

Roma, 24 settembre 2021

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, ha valutato la plausibilità del quadro macroeconomico tendenziale della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021 (NADEF 2021) 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 2021-2022 trasmesse dal MEF lo scorso 22 settembre, pur sottolineando la presenza di significativi fattori di rischio. Anche le previsioni per il biennio 2023-2024 (che non sono oggetto di validazione) sulle principali variabili appaiono all'interno dell'intervallo di accettazione, tuttavia sono soggette a rischi di varia natura, per lo più orientati al ribasso.

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 2021

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) 2021, 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 24 settembre 2021 al MEF la propria lettera di validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali della NADEF 2021, inviate dal MEF il 22 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, Oxford Economics, 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 QM elaborato dal MEF, anche 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 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.

Esiti della validazione

Le previsioni macroeconomiche sull'Italia per quest'anno sono state significativamente riviste al rialzo rispetto a quelle formulate per il Documento di economia e finanza (DEF) 2021; il *panel* UPB condivide tali miglioramenti ma segnala la rilevanza di elementi di incertezza di varia natura (delineati nella sezione "Rischi della previsione"), sia nel breve sia nel medio periodo, che configurano prevalentemente rischi orientati al ribasso.

Il QM tendenziale nell'orizzonte di validazione appare, nell'insieme, accettabile in quanto le stime sulle principali variabili in esame non presentano rilevanti disallineamenti rispetto all'estremo

superiore delle previsioni del *panel* UPB. La valutazione complessiva di accettabilità delle stime tendenziali della NADEF 2021 tiene principalmente conto: a) di una previsione del PIL reale – che misura lo sviluppo del sistema economico – non eccedente l'estremo superiore delle stime del *panel* UPB; b) di una stima del PIL nominale – variabile direttamente rilevante per la finanza pubblica – compresa nell'intervallo di validazione delle stime dei *panelist*, sebbene al limite superiore nel 2021.

Di seguito si riassumono le osservazioni sulla previsione degli anni 2021 e 2022, oggetto dell'esercizio di validazione, si esprimono alcune valutazioni generali sul biennio 2023-2024 e si tratteggiano alcuni scenari di rischio.

Con riferimento alla dinamica del PIL nel biennio 2021-2022, la previsione tendenziale della NADEF si colloca all'interno dell'intervallo delle stime del *panel* UPB. Il Governo indica una crescita dell'economia italiana per il 2021 al 6,0 per cento, un valore equidistante tra la mediana e l'estremo superiore delle attese dei previsori UPB; il PIL recupererebbe quasi due terzi della flessione dello scorso anno, per cui risulterebbe inferiore a quello del 2019 per oltre tre punti percentuali. La previsione sul PIL per il 2021 nel QM del MEF sottende il prosieguo del recupero dell'attività economica nel terzo trimestre, con ritmi inferiori a quelli della primavera scorsa ma comunque elevati. Tale evoluzione appare qualitativamente coerente con gli ultimi indicatori congiunturali e con le attese del *panel* UPB.

Secondo le previsioni del MEF il recupero dell'economia italiana proseguirebbe nel 2022 a un ritmo di crescita ancora alto, sebbene in rallentamento rispetto al 2021. La proiezione del Governo sul PIL appare accettabile in media d'anno, tuttavia la dinamica congiunturale dei primi due trimestri risulta elevata nel confronto storico e sottende un ritorno ai livelli pre-crisi già a partire dalla primavera. L'attività economica dovrebbe beneficiare dello stimolo impresso dal Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), tuttavia nel primo semestre non si può escludere una recrudescenza della pandemia, come già avvenuto nel 2020-2021.

Con riferimento alle determinanti della crescita, nel QM del MEF l'espansione dell'economia nel 2021 è in massima parte attribuibile al considerevole impulso delle componenti interne di domanda, a fronte di un apporto limitato delle esportazioni nette; la variazione delle scorte fornirebbe un contributo appena negativo alla variazione del PIL. L'aumento delle esportazioni è maggiore di quello della domanda estera, mentre la dinamica delle importazioni appare più allineata alle variabili di attivazione interne. Le previsioni sulle principali componenti della domanda aggregata appaiono in linea con le valutazioni mediane del *panel* UPB.

Nella previsione NADEF per il 2022 l'evoluzione delle principali variabili del conto delle risorse e degli impieghi è coerente con le attese del *panel* UPB e non si registrano rilevanti disallineamenti rispetto all'intervallo di accettazione. Fanno eccezione le variabili relative al commercio estero, che nel QM del MEF appaiono inferiori al *lower bound* del *panel* UPB in quanto attivate principalmente dalla variabile relativa ai mercati esteri rilevanti per l'Italia, che mostra una dinamica nettamente inferiore a quella del commercio mondiale (variabile di riferimento per i previsori del *panel* UPB). Le esportazioni nette, tuttavia, forniscono un contributo alla crescita del PIL sostanzialmente neutrale, similmente alle stime mediane del *panel* UPB.

L'insieme delle variabili relative a costi e prezzi nel biennio 2021-2022 risulta nel complesso accettabile, rispetto alle attese dei previsori del *panel* UPB, sebbene le stime siano lievemente ottimistiche per quest'anno. La variazione del deflatore del PIL stimata dal MEF per il 2021 si colloca infatti appena al di sopra dell'estremo superiore delle stime del *panel* UPB, le quali tendono a non eccedere la variazione acquisita desumibile dai dati trimestrali. Nel QM della NADEF la dinamica del deflatore del PIL è inoltre uguale a quella del deflatore dei consumi (che ricade all'interno dell'intervallo del *panel*), mentre dovrebbe risultare inferiore in virtù della perdita delle ragioni di scambio. Nel complesso ne consegue una variazione del PIL nominale allineata al margine superiore delle stime del *panel* UPB. Nel 2022 la crescita dei deflatori del QM risulta pressoché coerente con le attese dei previsori del *panel* UPB; la dinamica indicata per il deflatore del PIL è compresa tra la mediana e l'*upper bound* delle attese del *panel* UPB, analogamente alla variazione del PIL nominale.

Con riferimento al mercato del lavoro, la crescita dell'occupazione (in termini di ULA) per quest'anno appare elevata alla luce dei dati trimestrali disponibili, soprattutto per quanto attiene al settore dei servizi. La proiezione del MEF si colloca chiaramente al di sopra dell'estremo superiore dell'intervallo di validazione, il che potrebbe anche sottendere ipotesi differenti sull'effetto imputato allo sblocco dei licenziamenti. Nel 2022 le variabili sul mercato del lavoro invece non presentano sfasamenti rilevanti rispetto alle stime dei previsori del *panel* UPB: la previsione sull'occupazione si posiziona sulla parte alta dell'intervallo di accettazione mentre quella sul tasso di disoccupazione si colloca sui valori mediani.

Con riferimento al biennio 2023-2024, che non è oggetto di validazione da parte dell'UPB, la variazione del PIL (pari rispettivamente al 2,6 per cento e all'1,9 per cento) è sostanzialmente in linea con la mediana del *panel* UPB. Il tasso di crescita del PIL dell'Italia al termine dell'orizzonte di previsione appare nettamente più elevato delle stime sul prodotto potenziale formulate prima della crisi pandemica, in ragione di un più sostenuto processo di accumulazione del capitale ascrivibile al PNRR.

Le proiezioni formulate dal MEF sulle componenti di domanda nel biennio appaiono accettabili nel confronto con le stime del *panel* UPB, tuttavia le previsioni sugli investimenti sono superiori ai valori mediani e implicano un'accumulazione di capitale molto forte (alla fine dell'orizzonte del QM gli investimenti sarebbero superiori a quelli degli anni precedenti la pandemia per circa un quinto).

Le stime sui prezzi nel biennio finale di previsione si attestano nella parte alta dell'intervallo definito dal *panel* UPB, che si caratterizza per una modesta distanza tra la mediana e l'estremo superiore nonostante l'ampiezza dell'orizzonte previsivo. La variazione del deflatore del PIL sfiora l'*upper bound* del *panel* UPB nel 2023 e lo raggiunge nel 2024. Tenendo conto della crescita del prodotto in volume, la dinamica del PIL nominale si colloca appena al di sotto dell'estremo superiore del *panel* UPB in entrambi gli anni. La crescita cumulata del prodotto nominale nel biennio 2023-2024 (7,5 per cento) è più elevata di quella stimata da quasi tutti i previsori del *panel*. Con riferimento al mercato del lavoro, l'aumento dell'occupazione si situa poco al di sotto dei valori più elevati del *panel* in entrambi gli anni; il tasso di occupazione aumenta su tutto l'orizzonte della NADEF, collocandosi già a partire dal 2022 su valori molto elevati rispetto al passato (le serie storiche sono disponibili dal 1977). Ne consegue che sia nel 2023 sia nel 2024 le proiezioni del MEF sul tasso di disoccupazione appaiono ottimistiche, risultando più basse dell'estremo inferiore delle proiezioni del *panel* UPB.

Rischi della previsione

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana appare soggetto a rischi, sia di matrice internazionale sia interni. Nei giudizi del *panel* UPB tali rischi hanno una probabilità di realizzazione maggiore che in altri esercizi previsivi e, pur essendo di varia natura, sono prevalentemente orientati al ribasso.

Breve termine: rischio sull'efficacia dei vaccini nel contenere la pandemia. Sulla base degli ultimi dati disponibili le campagne di vaccinazione si sono rivelate nel complesso efficaci nel ridurre i sintomi più gravi del COVID-19, anche nei confronti della variante delta, come si desume dalla riduzione dei ricoveri nelle terapie intensive; un'importante eccezione è rappresentata dagli Stati Uniti, in cui la pandemia ha ripreso a diffondersi velocemente, in condizioni di forte eterogeneità circa la copertura vaccinale tra i diversi Stati. Occorre tuttavia considerare che l'immunizzazione attualmente riguarda solo un quarto della popolazione mondiale, per cui non si può escludere l'insorgere di nuove varianti, rispetto alle quali l'efficacia dei vaccini al momento disponibili potrebbe essere inferiore.

Medio termine: rischi connessi con le misure di stimolo e con gli effetti ricchezza. Un primo elemento di rischio è connesso all'ipotesi, implicita nello scenario macroeconomico del MEF, di una elevata capacità di gestione delle risorse finanziarie del PNRR da parte delle Amministrazioni pubbliche, attivando progetti che il settore privato interno riuscirebbe a realizzare ordinatamente. Questo implica anche l'effettiva disponibilità di un'ampia capacità produttiva inutilizzata, soprattutto nel settore delle costruzioni; in caso contrario, il comparto potrebbe mostrare vincoli dal lato dell'offerta nell'assecondare il considerevole irrobustimento della domanda pubblica, attenuando quindi gli effetti moltiplicativi sui restanti settori produttivi.

Nel medio termine non si può escludere anche uno scenario favorevole, in quanto l'elevato *stock* di risparmio, accumulato a scopo precauzionale nel 2020, potrebbe favorire un recupero della spesa per consumi più rapido se l'incertezza delle famiglie si riducesse stabilmente. Tuttavia il recente rialzo dell'inflazione, sospinto al momento dal rincaro dei beni energetici e dalla carenza di semilavorati, potrebbe risultare più intenso e persistente di quanto prefigurato dalle autorità monetarie; in tal caso l'aumento dei prezzi andrebbe a intaccare il potere d'acquisto delle famiglie e potrebbe attivare una reazione della politica monetaria, con effetti avversi sul recupero dell'attività economica.

Equilibri post-pandemia: rischio di inasprimenti differenziati delle politiche economiche. Le politiche economiche e monetarie stanno contrastando l'attuale fase di crisi tramite l'espansione dei bilanci di governi e banche centrali. Quando il virus sarà definitivamente controllato da vaccini e cure efficaci occorrerà riassorbire gli squilibri finanziari accumulati. Eventuali sfasamenti nei cicli di ripresa tra paesi potrebbero incidere sui premi al rischio richiesti dai mercati alle economie per le quali il recupero è meno rapido. Se tale eventualità riguardasse l'Italia, caratterizzata da uno *stock* di debito pubblico elevato, le tensioni finanziarie potrebbero velocemente interagire con le decisioni di spesa di famiglie e imprese. Per i paesi dell'Unione europea tali rischi dipenderanno molto dal nuovo sistema di regole di bilancio, sulla cui revisione il dibattito è in corso.