il Direttore generale del MES prepara nel contempo una proposta di accordo su un dispositivo di assistenza finanziaria contenente le modalità finanziarie e le condizioni e la scelta degli strumenti, che dovrà essere adottata dal Consiglio dei governatori.

Il protocollo d'intesa deve essere pienamente conforme alle misure di coordinamento delle politiche economiche previste dal TFUE, in particolare a qualsiasi atto legislativo dell'Unione europea, compresi pareri, avvertimenti, raccomandazioni o decisioni indirizzate al membro del MES interessato.

---

<sup>69</sup> L'introduzione di ulteriori tipologie di strumenti di sostegno è possibile, ex articolo 19 del trattato, con l'approvazione del Consiglio dei governatori all'unanimità.

La Commissione europea firma il protocollo d'intesa in nome e per conto del MES<sup>70</sup>, previa verifica del rispetto delle condizioni sopra menzionate e l'approvazione del Consiglio dei governatori.

Il Consiglio di amministrazione approva l'accordo sul dispositivo di assistenza finanziaria che definisce gli aspetti finanziari del sostegno alla stabilità da fornire e, se del caso, le modalità di corresponsione della prima rata dell'assistenza stessa.

Infine, spetta alla Commissione europea – di concerto con la BCE e, laddove possibile, insieme al FMI – il compito di monitorare il rispetto delle condizioni cui è subordinato il dispositivo di assistenza finanziaria.

---

<sup>70</sup> Nella bozza di riforma del trattato istitutivo, è previsto che il MES sia parte attiva del negoziato con il paese membro, affiancando la Commissione. Inoltre, in futuro il MES sarà coinvolto nella valutazione della sostenibilità del debito, nella definizione della condizionalità e nel monitoraggio.

**Tab. 1.1** – Previsioni sul prodotto e sul commercio globale

	2019	2020	2021
<b>Prodotto mondiale</b>			
DEF	3,3	-0,4	6,2
FMI	2,9	-3,0	5,8
<b>Commercio mondiale</b>			
DEF	1,9	-6,7	9,9
FMI	0,9	-11,0	8,4

Fonte: DEF 2020 e Fondo monetario internazionale (2020), *World Economic Outlook*, aprile.

**Tab. 1.2** – Prezzo del petrolio (Brent) in dollari, quotazioni

	2019	2020	2021
<b>DEF</b>			
Livello, dollari per barile	64,3	38,3	39,6
Variazione %	-9,8	-40,4	3,2
<b>Quotazioni <i>forward</i> rilevate negli ultimi 10 giorni lavorativi terminati il 22 aprile</b>			
Livello, dollari per barile	64,3	37,2	39,1
Variazione %	-9,8	-42,2	5,1

Fonte: DEF 2020 e Refinitiv.

**Tab. 1.3** – Cambio dollaro/euro

	2019	2020	2021
DEF	1,12	1,09	1,09
Tasso di cambio costante ai livelli degli ultimi 10 giorni lavorativi terminati il 22 di aprile	1,12	1,09	1,09
Quotazioni <i>forward</i> rilevate negli ultimi 10 giorni lavorativi terminati il 22 di aprile	1,12	1,10	1,11

Fonte: DEF 2020, BCE e Refinitiv.



**Tab. 1.4** – Quadro macroeconomico del Governo (DEF 2020 e NADEF 2019) (1)

	2020		2021	
	DEF	NADEF	DEF	NADEF
<b>PIL e domanda</b>				
PIL	-8,0	0,6	4,7	1,0
Importazioni	-13,0	2,3	10,0	3,3
Consumi finali nazionali	-5,3	0,5	3,1	0,7
Consumi famiglie	-7,2	0,7	4,0	0,8
Spesa della PA e ISP	0,7	-0,2	0,3	0,3
Investimenti	-12,3	2,2	4,3	2,3
Esportazioni	-14,4	2,2	13,5	2,9
<b>Contributi alla crescita del PIL</b>				
Esportazioni nette	-0,8	0,1	1,2	-0,1
Scorte	-0,7	-0,2	0,2	0,1
Domanda nazionale al netto delle scorte	-6,5	0,8	3,3	0,9
<b>Prezzi</b>				
Deflatore importazioni	-2,7	1,3	1,7	1,3
Deflatore esportazioni	-0,2	1,2	1,1	1,1
Deflatore PIL	1,0	1,3	1,4	1,7
PIL nominale	-7,1	2,0	6,1	2,7
Deflatore consumi	-0,2	1,0	1,7	1,9
<b>Mercato del lavoro</b>				
Tasso di disoccupazione	11,6	10,0	11,0	9,5
<b>Ipotesi sulle variabili internazionali</b>				
Commercio internazionale	-8,1	1,7	10,4	3,0
Prezzo del petrolio (Fob, Brent)	38,3	57,3	39,6	56,2
Cambio dollaro/euro	1,09	1,11	1,09	1,11

Fonte: NADEF 2019 quadro programmatico e DEF 2020 quadro tendenziale.

(1) Variazioni percentuali, salvo per i contributi alla crescita del PIL (punti percentuali), il tasso di disoccupazione, il tasso di cambio e il prezzo del petrolio. Per effetto degli arrotondamenti sui tassi di crescita, alla prima cifra decimale, la somma delle variazioni delle quantità in volume e dei relativi deflatori può non coincidere con le dinamiche nominali.

**Tab. 2.1** – Indicatori di finanza pubblica - Quadro tendenziale (1)  
(in percentuale del PIL; segno + = miglioramento del saldo)

	2018	2019	2020	2021
<b>Indebitamento netto tendenziale (a)</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-7,1</b>	<b>-4,2</b>
Saldo primario (b)	1,5	1,7	-3,5	-0,6
Interessi (c)	-3,7	-3,4	-3,6	-3,6
Misure <i>una tantum</i> tendenziali (d)	0,1	0,0	0,2	0,2
Componente ciclica del saldo di bilancio (e)	0,2	0,3	-3,7	-1,4
Indebitamento netto corretto per il ciclo (f=a-e)	-2,4	-1,9	-3,4	-2,8
Avanzo primario strutturale (g)	1,2	1,4	0,0	0,6
<b>Saldo di bilancio strutturale (h=f-d)</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,0</b>
Variazione (h')	-0,4	0,6	-1,7	0,6
<b>Debito pubblico</b>	<b>134,8</b>	<b>134,8</b>	<b>151,8</b>	<b>147,5</b>

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2020.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti delle cifre decimali.

**Tab. 2.2a** – Conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali a confronto  
(milioni di euro)

	Nota tecnico illustrativa				DEF 2020			
	2018 (10/2019)	2019	2020	2021	2018 (4/2020)	2019	2020	2021
Redditi da lavoro dipendente	172.362	172.902	175.236	176.974	172.501	173.253	175.571	180.869
Consumi intermedi	146.681	146.967	150.064	151.508	147.298	148.221	154.056	152.943
Prestazioni sociali in denaro	348.794	362.520	375.214	387.396	348.473	361.211	386.120	387.210
<i>Pensioni</i>	<i>268.741</i>	<i>276.030</i>	<i>284.573</i>	<i>294.896</i>	<i>268.532</i>	<i>275.054</i>	<i>282.550</i>	<i>288.930</i>
<i>Altre prestazioni sociali</i>	<i>80.053</i>	<i>86.490</i>	<i>90.641</i>	<i>92.500</i>	<i>79.941</i>	<i>86.157</i>	<i>103.570</i>	<i>98.280</i>
Altre uscite correnti	63.665	65.095	66.034	69.782	65.460	66.656	67.637	71.049
<b>TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE</b>	<b>731.502</b>	<b>747.485</b>	<b>766.547</b>	<b>785.661</b>	<b>733.732</b>	<b>749.341</b>	<b>783.383</b>	<b>792.070</b>
Interessi passivi	64.662	61.316	59.210	57.542	64.621	60.305	60.628	63.470
<b>TOTALE USCITE CORRENTI</b>	<b>796.164</b>	<b>808.801</b>	<b>825.757</b>	<b>843.203</b>	<b>798.353</b>	<b>809.646</b>	<b>844.011</b>	<b>855.541</b>
Investimenti fissi lordi	37.602	40.496	40.492	47.083	37.790	40.494	41.580	46.238
Contributi agli investimenti	13.597	13.869	13.516	14.251	13.868	14.189	18.409	14.462
Altre uscite in conto capitale	7.239	5.128	4.710	4.363	7.296	6.413	6.744	5.373
<b>TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE</b>	<b>58.438</b>	<b>59.493</b>	<b>58.718</b>	<b>65.697</b>	<b>58.954</b>	<b>61.096</b>	<b>66.733</b>	<b>66.073</b>
<b>TOTALE USCITE PRIMARIE</b>	<b>789.940</b>	<b>806.979</b>	<b>825.266</b>	<b>851.358</b>	<b>792.686</b>	<b>810.437</b>	<b>850.116</b>	<b>858.143</b>
<b>TOTALE USCITE COMPLESSIVE</b>	<b>854.602</b>	<b>868.293</b>	<b>884.475</b>	<b>908.900</b>	<b>857.307</b>	<b>870.742</b>	<b>910.743</b>	<b>921.613</b>
Totale entrate tributarie	503.657	506.366	516.970	544.448	503.961	516.542	476.593	526.666
<i>Imposte dirette</i>	<i>248.834</i>	<i>250.173</i>	<i>256.250</i>	<i>258.147</i>	<i>248.889</i>	<i>257.397</i>	<i>238.774</i>	<i>251.212</i>
<i>Imposte indirette</i>	<i>253.253</i>	<i>255.011</i>	<i>259.622</i>	<i>285.197</i>	<i>254.428</i>	<i>257.910</i>	<i>236.719</i>	<i>274.321</i>
<i>Imposte in c/capitale</i>	<i>1.570</i>	<i>1.182</i>	<i>1.098</i>	<i>1.104</i>	<i>1.573</i>	<i>1.235</i>	<i>1.100</i>	<i>1.133</i>
Contributi sociali	234.941	241.482	245.732	250.240	234.470	242.087	229.415	236.369
<i>Contributi sociali effettivi</i>	<i>230.810</i>	<i>237.249</i>	<i>241.407</i>	<i>245.831</i>	<i>230.397</i>	<i>237.751</i>	<i>225.085</i>	<i>231.965</i>
<i>Contributi sociali figurativi</i>	<i>4.131</i>	<i>4.233</i>	<i>4.325</i>	<i>4.409</i>	<i>4.073</i>	<i>4.336</i>	<i>4.330</i>	<i>4.404</i>
Altre entrate correnti	75.182	79.236	79.854	79.050	76.637	80.132	80.085	81.033
<b>TOTALE ENTRATE CORRENTI</b>	<b>812.210</b>	<b>825.902</b>	<b>841.457</b>	<b>872.634</b>	<b>814.424</b>	<b>837.526</b>	<b>784.993</b>	<b>842.935</b>
ALTRE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	2.271	2.596	2.502	2.703	2.466	2.680	6.680	2.622
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>816.051</b>	<b>829.680</b>	<b>845.057</b>	<b>876.441</b>	<b>818.463</b>	<b>841.441</b>	<b>792.773</b>	<b>846.690</b>
<i>Pressione fiscale</i>	<i>41,8</i>	<i>41,9</i>	<i>42,0</i>	<i>42,5</i>	<i>41,8</i>	<i>42,4</i>	<i>42,5</i>	<i>43,3</i>
<b>INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO PRIMARIO</b>	<b>26.111</b>	<b>22.703</b>	<b>19.791</b>	<b>25.086</b>	<b>25.777</b>	<b>31.004</b>	<b>-57.343</b>	<b>-11.453</b>
in % del PIL	1,5	1,3	1,1	1,3	1,5	1,7	-3,5	-0,6
<b>INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+)</b>	<b>-38.551</b>	<b>-38.613</b>	<b>-39.418</b>	<b>-32.458</b>	<b>-38.844</b>	<b>-29.301</b>	<b>-117.971</b>	<b>-74.924</b>
in % del PIL	-2,2	-2,2	-2,2	-1,7	-2,2	-1,6	-7,1	-4,2
<i>PIL nominale</i>	<i>1.765.421</i>	<i>1.783.142</i>	<i>1.817.985</i>	<i>1.867.901</i>	<i>1.766.168</i>	<i>1.787.664</i>	<i>1.661.432</i>	<i>1.763.459</i>

Fonte: elaborazioni su dati della *Nota tecnico-illustrativa alla Legge di bilancio 2020 -2022*, Tabella 3.2-5 e DEF 2020, Tabella II.2-1.

**Tab. 2.2b** – Conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali a confronto  
(in percentuale del PIL)

	Nota tecnico illustrativa				DEF 2020			
	2018 (10/2019)	2019	2020	2021	2018 (4/2020)	2019	2020	2021
Redditi da lavoro dipendente	9,8	9,7	9,6	9,5	9,8	9,7	10,6	10,3
Consumi intermedi	8,3	8,2	8,3	8,1	8,3	8,3	9,3	8,7
Prestazioni sociali in denaro	19,8	20,3	20,6	20,7	19,7	20,2	23,2	22,0
<i>Pensioni</i>	15,2	15,5	15,7	15,8	15,2	15,4	17,0	16,4
<i>Altre prestazioni sociali</i>	4,5	4,9	5,0	5,0	4,5	4,8	6,2	5,6
Altre uscite correnti	3,6	3,7	3,6	3,7	3,7	3,7	4,1	4,0
<b>TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE</b>	<b>41,4</b>	<b>41,9</b>	<b>42,2</b>	<b>42,1</b>	<b>41,5</b>	<b>41,9</b>	<b>47,2</b>	<b>44,9</b>
Interessi passivi	3,7	3,4	3,3	3,1	3,7	3,4	3,6	3,6
<b>TOTALE USCITE CORRENTI</b>	<b>45,1</b>	<b>45,4</b>	<b>45,4</b>	<b>45,1</b>	<b>45,2</b>	<b>45,3</b>	<b>50,8</b>	<b>48,5</b>
Investimenti fissi lordi	2,1	2,3	2,2	2,5	2,1	2,3	2,5	2,6
Contributi agli investimenti	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	1,1	0,8
Altre uscite in conto capitale	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3
<b>TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>
<b>TOTALE USCITE PRIMARIE</b>	<b>44,7</b>	<b>45,3</b>	<b>45,4</b>	<b>45,6</b>	<b>44,9</b>	<b>45,3</b>	<b>51,2</b>	<b>48,7</b>
<b>TOTALE USCITE COMPLESSIVE</b>	<b>48,4</b>	<b>48,7</b>	<b>48,7</b>	<b>48,7</b>	<b>48,5</b>	<b>48,7</b>	<b>54,8</b>	<b>52,3</b>
Totale entrate tributarie	28,5	28,4	28,4	29,1	28,5	28,9	28,7	29,9
<i>Imposte dirette</i>	14,1	14,0	14,1	13,8	14,1	14,4	14,4	14,2
<i>Imposte indirette</i>	14,3	14,3	14,3	15,3	14,4	14,4	14,2	15,6
<i>Imposte in c/capitale</i>	0,1	0,1	0,06	0,06	0,1	0,1	0,1	0,1
Contributi sociali	13,3	13,5	13,5	13,4	13,3	13,5	13,8	13,4
<i>Contributi sociali effettivi</i>	13,1	13,3	13,3	13,2	13,0	13,3	13,5	13,2
<i>Contributi sociali figurativi</i>	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2
Altre entrate correnti	4,3	4,4	4,4	4,2	4,3	4,5	4,8	4,6
<b>TOTALE ENTRATE CORRENTI</b>	<b>46,0</b>	<b>46,3</b>	<b>46,3</b>	<b>46,7</b>	<b>46,1</b>	<b>46,9</b>	<b>47,2</b>	<b>47,8</b>
ALTRE ENTRATE IN CONTO CAPITALE	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,1
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>46,2</b>	<b>46,5</b>	<b>46,5</b>	<b>46,9</b>	<b>46,3</b>	<b>47,1</b>	<b>47,7</b>	<b>48,0</b>
<b>INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO PRIMARIO</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,6</b>
<b>INDEBITAMENTO (-) / ACCREDITAMENTO (+) NETTO</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-7,1</b>	<b>-4,2</b>
<i>PIL nominale</i>	1.765.421	1.783.142	1.817.985	1.867.901	1.766.168	1.787.664	1.661.432	1.763.459

Fonte: elaborazioni su dati della *Nota tecnico-illustrativa alla Legge di bilancio 2020 -2022*, Tabella 3.2-5 e DEF 2020, Tabella II.2-1.

**Tab. 2.2c** – Conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche: previsioni tendenziali a confronto  
(tassi di crescita)

	Nota tecnico illustrativa			DEF 2020		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Redditi da lavoro dipendente	0,3	1,3	1,0	0,4	1,3	3,0
Consumi intermedi	0,2	2,1	1,0	0,6	3,9	-0,7
Prestazioni sociali in denaro	3,9	3,5	3,2	3,7	6,9	0,3
<i>Pensioni</i>	2,7	3,1	3,6	2,4	2,7	2,3
<i>Altre prestazioni sociali</i>	8,0	4,8	2,1	7,8	20,2	-5,1
Altre uscite correnti	2,2	1,4	5,7	1,8	1,5	5,0
<b>TOTALE USCITE CORRENTI PRIMARIE</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>4,5</b>	<b>1,1</b>
Interessi passivi	-5,2	-3,4	-2,8	-6,7	0,5	4,7
<b>TOTALE USCITE CORRENTI</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>4,2</b>	<b>1,4</b>
Investimenti fissi lordi	7,7	0,0	16,3	7,2	2,7	11,2
Contributi agli investimenti	2,0	-2,5	5,4	2,3	29,7	-21,4
Altre uscite in conto capitale	-29,2	-8,2	-7,4	-12,1	5,2	-20,3
<b>TOTALE USCITE IN CONTO CAPITALE</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>11,9</b>	<b>3,6</b>	<b>9,2</b>	<b>-1,0</b>
<b>TOTALE USCITE PRIMARIE</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,9</b>	<b>0,9</b>
<b>TOTALE USCITE COMPLESSIVE</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>4,6</b>	<b>1,2</b>
Totale entrate tributarie	0,5	2,1	5,3	2,5	-7,7	10,5
<i>Imposte dirette</i>	0,5	2,4	0,7	3,4	-7,2	5,2
<i>Imposte indirette</i>	0,7	1,8	9,9	1,4	-8,2	15,9
<i>Imposte in c/capitale</i>	-24,7	-7,1	0,5	-21,5	-10,9	3,0
Contributi sociali	2,8	1,8	1,8	3,2	-5,2	3,0
<i>Contributi sociali effettivi</i>	2,8	1,8	1,8	3,2	-5,3	3,1
<i>Contributi sociali figurativi</i>	2,5	2,2	1,9	6,5	-0,1	1,7
Altre entrate correnti	5,4	0,8	-1,0	4,6	-0,1	1,2
<b>TOTALE ENTRATE CORRENTI</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-6,3</b>	<b>7,4</b>
<b>ALTRE ENTRATE IN CONTO CAPITALE</b>	<b>14,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>8,0</b>	<b>8,7</b>	<b>149,3</b>	<b>-60,7</b>
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-5,8</b>	<b>6,8</b>

Fonte: elaborazioni su dati della *Nota tecnico-illustrativa alla Legge di bilancio 2020 -2022*, Tabella 3.2-5 e DEF 2020, Tabella II.2-1.

**Tab. 2.3** – Misure *una tantum*  
(milioni di euro)

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Totale misure <i>una tantum</i> in valore assoluto (= a + b + c)</b>	<b>-575</b>	<b>1.867</b>	<b>644</b>	<b>3.200</b>	<b>3.291</b>
<i>Totale misure una tantum in % del PIL</i>	0,0	0,1	0,0	0,2	0,2
Entrate <i>una tantum</i> in valore assoluto (= a)	8.848	3.147	2.523	2.607	2.761
<i>Entrate una tantum in % del PIL</i>	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1
Spese <i>una tantum</i> netto dismissioni immobiliari (= b + c)	-9.423	-1.280	-1.879	593	530
<i>Spese una tantum netto dismissioni immobiliari in % del PIL</i>	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0
a) Entrate, di cui:	8.848	3.147	2.523	2.607	2.761
<i>Imposte sostitutive varie</i>	1.070	1.360	1.867	1.664	942
<i>Allineamento valori di bilancio ai principi IAS</i>	250	308	221	220	220
<i>Fondo solidarietà UE per sisma Amatrice</i>	1.167	0	0	0	0
<i>Fondo di risoluzione bancaria</i>	1.526	0	0	0	0
<i>Emersione capitali all'estero (voluntary disclosure)</i>	956	264	38	0	0
<i>Rottamazione cartelle, inclusa estensione a 2017 e riapertura respinte</i>	3.879	1.215	397	723	1.599
b) Spese, di cui:	-10.289	-2.200	-2.660	-1.174	-340
<i>Interventi per calamità naturali</i>	-2.326	-1.900	-1.803	-1.174	-340
<i>Fondo risoluzione (4 banche)</i>	-1.000	0	0	0	0
<i>Interventi in favore di MPS e Banche venete</i>	-6.343	0	0	0	0
<i>Riclassificazione prestito Alitalia</i>	-600	-300	-400	0	0
<i>Riclassificazione prestito Carige</i>			-457		
<i>Dividendi in uscita</i>	-20	0	0	0	0
c) Dismissioni immobiliari (minori spese)	866	920	781	1.767	870

Fonte: elaborazione su dati della tavola II.2-3 del DEF 2020, Sezione II.

**Tab. 2.4** – Indicatori di finanza pubblica – Quadro con nuove politiche (1)  
(in percentuale del PIL; segno + = miglioramento del saldo)

	2018	2019	2020	2021
<b>Indebitamento netto</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-10,4</b>	<b>-5,7</b>
Saldo primario	1,5	1,7	-6,8	-2,0
Interessi	-3,7	-3,4	-3,7	-3,7
<b>Debito pubblico</b>	<b>134,8</b>	<b>134,8</b>	<b>155,7</b>	<b>152,7</b>

Fonte: DEF 2020.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti delle cifre decimali.

**Tab. 2.5** – Clausole di salvaguardia attive dopo la legge di bilancio per il 2020  
(milioni di euro)

Intervento	2021	2022
Incremento aliquota IVA dal 10% al 12% dal 2021	5.793	5.793
Incremento aliquota IVA dal 22% al 25% nel 2021	13.110	
Incremento aliquota IVA dal 22% al 26,5% dal 2022		19.665
Incremento accise sui carburanti dal 2021	1.221	1.683
<b>Totale aumenti di gettito</b>	<b>20.124</b>	<b>27.141</b>
<i>Totale aumenti di gettito (in percentuale del PIL del DEF 2020)</i>	<i>1,2</i>	<i>1,5</i>

Fonte: elaborazioni su dati del testo e della relazione tecnica della legge di bilancio per il 2020.

**Tab. 2.6** – Determinanti della variazione del rapporto tendenziale tra il debito e il PIL (1)  
(in percentuale del PIL e tassi di variazione)

	2018	2019	2020	2021
Rapporto debito/PIL	134,8	134,8	151,8	147,5
Variazione rapporto debito/PIL	0,7	-0,0	17,0	-4,3
<b>Avanzo primario (competenza economica)</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>3,5</b>	<b>0,6</b>
<b>Effetto snow-ball <sup>(2)</sup>, di cui:</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>13,9</b>	<b>-5,2</b>
Spesa per interessi/PIL nominale	3,7	3,4	3,6	3,6
Contributo crescita PIL nominale	-2,2	-1,6	10,2	-8,8
<i>p.m. : Costo medio del debito</i>	<i>2,8</i>	<i>2,5</i>	<i>2,5</i>	<i>2,5</i>
<b>Aggiustamento stock-flussi</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>
Variazione disponibilità liquide del MEF	0,3	-0,1	-0,8	0,4
Altro	0,4	0,1	0,5	-0,1

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2020.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) L'effetto *snow-ball* è calcolato come somma della spesa per interessi su PIL nominale e del contributo della crescita del PIL nominale, dato da  $(d_{t-1}/PIL_{t-1}) * (-g_t/(1+g_t))$ , dove  $d_{t-1}$  è il debito al tempo t-1, e  $g_t$  è il tasso di crescita nominale del PIL al tempo t.

**Tab. 2.7** – Determinanti della variazione del rapporto con nuove politiche tra il debito e il PIL (1)  
(in percentuale del PIL e tassi di variazione)

	2018	2019	2020	2021
Rapporto debito/PIL	134,8	134,8	155,7	152,7
Variazione rapporto debito/PIL	0,7	-0,0	20,9	-3,0
<b>Avanzo primario (competenza economica)</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>6,8</b>	<b>2,0</b>
<b>Effetto snow-ball <sup>(2)</sup>, di cui:</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>13,9</b>	<b>-5,3</b>
Spesa per interessi/PIL nominale	3,7	3,4	3,7	3,7
Contributo crescita PIL nominale	-2,2	-1,6	10,2	-9,0
p.m. : Costo medio del debito	2,8	2,5	2,5	2,5
<b>Aggiustamento stock-flussi</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
Variazione disponibilità liquide del MEF	0,3	-0,1	-0,8	0,4
Altro	0,4	0,1	1,0	-0,1

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2020.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. - (2) L'effetto *snow-ball* è calcolato come somma della spesa per interessi su PIL nominale e del contributo della crescita del PIL nominale, dato da  $(d_{t-1}/PIL_{t-1}) * (-g_t/(1+g_t))$ , dove  $d_{t-1}$  è il debito al tempo t-1, e  $g_t$  è il tasso di crescita nominale del PIL al tempo t.

**Tab. 2.8** – Emissioni lorde di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema

	2020	
	Ipotesi acquisti titoli pubblici all'85 per cento	Ipotesi acquisti titoli pubblici al 100 per cento
Fabbisogno del settore statale (a)	191	191
Rimborsi titoli di Stato (b)	372	372
Variazione Conto disponibilità del Tesoro (c)	-13	-13
<b>Emissioni lorde titoli di Stato (d) = (a) + (b) + (c)</b>	<b>550</b>	<b>550</b>
Acquisti titoli di Stato PSPP e PEPP (e)	160	189
Reinvestimento scadenze PSPP (f)	34	34
<b>Acquisti lordi titoli di Stato PSPP e PEPP (g) = (e) + (f)</b>	<b>195</b>	<b>223</b>
<b>Emissioni lorde titoli di Stato al netto PSPP e PEPP (h) = (d) - (g)</b>	<b>355</b>	<b>327</b>

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2020, BCE, Banca d'Italia, MEF.



**Tab. 2.9** – Emissioni nette di titoli di Stato italiani al netto dei programmi di acquisto dell'Eurosistema

	2020	
	Ipotesi acquisti titoli pubblici all'85 per cento	Ipotesi acquisti titoli pubblici al 100 per cento
Fabbisogno del settore statale (a)	191	191
Variazione Conto disponibilità del Tesoro (b)	-13	-13
<b>Emissioni nette titoli di Stato (c) = (a) + (b)</b>	<b>178</b>	<b>178</b>
Acquisti titoli di Stato PSPP e PEPP (d)	160	189
Scadenze titoli di Stato SMP (e)	-10	-10
<b>Emissioni nette titoli di Stato al netto acquisti PSPP e PEPP e scadenze SMP (f) = (c) - (d) - (e)</b>	<b>28</b>	<b>-1</b>

Fonte: elaborazioni su dati del DEF 2020, BCE, Banca d'Italia, MEF.

**Tab. 3.1** – Richiesta di autorizzazione in termini di indebitamento netto nominale per anno  
(miliardi di euro)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Scostamento derivante dalle misure del prossimo DL	55,00	24,85	32,75	33,05	33,15	33,25	33,25	33,25	33,25	33,25	33,25	33,25	29,20
Oneri del servizio del debito derivante dal prossimo DL	0,33	1,45	2,15	2,95	3,85	4,75	5,35	5,60	5,85	6,05	6,20	6,40	6,40
<b>Scostamento totale</b>	<b>55,33</b>	<b>26,30</b>	<b>34,90</b>	<b>36,00</b>	<b>37,00</b>	<b>38,00</b>	<b>38,60</b>	<b>38,85</b>	<b>39,10</b>	<b>39,30</b>	<b>39,45</b>	<b>39,65</b>	<b>35,60</b>

Fonte: Relazione al Parlamento, aprile 2020.

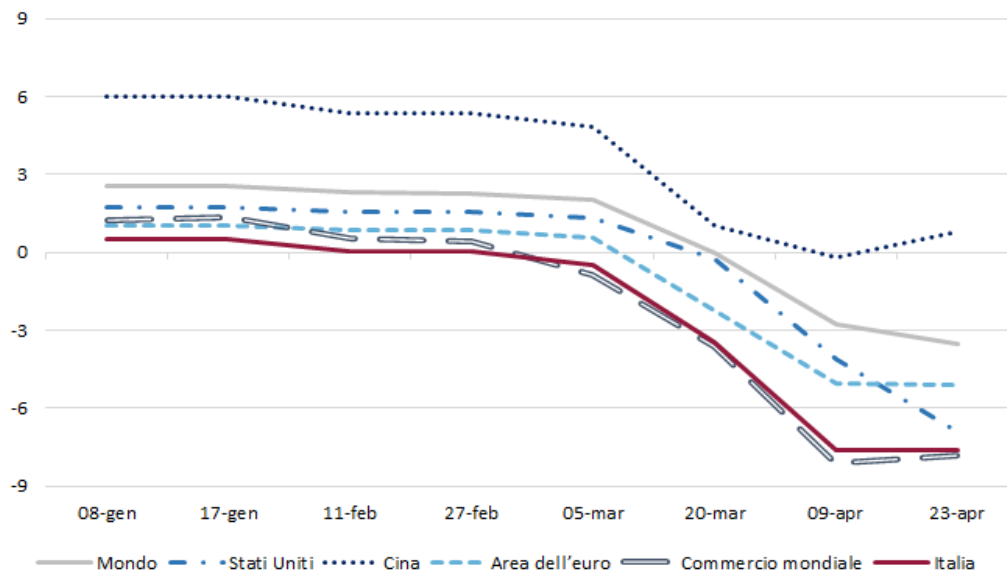
**Tab. A4.1.1** – Operazioni effettuate dal MES, quote dei paesi beneficiari di assistenza nel capitale MES

	Durata del programma	Scadenza ripagamento del <i>principal</i>	Risorse erogate (miliardi di euro)	<i>Outstanding</i> (miliardi di euro)	Quota cap. MES (percentuale)
Spagna	Dic. 2012-dic. 2013	Dal 2022 al 2027	41,3	23,7	11,81
Cipro	Apr. 2013-mar. 2016	Dal 2025 al 2031	6,3	6,3	0,19
Grecia	Ago. 2015-ago. 2018	Dal 2034 al 2060	61,9 <sup>(1)</sup>	59,9	2,79
<b>Totale</b>			<b>109,5</b>	<b>89,9</b>	

Fonte: MES.

(1) Impegnati 86 miliardi

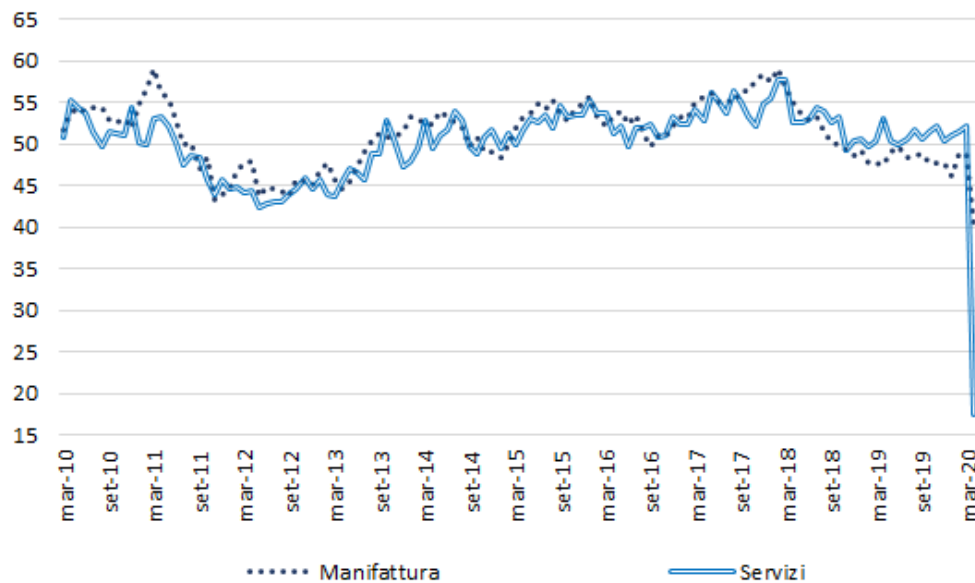
**Fig. 1.1** – Previsioni di Oxford Economics sull'attività economica globale nel 2020 (1)



Fonte: Oxford Economics.

(1) Le linee rappresentano le previsioni sul 2020 relative alla variazione del PIL di diverse aree e del commercio mondiale.

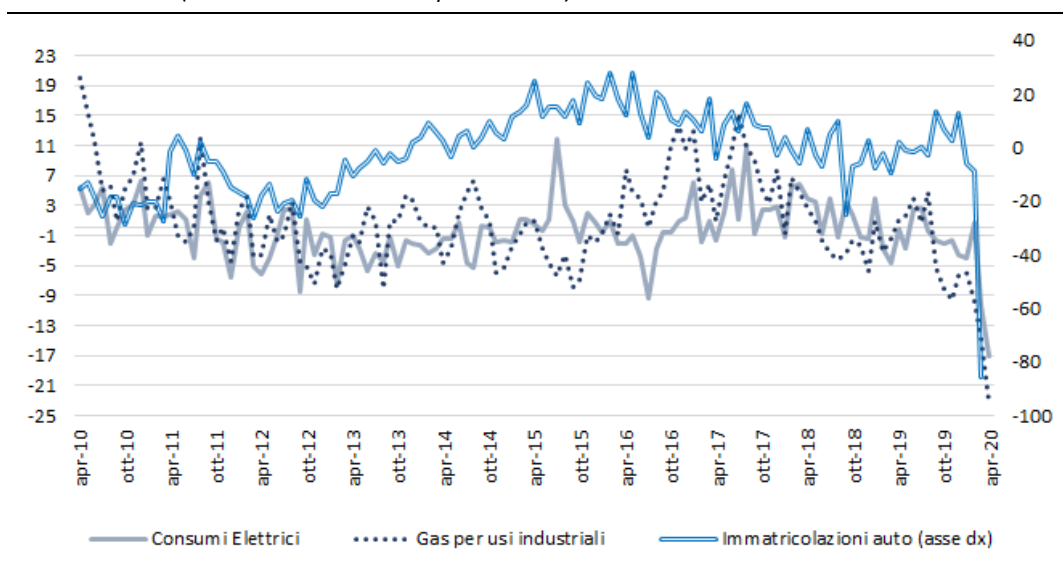
**Fig. 1.2** – Indici PMI per l'Italia (1)



Fonte: IHS Markit.

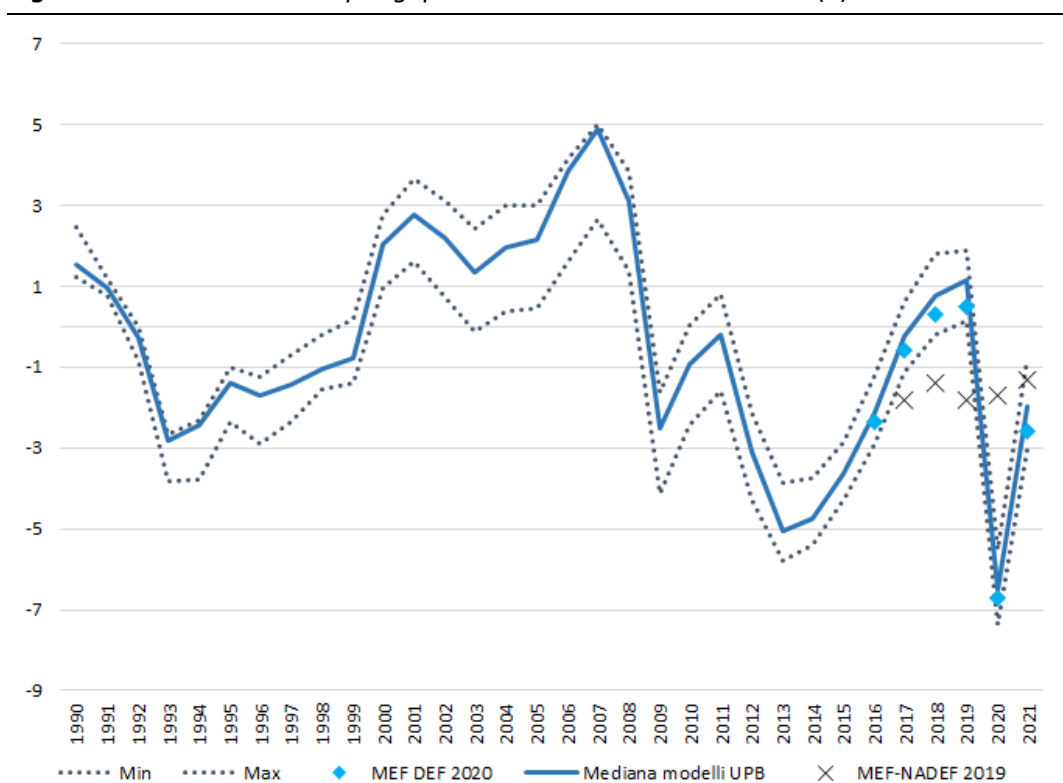
(1) Indici di fiducia basati sulle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese; un valore superiore a 50 indica l'espansione.

**Fig. 1.3** – Indicatori tempestivi dell'attività economica  
(variazione tendenziale percentuale)



Fonte: Terna, Snam e ANFIA.

**Fig. 1.4** – Stime dell'output gap del MEF e dei modelli dell'UPB (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Ameco; DEF 2020 e NADEF 2019.

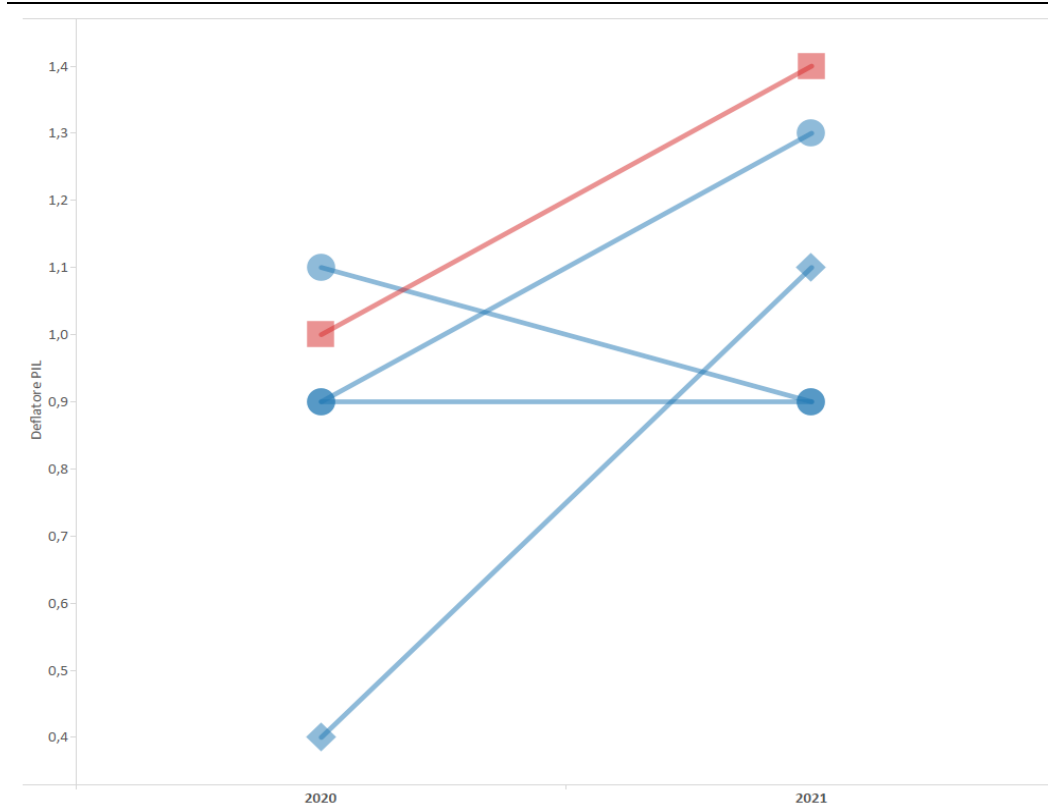
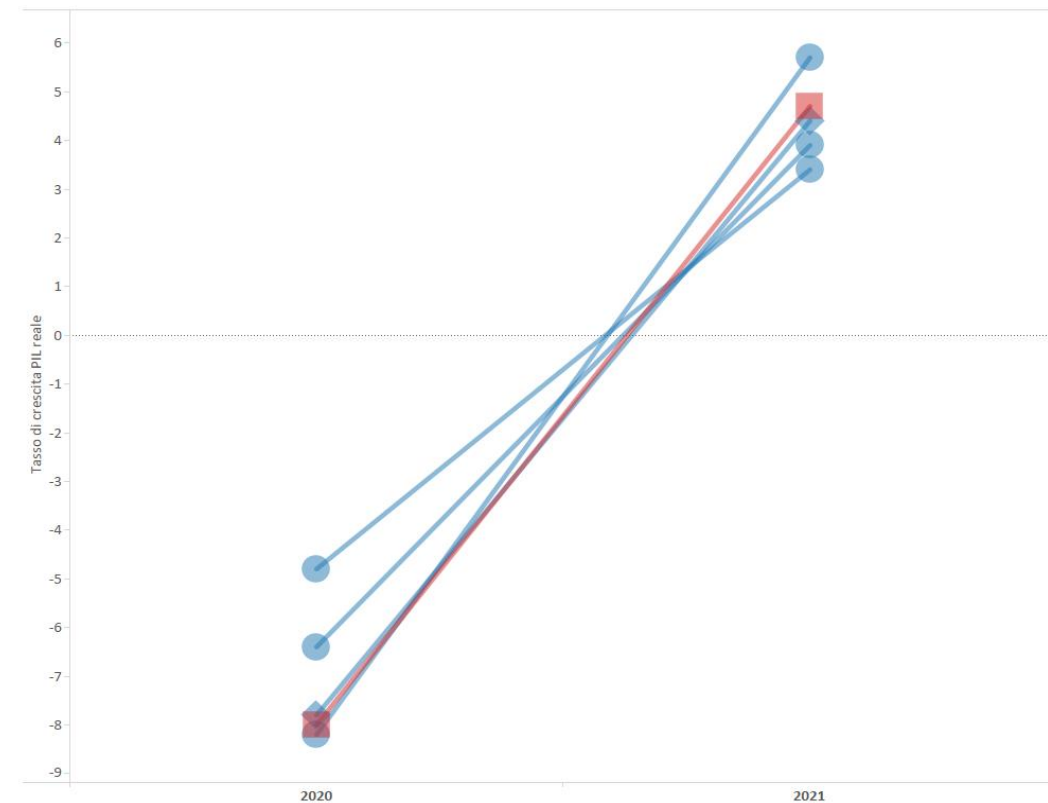
(1) Il grafico riporta l'output gap (mediano, minimo e massimo) ottenuto con i nuovi modelli di stima dell'UPB e quello stimato dal Governo nel DEF 2020 e nella NADEF 2019.

**Fig. 1.5** – Le principali variabili del quadro del Governo e del *panel* UPB nel 2020



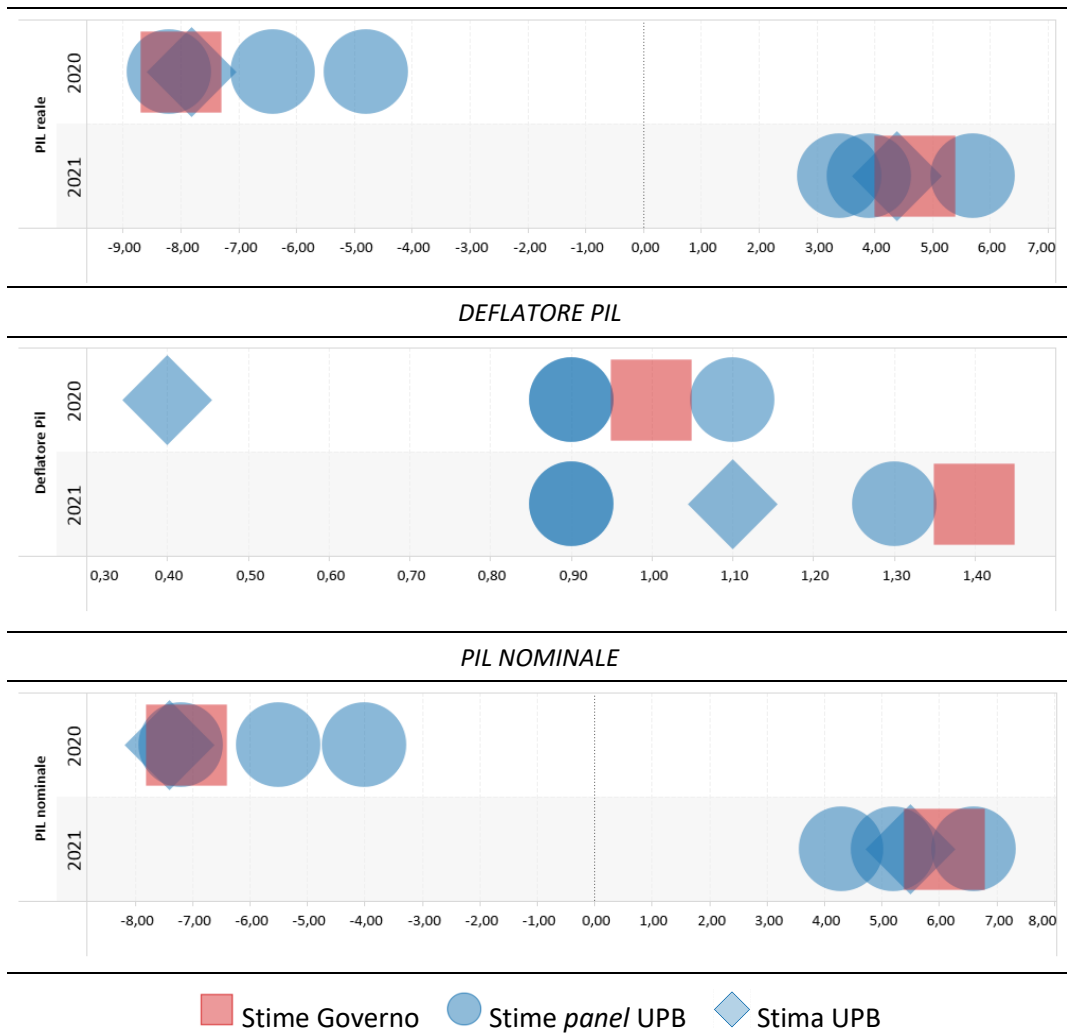
■ Stime Governo    ● Stime *panel* UPB    ◆ Stima UPB

**Fig. 1.6** – PIL reale e deflatore del PIL, profili temporali del Governo e del *panel* UPB

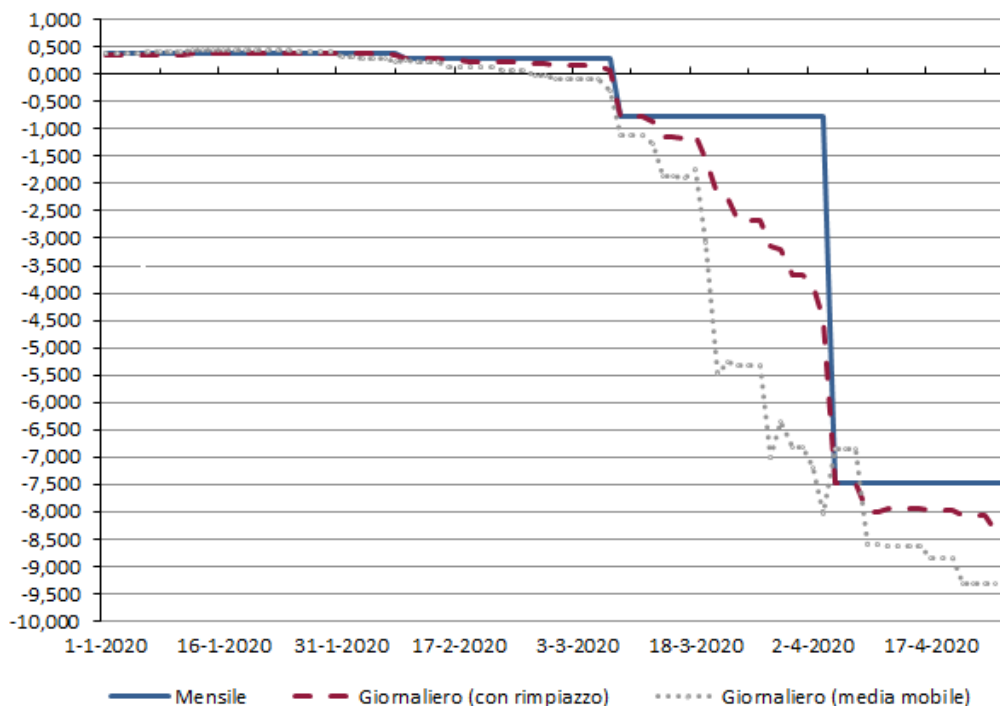


■ Stime Governo    ● Stime *panel* UPB    ◆ Stima UPB

**Fig. 1.7** – Confronto degli scenari di previsione tendenziale del Governo e del *panel* UPB  
*PRODOTTO INTERNO LORDO*



**Fig. 1.8** – Previsioni degli analisti sul PIL dell'Italia nel 2020 (1)



Fonte: Consensus Economics.

(1) La linea continua rappresenta le previsioni di Consensus Forecast realizzate mensilmente; le linee tratteggiate rappresentano aggiornamenti giornalieri di tali previsioni, ottenuti sia mantenendo il *panel* bilanciato (con rimpiazzo), sia considerando solo le previsioni più recenti (media mobile).