



Roma, 13 ottobre 2018

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.

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 non valida le previsioni programmatiche per il 2019 pubblicate nella NADEF 2018, in quanto esse si collocano fuori dall'intervallo accettabile allo stato delle informazioni attualmente disponibili.**

Un'analisi più dettagliata sulle motivazioni della mancata validazione è contenuta nel documento allegato.

Con i più cordiali saluti,

## **Osservazioni dell'Ufficio parlamentare di bilancio al Ministero dell'Economia e delle finanze sul Quadro macroeconomico programmatico della NADEF 2018**

### **Premessa**

Come stabilito nel Protocollo d'intesa tra l'Ufficio Parlamentare di Bilancio (UPB) e il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), questa nota riporta le osservazioni dell'UPB al Quadro Macroeconomico (QM) programmatico pubblicato nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) 2018.

Le previsioni macroeconomiche tendenziali della NADEF 2018 sono state validate dall'UPB, con lettera trasmessa al MEF il 19 settembre 2018.

L'esercizio di validazione è formulato a partire da un'analisi complessiva della situazione economica svolta dall'UPB attraverso: a) le stime UPB basate su modelli di breve periodo del PIL e delle componenti di domanda e offerta; b) le stime annuali ottenute dall'UPB con il modello di previsione dell'Istat, impiegato nell'ambito dell'Accordo-quadro sottoscritto con tale istituto; c) le stime annuali distintamente prodotte nell'occasione dagli istituti di previsione indipendenti (CER, Prometeia, REF.ricerche) facenti parte del *panel* UPB; d) il monitoraggio delle più recenti previsioni 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.

Come di consueto l'analisi sul quadro programmatico è stata effettuata modificando le previsioni (dei quattro soggetti del *panel* UPB) già utilizzate per la validazione dello scenario tendenziale, solo ed esclusivamente per tenere conto delle informazioni preliminari sulla manovra, fornite dal MEF all'UPB. Giova ricordare che, secondo l'ordinamento europeo, l'obiettivo finale di tutto l'esercizio è la validazione del quadro *programmatico*, destinato a essere incorporato nel *Draft Budgetary Plan*. La validazione del quadro macroeconomico tendenziale – la cui pubblicazione non è prassi comune nel contesto europeo ma rappresenta piuttosto una peculiarità dell'ordinamento italiano – serve soltanto a controllare che non vi sia un disallineamento eccessivo già nelle previsioni macroeconomiche a legislazione vigente. La valutazione finale dell'UPB resta comunque riferita al quadro programmatico nella sua interezza.

Si rammenta che il giudizio dell'UPB tende a verificare che le previsioni del Governo si basino su scenari realistici, utilizzino le informazioni più aggiornate e si ispirino al criterio della prudenza (art. 4, c. 1 e art. 9, c. 3 della Direttiva 85/2011, parte del cosiddetto Six-Pack).

Sulla base del Protocollo d'intesa tra l'UPB e il MEF relativo alla trasmissione delle informazioni necessarie ai fini della certificazione delle previsioni macroeconomiche e della valutazione sulla finanza pubblica (del 15 settembre 2014) sono oggetto di validazione le principali variabili macroeconomiche, indicate nel paragrafo 3.1 del Protocollo.

## Osservazioni sul quadro macroeconomico programmatico

Si illustrano di seguito gli elementi presi in considerazione nell'esercizio svolto con il *panel* UPB, ai fini della valutazione congiunta del quadro programmatico del Governo presentato nella NADEF 2018.

Il principale elemento ostativo alla validazione delle previsioni programmatiche del MEF è che la dinamica delle più rilevanti variabili dell'attività economica e dei prezzi appare complessivamente poco prudente, nel confronto con le stime del *panel* UPB.

- Nelle stime del *panel* la crescita stimata dal MEF per il PIL del 2019 eccede non solo quella della mediana ma anche, in misura non trascurabile (due decimi di punto percentuale), quella dell'estremo superiore. Rispetto allo scenario a legislazione vigente, la valutazione dell'impatto positivo della manovra sulla crescita reale è, per tutti i previsori del *panel* UPB, inferiore a quella implicita nella previsione del Governo. Il disallineamento deriva interamente dalle previsioni sulle maggiori componenti della domanda interna, consumi e investimenti. In particolare, gli investimenti in beni strumentali, che sono principalmente operati dal settore privato, registrano nella NADEF una crescita eccedente, rispetto a quella dell'estremo superiore del *panel*, di circa due punti percentuali; la prudenza nelle proiezioni del *panel* risiede anche nella considerazione che tale componente ha ormai sostanzialmente recuperato i valori precedenti la crisi dei debiti sovrani per cui occorrono miglioramenti delle aspettative di profitto delle imprese affinché la dinamica resti elevata. Inoltre, i recenti segnali di restrizioni nei criteri di erogazione del credito, verosimilmente indotti dalla volatilità registrata sui mercati dei titoli obbligazionari a reddito fisso, suggerirebbero prudenza nell'indicare previsioni sugli investimenti privati ampiamente superiori a quelle del tendenziale.
- I divari rispetto alle stime del *panel* non sono trascurabili anche per quanto riguarda i prezzi. Nelle stime del MEF il deflatore del PIL eccede l'*upper bound* del *panel* UPB, sebbene in misura lieve. Rispetto allo scenario a legislazione vigente del MEF la minore accelerazione dell'inflazione (misurata dal deflatore dei consumi privati) è quantificabile in otto decimi di punto percentuale; tale misura appare coerente con la disattivazione delle clausole sull'IVA ed è in linea con le stime del *panel*. Di contro, il deflatore del PIL si riduce rispetto allo scenario tendenziale soltanto di 0,2 punti percentuali, quindi assai meno rispetto all'incidenza dei consumi sul totale del PIL. L'ipotesi interpretativa secondo cui il deflatore del PIL programmatico beneficerebbe nella NADEF del carattere espansivo della manovra non trova riscontro nelle dinamiche delle componenti di domanda. In condizioni di sostanziale invarianza sui prezzi all'*import* e all'*export*, i deflatori che più contribuiscono al rialzo tra lo scenario programmatico e il tendenziale sono quelli dei consumi pubblici (con un impatto sul deflatore del PIL al più dello 0,1 per cento) e delle scorte (un aggregato statistico molto difficile da stimare e da interpretare); per contro, il deflatore degli investimenti, ossia della componente che nella NADEF più è attivata dalla manovra, resta nelle previsioni del MEF sugli stessi valori dello scenario tendenziale. In definitiva, il differenziale tra deflatore del PIL nel quadro programmatico e tendenziale del MEF appare troppo basso e poco interpretabile, in termini di componenti di domanda.

- Tenendo conto anche dei citati scostamenti sulle variabili reali, la dinamica del PIL nominale, variabile direttamente legata agli andamenti dei maggiori aggregati di finanza pubblica, risulta molto diversa rispetto al consenso del *panel*: il divario di crescita è di sette decimi di punto percentuale rispetto alla mediana e di quattro decimi rispetto all'estremo superiore. Per una compiuta interpretazione delle stime del *panel* si osserva che la mediana delle previsioni del PIL nominale non cambia tra lo scenario tendenziale e il programmatico; la ragione risiede nel fatto che il miglioramento del PIL reale (che beneficia della manovra) è interamente compensato dalla decelerazione del deflatore del PIL (che recepisce il mancato aumento dell'IVA). L'aumento del PIL nominale nel quadro programmatico della NADEF rispetto allo scenario tendenziale non trova dunque riscontro nelle valutazioni del *panel*. In precedenti esercizi l'UPB aveva validato quadri macroeconomici con lievi disallineamenti sulla crescita, ma in virtù di stime sul PIL nominale all'interno dell'intervallo di variazione definito dai previsori del *panel*. Gli scostamenti sul PIL nominale assumono particolare importanza in questo esercizio, in quanto incidono sulla prudenza richiesta al quadro macroeconomico anche per le implicazioni sugli indicatori di finanza pubblica (solo per fare un esempio, semplicemente utilizzando il PIL nominale della previsione UPB, la più vicina tra quelle del *panel* alla previsione della NADEF, il rapporto debito pubblico/PIL nel 2021 risulterebbe più alto di un punto percentuale rispetto alla proiezione ufficiale).

Un altro ordine di considerazioni riguarda le dinamiche infra-annuali, sia con riferimento alle tendenze cicliche sia per quanto attiene alla tempistica degli stimoli di bilancio.

- La fase congiunturale dell'economia italiana si è progressivamente indebolita nella prima metà dell'anno e, secondo le previsioni UPB, la crescita dell'attività economica resterebbe molto contenuta anche nel breve termine. Incorporando uno scenario di variazione del PIL dello 0,1 per cento sia nel terzo sia nel quarto trimestre di quest'anno, il trascinamento statistico al 2019 sarebbe molto basso (0,2 per cento). Ne deriva che per conseguire una variazione annua del prodotto dell'1,5 per cento sarebbe necessaria una forte e rapida accelerazione già dal primo trimestre del 2019, su ritmi non inferiori allo 0,5 per cento in termini congiunturali in tutti e quattro i trimestri (una tale ricorrenza non si verifica in Italia dalla fine degli anni novanta). Andamenti più progressivi e più realistici resterebbero invece coerenti con il quadro tendenziale del MEF (per conseguire l'aumento annuo dello 0,9 per cento sarebbe sufficiente una crescita dello 0,3 per cento sul periodo precedente nei quattro trimestri del prossimo anno).
- Quanto precede rileva anche in virtù della verosimile distribuzione temporale delle misure programmate dal Governo nei prossimi trimestri. L'incremento degli investimenti pubblici, che sono tipicamente molto espansivi, nello scenario programmatico si somma alla netta inversione di tendenza già stimata nello scenario a legislazione vigente; ne consegue che la componente ascrivibile al programmatico potrebbe ragionevolmente concentrarsi nella seconda metà del 2019, più che nei primi mesi. Anche l'avvio del Reddito di cittadinanza, che comporta un'espansione del reddito disponibile delle famiglie più disagiate (normalmente caratterizzate da una propensione al consumo elevata), potrebbe richiedere qualche mese per essere attivato.

Infine, si segnala la possibile moderazione degli effetti espansivi della manovra sulla crescita, a causa della reazione degli investitori finanziari. Successivamente all'annuncio degli obiettivi di finanza pubblica, avvenuto a fine settembre, le tensioni sul mercato dei titoli di Stato italiani sono rapidamente tornate a inasprirsi, in misura non trascurabile. Poiché la nostra economia è più esposta di altre a tali turbolenze, in considerazione dell'elevato *stock* di debito pubblico da rifinanziare, la perdita di valore degli attivi finanziari può riverberarsi sulla fiducia e quindi sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese.

Gli elementi di perplessità già rilevati per l'anno prossimo tendono a rafforzarsi sul biennio 2020-21. La risposta dell'economia allo stimolo fiscale resta elevata, nonostante nel biennio le clausole sull'IVA vengano disattivate solo in parte. Il ritmo di crescita dell'attività economica eccede l'estremo superiore dei previsori del *panel* UPB in entrambi gli anni. In termini di componenti di domanda, oltre ai valori elevati sugli investimenti in macchinari e attrezzature, similmente a quanto avveniva per il 2019, si rilevano anche scostamenti rispetto alle stime del *panel* sulle previsioni dei consumi privati.

Si registrano disallineamenti anche sui prezzi, soprattutto sul deflatore dei consumi, e il tasso di variazione del PIL nominale nel 2020 eccede gli estremi superiori del *panel*.

Il biennio 2020-21 si caratterizza quindi per un moltiplicatore dello *shock* di finanza pubblica relativamente alto, sia con riferimento all'attività economica sia per quanto attiene ai prezzi.

## **Sintesi**

L'UPB ha effettuato una valutazione complessiva della previsione programmatica del Governo, avvalendosi come di consueto delle analisi svolte dal *panel* UPB. Sulla base di tale esercizio di valutazione si è giunti alla conclusione che le previsioni macroeconomiche sul 2019 nel quadro programmatico della NADEF 2018 non sono validate dall'UPB. Tale valutazione discende dai significativi e molteplici disallineamenti sulle principali variabili del quadro programmatico, con riferimento sia alla crescita economica sia ai prezzi, rispetto alle previsioni del *panel*. La decisione è tra l'altro corroborata dalle informazioni più aggiornate sulle tendenze congiunturali e dal confronto con le previsioni di altre istituzioni. Infine, anche le previsioni macroeconomiche del MEF per gli anni successivi (biennio 2020-21), che non sono oggetto di validazione, sono ritenute ottimistiche.

13 ottobre 2018