

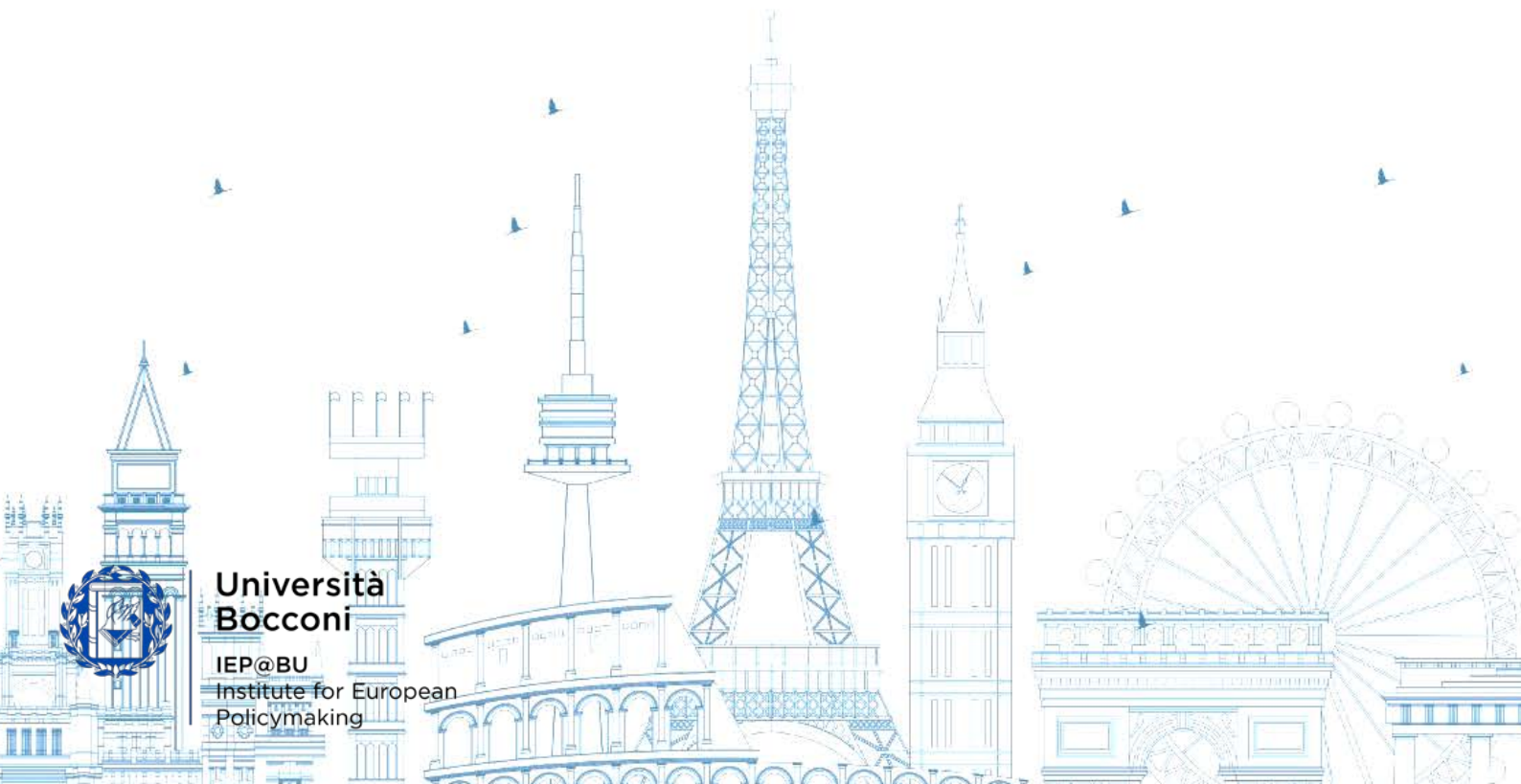
# Bocconi

## LA POLITICA DI BILANCIO DEL GOVERNO MELONI

CARLO BASTASIN, LORENZO BINI SMAGHI,  
SERGIO DE NARDIS, MARCELLO MESSORI E  
STEFANO MICOSSI

IEP@BU Policy Brief

October 2023



Università  
Bocconi

IEP@BU  
Institute for European  
Policymaking

## INTRODUZIONE

[La Nota di Aggiornamento del Def \(Nadef\)](#) e la bozza della Legge di Bilancio del Governo Meloni indicano obiettivi e programmi di politica economica sulla cui credibilità gravano varie ipoteche. Le difficili condizioni dell'economia internazionale e l'intrinseca debolezza della finanza pubblica italiana possono mettere in questione gli impegni dichiarati dal governo, con implicazioni per la stabilità finanziaria del paese.

In questo documento di analisi, cerchiamo di mettere in luce alcune conseguenze per le politiche economiche del governo derivanti dagli sviluppi che, a nostro parere, stanno emergendo dalla situazione congiunturale e dal quadro della politica monetaria. Li valuteremo dedicando particolare attenzione alle scelte adottate dalle politiche di bilancio iscritte nei documenti governativi.

Terremo anche in considerazione le scelte di posizionamento politico, interne ed esterne, che condizionano la posizione italiana in vista dei negoziati europei sulla riforma delle regole di governance.

Evidenzieremo i rischi rilevanti del quadro complessivo che ne risulta, a cominciare da quelli che riguardano un tasso di crescita dell'economia inferiore a quanto preventivato dal governo e un aumento del rapporto debito pubblico/Pil in contrasto con l'attesa di una discesa di tale rapporto.

Riteniamo che questi rischi, gravidi di conseguenze per la stabilità finanziaria del paese, non siano stati adeguatamente considerati. Concluderemo con alcune osservazioni che fanno riferimento al quadro europeo in cui devono esprimersi le scelte di politica economica del governo.

## IL QUADRO MACROECONOMICO

La nota di aggiornamento del Def (Nadef) stima un aumento del Pil reale dello 0,8% quest'anno e programma obiettivi di crescita dell'1,2% nel 2024, 1,5% nel 2025 e 1% nel 2026 (Tav. 1).

Tale profilo si discosta dalla previsione Nadef a legislazione vigente di 0,2 punti nel 2024 e di 0,1 nel 2025, riflettendo, per il prossimo anno, l'impatto di una manovra debolmente espansiva basata su un deficit pari a 0,7 punti di Pil (manovra già sommariamente descritta nella Nadef).

Nel 2026, l'obiettivo di crescita risulta più basso di 0,2 punti rispetto alla previsione tendenziale per effetto di una manovra restrittiva volta a portare l'indebitamento della Pubblica Amministrazione sotto il 3%.



Il peggioramento della congiuntura globale e interna, sperimentato negli ultimi mesi, si riflette nella NadeF mediante un ridimensionamento della previsione di crescita nel 2023 (2 decimi in meno) e nel 2024 rispetto alle attese del Def dello scorso aprile.

La dinamica del Pil nominale, variabile rilevante per la finanza pubblica, si abbassa rispetto al Def (nell'anno in corso, di 5 decimi) in misura maggiore rispetto a quanto si osserva per la crescita reale, risentendo di un andamento del deflatore del Pil più contenuto delle attese che si avevano in aprile.

Per gli anni successivi (2024-26), il deflatore del Pil sale marginalmente di più rispetto alla previsione nel Def, recuperando la perdita del 2023 e contribuendo così a sostenere l'evoluzione del Pil nominale nell'arco del periodo.

**Tavola 1. Il quadro macroeconomico nel Def di aprile e nella NadeF di settembre**

	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Pil reale</b>					
- Def, scenario programmatico	3,7	1,0	1,5	1,3	1,1
- NadeF, scenario tendenziale	3,7	0,8	1,0	1,3	1,2
- NadeF, scenario programmatico	3,7	0,8	1,2	1,4	1,0
<b>Deflatore del Pil</b>					
- Def, scenario programmatico	3,0	4,8	2,7	2,0	2,0
- NadeF, scenario tendenziale	3,0	4,5	2,9	2,1	2,0
- NadeF, scenario programmatico	3,0	4,5	2,9	2,1	2,1
<b>Pil nominale</b>					
- Def, scenario programmatico	6,8	5,8	4,3	3,4	3,1
- NadeF, scenario tendenziale	6,8	5,3	3,9	3,4	3,2
- NadeF, scenario programmatico	6,8	5,3	4,1	3,6	3,1
<b>Deflatore dei consumi privati</b>					
- Def, scenario programmatico	7,4	5,7	2,7	2,0	2,0
- NadeF, scenario tendenziale	7,2	5,6	2,4	2,0	2,0
- NadeF, scenario programmatico	7,2	5,6	2,3	2,0	2,1

La stima del deflatore del Pil è legata a quella del deflatore dei consumi (inflazione), discostandosene per l'incidenza dei deflatori delle altre componenti della domanda aggregata interna (incluse le scorte, che sono una variabile estremamente volatile), nonché per l'incidenza della variazione delle ragioni di scambio.

Per quanto riguarda il deflatore dei consumi, la NadeF si attende un calo significativo nel 2024 (dal 5,6% stimato per quest'anno al 2,3%) e una successiva stabilizzazione nel biennio 2025-26 intorno al 2%.



Nonostante il guadagno in termini di ragioni di scambio, il deflatore del Pil si colloca, nel 2023, sotto quello dei consumi per un crollo atteso dei prezzi impliciti delle scorte. Per i successivi anni, la Nadef sconta il ristabilirsi di una maggiore regolarità, con il deflatore del Pil al di sopra di quello dei consumi nel 2024 (miglioramento delle ragioni di scambio) e un sostanziale allineamento nel 2025-26 (incidenza complessivamente neutra del rapporto tra prezzi all'export e all'import).

Alla luce delle informazioni disponibili, il quadro macroeconomico della Nadef appare troppo ottimistico. La previsione governativa circa la crescita reale del Pil nel 2023-24 poggia sull'ipotesi che l'economia italiana, dopo il calo del II trimestre dell'anno in corso, sia tornata già da luglio-settembre su un sentiero di crescita (di circa 0,3%); essa assume, inoltre, che il ritrovato ritmo di (moderato) incremento del Pil sia mantenuto nel periodo successivo, quando dovrebbe intervenire anche il contributo degli investimenti del (rimodulato) Pnrr.

A quest'ultimo proposito, la scommessa è duplice: si dà per scontato che tali investimenti siano realizzati in modo efficace e che producano effetti positivi di breve termine, anche se le nuove scadenze stabilite dal governo sono caratterizzate dal postonimento di molti progetti al 2025 e 2026.

Anche a prescindere dall'ultimo aspetto, la congiuntura europea e l'economia italiana non stanno andando nella direzione supposta dalla Nadef. Come mostrano le più recenti previsioni internazionali (per esempio, quella del Fondo monetario internazionale) l'area dell'euro sta entrando in una fase di stagnazione con persistenti eccessi inflazionistici (stagflazione). Inoltre, l'attività industriale appare ancora debole a causa della sua dipendenza dalla domanda estera e dal ripiegamento degli scambi mondiali (forse più intenso di quanto ipotizzato nelle attuali previsioni); inoltre, come emerge anche dalla dinamica negativa nei flussi di credito bancario, la severa stretta monetaria e creditizia della Banca Centrale Europa (BCE) ha impatti crescenti.

Combinandosi con il ridimensionamento degli incentivi, la stretta monetaria sta in particolare determinando una contrazione nelle costruzioni, settore particolarmente sensibile alle variazioni nella disponibilità di credito.

Nei servizi, il positivo andamento di alcuni comparti tradizionali (turismo-ristorazione-intrattenimento) è stato favorito dallo smobilizzo degli eccessi di risparmio accumulati nei periodi di lockdown dalle famiglie (italiane e straniere). Il picco potrebbe, però, essere stato raggiunto: gli indicatori di fiducia del settore, pur non crollando, sono entrati in territorio negativo.

In definitiva, non sembra si stia concretizzando, nel secondo semestre, quel rafforzamento congiunturale che sta alla base delle previsioni della Nadef. Una seconda metà del 2023 più debole di quanto ipotizzato nelle stime governative comprometterebbe, però, il quadro macroeconomico per il 2024, anche a prescindere dalla possibilità che gli investimenti del Pnrr subiscano battute d'arresto rispetto a quanto assunto nella Nadef.

Al riguardo, la recente previsione del Fondo monetario internazionale (Pil in aumento dello 0,7% sia nel 2023 che nel 2024) ritiene che il debole tasso italiano di crescita si estenda sia alla seconda parte del 2023, sia alla prima parte del 2024, anche a causa dell'espletarsi degli effetti della politica monetaria e del moderato andamento dell'economia mondiale.



Anche le previsioni della NadeF circa l'inflazione appaiono ottimistiche, nel senso che ne sopravvalutano la caduta specie con riguardo alle componenti interne della dinamica dei prezzi. Una maggiore dinamica dei prezzi interni avrebbe effetti positivi sul rapporto tra il debito pubblico e il Pil, compensando in parte la sopravvalutazione della crescita reale del Pil. Allo stesso tempo, le previsioni del governo implicano un rallentamento più forte dei prezzi al consumo di quello atteso dagli analisti per la media dell'area dell'euro. La NadeF non fornisce indicazioni per giustificare tale tendenza.

Pertanto, se nel 2024 vi fosse la conferma che il tasso italiano di inflazione è maggiore o, quantomeno in linea, con la dinamica dei prezzi al consumo dell'area euro, le famiglie subirebbero una maggiore erosione dei loro redditi in termini reali con conseguente riduzione dei consumi e rallentamento della crescita.

## L'INFLAZIONE E LA POLITICA MONETARIA

Dopo il forte e imprevisto aumento registrato dall'inizio del 2021, il tasso di inflazione nell'area dell'euro è cominciato a scendere: dal picco del 10,6% nell'ottobre del 2022 fino al 4,3% nel settembre scorso. Al netto delle componenti più volatili come l'energia e i prodotti alimentari, il calo inflazionistico è stato più contenuto (dalla punta del 5,6% a marzo 2023 al recente 4,3%) (cfr. Fig. 1 e 2).

Figura 1

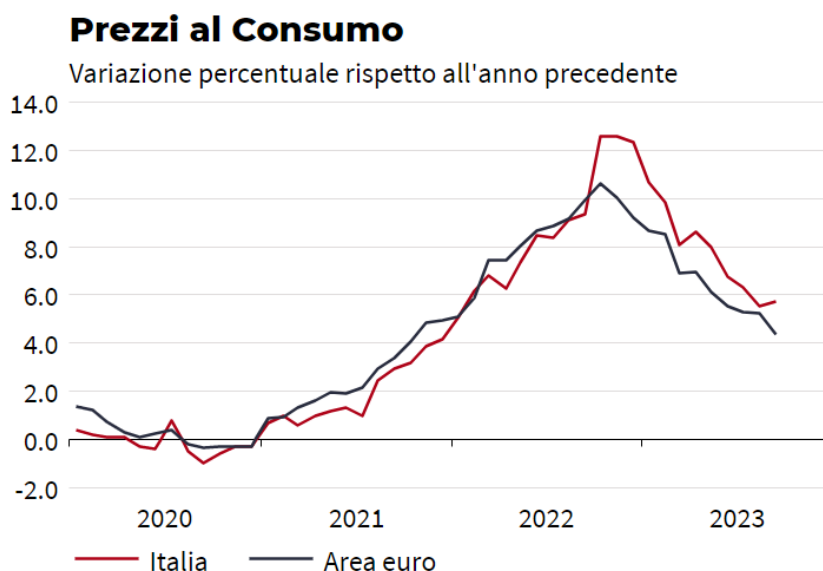
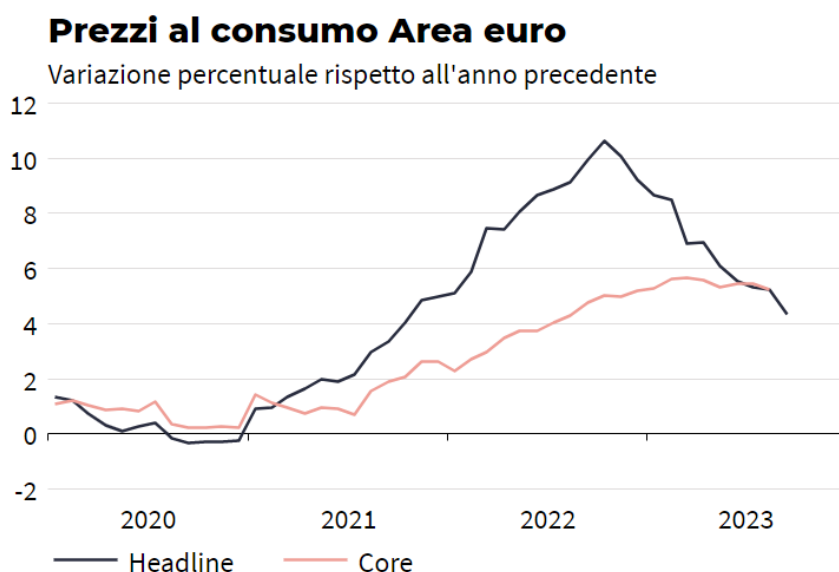


Figura 2



La lunga serie di aumenti dei tassi di interesse (incluso l'ultimo rialzo di 25 punti in settembre 2023) attuata dalla BCE mira a riportare il tasso di inflazione entro l'obiettivo quantitativo del 2% entro il 2025. Al contempo, la Bce ha iniziato a ridurre la dimensione del proprio bilancio, non rinnovando i titoli acquistati in passato alla loro scadenza e riducendo il rifinanziamento del sistema bancario.

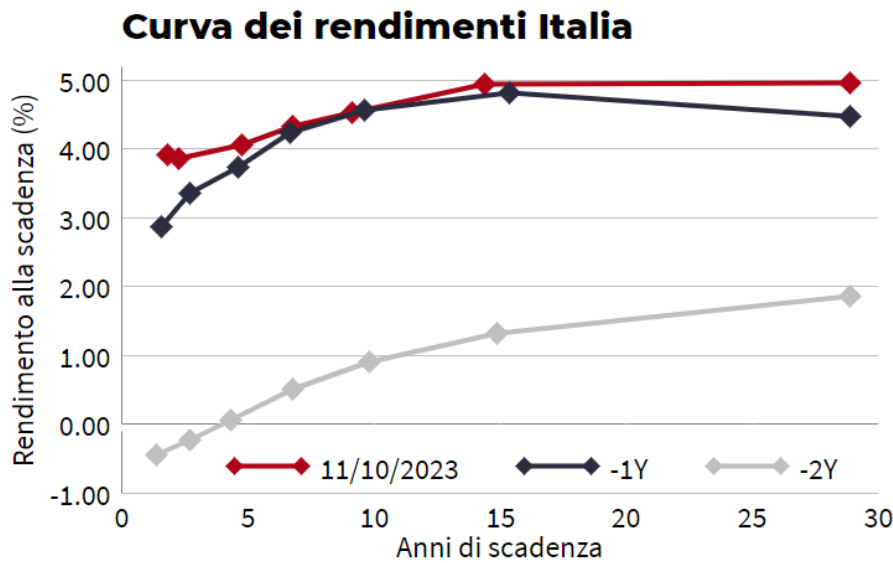
L'aumento dei tassi di interesse ufficiali ha modificato la struttura temporale dei tassi di mercato. Il rendimento sui titoli di stato tedeschi è salito al 2,82% ai primi di ottobre 2023, rispetto al -0,13% di due anni prima. Nello stesso periodo, il tasso sui Btp italiani è passato dall'1,3% al 4,85% (Fig. 3).

L'evoluzione futura dei tassi di interesse di mercato dipenderà in modo cruciale dall'andamento del tasso di inflazione, in particolare dalla velocità della sua convergenza verso l'obiettivo del 2%.

Il dibattito su una possibile revisione del target inflazionistico ha avuto vita breve. Non esistono i presupposti perché le banche centrali, nelle aree economicamente avanzate, rivedano questo target al rialzo: significherebbe ammettere un'incapacità di perseguire la stabilità dei prezzi, con conseguente perdita di credibilità nei mercati finanziari.



Figura 3



In tale quadro, la Bce è restia a tagliare i tassi di interesse fino a quando non sarà in grado di verificare che il tasso di inflazione nell'area dell'euro sia sceso, in modo duraturo e credibile, verso il livello target.

In base alle previsioni di consenso degli analisti, il tasso di inflazione nell'area dell'euro dovrebbe scendere sotto il 2,5% nell'autunno del 2024; ciò implica una persistenza dei tassi di interesse di policy ai livelli attuali per almeno un anno.

Si tratta, peraltro, di una previsione molto incerta perché influenzata da molteplici fattori: i corsi delle materie prime energetiche rimasti elevati (per esempio, gas e petrolio), gli effetti dei cambiamenti climatici sulle quotazioni dei prodotti agricoli, e così via. Vi è inoltre ampia incertezza sulla rigidità dei meccanismi di adeguamento dei prezzi, anche a fronte di aspettative inflazionistiche che sembrano ancorate al 2%.

A fronte di questo elevato grado di incertezza, vi è una forte volatilità delle quotazioni nei mercati finanziari, soprattutto per i titoli a tasso fisso. I tassi di interesse sulle lunghe scadenze tendono a salire a ogni dato positivo sulla crescita economica, nell'aspettativa che ciò determini una politica più restrittiva e per un periodo di tempo più lungo da parte delle banche centrali.

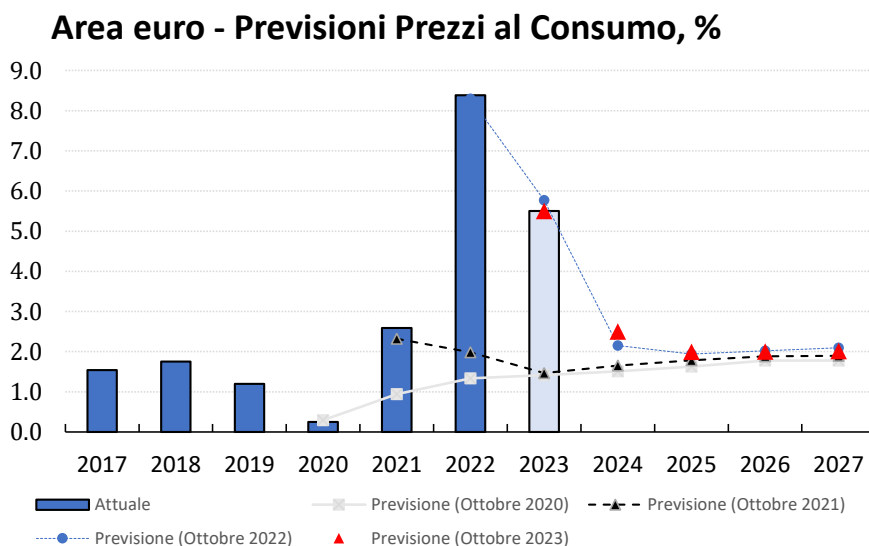
Eventi negativi per la crescita, come lo scoppio dei tragici conflitti in Medio Oriente, tendono invece a deprimere soprattutto i tassi a lunga, nell'aspettativa che le banche centrali allentino le loro politiche per stimolare l'economia.

Tali tassi risentono altresì delle incertezze sull'evoluzione di medio termine del debito pubblico. L'intreccio fra debito pubblico e tassi di interesse è complesso. Basti sottolineare che, per un paese ad alto debito pubblico e con connessi elevati oneri finanziari su questo debito come l'Italia, l'evoluzione dei tassi di interesse rappresenta una variabile fondamentale in termini di sostenibilità delle finanze pubbliche.





Figura 4



Sulla base di ipotesi rispetto ai tassi d'interesse, alla crescita del Pil e ai saldi di bilancio pubblico, la NadeF prevede un aumento degli interessi passivi sul debito dal 3,8% del Pil nel 2023 al 4,2% nel 2024 e al 4,6% nel 2026.

Il calcolo è basato su una stima dei tassi di interesse relativa alla curva dei rendimenti sui titoli di stato italiani in vigore nelle settimane precedenti la preparazione della NadeF. Si tratta, tuttavia, di una stima troppo ottimistica. Basti considerare che, fra la metà di settembre e la metà di ottobre 2023, i tassi sui Btp a 10 anni sono aumentati di circa 50 punti base. Se un simile aumento fosse strutturale e durasse o peggiorasse nel tempo (come noi riteniamo assai probabile che accada nei prossimi mesi), gli oneri finanziari sul debito pubblico in rapporto al Pil aumenterebbero in misura proporzionale.





## LA POLITICA DI BILANCIO

Nei precedenti paragrafi si è ricordato che, nella nota di aggiornamento del Def 2023, il quadro di finanza pubblica ha incorporato riduzioni del tasso di crescita dell'economia italiana: 2 decimi di punto percentuale nell'anno in corso e 5 decimi nell'anno prossimo nel quadro tendenziale, 3 decimi in meno nell'anno prossimo in quello programmatico (cfr. Tav. 1). Inoltre, le stime del governo sugli incrementi degli oneri finanziari sul debito pubblico ammontano a poco più di mezzo punto percentuale di Pil per i prossimi tre anni. Vi sono molte ragioni per ritenere che si tratti di aggiustamenti insufficienti, basati su un quadro macroeconomico troppo ottimistico. Questa nostra conclusione risulta rafforzata dalla valutazione degli squilibri del bilancio pubblico.

Per orientarsi in merito, è bene partire dalla revisione al rialzo dei crediti di imposta relativi al Superbonus e al bonus facciate che l'Istat ha recentemente valutato pari al 2,8% del Pil. Di conseguenza, la stima tendenziale del disavanzo pubblico per l'anno in corso è stata innalzata dello 0,7% del Pil.

Inoltre, il governo deve tenere conto dei fattori di peggioramento del quadro macroeconomico che hanno radici sia interne che esterne all'area dell'euro. Come si è già detto, è necessario considerare sia gli aumenti dei tassi di interesse, legati alla restrizione monetaria della Bce, sia il rallentamento dell'economia europea.

Vanno inoltre valutate le dinamiche nei prezzi del gas, di altre fonti energetiche e di materie prime alimentari che potrebbero subire significativi aumenti a causa dei drammatici conflitti medio-orientali e della persistenza della guerra in Ucraina.

Alla luce di tali fattori (e di altri qui trascurati), il governo italiano ha deciso di chiedere al Parlamento l'autorizzazione per la definizione di un nuovo sentiero programmatico del disavanzo pubblico in rapporto al Pil: dal 5,3% di quest'anno, al 4,3% nel 2024, al 3,6% nel 2025 e al 2,9% nel 2026.

Tale quadro programmatico prevede un aumento del disavanzo rispetto al tendenziale di 0,7 punti percentuali sul Pil per l'anno prossimo e di 0,2 punti percentuali sul Pil nel 2025; viceversa, nel 2026, il disavanzo dovrebbe scendere di 0,2 punti percentuali rispetto al tendenziale.

I dati, fin qui esposti, sono riassunti nella Fig. 5. Lo scenario, descritto in quella Figura, comporta che il disavanzo pubblico italiano rimanga al di sopra del 3% nel prossimo biennio per scendere al di sotto di questa soglia solo nel 2026. Esso implica anche che, negli anni 2024-26, il rapporto tra il debito pubblico e il Pil scenda in modo impercettibile: dal 140,2% a fine 2023 al 139,6% nel 2026. Vi è quindi un'alta probabilità che, l'anno prossimo – la fine della sospensione del Patto di Stabilità – la Commissione europea apra nei confronti dell'Italia una procedura per disavanzo eccessivo.

Ciò avrebbe un impatto negativo sulle valutazioni degli investitori internazionali sulla sostenibilità del debito pubblico italiano. Per giunta, questi investitori non hanno ben accolto il nuovo sentiero programmatico del governo italiano a prescindere dalle future valutazioni delle istituzioni europee.



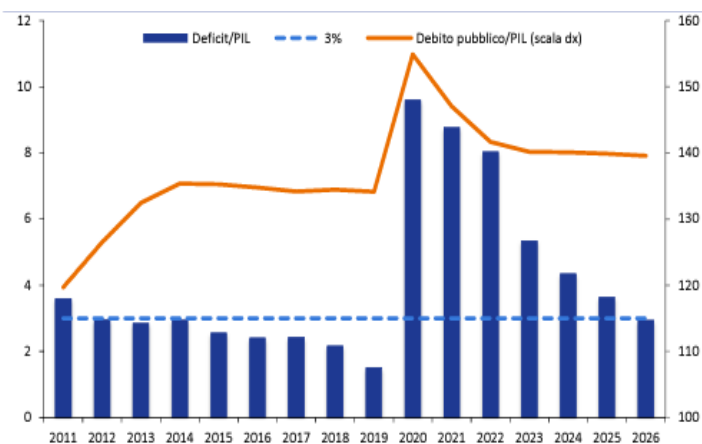
Forse anche a causa di altre mosse economiche avventate da parte del governo italiano (si pensi all'estemporanea imposta sulle banche, anche se ora molto ridimensionata), sono emersi timori circa la scarsa stabilità del quadro delle regole. Prova ne sia l'allargamento dello spread sui titoli governativi italiani rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi.

Tale spread si attesta ormai sui 200 punti base.

Il nostro paese e quanti operano per la stabilità della Ue avrebbero perciò interesse a concludere al più presto il negoziato sulla nuova governance fiscale.

Inoltre, all'Italia converrebbe presentarsi a quell'appuntamento con un sentiero di riduzione del debito non solo ben definito e credibile, ma anche più ambizioso di quello delineato nella Nodef.

Figura 5: Andamento programmatico del disavanzo e del debito pubblico



Fonte: Nodef settembre 2023

Il problema è che il percorso del disavanzo previsto dalla Nodef non si presenta come sufficientemente espansivo per il rilancio della crescita italiana e al contempo non appare realizzabile perché basato su aspettative macroeconomiche troppo ottimistiche.

Il governo stima che l'ampliamento del disavanzo pubblico possa innalzare la crescita del Pil italiano di 0,2 punti percentuali nel 2024 e di 0,1 punti percentuali nel 2025. Come è evidente, non si tratta di moltiplicatori molto rilevanti, confermando la modestia espansiva della manovra del governo.

Per di più, gran parte degli impegni assunti verso i propri elettori dai partiti della coalizione governativa appaiono disattesi. Dal momento che avanza aspettative macroeconomiche molto ottimistiche, il governo italiano non può però appellarsi a questi fattori per elaborare una manovra più espansiva. La mancata realizzazione del sentiero programmatico, disegnato dalla Nodef, rischia di farne emergere gli elementi contraddittori e negativi per l'economia italiana.

[Anche se l'Ufficio Parlamentare di Bilancio \(Upb\)](#) ha deciso di validare le previsioni tendenziali e programmatiche avanzate dal governo rispetto all'economia italiana nei prossimi anni, esso ha anche tenuto a sottolineare che i relativi tassi di crescita sono superiori ai valori medi fissati dai principali previsori.



Al riguardo, come già ricordato, [nel recente World Economic Outlook](#), il Fondo monetario internazionale (Fmi) ha abbassato le stime di crescita dell'economia italiana per il biennio 2023-24 allo 0,7%, ossia a valori pari a circa la metà del tasso di crescita programmata dal governo. In tale ipotesi, condivisa anche da molti altri previsori internazionali, il disavanzo pubblico italiano risulterebbe più elevato di circa lo 0,2 o lo 0,3% del Pil. Questo solo fatto vanificherebbe la pur simbolica discesa del debito pubblico rispetto al Pil.

[Nella sua audizione di fronte al Parlamento](#) sulla revisione della Nedef, l'Upb ha poi richiamato altri fattori che potrebbero deprimere ulteriormente la dinamica tendenziale del Pil italiano con negativi effetti sulle dinamiche dei rapporti deficit pubblico/Pil e debito pubblico/Pil.

Tali fattori includono, oltre ai già menzionati andamenti negativi dell'economia tedesca e alla persistenza degli eccessivi tassi di inflazione, due aspetti cruciali: gli ostacoli che si frappongono al pieno ed efficiente utilizzo dei fondi resi disponibili dal programma Recovery and Resilience Facility nel triennio 2024-26 e le annunciate privatizzazioni.

Quanto al primo aspetto, si è già sottolineato che la profonda revisione del Pnrr italiano, approvata dal governo ad agosto 2023, concentra la realizzazione dei progetti nell'ultimo biennio e indebolisce, quindi, possibili impatti positivi nel 2024. L'Upb aggiunge che questo proposito lascia pochi margini per compensare un eventuale peggioramento ciclico dell'economia e rischia di causare strozzature dal lato dell'offerta e spiazzamenti di altri investimenti.

Quanto al secondo aspetto, il governo ha annunciato l'obiettivo di effettuare cessioni di attività pubbliche pari a un punto percentuale di Pil (ovvero circa 20 miliardi).

Tali ricavi da privatizzazioni, che dovrebbero compensare l'aumento del debito pubblico derivante dai famigerati crediti d'imposta per il Superbonus e il Bonus facciate, appaiono quanto meno di problematica realizzazione.

Queste fragilità sono acuite dalle ipotesi del governo sulla dinamica degli oneri finanziari sul debito pubblico. Il governo italiano prevede un aumento degli interessi passivi sul debito dal 3,8% del Pil nel 2023 al 4,2% nel 2024 e al 4,6% nel 2026. Il calcolo è basato su una stima dei tassi di interesse che non è più credibile: basti qui richiamare l'aumento di circa 50 punti base verificatosi, fra metà settembre e metà ottobre 2023, nei rendimenti sui titoli di stato decennali emessi dall'Italia.

Al momento, tale fattore rappresenta probabilmente il rischio più acuto per l'evoluzione del debito pubblico italiano. Per un paese ad alto debito come l'Italia, l'evoluzione dei tassi d'interesse è una variabile fondamentale per la sostenibilità delle finanze pubbliche.

Infine, resta da chiedersi se la manovra di bilancio delineata dal governo italiano sia credibile riguardo agli obiettivi annunciati di contenimento della spesa pubblica. Il nuovo esercizio di "revisione della spesa" è destinato a entrare in rotta di collisione con la dinamica della spesa pensionistica e assistenziale, ancora superiore a quella del Pil, e con gli impegni per il rinnovo del contratto dei dipendenti pubblici, che non trova adeguati accantonamenti nel bilancio pubblico. Pesa, al riguardo, la mancanza di un'effettiva spending review che miri a ridefinire la composizione delle spese pubbliche con il triplice obiettivo di rafforzare lo stato sociale, ridurre le spese correnti e prosciugare le posizioni di rendita.



## IL QUADRO POLITICO

Il quadro politico, nel quale la maggioranza parlamentare che sostiene il governo guidato da Giorgia Meloni si trova ad operare, è fortemente condizionato dalla prospettiva delle elezioni europee del giugno 2024. Per le forze di governo, si tratta di un'opportunità volta a consolidare la prevalenza dei partiti di destra e centro-destra negli equilibri nazionali interni, ma anche a sedimentare posizioni prevalenti nella competizione interna alla coalizione stessa.

La scelta della presidente del Consiglio su come porsi nei confronti dell'Unione europea e dei paesi partner si inserisce in tale quadro. Si tratta infatti di optare per una posizione cooperativa, che faccia prevalere eventuali successi italiani nell'influenzare decisioni europee comuni, oppure per una posizione antagonista, che faccia emergere il carattere nazionalista del governo italiano.

I negoziati in corso sulla revisione delle regole della governance fiscale europea potrebbero influire sulle scelte del governo. Lo stato del negoziato si basa sulla contrapposizione tra la proposta della Commissione europea, caratterizzata da margini di discrezionalità nell'ambito di negoziati bilaterali con i singoli paesi, tenuto anche conto di una proposta iniziale della stessa Commissione sulle traiettorie di sostenibilità del debito dei singoli paesi; e una recente proposta coordinata dai governi spagnolo e olandese che introduce "clausole di salvaguardia" valide nei confronti di tutti i paesi e intese a limitare il potere della Commissione.

Di particolare rilievo è la posizione negoziale del governo tedesco che si oppone ad affidare alla Commissione valutazioni flessibili di compliance fiscale. In base a informazioni recenti, il governo tedesco intenderebbe imporre a ogni paese un obbligo omogeneo e quantitativo di minima riduzione annua del debito pubblico in rapporto al Pil per un lungo orizzonte temporale. La distanza tra le parti potrebbe aumentare l'incertezza sui mercati finanziari. Gli investitori stanno anche valutando l'eventualità di un mancato accordo e il ritorno alle regole passate del Patto di stabilità.

Si consideri che, nei prossimi mesi, vi sono elevati rischi di severe pressioni sui paesi ad alto debito della Ue da parte dei mercati finanziari; si considerino anche le inevitabili difficoltà di accordo fra stati membri sui grandi temi al tavolo dei negoziati: nuove regole della governance economica; immigrazione; interessi nazionali diversi in relazione all'allargamento dell'Unione.

Un eventuale approccio antagonista rispetto alla Ue potrà avere effetti stabilizzanti nella competizione politica interna nel breve termine ma dannosi nell'ottica della stabilità finanziaria del paese. In passato, la democrazia italiana ha dovuto verificare regolarmente che politiche in contrasto con la stabilità economico-finanziaria finiscono per essere in contrasto anche con la stabilità politica.



## CONCLUSIONI

L'analisi fin qui condotta indica che i documenti di bilancio, presentati dal governo italiano, si basano su previsioni ottimistiche per quel che riguarda la crescita attesa del Pil, la dinamica degli oneri finanziari sul debito pubblico, le entrate connesse a privatizzazioni e, pertanto, la discesa nel rapporto tra debito pubblico e Pil.

Lo scarso realismo degli impegni, assunti dal governo italiano in termini di aumento dell'avanzo primario nei bilanci pubblici dei prossimi anni, accresce l'incertezza sui mercati internazionali riguardo alla capacità di collocare sul mercato, a condizioni adeguate, le ingenti emissioni di titoli pubblici italiani implicate nell'andamento atteso del disavanzo.

Tale incertezza può inoltre pesare negativamente sui negoziati per la revisione delle regole fiscali europee miranti a dare maggiore titolarità alle autorità nazionali nella definizione delle loro politiche di bilancio.

In assenza di una revisione degli obiettivi di finanza pubblica contenuti nella Nedef al fine di rendere più credibile la riduzione del debito pubblico nei prossimi anni, anche alla luce del nuovo quadro macroeconomico internazionale, i rischi di instabilità finanziaria per il nostro paese possono notevolmente aumentare.

