



Giunte e Commissioni

RESOCONTO STENOGRAFICO

n. 7

N.B. I resoconti stenografici delle audizioni sul DEF seguono una numerazione indipendente.

COMMISSIONI CONGIUNTE

5^a (Bilancio) del Senato della Repubblica

e

V (Bilancio, tesoro e programmazione) della Camera dei deputati

AUDIZIONI, AI SENSI DELL'ARTICOLO 125-BIS, COMMA 3, DEL REGOLAMENTO DEL SENATO E DELL'ARTICOLO 118-BIS, COMMA 3, DEL REGOLAMENTO DELLA CAMERA DEI DEPUTATI, IN ORDINE ALLA NOTA DI AGGIORNAMENTO DEL DOCUMENTO DI ECONOMIA E FINANZA PER IL 2021 (DOC. LVII, n. 4-bis E ALLEGATI)

26^a seduta (notturna): martedì 5 ottobre 2021

Presidenza del presidente della 5^a Commissione del Senato della Repubblica PESCO

I N D I C E**Audizione dei rappresentanti dell'Ufficio Parlamentare di bilancio**

PRESIDENTE	Pag. 3, 5, 11 e <i>passim</i>	PISAURO	Pag. 3, 5, 13
MODENA (FIBP-UDC), <i>senatrice</i>	12, 13		
PETTARIN (CI), <i>deputato</i>	12		

Sigle dei Gruppi parlamentari del Senato della Repubblica: Forza Italia Berlusconi Presidente-UDC: FIBP-UDC; Fratelli d'Italia: FdI; Italia Viva-P.S.I.: IVPSI; Lega-Salvini Premier-Partito Sardo d'Azione: L-SP-PSd'Az; MoVimento 5 Stelle: M5S; Partito Democratico: PD; Per le Autonomie (SVP-PATT, UV): Aut (SVP-PATT, UV); Misto: Misto; Misto-IDEA e CAMBIAMO: Misto-IeC; Misto-Liberi e Uguali: Misto-LeU; Misto-Movimento associativo italiani all'estero: Misto-MAIE; Misto+Europa – Azione: Misto+Eu-Az.

Sigle dei Gruppi parlamentari della Camera dei deputati: MoVimento 5 Stelle: M5S; Lega – Salvini Premier: Lega; Partito Democratico: PD; Forza Italia – Berlusconi Presidente: FI; Fratelli d'Italia: FdI; Italia Viva: IV; Liberi e Uguali: LeU; Misto: Misto; Misto-L'Alternativa c'è: Misto-L'A.C'È; Misto-Centro Democratico: Misto-CD; Misto-Cambiamo!-Popolo Protagonista: Misto-C!-PP; Misto-Noi con l'Italia-USEIRinascimento ADC: Misto-NcI-USEI-R-AC; Misto-Facciamo Eco-Federazione dei Verdi: Misto-FE-FDV; Misto-Azione+Europa-Radicali Italiani: Misto-A+E-RI; Misto-Minoranze Linguistiche: Misto-Min.Ling.; Misto-MAIE-PSI: Misto-MAIE-PSI.

Interviene, in videoconferenza, il presidente dell'Ufficio Parlamentare di bilancio Giuseppe Pisauro.

I lavori hanno inizio alle ore 20.

PROCEDURE INFORMATIVE

Audizione dei rappresentanti dell'Ufficio Parlamentare di bilancio

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito delle audizioni, ai sensi dell'articolo 125-*bis*, comma 3, del Regolamento del Senato e dell'articolo 118-*bis*, comma 3, del Regolamento della Camera dei deputati, in ordine alla Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza per il 2021 (*Doc. LVII*, n. 4-*bis* e allegati).

Comunico che, ai sensi dell'articolo 33, comma 4, del Regolamento del Senato, è stata richiesta sia l'attivazione dell'impianto audiovisivo a circuito chiuso sia la trasmissione sui canali *web* e satellitare del Senato della Repubblica e che la Presidenza del Senato ha fatto preventivamente conoscere il proprio assenso. Se non ci sono osservazioni, tale forma di pubblicità è dunque adottata per il prosieguo dei lavori.

Avverto, inoltre, che la pubblicità della seduta odierna è assicurata anche attraverso il Resoconto stenografico.

È oggi prevista l'audizione dei rappresentanti dell'Ufficio parlamentare di bilancio, a cui porgo il benvenuto a nome delle Commissioni congiunte.

Cedo quindi la parola al presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio Giuseppe Pisauro.

PISAURO. Signor Presidente, onorevoli senatori e deputati, il nostro intervento sulla NADEF si articola in due parti. La prima riguarda il quadro macroeconomico e in particolare il risultato della nostra procedura di validazione delle previsioni. La seconda riguarda le prospettive di finanza pubblica. Credo che il nostro documento sia stato distribuito e quindi farò riferimento ai grafici e alle tabelle contenute nello stesso.

PRESIDENTE. Sì, abbiamo tutto, grazie.

PISAURO. Ottimo. Grazie, Presidente.

Iniziando dalla prima parte, il quadro macroeconomico della NADEF è stato rivisto in misura significativa rispetto a quello del DEF soprattutto per quello che riguarda il 2021. In parte ciò è dovuto alla revisione delle ipotesi sul quadro macroeconomico internazionale, in particolare sul commercio internazionale, che crescerebbe, rispetto a quanto si immaginava

nel DEF lo scorso aprile, di due punti in più nel 2021 e di due punti in più circa nel 2022. Questo quadro macroeconomico internazionale determina in parte, come dicevo, il miglioramento del quadro italiano. Esistono tuttavia fattori di rischio sull'attività economica internazionale, che è stata rivista al rialzo, che sono orientati al ribasso. Di questo parleremo diffusamente più avanti, ma in particolare si tratta delle incognite che ci sono sull'evoluzione della pandemia, dei prezzi delle materie prime, delle strozzature nell'offerta e nella logistica internazionale e della possibilità che, collegata a questi problemi dal lato dell'offerta, la crescita dell'inflazione divenga permanente o se non altro meno transitoria di quello che oggi si immagina e che immaginano anche le autorità monetarie delle varie banche centrali. Questo, quindi, potrebbe portare a politiche monetarie meno accomodanti e meno espansive di quelle attuali.

Riguardo all'economia italiana, gli ultimi dati dell'ISTAT diffusi oggi, che confermano per il secondo trimestre dell'anno in corso una crescita del 2,7 per cento, sono positivi. Questo 2,7 per cento è ben superiore alla crescita media dell'area Euro nel secondo trimestre (2 per cento) e quindi l'effetto è quello di ridurre fortemente, quasi fino ad annullarlo, il *gap* che si era prodotto nell'economia italiana rispetto ai livelli *pre* pandemia, confrontato con quello che accadeva nei principali Paesi europei. Tutto ciò è descritto sinteticamente nella figura 1.2 a pagina 40 del testo distribuito (le figure, le tabelle, sono in fondo).

Gli indicatori disponibili prefigurano un proseguimento della fase espansiva anche nella seconda metà del 2021, con qualche segnale di rallentamento. Questo ci porta al quadro tendenziale macroeconomico e al nostro esercizio di validazione.

Le previsioni tendenziali per gli anni 2021-2022, come è noto e come è scritto nello stesso DEF, sono state validate dall'UPB con una lettera di validazione trasmessa lo scorso 24 settembre, dopo aver trasmesso al MEF una lettera con alcune osservazioni sulla loro prima versione provvisoria il 16 settembre, cui poi è seguita una revisione del quadro che è stato poi validato, appunto, il 24 settembre.

Ritorniamo alla tradizione di mostrare in modo trasparente l'esercizio che abbiamo compiuto alla figura 1.4, a pagina 42 del testo distribuito. Ricordo che per il tendenziale qui sono illustrate le previsioni della crescita reale e nominale del PIL. La previsione del Governo è rappresentata dal quadrato rosso, mentre, tra le figure in blu, il rombo rappresenta l'UPB e i cerchi sono quelli dei quattro previsori indipendenti che fanno parte del panel UPB. Come vedete, per il 2021 in termini di crescita reale le previsioni di tutti i previsori sono molto addensate, comunque la previsione del Governo si situa, grosso modo, sulla mediana delle previsioni, quindi è ampiamente all'interno dell'intervallo di accettazione, e lo stesso accade negli anni successivi (sul punto, torneremo più avanti). Per quanto riguarda la crescita del PIL nominale l'addensamento è minore e la previsione del Governo si situa verso l'estremo superiore dell'intervallo.

Per avere una visione d'insieme forse sarebbe utile osservare la figura 1.6, a pagina 44, in cui si vedono i percorsi disegnati dei vari previsori. Come in precedenza, il percorso in rosso con il simbolo del quadrato rappresenta quello ufficiale del Governo, gli altri percorsi sono quelli dei cinque previsori compresi nel panel UPB. Come vedete, c'è una sostanziale convergenza delle previsioni dei vari soggetti, e tutto ciò ci ha indotto a confermare la validazione per quanto riguarda il quadro tendenziale. Ricordo che la validazione formalmente nella sessione autunnale riguarda solo l'anno corrente e l'anno successivo, quindi in questo caso il 2021-2022. Sugli altri due anni compresi nel periodo di previsione, quindi gli anni 2023 e 2024, noi esprimiamo comunque le nostre valutazioni che, in questo caso, sono per quanto riguarda il tendenziale sostanzialmente positive, anche se come vedete la previsione del Governo tende ad avvicinarsi all'estremo superiore. Tutto questo ha a che fare – poi lo affronteremo parlando del quadro programmatico – con una serie di valutazioni e con i rischi cui è soggetta la previsione... (*Il collegamento audio si disattiva, poi viene ripristinato*).

PRESIDENTE. Non la sentiamo più...

PISAURO. Si sente adesso?

PRESIDENTE. Sì.

PISAURO. Dicevo che la validazione del quadro programmatico riguarda anche in questo caso il 2021 e il 2022. Il 2021 naturalmente coincide con il tendenziale, quindi vale la pena di concentrarsi sul 2022. Osservate la figura 1.8 a pagina 46: qui trovate tutte le variabili più importanti del quadro macroeconomico per la previsione programmatica per il 2022 del Governo, confrontata con le previsioni dei cinque componenti del *panel* UPB. Si nota immediatamente che c'è una certa variabilità tra le previsioni dei componenti del *panel*. Quella del Governo grosso modo coincide il più delle volte con la mediana, quindi è ampiamente all'interno del quadro dell'intervallo del nostro *panel*. Devo dire che questo è un caso abbastanza eccezionale: è l'ottava volta che facciamo questo esercizio per la NADEF e il più delle volte, per gran parte dei casi, la previsione del Governo tendeva a situarsi all'estremo superiore dell'intervallo di accettazione; in questo caso, siamo ampiamente all'interno. Quindi validiamo anche il quadro programmatico, in particolare in quanto la previsione di crescita del 2022 del PIL reale (il 4,7 per cento) è prossima alla mediana dell'intervallo di validazione e quella del PIL nominale (6,4 per cento) si attesta poco al di sopra della stessa mediana. Vi è poi, tenuto conto della validazione già avvenuta del tendenziale, un impatto della manovra di bilancio sull'attività economica del 2022 sostanzialmente analogo a quello stimato dal *panel* UPB; e infine, una decelerazione della crescita del PIL prevista dal MEF del 2021 e del 2022 generalmente condivisa dal *panel* UPB. E questa è l'ultima figura di questa parte – la figura 1.9 – in

cui si possono notare i vari sentieri disegnati dai vari previsori, che conferma quello che dicevo, sempre con la cautela sugli anni 2023 e soprattutto 2024, dove la previsione del Governo tende a collocarsi di nuovo, come in passato, sull'estremo superiore dell'intervallo.

Questo per quanto riguarda la validazione formale. Tuttavia, come tutte le previsioni, anche questa è soggetta a una serie di rischi. Ci sono anche rischi positivi, che porterebbero a una valutazione ancora migliore di quella contenuta nelle previsioni ufficiali; gran parte dei rischi però tendono tuttavia verso il basso.

L'evoluzione dell'economia italiana nei prossimi trimestri dipende strettamente dall'ipotesi che l'ondata di contagi si mantenga sotto controllo, in modo da evitare che si possano determinare tensioni sul sistema sanitario tali da richiedere nuove restrizioni delle attività economiche. Sulla base degli ultimi dati disponibili, le campagne di vaccinazione si sono rivelate efficaci nel ridurre i sintomi più gravi del Covid-19 anche nei confronti della variante Delta, come si desume dalla relativa moderazione dei ricoveri nei reparti di terapia intensiva. Tuttavia, occorre considerare che l'immunizzazione attualmente riguarda circa un terzo della popolazione mondiale, per cui non si può escludere l'insorgere di nuove varianti nei prossimi trimestri rispetto alle quali l'efficacia dei vaccini al momento disponibili potrebbe essere inferiore. Quindi, il primo fattore di rischio è l'evoluzione della pandemia.

Il secondo fattore di rischio è quello delle strozzature nell'offerta, cui accennavo già prima, che poi si porterebbero dietro un permanere delle tendenze inflazionistiche che stiamo osservando in questi mesi e, probabilmente, un'intonazione della politica monetaria diversa da quella a cui siamo stati abituati negli ultimi anni. Si tratta del contesto dell'economia internazionale in un'ottica di breve periodo, che appare favorevole ma se – ripeto – le restrizioni dell'offerta dovessero venire meno più lentamente di quanto atteso, vi sarebbero ripercussioni sulla domanda estera già dal prossimo anno.

Vi è poi un rischio connesso all'ipotesi, che è implicita in tutto lo scenario macroeconomico del MEF, di un integrale, tempestivo ed efficiente utilizzo da parte dell'Italia dei fondi europei del programma *Next generation EU* al fine di attuare i progetti di investimento predisposti con il Piano nazionale di ripresa e resilienza nei tempi e nei modi previsti. Questo implica anche l'effettiva disponibilità di un'ampia capacità produttiva inutilizzata, soprattutto nel settore delle costruzioni (e qui qualche segnale dell'esaurirsi di questa capacità produttiva inutilizzata cominciamo ad averlo). In caso contrario, il comparto potrebbe mostrare vincoli dal lato dell'offerta nell'assecondare il considerevole irrobustimento della domanda pubblica, attenuando quindi gli effetti moltiplicativi sull'attività degli altri settori produttivi. È chiaro che un'attuazione parziale, ritardata o inefficiente di tali interventi comporterebbe il venire meno di un rilevante fattore di sostegno alla crescita.

Accennavo prima che vi è anche la possibilità di uno scenario favorevole, che ha a che fare con il fatto che, come ricorderete, durante lo scorso anno si sono accumulate elevate consistenze di risparmio a scopo precauzionale. Ricordo che la propensione al risparmio per quanto riguarda l'Italia è praticamente raddoppiata, passando da valori inferiori al 10 per cento a valori superiori al 20 per cento nel 2020. Se si tornasse ai livelli *pre* pandemia, naturalmente questo comporterebbe un recupero della spesa per consumi più rapido se l'incertezza delle famiglie si riducesse stabilmente. Segnali in questa direzione già ci sono: secondo gli ultimi dati la propensione al consumo in Italia è scesa nuovamente dal 20 per cento dello scorso anno (anzi da valori superiori al 20 per cento) a circa il 14 per cento, però è comunque più alta di quella prima della pandemia. Tuttavia c'è un *caveat* da mettere in rilievo: il recente rialzo dell'inflazione, sospinto al momento dal rincaro dei beni energetici e dalla carenza dei semilavorati, potrebbe risultare più intenso e persistente di quanto prefigurato dalle autorità monetarie. In tal caso, l'aumento dei prezzi andrebbe ad intaccare il potere d'acquisto delle famiglie e potrebbe attivare una reazione della politica monetaria con effetti avversi sull'attività economica.

Se ci muoviamo su un orizzonte temporale meno ravvicinato, un fattore cruciale riguarderà l'intonazione delle politiche economiche. Quando la pandemia sarà debellata e l'economia mondiale tornerà a crescere stabilmente, si porrà il problema di ridurre gli squilibri finanziari accumulati. Eventuali sfasamenti nei cicli di ripresa tra Paesi potrebbero incidere sui premi a rischio richiesti dai mercati per le economie con livelli di indebitamento particolarmente elevati, con eventuali tensioni finanziarie che inciderebbero sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese. Per i Paesi dell'Unione europea tali rischi dipenderanno anche dal nuovo sistema di regole di bilancio, sulla cui revisione il dibattito è in corso e dovrebbe continuare nel corso del prossimo anno.

Conclusa la parte della relazione che riguarda il quadro macroeconomico, passiamo alla finanza pubblica.

La NADEF aggiorna le previsioni tendenziali di finanza pubblica riportate nel DEF dello scorso aprile scontando, da un lato, il miglioramento dello scenario macroeconomico, nonché l'andamento favorevole dei tassi di interesse, dall'altro, gli effetti finanziari dei provvedimenti legislativi approvati successivamente alla pubblicazione del DEF. Ricordo che il disavanzo, l'indebitamento netto, è stimato al 9,4 per cento del PIL nel 2021 contro il 9,6 per cento del 2020 ed è sensibilmente inferiore al valore indicato nel DEF per il 2021 (11,8 per cento); quindi, il valore indicato nel DEF, pari a all'11,8 per cento, oggi è diventato 9,6 per cento.

Al miglioramento rispetto alle previsioni di aprile si può stimare approssimativamente che abbiano contribuito in misura analoga da un lato le maggiori entrate legate alla crescita economica più favorevole e dall'altro le minori spese associate all'utilizzo degli interventi adottati, utilizzo che è risultato, sulla base dei dati di monitoraggio, inferiore rispetto a quanto

inizialmente stimato (interventi in buona parte relativi ai contributi a fondo perduto).

Nel triennio 2022-2024 si delinea un percorso di riduzione del deficit tendenziale che si dimezza scendendo al 4,4 per cento del PIL nel 2022 contro il 5,4 per cento del DEF per poi calare ulteriormente al 2,4 per cento contro il 3,7 per cento del DEF nel 2023 e quindi al 2,1 per cento nel 2024 contro il 3,4 per cento del DEF. Il disavanzo primario si ridimensiona nel 2022, riducendosi all'1,5 per cento del PIL, per poi passare in territorio positivo, quindi tornare ad essere un avanzo primario (0,3 – 0,4 per cento nel 2024). Questo andamento favorevole rispecchierebbe soprattutto una continua discesa della spesa al netto degli interessi; per inciso, è evidente il fattore di rischio che citavo prima sull'intonazione della politica monetaria, non riguarda solo il quadro macro ma anche la spesa; e sulla base di ciò in intonazione si basa una previsione di spesa per i tassi di interesse bassi, e quindi il fattore di rischio poi si ripercuoterebbe sulla finanza pubblica.

Per quanto riguarda il quadro programmatico, la NADEF delinea un'impostazione della politica di bilancio suddivisa in due fasi: nella prima (biennio 2022-2023), l'intonazione rimane espansiva rispetto al tendenziale; a partire dal 2024 inizia una seconda fase in cui la politica di bilancio, tramite il conseguimento di avanzi primari, sarebbe maggiormente orientata alla riduzione del *deficit* strutturale del rapporto tra reddito e PIL. In particolare, la manovra aumenta il disavanzo rispetto al quadro tendenziale di 1,2 punti di PIL nel 2022, di 1,5 punti nel 2023 e di nuovo di 1,2 punti nel 2024. Quindi l'indebitamento netto dovrebbe collocarsi al 5,6 per cento del PIL nel prossimo anno, dopo il già ricordato 9,4 per cento stimato per il 2021, per poi scendere al 3,9 per cento e al 3,3 per cento.

Nella tabella 2.4 trovate il riassunto, da cui si nota in particolare che il livello programmato di disavanzo e indebitamento netto programmato del DEF (dopo la manovra, per cui questo ulteriore disavanzo è aggiunto agli andamenti tendenziali) rimarrebbe comunque al di sotto dei livelli immaginati in sede di DEF.

Riguardo a contenuto e composizione della manovra, da attuare attraverso la legge di bilancio e i provvedimenti collegati, la NADEF fornisce soltanto indicazioni generali relative ai principali ambiti di intervento; allo stato attuale delle informazioni è possibile formulare solo alcune prime osservazioni preliminari di carattere generale.

Come abbiamo rilevato prima, l'evoluzione delle grandezze di finanza pubblica dipende da previsioni macroeconomiche che appaiono soggette a rischi prevalentemente orientati al ribasso, sia di matrice internazionale sia di matrice interna. Il realizzarsi del quadro macroeconomico programmatico dipenderà anche dalla concomitante piena attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza.

Abbiamo osservato prima che gran parte del miglioramento dei conti tendenziali rispetto al DEF viene utilizzata per fini espansivi con conseguente peggioramento del *deficit*. Dato l'elevato livello del debito pub-

blico, appare fondamentale mantenere gli aggregati di bilancio sul sentiero di rientro programmato.

Nella NADEF viene dichiarato l'obiettivo, che va oltre il periodo considerato nell'orizzonte temporale di questo documento, di riportare il rapporto tra debito e PIL nel 2030 allo stesso livello del 2019: quindi, riportare il rapporto tra reddito e PIL nel 2030 a circa il 134 per cento del PIL. Cerchiamo di comprendere cosa comporta questo obiettivo: sarebbe necessaria, in media, una riduzione del rapporto di circa 2 punti di PIL l'anno a partire dal 2025. Si tratta di diminuzioni maggiori di quelle previste nello scenario programmatico della NADEF per il 2023, dove il rapporto debito-PIL diminuisce di 1,8 e nel 2024 di 1,5 punti percentuali; vorrebbe dire continuare a diminuire il rapporto debito-PIL in misura superiore a quello immaginato alla fine del periodo di programmazione che qui consideriamo. Per il raggiungimento di questi obiettivi si deve quindi immaginare una continuità nell'impostazione della politica di bilancio, al fine di mantenere la strategia sottostante la NADEF anche negli anni successivi, quando saranno necessari avanzi primari più elevati di quelli prefigurati in questo documento per la riduzione del rapporto tra debito e PIL.

In particolare, secondo la NADEF, a partire dal 2024 sarà necessario moderare la dinamica della spesa pubblica corrente e accrescere le entrate fiscali attraverso il contrasto all'evasione.

Per quanto riguarda la spesa, sarebbe importante individuare già da adesso gli spazi per gli interventi correttivi sul lato della spesa attraverso un'analisi che individui per tempo gli elementi su cui agire, cercando di stabilire chiaramente una scala di priorità tra le tante che stanno emergendo (le esigenze di spesa risultano accresciute dopo la pandemia) e di cogliere eventuali criticità per un uso più efficace delle risorse di bilancio disponibili. Per quanto riguarda il contrasto all'evasione, sarà utile un'analisi più approfondita e un'azione sempre più incisiva di contrasto dell'evasione fiscale per contribuire, oltre che al consolidamento di bilancio, a realizzare gli obiettivi di riduzione delle aliquote.

La morale di tutto ciò è che l'attuazione di una riforma fiscale che riduca il carico tributario, quindi le aliquote, sarà credibile solo se accompagnata dal raggiungimento di un livello di debito in rapporto al PIL significativamente inferiore a quello attuale. In sostanza, esiste un vincolo di bilancio generale.

Due parole sull'evoluzione programmatica del debito. Grazie al miglioramento del quadro macroeconomico, la NADEF prevede un sensibile miglioramento del profilo programmatico del rapporto tra debito e PIL rispetto al DEF, con l'avvio di un percorso di riduzione già a partire dall'anno in corso. Nella figura 2.1 (pagina 47) vengono messi a confronto il percorso di riduzione del debito prefigurato nel DEF e quello configurato dalla NADEF. È evidente una differenza sostanziale. A fine 2021 il debito dovrebbe attestarsi al 153,5 per cento del PIL, due punti in meno rispetto al livello del 2020, mentre secondo il DEF sarebbe aumentato. Secondo questo profilo programmatico nel 2024 lo *stock* di debito dovrebbe

collocarsi appena al di sopra del 146 per cento del PIL, ovvero a metà della distanza tra il livello del 2020, che era al 155,6 per cento, e quello prima del Covid, pari al 134,3 per cento.

Scomponendo la dinamica del rapporto tra debito e PIL nelle sue diverse determinanti, si vede un contributo delle determinanti completamente diverso da quello cui eravamo abituati negli anni prima della pandemia. Lì il debito cresceva per un contributo negativo della relazione tra tasso di interesse, costo del debito e tasso di crescita del prodotto (che in gergo si chiama effetto valanga, effetto *snow ball*), e invece un impatto favorevole degli avanzi primari. Nei prossimi anni abbiamo un impatto sfavorevole del saldo primario su tutto l'orizzonte programmatico, perché si tratta di disavanzi primari e non di avanzi e quindi contribuiscono a far crescere il debito, più che compensato dal cosiddetto effetto *snow ball*, legato al differenziale tra spesa per interessi e contributo del PIL nominale, con un contributo della crescita del PIL nominale che, nel solo 2021, dovrebbe essere pari a 11 punti (ciò significa che la crescita del PIL nominale, a parità di altri fattori, fa scendere nel 2021 il rapporto debito-PIL di 11 punti) e nel triennio successivo consente di superare complessivamente i 20 punti. Inoltre, il rallentamento del tasso di crescita nominale, previsto dal 2022 in poi, sarebbe in parte compensato da una progressiva riduzione dell'incidenza della spesa per interessi, rendendo sufficiente, con buona probabilità, una crescita reale del PIL inferiore all'1 per cento all'anno per mantenere in territorio positivo il differenziale tra crescita nominale e costo medio del debito.

Ricordo che nel mondo *pre* pandemia l'Italia era l'unico Paese tra quelli avanzati a mostrare un differenziale negativo tra crescita nominale e costo medio del debito, era cioè l'unico Paese in cui il costo medio del debito superava la crescita nominale, e questo non tanto a causa del costo medio del debito ma del livello molto basso della crescita nominale.

Vengo agli ultimi due punti, su cui vado molto velocemente.

Come ogni anno, proponiamo un'analisi dell'impatto degli acquisti dei titoli di Stato da parte della Banca centrale europea. In estrema sintesi, in base alle ipotesi che facciamo nel nostro esercizio e che trovate esposte in dettaglio nel documento distribuito, possiamo dire che per il 2021 gli acquisti dei titoli di Stato italiani da parte dell'Eurosistema nel mercato secondario sono stimati in circa 190 miliardi, di cui 42 rappresentano reinvestimento del capitale rimborsato su titoli in scadenza, ovvero il 37 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario. La stima delle emissioni nette di Stato al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario nel 2021 è negativa (-2 miliardi).

Per quanto riguarda il 2022, gli acquisti delle banche centrali rappresenterebbero invece il 20 per cento del totale delle emissioni lorde del Tesoro previste nel mercato primario e la stima delle emissioni nette, al netto degli acquisti dell'Eurosistema sul mercato secondario, tornerebbe positiva (da -2 miliardi nel 2021 a +37 miliardi nel 2022). Si tratta comunque di

livelli ampiamente sostenibili, sulla base dell'esperienza degli anni passati. La quota del debito pubblico italiano detenuta dalla Banca d'Italia salirebbe dal 21,6 per cento del 2020 a circa il 26 per cento nel 2022, quindi più di un quarto del debito pubblico sarebbe detenuto dalla Banca d'Italia nel 2022.

Ultimissimo contributo: vorrei procedere a una semplice valutazione della sensibilità del sentiero programmatico del rapporto tra debito e PIL, presentato dalla NADEF per il periodo 2021-2024, rispetto a ipotesi alternative sul tasso di inflazione e sulla crescita reale, basato sulla nostra previsione, quindi non quella del panel ma la nostra.

Abbiamo guardato i grafici in modo molto rapido e forse avrei dovuto far notare che per quanto riguarda il programmatico dei cinque previsori questa volta i più pessimisti siamo noi. Stiamo parlando sempre, purtroppo, di una situazione di grande incertezza e in questo caso sostituiamo alle ipotesi del Governo le nostre, che in qualche misura sono peggiori per quanto riguarda lo scenario di medio periodo. A partire da questo scenario, le ipotesi di simulazione implicano una traiettoria del rapporto tra debito e PIL meno favorevole rispetto a quella prevista dal Governo. Anche nel nostro scenario il debito inizierebbe a ridursi in rapporto al PIL già dal 2021, anche se in misura inferiore: nel 2024 risulterebbe pari a circa 149 punti percentuali del PIL oltre 3 punti in più di quanto previsto dal Governo. Questi due diversi scenari, questi due percorsi, sono rappresentati nella figura 2.2 a pagina 48.

In conclusione, consentitemi solo una battuta. Questa dovrebbe essere, anzi, lo spero proprio, l'ultima audizione di questo Consiglio dell'UPB relativamente alla NADEF (è l'ottava). Posso dire soltanto che credo – e spero che ciò sia condiviso – che la presenza di un organismo esterno indipendente, che in qualche modo valuta le previsioni macroeconomiche del Governo, un contributo l'abbia dato. Prima dell'istituzione dell'UPB le previsioni macroeconomiche del Governo erano parte della discussione politica, con scontri anche vivaci sul grado di credibilità delle previsioni macroeconomiche dell'Esecutivo. Ritengo che la costituzione di un organismo indipendente almeno questo contributo lo abbia dato, perché l'argomento è uscito dalla discussione e dalla polemica politica. Avere un'interazione tra Governo e previsori indipendenti serviva proprio a ottenere questo risultato.

Vi ringrazio per l'attenzione.

PRESIDENTE. Grazie a lei, professor Pisauo, ma soprattutto grazie per tutto il lavoro svolto in questi anni, sicuramente dovuto per legge, ma che ci ha dato l'opportunità di vedere i documenti di bilancio sotto un altro punto di vista che ci ha arricchito moltissimo. La ringrazio quindi per tutto il lavoro che sta svolgendo e che spero continuiate a svolgere, anche se ancora per poco, ma sappiamo bene che non è ancora detto.

Cedo la parola a chi desidera ora intervenire.

MODENA (*FIBP-UDC*). Signor Presidente, desidero innanzitutto unirmi ai suoi ringraziamenti rivolti al dottor Pisauro.

La mia è una richiesta di valutazione: lei all'inizio del suo intervento ha detto, giustamente, che la questione dell'inflazione preoccupa in quanto rappresenta un fattore di rischio che può far saltare tutto l'impianto, e questa credo sia diventata ormai una preoccupazione abbastanza condivisa. Volevo chiedere, se può esprimerla in questa sede, una sua valutazione con riferimento alle motivazioni dell'innalzamento dei prezzi.

PETTARIN (*CI*). Signor Presidente, volevo ringraziare anch'io il presidente Pisauro per il suo contributo e chiedere un approfondimento.

Sono molto colpito dallo schema della figura 2.1 a pagina 47, dove si confronta il percorso programmatico di evoluzione del rapporto tra debito e PIL previsto nel DEF da una parte e nella NADEF dall'altra. Questo ancor più tenendo presente il dato che lei ci ha gentilmente fornito della valutazione pari a circa il 25 per cento del debito, per così dire, «in pancia» a Banca d'Italia. Questo finalizzato a un elemento di cui anche stamani parlavamo. Una mia preoccupazione, infatti, riguarda il debito a lungo termine, tenendo presente in maniera particolare il piano di ammortamento trentennale 2028-2058, estremamente conveniente nell'ottica di quelli che sono i saggi dei tassi d'interesse che in questo momento si stanno evolvendo nel nostro Paese. Volevo chiederle se tendenzialmente, proiettando in avanti la figura 2.1, si possa essere in qualche maniera sufficientemente tranquilli circa la sostenibilità del debito a medio e lungo termine, anche con riferimento al piano trentennale di ammortamento 2028-2058.

PRESIDENTE. Se non vi sono altre domande, ne faccio io una semplice sull'andamento del PIL e sul PNRR. Sicuramente sulla crescita del PIL avete tenuto conto, giustamente, degli investimenti e delle spese che verranno fatte per realizzare il Piano di ripresa e resilienza. Mi chiedo tuttavia se, su un periodo un po' più lungo rispetto a quest'anno e all'anno prossimo, diciamo nel medio periodo, avete tenuto conto anche dei benefici derivanti da questi investimenti: mi riferisco ai risultati, non solo al fatto che i soldi vengano spesi, ma al fatto che il Paese si spera diventi più moderno, più digitale, con una crescita della produttività nazionale sia nel pubblico che nel privato. Mi chiedevo se nelle vostre analisi avete tenuto conto anche di questo o se la questione risulta essere invece poco precisa e quindi difficilmente valutabile.

Avrei una domanda anche sui derivati, che però non fanno parte della NADEF ma dell'analisi del MEF. Sull'utilizzo dei derivati mi sono accorto che il valore del *mark to market*, vale a dire del costo che dovrebbe sostenere lo Stato per liberarsi dei derivati, è cresciuto in questi ultimi mesi rispetto alle attese (si sperava infatti che scendesse). Volevo chiedere se l'Ufficio parlamentare di bilancio si è occupato anche di questo; so che non è compreso nella NADEF, quindi mi scuso. Comunque va bene anche una risposta scritta.

PISAURO. Ringrazio tutti per le domande poste.

Riguardo alle motivazioni dell'incremento dei prezzi, gioca in buona parte la ripresa e quindi possiamo dire i prezzi dell'energia che crescono per rispondere a fattori di domanda. Poi c'è la questione della logistica, vale a dire i *container*, il trasporto delle merci e così via, anche quello è un fattore molto importante: una mancata sincronia della ripresa in questi mesi fa sì che ci sia una domanda di merci che vanno in una direzione e meno domanda nell'altra direzione e questo fa sì che diventi molto costoso spostare *container* vuoti. Quindi, ci sono strozzature di questo tipo, a cui poi si aggiungono quelle che vengono dal lato della domanda. In generale la sensazione che hanno tutti i previsori è che questi siano fattori temporanei, quindi destinati a rientrare, e questa come accennavo prima è anche l'idea che esprimono le banche centrali. Non a caso, infatti, anche di fronte a tassi di inflazione superiori ai loro *target* del 2 per cento le banche centrali non cambiano l'intonazione alle politiche monetarie.

Tuttavia, va detto anche che la previsione di temporaneità di queste strozzature non si sta realizzando, nel senso che il rientro alla normalità è più lento del previsto e quindi qualche dubbio sorge. Può essere anche che nelle catene dell'offerta stia cambiando qualcosa e l'andare verso un nuovo assetto richieda più tempo di quanto si immaginava. Per adesso il giudizio deve rimanere sospeso. Il consenso generale è che queste tensioni siano temporanee; tuttavia, è un consenso basato su una previsione e come tutte le previsioni può anche registrare tempi diversi da quelli immaginati qualche settimana fa, qualche mese fa o che immaginiamo oggi.

Naturalmente, c'è stata anche una perdita di capacità produttiva in alcuni settori: un anno di pandemia, con tutto quello che ha comportato dal lato dell'offerta, non si supera immediatamente, appena si dice «riaprite», anche perché non tutti sono in grado di riaprire o di assicurare lo stesso livello di offerta precedente la pandemia. È evidente che tutta la situazione comporta considerazioni più sottili: è successo qualcosa che nessuno immaginava possibile accadesse e questo rende tutti gli operatori economici più cauti nel fare i loro programmi. Gli americani parlano di una cicatrice nelle aspettative: la pandemia ha creato una cicatrice nel senso che ciò che prima non immaginavo possibile adesso è successo e quindi è possibile, pertanto ne devo tenere conto e questo in qualche modo segna le mie aspettative.

MODENA (*FIBP-UDC*). Grazie.

PISAURO. Riguardo alla domanda che proveniva dal deputato della Commissione bilancio alla Camera sulla sostenibilità del debito a lungo termine, connessa anche al piano di ammortamento e quindi alla restituzione dei prestiti collegati al PNRR, non è la restituzione di quei prestiti che deve preoccupare, perché la sostenibilità del debito è a medio termine e dipende essenzialmente dalla relazione tra crescita nominale del prodotto e costo del debito. Quindi, il nostro debito è ampiamente sostenibile finché la crescita nominale del prodotto è più alta del tasso di interesse che

paghiamo sul debito. E questo al di là di tutte le altre considerazioni. Lei giustamente faceva notare che circa un quarto del debito pubblico italiano è nelle mani della Banca centrale e quindi in qualche modo è fuori dal mercato. Ricorderà le discussioni degli anni scorsi sull'opportunità di dare un taglio a un pezzo di debito, con ipotesi finanziarie anche abbastanza complesse. In sostanza, si riteneva che riducendo il debito di 20 punti la situazione sarebbe migliorata molto. In realtà non cambia molto, perché il problema non è ridurre di 20 punti il debito ma mettere il debito su un sentiero di riduzione quale che sia il livello di partenza: se abbiamo un debito a 150, a 130 o a 100 e se la tendenza è di lungo periodo e fa registrare una crescita di quel debito, la differenza rispetto alla sostenibilità non è molta.

Alla prima domanda del presidente Pesco sull'aver tenuto conto dei benefici del PNRR, rispondo in modo affermativo. I benefici sono legati al fatto che non solo c'è un effetto domanda ma c'è anche un effetto dal lato dell'offerta: più investimenti, più capacità produttiva. Credo sia questo lo spirito della domanda. Il tasso di crescita dell'economia italiana nel 2024 è superiore al 2 per cento nelle previsioni del Governo, confermate anche dalla nostra previsione, da quella dei nostri colleghi che fanno parte del panel e così via. Sottolineo che il 2,4 per cento di crescita in un anno normale – cito a memoria – in Italia non lo vediamo da vent'anni, quindi è ben superiore alla normale crescita italiana. Il punto è proprio quello, ed è collegato alla domanda precedente relativa alla sostenibilità del debito: portare il tasso di crescita di lungo periodo ad essere stabile, permanente – noi parliamo di tasso di crescita del prodotto potenziale – a un livello superiore a quello che abbiamo registrato nel nuovo secolo fino a prima della pandemia. Secondo l'insieme dei previsori e non solo del nostro panel, il livello di consenso sulla crescita potenziale dell'economia italiana era lo 0,6 per cento l'anno prima della pandemia e ancora adesso è rimasto 0,6. Ricordo che nel PNRR il Governo si pone l'obiettivo molto ambizioso, che ai più è sfuggito, di portare quello 0,6 per cento all'1,4 per cento. Portare a più che raddoppiare il tasso di crescita di lungo periodo dell'economia italiana significa non avere probabilmente nessun problema di sostenibilità del debito. Naturalmente l'altro pezzo della storia è tenere il disavanzo sotto controllo, quindi assolutamente non disavanzi primari sull'orizzonte temporale più lungo. Questi vanno bene per una fase transitoria. Quindi, ne abbiamo tenuto conto, perché per adesso poniamo la crescita italiana ad un livello più alto di quello registrato storicamente negli ultimi decenni. Prevedere oltre il 2024 sarebbe davvero un esercizio eroico.

Per quanto riguarda i derivati, il *mark to market*, confesso che ce ne siamo occupati, come lei ricorderà, negli anni passati. Ultimamente è un argomento che abbiamo tralasciato; comunque le daremo una risposta scritta. Immagino che abbia a che fare con l'abbassamento dei tassi di interesse: se si abbassano i tassi di interesse, aumenta il prezzo dei titoli. Questa dovrebbe essere la prima reazione che mi viene in mente davanti alla sua osservazione. Comunque è un aspetto che approfondiremo, anche

perché ce ne siamo occupati in passato quando ci siamo incontrati nella Commissione finanze della Camera.

PRESIDENTE. Ringraziamo il dottor Pisauro per le risposte e gli spunti che ci ha fornito, sperando di incontrarlo di nuovo a breve.

Dichiaro conclusa l'audizione.

I lavori terminano alle ore 20,55.

