

Roma, 15 settembre 2017

Gentile Signor Ministro,

La legge n. 243/2012 stabilisce che l'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) effettui analisi, verifiche e valutazioni in merito alle previsioni macroeconomiche, sulla base di un programma annuale che prevede anche lo svolgimento delle funzioni attribuite in coerenza con l'ordinamento dell'Unione europea. Il Regolamento UE n. 473/2013 richiede che le previsioni macroeconomiche su cui si basa il Programma di stabilità siano validate da un'istituzione nazionale indipendente.

Il Protocollo d'intesa tra l'UPB e il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) del 15 settembre 2014 disciplina il processo di validazione delle previsioni macroeconomiche. In esso, le parti hanno concordato di svolgere l'esercizio di validazione anche sulle previsioni macroeconomiche tendenziali pubblicate nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF).

L'UPB, tenuto conto dell'incertezza che caratterizza le previsioni, ha valutato la plausibilità del quadro macroeconomico tendenziale sulla base di intervalli di valori accettabili per le singole grandezze che lo compongono.

Il Consiglio dell'UPB valida le previsioni tendenziali per gli anni 2017-2018 trasmesse dal MEF all'UPB in data 13 settembre. Quanto alle previsioni tendenziali per gli anni successivi al primo biennio di previsione, vale a dire per il periodo 2019-2020 (che non sono oggetto di validazione), si sottolinea la prevalenza, nel quadro MEF per il 2020, di fattori di rischio negativo che pesano in modo marcato sugli andamenti delle variabili reali.

Si allega una nota esplicativa che, a corredo della presente lettera, sarà trasmessa al Parlamento successivamente alla presentazione della NADEF.

Con i più cordiali saluti,

Giuseppe R.

Allegato alla lettera di validazione dell'Ufficio parlamentare di bilancio del quadro macroeconomico tendenziale della Nota di aggiornamento del DEF 2017

Questa nota, allegata alla lettera di validazione dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) del quadro macroeconomico tendenziale (inviato il 13 settembre 2017) elaborato dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) per la Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) 2017, contiene una breve descrizione della procedura che ha condotto alla validazione delle previsioni e una sintetica analisi dei rischi che le contraddistinguono.

Procedura di validazione del quadro macroeconomico tendenziale

L'UPB ha trasmesso il 15 settembre 2017 al MEF la propria lettera di validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali della NADEF 2017, inviate dal MEF il 13 settembre, dopo che in precedenza aveva comunicato i propri rilievi su una prima versione di tali previsioni.

Come di consueto, la validazione e i rilievi sono stati formulati a partire da un'analisi complessiva dell'economia italiana svolta dall'UPB attraverso: 1) le stime UPB basate su modelli di breve periodo del PIL e delle componenti della domanda; 2) le stime annuali ottenute dall'UPB con il modello di previsione dell'Istat, impiegato nell'ambito dell'Accordo-quadro sottoscritto con il medesimo Istituto; 3) le stime annuali distintamente prodotte dagli istituti di previsione indipendenti (CER, Prometeia, REF.ricerche) facenti parte del *panel* UPB; 4) il monitoraggio delle più recenti previsioni disponibili di altre istituzioni nazionali e internazionali. I rilievi sono inoltre basati su un'analisi della coerenza interna del quadro macroeconomico elaborato dal MEF e con il *set* delle variabili esogene internazionali. La valutazione complessiva, incentrata sui predetti strumenti, tiene naturalmente conto dei margini di incertezza che caratterizzano le previsioni.

Si rammenta, infine, che per assicurare un confronto coerente con le previsioni tendenziali del MEF le stime dei previsori del *panel* UPB (inclusive anche delle previsioni UPB ottenute con il modello Istat) sono state formulate sulla base delle stesse ipotesi sulle esogene internazionali adottate dal MEF.

Rischi della previsione del quadro macroeconomico tendenziale

Di seguito si evidenziano separatamente le osservazioni sui rischi relativi al biennio 2017-18, oggetto dell'esercizio di validazione, e quelli riferiti al biennio 2019-2020, per i quali si fornisce una valutazione di carattere generale. Si dedicano poi alcune considerazioni ai rischi dello scenario esterno.

Biennio 2017-18. La stima MEF del PIL reale tendenziale 2017-18 appare in un intervallo complessivamente accettabile di valutazione, anche se si colloca nel 2018 al di sopra, seppure marginalmente, dell'estremo superiore delle previsioni del *panel* UPB. È importante notare, ai fini di una valutazione di insieme, come questa dinamica reale sia controbilanciata da una previsione MEF più contenuta, in particolare nel 2018, del deflatore del PIL. Ciò comporta per il PIL nominale – variabile più direttamente rilevante per la finanza pubblica – un tasso di crescita atteso dal MEF collocato al di sotto del limite più elevato delle stime del *panel* sia nel 2017 che nel 2018.

Analizzando nello specifico i principali andamenti in rapporto alle stime del *panel* UPB, la crescita reale del PIL 2017 (1,5%) è lievemente più alta (di circa un decimo di punto) del valore mediano del *panel*, collocandosi appena al di sotto del limite più elevato di tali stime. Nel 2018, la crescita tendenziale (1,2%) si abbassa per l'evoluzione meno favorevole del contesto internazionale (decelerazione del commercio mondiale e apprezzamento del cambio) e per gli effetti di freno insiti nelle ipotesi di finanza pubblica a legislazione vigente (clausola IVA, esaurimento degli incentivi agli investimenti, venire meno degli sgravi alle assunzioni a tempo indeterminato). La decelerazione stimata dal MEF tra il 2017 e il 2018 (pari a circa tre decimi di punto) è meno intensa di quella ricavabile dai valori mediani delle previsioni del *panel* UPB (pari a quattro decimi di punto), ma è prossima all'*upper bound* di tali stime. Il livello del tasso di crescita 2018 ipotizzato nel quadro tendenziale MEF (come detto, 1,2%) risulta marginalmente più elevato (per circa un decimo di punto) del limite superiore delle previsioni (e più alto di circa due decimi nei confronti della mediana).

La composizione della crescita del quadro NADEF si caratterizza nel 2017 per un contributo positivo alla variazione del PIL della domanda finale interna (1,5 punti percentuali) e delle scorte (un decimo di punto), a fronte di un apporto negativo delle esportazioni nette (un decimo di punto). Nel 2018, con l'aumento dell'IVA e il venire meno dei diversi incentivi si riduce il contributo favorevole della domanda finale interna (un punto percentuale) e diviene marginalmente positivo quello dell'*export* netto (un decimo di punto), risentendo di una frenata delle importazioni superiore a quella delle esportazioni. Questa configurazione dei contributi alla crescita 2017-18 è relativamente simile a quella ipotizzata dai previsori del *panel* UPB, con qualche differenza per quanto riguarda alcune componenti di domanda. In particolare, la stima MEF per gli investimenti appare più sostenuta rispetto alle previsioni del *panel*, soprattutto a riflesso di un'accelerazione più marcata assunta nella NADEF per questa tipologia di spesa nel corso della seconda metà del 2017.

L'evoluzione dell'inflazione 2017-18 del quadro tendenziale MEF risulta nell'intervallo di accettabilità delle stime del *panel* UPB. Il deflatore dei consumi, pur in un contesto di contenuti impulsi inflazionistici esterni dovuti all'apprezzamento del cambio, accelera tra il 2017 e il 2018 (dall'1,5 al 2%), per effetto della clausola IVA. Il deflatore del PIL sale in misura molto contenuta nel 2017 (0,6%). Esso si porta poi nel 2018 sopra la dinamica del deflatore della domanda nazionale totale (attestandosi all'1,8%), risentendo del contenuto guadagno di ragioni di scambio previsto nella NADEF per il prossimo anno. Nell'insieme, tali evoluzioni, tenendo anche conto delle diverse ipotesi sui prezzi all'importazione e all'esportazione, sembrano sostanzialmente in linea con le previsioni del *panel* UPB 2017-18. Nel 2017, il deflatore del PIL ipotizzato dal MEF è lievemente sopra la mediana delle previsioni (per circa un decimo di punto), ma sotto il limite superiore di tali stime (per circa due decimi di punto). Nel 2018, esso si situa al di sotto tanto dell'estremo più

elevato delle stime (per circa due decimi di punto) quanto del loro valore mediano (per circa un decimo di punto).

Data l'evoluzione del PIL reale e del deflatore, il tasso di crescita del PIL nominale è, sia nel 2017 (2,1%) che nel 2018 (3%), lievemente più elevato del valore mediano delle previsioni del *panel* UPB, situandosi, però, al di sotto dell'estremo superiore. Con riferimento, in particolare, al 2018, la dinamica del deflatore del PIL più bassa nella stima MEF rispetto all'*upper bound* del *panel* UPB più che compensa la crescita reale marginalmente più alta, dando luogo a una dinamica del PIL nominale MEF più contenuta rispetto al limite superiore dei previsori del *panel*.

Nell'insieme, quindi, il principale elemento di rischio del quadro tendenziale 2017-18 riguarda il livello del tasso di crescita del PIL reale 2018 e, in stretta connessione, l'intensità del rallentamento atteso per il prossimo anno. La favorevole evoluzione degli indicatori congiunturali fa presagire un secondo semestre 2017 ancora positivo, con benefici effetti di trascinamento per la crescita dell'anno successivo. Tuttavia i fattori di freno dell'economia, di carattere sia esterno che interno, insiti nello scenario tendenziale 2018 potrebbero incidere in misura superiore a quanto ipotizzato nel quadro MEF nel corso del prossimo anno. Al contempo, occorre considerare che i rischi di una crescita reale più bassa per l'evoluzione del PIL nominale, variabile cruciale per la finanza pubblica, appaiono nel 2018 in una certa misura contenuti da una stima dell'inflazione (deflatore del PIL) maggiormente in linea con le attese dei previsori del *panel* UPB.

Biennio 2019-2020. Per quanto riguarda il biennio 2019-2020, al di fuori dell'orizzonte di validazione, emergono maggiori fattori di perplessità relativamente alle ipotesi di crescita. Tra il 2019 e il 2020, il PIL reale del quadro tendenziale MEF è atteso in accelerazione (dall'1,2 del 2019 all'1,3% del 2020), in parziale controtendenza rispetto agli andamenti del prodotto globale ipotizzati nello scenario internazionale.

Con riferimento ai singoli anni, nel 2019 il tasso di crescita, pur collocandosi in prossimità del limite superiore del *panel* UPB, cresce la distanza, nel confronto con egli anni precedenti, rispetto al valore mediano di tali previsioni. La successiva accelerazione ipotizzata per il 2020 porta il tasso di crescita NADEF al di sopra tanto del valore mediano quanto dell'*upper bound* del *panel*. Su questo disallineamento sembrano incidere principalmente le componenti di domanda finale interna (consumi privati, investimenti, spesa PA) che appaiono in accelerazione rispetto al 2019 e sostanzialmente al di sopra del limite superiore delle ipotesi del *panel* UPB. In particolare, la crescita dei consumi delle famiglie implica nel quadro MEF il mantenimento della propensione al risparmio su livelli estremamente bassi nel confronto storico. L'ulteriore rafforzamento degli investimenti si concretizzerebbe in un ambiente di tassi di interesse, a breve e a lungo termine, crescenti. L'accelerazione della spesa in volume della PA sconterebbe un'ipotesi di prosecuzione della compressione dei prezzi d'acquisto delle Amministrazioni pubbliche su dinamiche molto modeste. La previsione sull'ultimo anno di un orizzonte quadriennale è naturalmente soggetta a margini di incertezza ampi. Tuttavia, le ipotesi MEF sulle variabili interne sembrano collocarsi su un versante quasi uniformemente ottimistico. Pur considerando il recente emergere di alcuni elementi di miglioramento nell'economia italiana, sembra poco prudentiale incorporarne l'impatto nelle ipotesi di crescita di medio periodo.

Esogene internazionali. Un commento riguarda, infine, le ipotesi sulle esogene internazionali del quadro NADEF, assunte dai previsori del *panel* per la conduzione dell'esercizio di validazione. Esse implicano una dinamica del commercio mondiale più alta in ciascun anno del periodo 2017-19 rispetto a quanto assunto nel DEF (il 2020 è uguale); la correzione è particolarmente forte nel 2017. Revisioni rispetto al DEF interessano anche il tasso di cambio (in apprezzamento nel 2017-18 sul dollaro e in termini effettivi) e, in misura più contenuta, il prezzo del petrolio (con una dinamica un po' più accentuata che nel DEF). Una ridefinizione del profilo di risalita (meno intensa che nel DEF) riguarda i tassi di interesse. Nell'insieme, il quadro delle esogene appare non molto distante dalle ipotesi adottate dai previsori del *panel* per i propri scenari. Si può anche notare che la discordanza presente nel DEF tra l'assunzione tecnica sul tasso di cambio e le aspettative formulate dai mercati a termine sembra in parte superata nella NADEF, almeno per quanto riguarda il segno dell'evoluzione del cambio (apprezzamento dell'euro).

Pur considerando tali ipotesi internazionali in linea con uno scenario di consenso, occorre d'altra parte tenere conto degli elementi di incertezza che lo contraddistinguono, soprattutto nel medio termine. Nella prospettiva del 2020, la ripresa raggiungerebbe durate *record* per alcune grandi economie con un aumento delle probabilità di inversioni di ciclo. In effetti, sono diversi i fattori di rischio (geo-politici, finanziari, monetari, commerciali) presenti nel quadro esterno. È evidentemente difficile individuare, con le informazioni generalmente positive a disposizione (inclusive delle valutazioni ricavabili dalle aspettative dei mercati anch'esse favorevoli), possibili punti di svolta nell'orizzonte di medio periodo. Nei quadri previsivi questi fattori vengono generalmente considerati *tail risks*. Tuttavia, la loro realizzazione potrebbe avere forti ripercussioni, dato lo spazio limitato di reazione che, al contrario dei precedenti episodi di inversione ciclica, hanno le politiche economiche dei paesi avanzati. Le implicazioni per l'economia italiana, uscita solo da pochi anni dalla recessione e con uno *stock* di debito pubblico ancora molto elevato, sarebbero rilevanti.