

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 nel Documento di economia e finanza (DEF).

**Il Consiglio dell'UPB valida le previsioni macroeconomiche tendenziali per gli anni 2022-25, trasmesse dal MEF il 23 marzo scorso e modificate per tenere conto dei rilievi formulati dall'UPB su una precedente versione.**

**Il Quadro macroeconomico si colloca in un intervallo accettabile per il complesso dell'orizzonte previsivo, sebbene al limite per quanto attiene al 2022. Si ravvisano tuttavia straordinari elementi di incertezza, ascrivibili principalmente al conflitto in Ucraina oltre che alla recrudescenza pandemica.**

**Le previsioni sono validate sulla base delle informazioni disponibili a oggi; i rischi però sono tali per cui le attese potrebbero cambiare significativamente in un arco temporale breve.**

Si trasmette contestualmente la nota esplicativa della presente lettera.

Con i più cordiali saluti,



## **Nota esplicativa della lettera di validazione dell'Ufficio parlamentare di bilancio del Quadro macroeconomico tendenziale del DEF 2022**

Questa nota, allegata alla lettera di validazione dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) del Quadro macroeconomico tendenziale (QMT) elaborato dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) per il Documento di economia e finanza (DEF) 2022, 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 marzo 2022 al MEF la propria lettera di validazione delle previsioni macroeconomiche tendenziali del DEF 2022, inviate dal MEF il 23 marzo e modificate per tenere conto dei rilievi comunicati dall'UPB su una prima versione del QMT.

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, 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 QMT elaborato dal MEF 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**

Il QMT tendenziale del DEF, per il periodo 2022-25, è fortemente condizionato da fattori esogeni non economici, quali il conflitto russo-ucraino e la recrudescenza del COVID-19, ma che incidono enormemente sull'attività economica nel breve periodo e rischiano di ripercuotersi anche sugli equilibri macroeconomici di medio termine.

Nel QMT del MEF tali fattori di instabilità sono attesi incidere negativamente sull'economia italiana, principalmente nel trimestre in corso. Il DEF prospetta infatti un recupero del PIL a partire dai mesi primaverili, che si rafforzerebbe in estate, sotto l'ipotesi implicita che le tensioni nell'Europa orientale risultino temporanee e che non vi siano persistenti o nuovi effetti avversi anche in seguito alla conclusione delle ostilità militari. Rispetto alla Nota di aggiornamento del DEF (NADEF) 2021 la

crescita del PIL è stata rivista al ribasso per poco meno di due punti percentuali quest'anno e per mezzo punto nel prossimo, mentre è stata sostanzialmente confermata per il 2024.

La previsione del PIL reale nell'orizzonte di validazione – che incorpora i programmi di investimento previsti nel Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) – appare, nell'insieme, all'interno di un accettabile intervallo di valutazione per il periodo 2023-25, mentre è appena disallineata rispetto all'estremo superiore delle previsioni del *panel* UPB per l'anno in corso. La valutazione complessiva di accettabilità delle stime tendenziali del DEF tiene conto: a) dell'entità modesta dello sfioramento per la crescita del PIL reale per quest'anno e di un sostanziale allineamento, sia alle stime dell'UPB sia alla mediana di quelle del *panel*, nel resto dell'orizzonte previsivo; b) di una previsione nel QMT del PIL nominale – variabile direttamente rilevante per la finanza pubblica – che si approssima a quella dell'UPB e che non eccede l'*upper bound* del *panel* UPB in nessun anno dell'orizzonte del DEF; le proiezioni sul deflatore del PIL oscillano infatti attorno alla mediana delle previsioni del *panel*; c) del grado di incertezza straordinariamente elevato che circonda le prospettive, sia nel breve sia nel medio periodo.

Il QMT del MEF viene validato sulla base delle informazioni disponibili a oggi, sia per quanto attiene agli sviluppi economici e geopolitici del contesto internazionale sia con riferimento alla congiuntura dell'economia italiana. Tuttavia lo scenario è gravato da fortissimi rischi, tali per cui le previsioni potrebbero cambiare in misura anche significativa nell'arco di pochi giorni.

Di seguito si riassumono le osservazioni sulla previsione con riferimento alle principali variabili considerate nell'esercizio di validazione; nel paragrafo successivo si tratteggiano alcuni scenari di rischio rilevanti per l'economia italiana.

Dopo il deciso recupero registrato nel 2021 (6,6 per cento) il QMT provvisorio del MEF prospetta per quest'anno un rallentamento al 2,9 per cento, un valore comunque elevato nel confronto storico. Secondo il profilo di crescita trimestrale del QMT il PIL tornerebbe sui valori prossimi a quelli precedenti la pandemia nell'estate del 2022, per cui nel prossimo triennio la dinamica dell'attività economica si attenuerebbe, ma resterebbe superiore alle stime formulate dalle principali organizzazioni sul potenziale dell'economia italiana.

Nel confronto con le valutazioni del *panel* UPB per il 2022 la previsione del PIL reale nel QMT del MEF eccede marginalmente (per 0,1 punti percentuali) il valore massimo delle stime, mentre per il triennio 2023-25 non si discosta in misura rilevante dalla mediana delle attese dei *panelist* e in particolare da quelle dell'UPB. Nei primi tre mesi di quest'anno l'attività economica è attesa dal MEF in contrazione, ma in misura moderata. La stima di crescita sul primo trimestre potrebbe risultare ottimistica, anche in virtù della netta battuta d'arresto della produzione industriale di gennaio, che nelle opinioni del *panel* è solo in parte riconducibile a fattori temporanei; va inoltre considerato che a partire dalla metà di febbraio i mercati finanziari hanno cominciato a scontare le tensioni che sarebbero successivamente scaturite nell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia (avviata il 24 febbraio); le associazioni di categoria segnalano per marzo prime interruzioni dell'attività produttiva nei settori energivori. Le stime di breve periodo sono circondate da un'elevatissima incertezza, in quanto fortemente condizionate dagli sviluppi del conflitto nell'Europa orientale oltre che dalla recrudescenza pandemica. Nelle valutazioni del *panel* sulle attese di breve termine per la prima metà dell'anno prevalgono i rischi al ribasso.

La crescita dell'economia italiana nel 2023 è proiettata dal MEF al 2,3 per cento, un valore compreso tra la mediana delle attese del *panel* UPB e la stima dell'UPB; il rallentamento del PIL dell'anno prossimo, di poco più di mezzo punto percentuale nel quadro del MEF come in quello dell'UPB, è condiviso da quasi tutti i componenti del *panel*. La dinamica trimestrale del QMT del MEF per l'anno prossimo sarebbe più moderata di quella attesa per il secondo semestre del 2022 e sottenderebbe un trascinarsi statistico al 2023 di 1,3 punti percentuali. La variazione del PIL del QMT del MEF nel biennio finale della previsione si ridurrebbe moderatamente (rispettivamente all'1,8 e all'1,5 per cento), mantenendosi comunque su valori storicamente elevati.

Nello scenario tendenziale del MEF la crescita è quasi interamente determinata dalle componenti interne della domanda, in quanto il contributo delle esportazioni nette e della variazione delle scorte è pressoché neutrale nell'orizzonte previsivo; tale visione è sostanzialmente condivisa dal *panel* dell'UPB. La spesa per consumi delle famiglie rallenterebbe quest'anno, al 2,9 per cento, similmente alla mediana delle previsioni del *panel*, per poi rallentare nel 2023 al 2,1 per cento e stabilizzarsi nella media del biennio 2024-25 all'1,6 per cento. Dopo i forti recuperi nel 2021 l'accumulazione di capitale nello scenario tendenziale del MEF registrerebbe per quest'anno un'attenuazione, meno marcata per gli investimenti in macchinari e attrezzature rispetto alle costruzioni. La dinamica di quest'ultima componente, tuttavia, appare sostenuta nel 2022, in quanto eccede lievemente l'estremo superiore dell'intervallo del *panel* dell'UPB; a partire dal prossimo anno invece le proiezioni sulla spesa in beni capitali rientrano su valori più coerenti con le attese del *panel*. La dinamica delle esportazioni appare allineata a quella della domanda internazionale (misurata dai mercati esteri rilevanti per l'Italia), attestandosi nella fascia bassa delle stime del *panel* nel biennio iniziale di previsione, per poi portarsi su valori prossimi all'*upper bound* nell'anno finale delle proiezioni. Un andamento analogo si registra per le importazioni, che seguono sostanzialmente le variabili di domanda che maggiormente le attivano.

In relazione alle variabili nominali, il QMT del MEF incorpora il balzo del deflatore dei consumi privati nel 2022, al 5,8 per cento, superiore alla valutazione mediana del *panel* UPB, ma allineato alle stime dell'UPB. L'inflazione al consumo flette decisamente l'anno successivo (di quasi quattro punti percentuali), riportandosi sui valori del 2021 nel biennio finale di previsione. Tale profilo è sostanzialmente condiviso dalle stime mediane del *panel* UPB, che tuttavia si differenziano molto tra i singoli previsori, a causa della forte incertezza; a fine periodo la dinamica dei prezzi dei consumi privati stimata dal MEF si colloca sull'estremo superiore dell'intervallo del *panel* UPB, ma in linea con le stime dell'UPB. Il deflatore del PIL nel QMT del DEF aumenta quest'anno del 3,0 per cento, in accelerazione di oltre due punti percentuali rispetto al 2021, per poi normalizzarsi gradualmente nei successivi anni dell'orizzonte di validazione. La spinta al rialzo fornita dal brusco aumento del deflatore dei consumi per quest'anno è parzialmente compensata dalla perdita di ragioni di scambio, indotta dal forte aumento del deflatore delle importazioni, ascrivibile sia ai rincari delle materie prime sia al deprezzamento dell'euro. Il peggioramento delle ragioni di scambio prefigurato dal MEF per quest'anno appare tuttavia contenuto rispetto alle valutazioni dei *panelist*, in quanto la variazione del deflatore delle importazioni si colloca al di sotto delle stime di tutti i componenti del *panel*. La stima del deflatore del PIL da parte del MEF è invece condivisa dal *panel* UPB, collocandosi in una posizione intermedia tra la mediana e l'estremo superiore delle variazioni del *panel*. Tenendo anche conto delle stime sulla crescita dell'attività economica, la dinamica del PIL nominale appare nel

complesso dell'orizzonte di previsione coerente con le previsioni dell'UPB e non eccede *l'upper bound* delle attese del *panel*.

Le variabili relative all'occupazione (misurata in termini di ULA) ricadono nell'intervallo di accettabilità del *panel* UPB, anche se tendono a eccedere la mediana dei *panelist*. Per contro, la previsione del tasso di disoccupazione risulta ottimistica, collocandosi al di sotto del valore minimo stimato dai previsori nel periodo 2022-24 (nel 2025 il tasso di disoccupazione supera appena il limite inferiore delle stime del *panel* UPB). La flessione del tasso di disoccupazione prefigurata dal MEF è soprattutto attribuibile alla marcata accelerazione dell'occupazione, in particolare nel biennio 2022-23 quando aumenterebbe quasi il doppio della crescita delle forze di lavoro, che proseguirebbe sui ritmi del 2021 nella media dell'orizzonte previsivo; il numero degli occupati aumenta di circa 1,5 punti percentuali nella media del quadriennio del DEF, un valore più elevato della dinamica dell'occupazione registrata prima della pandemia. Ne deriva una sistematica riduzione del tasso di disoccupazione nell'orizzonte di validazione, che è attesa nel 2025 all'8,0 per cento, un valore storicamente basso (coerente con uno *stock* di poco più di due milioni di persone in cerca di lavoro). L'ipotesi implicita sottostante è che il mercato del lavoro sia in grado di assorbire per intero l'aumento di offerta, che tornerebbe nel 2024 oltre i livelli pre-pandemia.

### **Rischi della previsione**

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana appare soggetto a rischi, soprattutto di matrice internazionale per via del conflitto russo-ucraino. Per quanto riguarda le stime sull'attività economica i rischi sono prevalentemente orientati al ribasso, in virtù di diversi fattori.

**La guerra in Ucraina.** Il conflitto in corso alle porte dell'Unione rappresenta certamente il rischio maggiore, su tutti gli orizzonti di previsione. Se nell'immediato la guerra ha determinato bruschi incrementi nei prezzi, qualora perdurasse potrebbe causare restrizioni negli approvvigionamenti non solo dei prodotti energetici, ma anche per l'agricoltura e nella metallurgia. La crisi in corso ha messo in evidenza l'eccessiva dipendenza dell'Italia da pochi paesi produttori, esponendola a potenziali *shock* negativi dovuti all'instabilità dei fornitori. Quando le ostilità militari saranno concluse si aprirà comunque una fase di tensioni nei rapporti commerciali e nei mercati delle materie prime, con inevitabili ripercussioni per un'economia fortemente dipendente dall'estero come quella italiana.

**L'evoluzione della pandemia.** Le previsioni per l'anno in corso poggiano sull'ipotesi che i contagi diminuiscano e che dal prossimo autunno la contemporanea presenza di nuovi e più efficaci vaccini, unitamente a farmaci antivirali specifici, rendano endemica la sindrome respiratoria da COVID, scongiurando gli impatti economici. Tuttavia nelle ultime settimane si è registrata una ripresa delle infezioni, non soltanto in Cina ma anche in Italia, a riprova del fatto che la pandemia costituisce ancora un fattore di rischio non del tutto superato.

**Catene del valore e PNRR.** Già negli ultimi mesi l'economia internazionale risentiva di frizioni nella logistica, di colli di bottiglia nell'offerta e di fortissimi aumenti dei costi energetici, i cui rischi prospettici sono oggi inaspriti dal conflitto russo-ucraino.

Si acuisce anche il rischio connesso all'ipotesi dell'integrale, tempestivo ed efficiente utilizzo da parte dell'Italia dei fondi europei del programma *Next Generation EU*, al fine di attuare i progetti di investimento predisposti con il PNRR. I rincari e la carenza di materie prime e beni intermedi rendono

più costosa la realizzazione dei progetti e ne rallentano l'esecuzione, soprattutto per il settore delle costruzioni.

Nel medio termine non si può escludere uno scenario favorevole, in quanto le elevate consistenze di risparmio accumulate dalle famiglie durante la recessione potrebbero favorire un recupero della spesa per consumi più rapido se l'incertezza si riducesse, per eventuali sviluppi geopolitici favorevoli. Tuttavia l'aumento dell'inflazione rischia di manifestarsi più persistente di quanto prefigurato dalle autorità monetarie, attivando quindi ulteriori reazioni delle banche centrali.

***Nuovi assetti di politiche economiche.*** Quando la pandemia sarà debellata e verrà meno il conflitto in corso nell'Europa dell'Est l'economia mondiale dovrà ridurre gli squilibri finanziari accumulati per fare fronte a entrambi gli *shock*. Eventuali sfasamenti nei cicli di ripresa tra paesi potranno incidere sui premi al rischio richiesti dai mercati per le economie con livelli di indebitamento particolarmente elevati, con ripercussioni sulla stabilità finanziaria. Per i paesi dell'Unione europea tali rischi dipenderanno anche dal nuovo sistema di regole di bilancio, sul quale il dibattito è in corso.

***L'inflazione.*** Per quanto attiene alla dinamica dei prezzi i rischi sono giudicati in prevalenza al rialzo, in particolare per il 2022 e il 2023. I mercati delle materie prime, soprattutto energetiche, sono estremamente volatili, per cui le ipotesi di una flessione delle quotazioni nell'orizzonte previsivo appaiono gravate da un'incertezza estremamente ampia. Inoltre le strozzature nell'offerta di materie prime e beni intermedi potrebbero risultare più persistenti di quanto atteso, anche nel caso di una rapida conclusione del conflitto in Ucraina.