

Roma, 23 settembre 2019

Gentile Sig. Ministro,

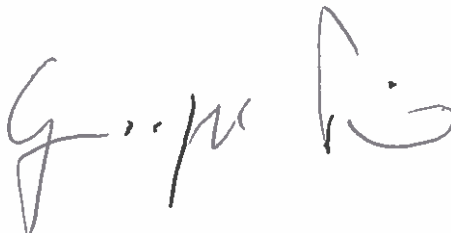
la legge n. 243/2012 stabilisce che l'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) effettui analisi, verifiche e valutazioni in merito alle previsioni macroeconomiche, sulla base di un programma annuale che prevede anche lo svolgimento delle funzioni attribuite in coerenza con l'ordinamento dell'Unione europea. 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.

L'UPB, tenuto conto dell'incertezza che caratterizza le previsioni, ha valutato la plausibilità del quadro macroeconomico tendenziale della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019 (NADEF 2019) 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 2019-2020 trasmesse dal MEF lo scorso 19 settembre, pur sottolineando la presenza di significativi fattori di rischio sulla crescita reale del PIL. Quanto alle previsioni per gli anni successivi, vale a dire per il biennio 2021-22 (che non sono oggetto di validazione), le previsioni del MEF appaiono lievemente ottimistiche rispetto all'intervallo accettabile delle stime allo stato delle informazioni attualmente disponibili.

Con i più cordiali saluti,



Nota esplicativa della lettera di validazione dell'Ufficio parlamentare di bilancio del quadro macroeconomico tendenziale della Nota di aggiornamento del DEF 2019

Questa nota, allegata alla lettera di validazione dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) del quadro macroeconomico (QM) tendenziale elaborato dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) per la Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) 2019, 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

L'UPB ha trasmesso il 23 settembre 2019 al MEF la propria lettera di validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali della NADEF 2019, inviate dal MEF il 19 settembre, successivamente ai rilievi comunicati 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 sugli andamenti di breve periodo del PIL e delle componenti di domanda e offerta; 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 che, per assicurare un confronto coerente con le previsioni tendenziali del MEF, le stime dei previsori del *panel* UPB (inclusive anche delle previsioni UPB) sono state formulate sulla base delle stesse ipotesi sulle esogene internazionali adottate dal MEF (si fa riferimento alle variabili comunicate all'UPB il 19 settembre).

Esiti della validazione

La previsione del PIL nel quadro macroeconomico tendenziale della NADEF per il biennio 2019-2020, che sconta gli aumenti delle imposte indirette connessi alle clausole di salvaguardia a partire dal prossimo anno, appare all'interno di un accettabile intervallo di valutazione, pur in presenza di

alcuni disallineamenti rispetto alle previsioni del *panel* UPB. La valutazione complessiva di accettabilità delle stime tendenziali della NADEF tiene conto: a) dell'entità modesta degli sforamenti, considerando anche il grado di incertezza sulle attuali prospettive di breve periodo; b) di una stima NADEF del PIL nominale – variabile direttamente rilevante per la finanza pubblica – allineata all'*upper bound* del *panel* UPB. Si sottolinea comunque la rilevanza di vari elementi di incertezza, sia nel breve sia nel medio periodo, che configurano rischi prevalentemente orientati al ribasso sul quadro macroeconomico tendenziale NADEF.

Di seguito si riassumono le osservazioni sulla previsione degli anni 2019 e 2020, oggetto dell'esercizio di validazione, si esprimono delle valutazioni generali sul biennio 2021-22 e si tratteggiano alcuni scenari di rischio, prevalentemente afferenti al contesto esterno.

La previsione tendenziale della NADEF sul PIL nel biennio 2019-2020 è in linea con le stime del *panel* dei previsori UPB, sia per quest'anno sia per il prossimo. La stima della NADEF sulla crescita dell'economia italiana per il 2019 (0,1 per cento) è marginalmente superiore al valore mediano delle previsioni del *panel*, contrassegnate da una variabilità molto contenuta; la previsione del MEF per la variazione del PIL nel 2020 (0,4 per cento) appare sostanzialmente in linea con la mediana del *panel* UPB.

La previsione sul PIL per il 2019 del QM tendenziale della NADEF sottende un'evoluzione sostanzialmente stagnante dell'attività economica nel III trimestre e un marginale recupero nel IV. Le attese di una dinamica produttiva modesta nella seconda metà dell'anno sono coerenti con l'indebolimento degli indicatori coincidenti e anticipatori dell'economia italiana e sono sostanzialmente condivise dal *panel* UPB. La flessione della produzione industriale in luglio induce cautela sull'evoluzione del sistema manifatturiero, la cui debolezza potrebbe ripercuotersi sugli altri comparti produttivi. Un fattore di incertezza è inoltre rappresentato dalle eventuali revisioni, sia verso l'alto sia verso il basso, delle dinamiche trimestrali dei conti economici nazionali, che saranno diffuse il 4 ottobre e che impattano direttamente sulle previsioni per il 2019.

Con riferimento alle determinanti della crescita, il quadro della NADEF per l'anno in corso incorpora il traino sia della domanda interna sia della domanda estera netta, interamente compensato dal contributo fortemente negativo della variazione delle scorte. L'evoluzione delle principali variabili del conto delle risorse e degli impieghi appare complessivamente coerente con i conti economici trimestrali attualmente disponibili e con le attese per la seconda metà dell'anno. Fa eccezione la stima sulla variazione degli investimenti che, nonostante sia coerente con la crescita acquisita desumibile dalla contabilità nazionale, eccede l'*upper bound* delle stime del *panel* UPB. Nel 2020 il QM del MEF stima che il sostegno alla crescita sarebbe soprattutto ascrivibile alla domanda interna, le cui principali componenti presentano dinamiche che ricadono all'interno dell'intervallo di variazione del *panel* UPB.

L'insieme delle variabili relative a costi e prezzi formulato nella NADEF risulta nel biennio 2019-2020 lievemente ottimista. La dinamica del deflatore del PIL stimata dal MEF per quest'anno si colloca al limite di accettabilità delle stime del *panel* UPB ed è sospinta anche dall'inversione delle ragioni di scambio. Le stime mediane del *panel* sono più caute, anche alla luce dei recenti andamenti osservati nei dati trimestrali; ne consegue una dinamica del PIL nominale (1,0 per cento) del QM NADEF che, come per il deflatore e per la crescita reale, si colloca sull'estremo superiore delle stime

del *panel* UPB. Nel 2020 le variabili di prezzo del quadro macroeconomico del MEF recepiscono l'attivazione delle clausole di salvaguardia sulle imposte indirette previste a legislazione vigente. La variazione attesa per i deflatori per l'anno prossimo, sia del PIL sia dei consumi, ricade all'interno dell'intervallo di validazione, ma risulta più marcata rispetto a quella della mediana del *panel* UPB. Su tale differenza ha inciso l'incertezza sulla quantificazione degli effetti di traslazione in avanti sui prezzi derivanti dall'attivazione delle clausole di salvaguardia; la cautela delle previsioni sui deflatori del *panel* UPB riflette, inoltre, la debolezza della fase ciclica in atto. Anche la dinamica del PIL nominale del 2020 del QM NADEF (2,3 per cento) ricade all'interno dell'intervallo di variazione del *panel*. Le previsioni sulle variabili del mercato del lavoro per il 2019 risultano complessivamente coerenti con il quadro macroeconomico della NADEF e comprese all'interno dell'intervallo di variazione del *panel* UPB.

Con riferimento al periodo 2021-22, che non è oggetto di validazione da parte dell'UPB, la previsione tendenziale sul PIL reale (pari rispettivamente a 0,8 per cento e 1,0 per cento) sembra lievemente ottimista, collocandosi appena al di sopra del limite superiore del *panel* UPB in entrambi gli anni. Inoltre, il tasso di crescita del PIL dell'Italia stimato al termine dell'orizzonte di previsione della NADEF (1,0 per cento) appare più elevato delle stime sulla crescita potenziale delle principali istituzioni, incluse quelle effettuate dal MEF in occasione del DEF 2019.

Nel 2022 le proiezioni sulle componenti di domanda sembrano lievemente ottimiste, soprattutto con riferimento alla domanda interna. I consumi delle famiglie recuperano lo *shock* relativo all'aumento dell'imposizione indiretta previsto dalle clausole di salvaguardia e accelerano fino all'1,0 per cento, contro stime mediane del *panel* UPB decisamente più caute. Nello scenario del MEF l'accumulazione di capitale si irrobustisce in misura non marginale nel 2022, mentre nelle valutazioni intermedie del *panel* la dinamica degli investimenti a fine periodo è simile a quella del 2021.

Anche le previsioni sui prezzi di fine periodo sembrano risentire dell'ottimismo sull'attività economica. La variazione del deflatore del PIL appare lievemente superiore a quella dell'*upper bound* del *panel* UPB; ne consegue che, tenendo conto del menzionato divario sulla crescita, il tasso di crescita del PIL nominale indicato dal MEF per il 2022 eccede in misura non trascurabile l'estremo superiore di quello del *panel* UPB.

Rischi della previsione

Lo scenario macroeconomico di medio termine dell'economia italiana appare soggetto a forti rischi, prevalentemente orientati al ribasso, in larga misura di matrice internazionale e finanziaria. I rischi sono tutti riconducibili, più o meno direttamente, all'incertezza sulle politiche economiche, che appare attualmente su valori prossimi ai massimi storici.

Rischio di un forte peggioramento del contesto internazionale. La domanda estera per l'Italia ipotizzata nel QM della NADEF potrebbe risultare nei prossimi anni sovrastimata. I possibili scenari avversi sono molteplici. La guerra commerciale globale, in atto tra la Cina e gli Stati Uniti, sembra proseguire e si attende che entro la fine dell'anno i dazi vengano rafforzati. Già oggi si manifestano i primi effetti sui paesi esportatori, inclusa la Germania, per la quale vi sono alcune attese di recessione.

Si prospettano poi rischi specifici sul ciclo economico della Cina, che risente di un indebolimento della domanda interna, nonostante i provvedimenti espansivi attivati dal Governo. L'acuirsi delle tensioni commerciali potrebbe inoltre condurre a una guerra valutaria, della quale risentirebbe pure l'area dell'euro. In Europa prosegue l'incertezza sulla *Brexit*, sia sulle tempistiche sia sulle modalità di realizzazione. Lo scenario globale resta, inoltre, esposto a diversi fronti di instabilità geo-politica, soprattutto nel medio oriente, nonché a *shock* climatici e ambientali. Infine, i recenti attacchi alle raffinerie saudite segnalano tensioni che potrebbero incidere sulla volatilità delle quotazioni petrolifere, con ripercussioni sull'attività economica e sulle dinamiche inflazionistiche dei paesi importatori di materie prime energetiche.

Rischi finanziari, globali e nazionali. La pendenza dalla curva dei rendimenti degli Stati Uniti è coerente con attese degli operatori di mercato di una prossima inversione del lungo ciclo espansivo americano. Le politiche economiche e monetarie, che si erano normalizzate solo in parte negli anni passati, potrebbero avere margini limitati nel contrastare la prossima recessione, inducendo quindi rapidi incrementi nell'avversione al rischio degli operatori di mercato. L'aumento dei rendimenti richiesti a emittenti con basso merito di credito penalizzerebbe rapidamente l'economia italiana.