

Il Presidente

Roma, 25 marzo 2019

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 nel Documento di economia e finanza (DEF).

L'UPB, tenuto conto dell'incertezza che caratterizza le previsioni macroeconomiche, ha valutato la plausibilità delle stime sulla base di un intervallo di valori accettabili per le grandezze macroeconomiche oggetto di validazione.

Il Consiglio dell'UPB valida le previsioni tendenziali per gli anni 2019-2022 trasmesse dal MEF all'UPB il 22 marzo scorso, in quanto esse si collocano in un intervallo accettabile allo stato delle informazioni attualmente disponibili, pur presentando non trascurabili rischi di al ribasso in considerazione dei molteplici fattori di rischio.

Verrà successivamente trasmessa una nota esplicativa della presente lettera.

Con i più cordiali saluti,



Ill.mo Prof. Giovanni TRIA
Ministro dell'economia e delle finanze
Via XX Settembre, 97
00187 ROMA

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

Questa nota, allegata alla lettera di validazione dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) del quadro macroeconomico tendenziale elaborato dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) per il Documento di economia e finanza (DEF) 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 25 marzo 2019 al MEF la propria lettera di validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali del DEF 2019, inviate dal MEF il 22 marzo, 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 dei modelli di breve periodo dell'UPB, sul PIL e sulle 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 del quadro macroeconomico elaborato dal MEF al suo interno e rispetto alle variabili esogene internazionali. La valutazione complessiva, incentrata sui predetti strumenti, tiene 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 di tutti i previsori del *panel* UPB sono state formulate sulla base delle stesse ipotesi sulle variabili esogene internazionali adottate dal MEF.

Esiti della validazione

La previsione del PIL reale nel 2019-2022 contenuta nel quadro macroeconomico tendenziale del DEF 2019 – che sconta per il 2020 e 2021 gli aumenti delle imposte indirette connessi alle clausole di salvaguardia – appare all'interno di un accettabile intervallo di valutazione, pur in presenza di contenuti disallineamenti rispetto all'estremo superiore delle previsioni del *panel* UPB su alcune delle variabili oggetto di validazione. La valutazione complessiva di accettabilità delle stime tendenziali del DEF tiene conto: a) dell'entità modesta degli sforamenti, considerando anche il grado di incertezza sulle prospettive di breve periodo; b) di stime del PIL, reale e nominale, che non eccedono l'*upper bound* del *panel* UPB. Si sottolinea comunque la rilevanza di vari elementi di incertezza, sia nel breve

sia nel medio periodo, che configurano prevalentemente dei rischi al ribasso sul quadro macroeconomico tendenziale del DEF.

Di seguito si riassumono le osservazioni sulla previsione, con riferimento alle principali variabili considerate nell'esercizio di validazione e si tratteggiano alcuni scenari di rischio, rilevanti per l'economia italiana nel breve e nel medio termine.

Con specifico riferimento al PIL reale, il QM tendenziale del MEF prospetta un netto rallentamento della crescita quest'anno, allo 0,1 per cento (da 0,9 nel 2018), cui fa seguito un recupero allo 0,6 per cento nel 2020 e un'accelerazione progressiva nel biennio 2020-2021. La stima di crescita del PIL del MEF si colloca, in ciascuno degli anni dell'orizzonte previsivo al di sotto dei valori estremi superiori del *panel* UPB.

Il tasso di crescita dell'attività economica di quest'anno resta comunque soggetto all'incertezza sugli andamenti congiunturali trimestrali. Le previsioni, sia del MEF sia del *panel*, incorporano un graduale miglioramento del ciclo economico quest'anno, più marcato nel secondo semestre. Poiché i tassi di crescita congiunturali dei primi trimestri impattano statisticamente sulla variazione annuale più di quanto non avvenga per il terzo e il quarto trimestre, nel caso in cui la crescita nel periodo invernale dovesse sorprendere al ribasso, occorrerebbe un'accelerazione congiunturale più forte in seguito, per raggiungere lo 0,1 per cento di crescita del PIL stimato per il 2019.

Nello scenario del MEF la composizione della crescita è quasi interamente ascrivibile alle componenti interne della domanda, in quanto il contributo delle esportazioni nette si manterrebbe sostanzialmente nullo su tutto l'orizzonte previsivo. La spesa per consumi delle famiglie replicherebbe nel 2019-2020 la crescita dell'anno scorso (0,6 per cento), ma nel biennio successivo tenderebbe ad accelerare lievemente; per il *panel* UPB invece i consumi rallenterebbero nel prossimo biennio, soprattutto nel 2021 (nella stima media la decelerazione sarebbe di mezzo punto percentuale), risentendo dell'inasprimento delle imposte indirette. Il processo di accumulazione nelle stime del MEF vede per quest'anno una battuta d'arresto sulla componente dei macchinari e attrezzature e un rallentamento meno marcato per le costruzioni; nel resto dell'orizzonte previsivo si proietta un irrobustimento sui beni strumentali e una conferma della dinamica di crescita della componente immobiliare. Nelle valutazioni del *panel* UPB il rallentamento degli investimenti totali sarebbe anche più pronunciato quest'anno, mentre il recupero prospettato dal MEF nel triennio successivo non eccede i limiti superiori delle stime del *panel*.

Per quando riguarda l'interscambio con l'estero, quest'anno la variazione delle esportazioni è lievemente superiore a quella del 2018, anche grazie all'indebolimento del cambio e nonostante il rallentamento del commercio mondiale. Tale valutazione sul 2019 è condivisa dal *panel* UPB, mentre per il prossimo triennio il *panel* proietta una tendenza alla stabilizzazione delle quote di mercato, che invece continuerebbero a contrarsi nelle stime del MEF.

Le stime sull'occupazione (ULA) sono molto simili a quelle delle mediane del *panel* UPB nel 2019-2020 ed appena più pronunciate nel biennio successivo. Anche il tasso di disoccupazione è pressoché allineato fino all'anno prossimo e successivamente risulta più favorevole. Va al riguardo osservato che le stime del *panel* sono eterogenee, in quanto lo scarto tra l'estremo superiore e l'inferiore è di circa 1,5 punti percentuali nel prossimo triennio, a causa della complessa e incerta valutazione, sia in

termini economici sia sulle statistiche ufficiali, dell'impatto del reddito di cittadinanza sull'offerta di lavoro.

Con riferimento alle dinamiche nominali, il QM tendenziale del MEF stima una variazione del deflatore dei consumi privati all'1,0 per cento quest'anno, sostanzialmente in linea con le valutazioni mediane del *panel* UPB. A partire dal 2020 si prevede un'accelerazione, per l'aumento dell'imposizione indiretta, al 2,3 per cento, seguito da un graduale riassorbimento fino all'1,5 per cento nel 2022; l'intensità e la distribuzione temporale dell'aumento dei prezzi nel triennio sono oggetto di valutazioni eterogenee all'interno del *panel*, a riprova della forte incertezza delle stime. Il deflatore del PIL nel QM tendenziale del DEF accelera fino a quasi il due per cento l'anno prossimo e successivamente rallenta gradualmente; tale dinamica appare nell'ambito del *range* delle previsioni del *panel* UPB, non distante dai valori mediani. Date le stime del PIL reale e del suo deflatore, la dinamica del PIL nominale del quadro DEF risulta nel complesso in linea con le previsioni del *panel* UPB.

Lo scenario macroeconomico tendenziale del DEF quest'anno recepisce sia importanti provvedimenti di stimolo all'economia, quali il Reddito di cittadinanza, sia il forte *shock* negativo che deriverebbe dall'attivazione delle clausole di salvaguardia sulle imposte indirette, previste dalla legge di bilancio per il 2019. Il contestuale operare delle diverse misure rende complesse e incerte le stime macroeconomiche, soprattutto sul triennio 2020-2021. Nel QM del MEF, come anche nelle mediane del *panel* UPB, la congiuntura economica quest'anno si irrobustirebbe progressivamente, sospinta prevalentemente dai maggiori trasferimenti alle famiglie¹. Grazie agli stimoli di bilancio la dinamica dei consumi si manterrebbe costante nel 2019, nonostante il rallentamento dell'attività produttiva. Tuttavia, dal primo trimestre dell'anno successivo la previsione tendenziale incorpora l'attivazione delle clausole di salvaguardia, la cui trasmissione sul sistema economico è incerta, sia sui prezzi sia sulle quantità. La traslazione della maggiore imposizione indiretta sui prezzi pagati dal consumatore può infatti variare molto, a seconda di diversi fattori. In termini congiunturali incidono la fase ciclica, le attese delle imprese che fissano i prezzi, il grado di capacità produttiva inutilizzata e le dinamiche dei costi del lavoro e delle materie prime; rilevano però anche aspetti strutturali, quali le pressioni competitive sui mercati, interni e internazionali, nonché le caratteristiche dei canali di distribuzione, che negli ultimi anni sono in misura crescente orientati verso le vendite *on line*. L'incertezza associata alla trasmissione delle imposte sui prezzi si riverbera poi direttamente sulle stime della domanda interna. Una rapida traslazione implica meccanicamente una riduzione del potere d'acquisto, che impatta direttamente sulle spese delle famiglie; nel caso invece di assorbimento dell'imposta tramite i margini delle imprese, vi sarebbero comunque meno profitti e distribuzioni di dividendi, il cui impatto sulla domanda sarebbe relativamente inferiore, ma resterebbe rilevante, per l'entità dell'incremento delle aliquote².

¹ Le valutazioni dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio sull'impatto macroeconomico delle misure della legge di bilancio sono riportate nel Rapporto sulla politica di bilancio 2019, disponibile al sito <http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2019/01/Rapporto-politica-di-bilancio-2019-per-sito.pdf>. Con particolare riguardo al Reddito di Cittadinanza, l'UPB ha effettuato delle analisi sull'effetto macroeconomico, riportate nell'audizione del Presidente il 5 febbraio 2019 presso la Commissione 11^a del Senato della Repubblica, disponibile al sito http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2019/02/Audizione_5_2_2019_Pisauro.pdf.

² L'aliquota ordinaria aumenterebbe dal 22 per cento del 2019 fino al 26,5 nel 2021; l'aliquota oggi al 10 per cento aumenterebbe dall'anno prossimo di tre punti percentuali.

Rischi della previsione

Lo scenario macroeconomico di medio termine dell'economia italiana appare soggetto a forti rischi, prevalentemente orientati al ribasso, sia di matrice internazionale e finanziaria, sia interni. Si delineano di seguito tre categorie di rischi, che inducono alla cautela nelle previsioni.

Rischio di ulteriore peggioramento del contesto internazionale. Sebbene il QM già consideri, opportunamente, un rallentamento delle variabili di domanda estera per l'Italia, vi sono diversi scenari in cui l'indebolimento sarebbe anche più marcato. Nonostante la recente ripresa del dialogo tra USA e Cina, resta elevato il timore di una guerra commerciale globale, la cui attesa ha comunque riflessi sulle decisioni di investimento. Vi è poi un rischio specifico sulla Cina, che attiva in misura non trascurabile l'industria tedesca, in considerazione del fatto che i dati recenti potrebbero delineare un rallentamento più brusco di quello atteso dalle autorità cinesi e dai mercati. Sull'Europa, inoltre, continua a gravare l'incertezza sulla Brexit, in quanto nonostante l'approssimarsi della data entro cui il Regno Unito dovrebbe uscire dall'Unione europea, l'accordo con la UE non è stato approvato dal Parlamento. Altri fattori potenziali di rischio globale riguardano le crisi (Argentina, Venezuela, Turchia) e le tensioni geopolitiche locali (in Corea del Nord, in Siria, Iran e più in generale nel medio oriente), l'imprevedibile orientamento dell'Amministrazione americana e le elezioni europee.

Rischio di indebolimento della parte dell'offerta. Secondo le ultime rilevazioni dell'Istat la capacità utilizzata dal settore manifatturiero italiano è di poco inferiore all'ottanta per cento, un valore relativamente elevato nel confronto storico. L'attività economica necessita quindi di un'espansione dei fattori di produzione, che però quest'anno potrebbero risentire di alcuni elementi frenanti. L'accumulazione di capitale sembra risentire di condizioni per l'investimento meno favorevoli, anche in virtù delle crescenti restrizioni sui criteri di accesso al credito; inoltre, tale tendenza potrebbe essere amplificata dal venire meno di quegli incentivi (quali il super e l'iper-ammortamento) che nei giudizi delle aziende avevano stimolato l'accumulazione in misura non trascurabile. Per quanto attiene invece al fattore lavoro, che nella seconda metà dell'anno scorso ha sostanzialmente arrestato la sua crescita, non si può escludere che nei primi trimestri del 2019 vi sia un ulteriore indebolimento, che seguirebbe con i consueti ritardi la fase di calo della produzione del semestre scorso.

Squilibri finanziari e avversione al rischio degli investitori. Le politiche economiche e monetarie restano a livello globale molto espansive, alimentando eccessi finanziari, sia sulle quotazioni dei corsi azionari sia sull'indebitamento pubblico e privato. In tale contesto *shock* negativi potrebbero difficilmente essere accomodati dalle istituzioni e indurrebbero un repentino incremento dell'avversione al rischio degli operatori di mercato. L'aumento dei premi al rischio richiesti dagli investitori internazionali penalizzerebbe le economie con emittenti, pubblici e privati, con basso *rating* sul merito di credito, quali l'Italia. D'altro canto, una comunicazione istituzionale e interventi delle autorità di politica economica che soddisfino le esigenze dei mercati finanziari e i bisogni del sistema produttivo potrebbero per contro far diminuire i premi al rischio sui rendimenti, con benefici sulle attese e sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese.