



**upb**

ufficio  
parlamentare  
di bilancio

# Riflessioni sulle Considerazioni Finali del Governatore della Banca d'Italia

**Prof.ssa Lilia Cavallari**

Ufficio parlamentare di bilancio

Accademia Nazionale del Lincei, con la collaborazione  
della SIE

Roma, 21 giugno 2022

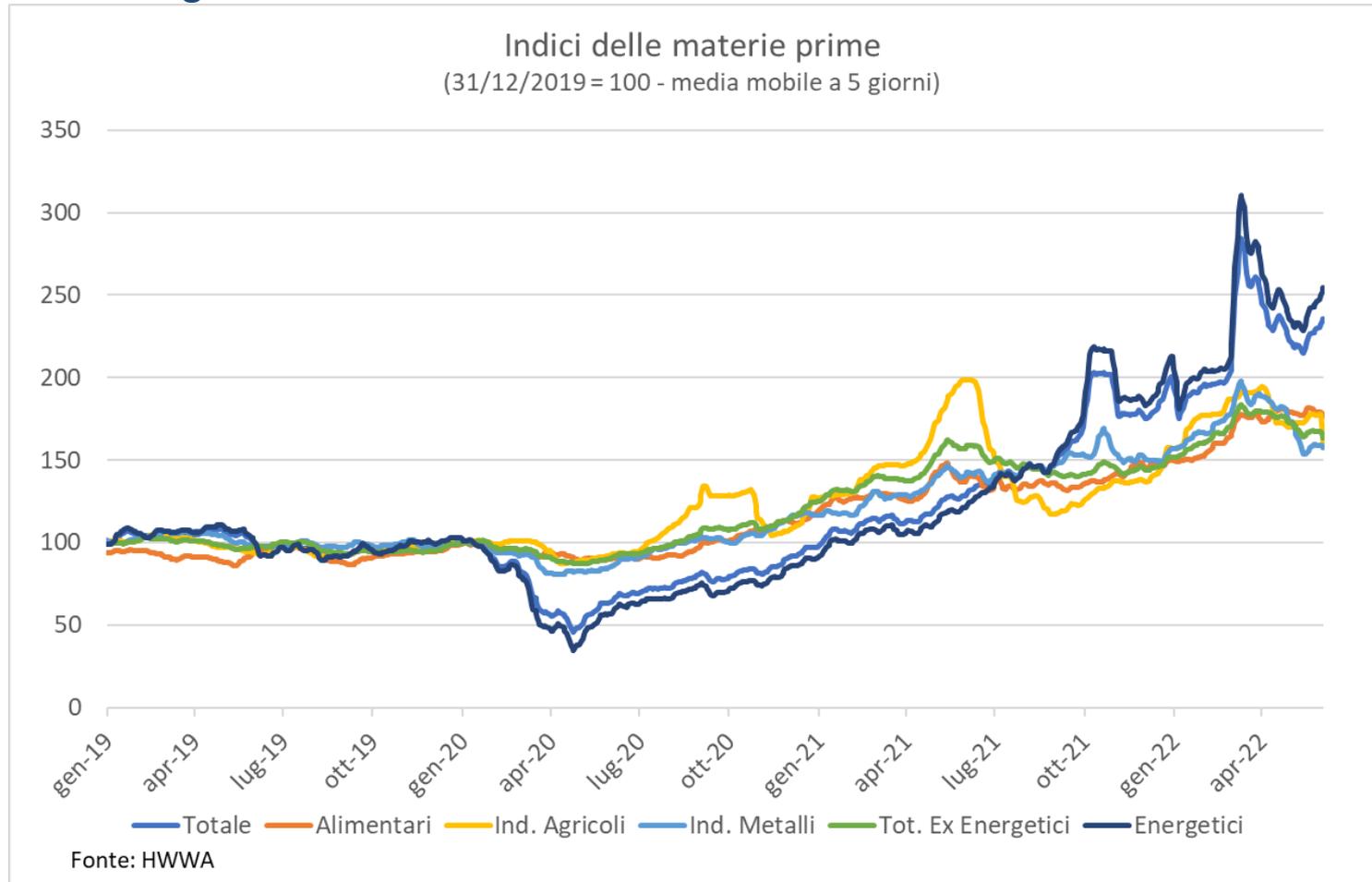
«L'azione dell'Eurosistema resta interconnessa con quella delle autorità di bilancio. L'aumento dei corsi delle materie prime non può essere contrastato direttamente dalla politica monetaria. Quello che la politica monetaria può fare è assicurare la stabilità dei prezzi nel medio termine, preservando l'ancoraggio delle aspettative d'inflazione e contrastando vane rincorse tra prezzi e salari. Interventi di bilancio di natura temporanea, e calibrati con attenzione all'equilibrio delle finanze pubbliche, possono contenere i rincari dei beni energetici e sostenere il reddito disponibile delle famiglie più colpite, riducendo in entrambi i casi le pressioni per incrementi di natura salariale. Ciò consente una più graduale normalizzazione della politica monetaria, attenuando i rischi di un impatto recessivo sull'economia»

*cfr. Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia per l'anno 2021*

# Quadro macro

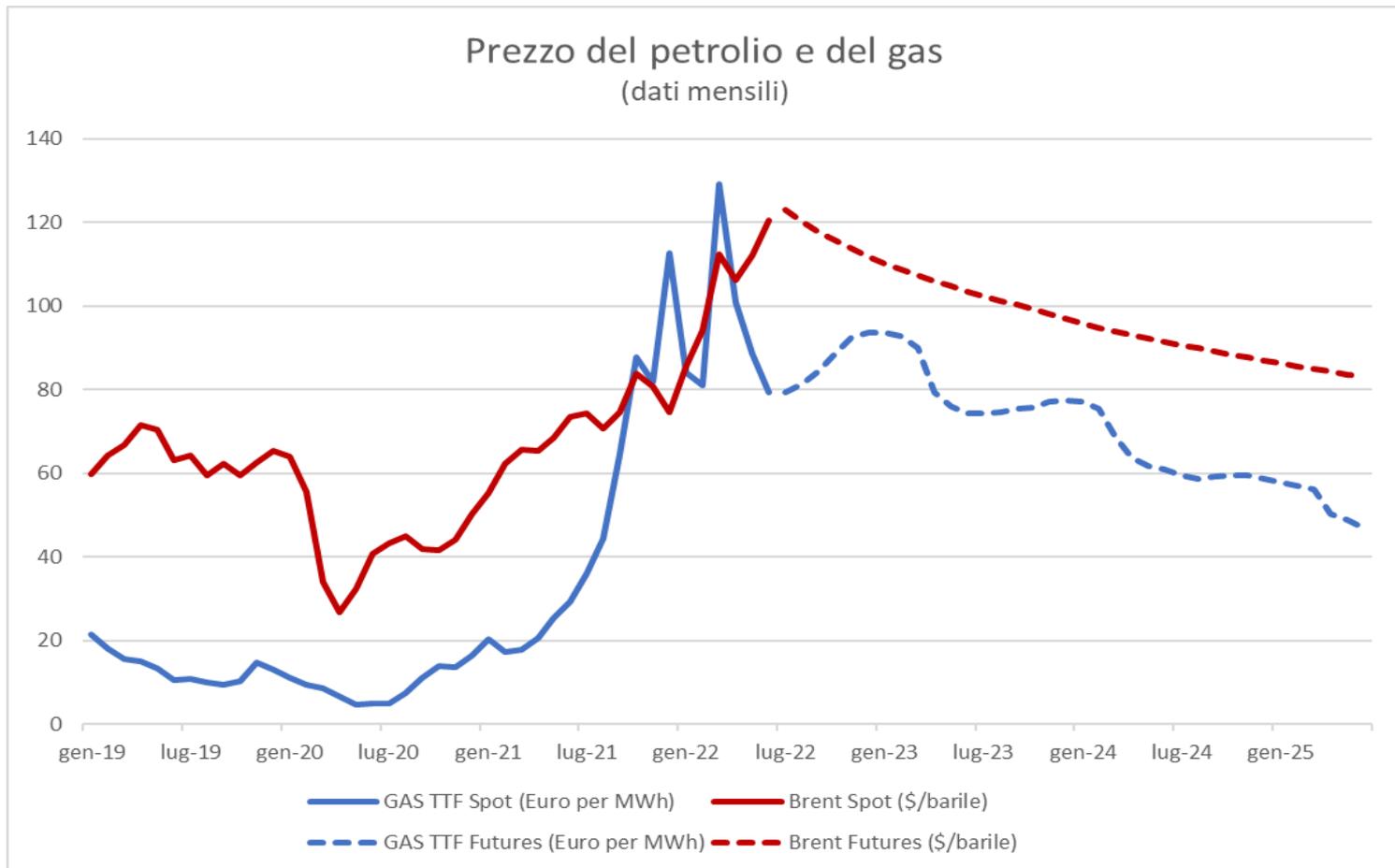
# Sono rincarate tutte le materie prime...

Dalla fine dei lockdown la domanda globale ha ripreso più velocemente dell'offerta e le quotazioni delle materie prime hanno mostrato un profilo crescente. Il conflitto in Ucraina ha acuito la volatilità, specialmente delle materie prime energetiche.



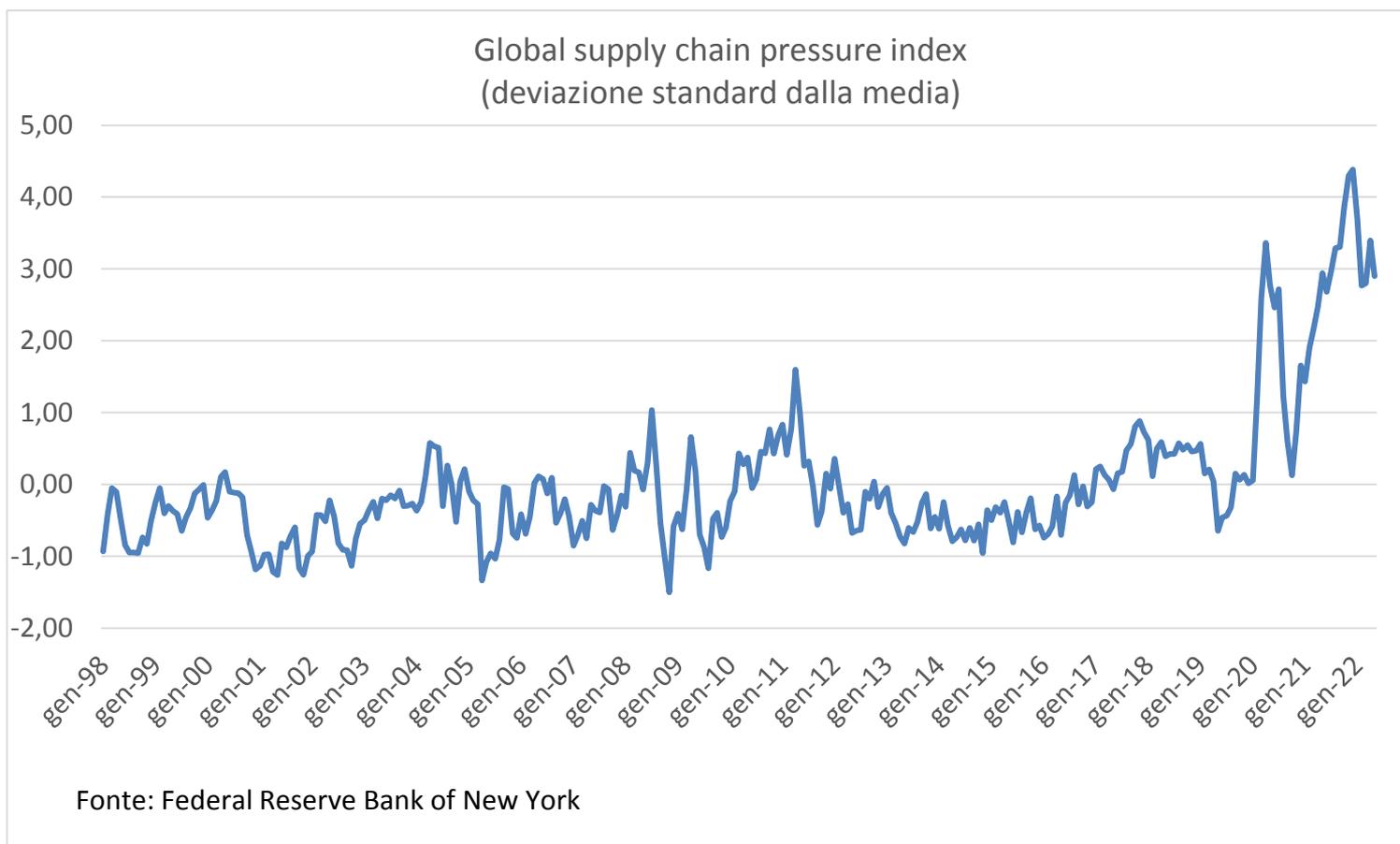
## ...ma i mercati scontano flessioni dei prezzi

Secondo i contratti a termine le quotazioni di gas e petrolio dovrebbero rientrare (*backwardation*) moderatamente nei prossimi anni.



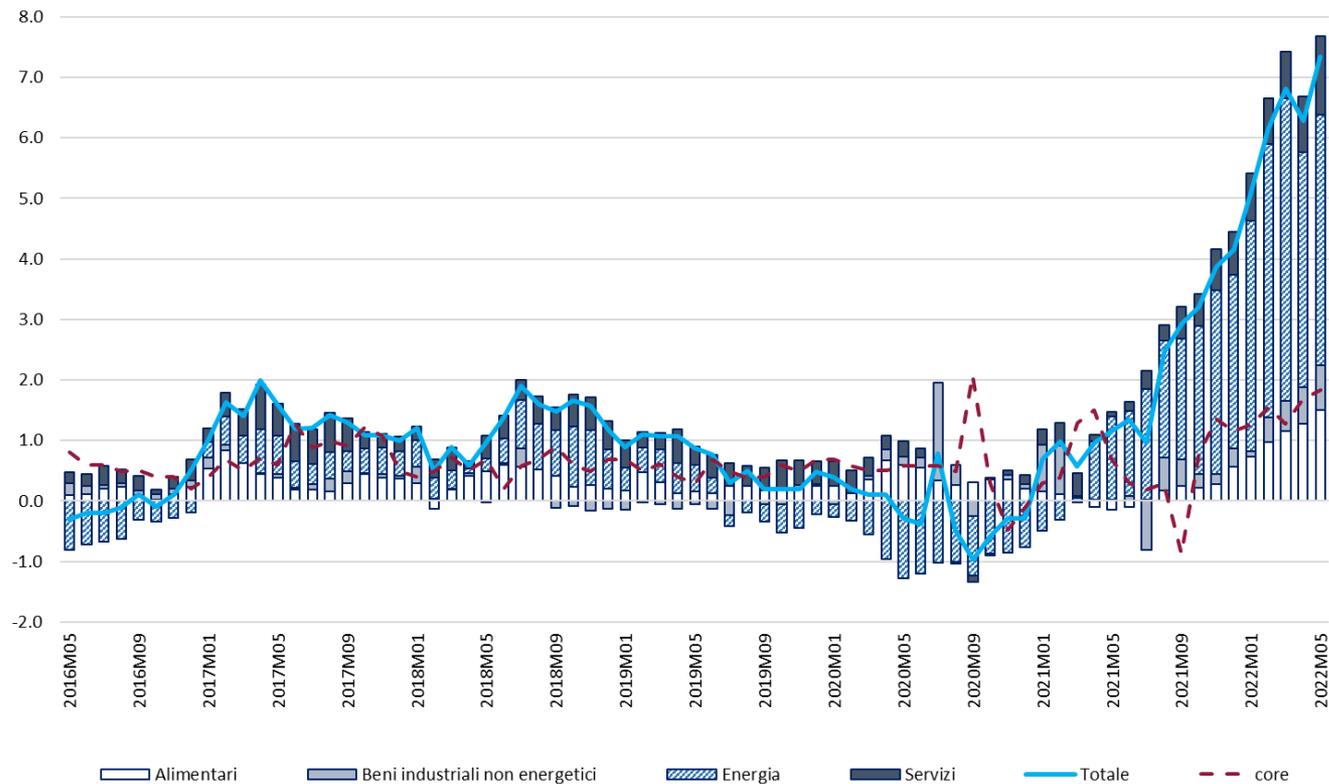
# Restano tese le catene di approvvigionamento

Le condizioni di produzione sono influenzate dalle tensioni e dalle restrizioni nell'offerta e nei trasporti di merci.



# L'inflazione è salita rapidamente anche in Italia...

In maggio l'inflazione al consumo italiana ha raggiunto il 6,8% (7,3% l'indice armonizzato IPCA), spinta ancora prevalentemente dalle componenti energetiche.



## ...e la persistenza aumenta nell'ultimo decennio

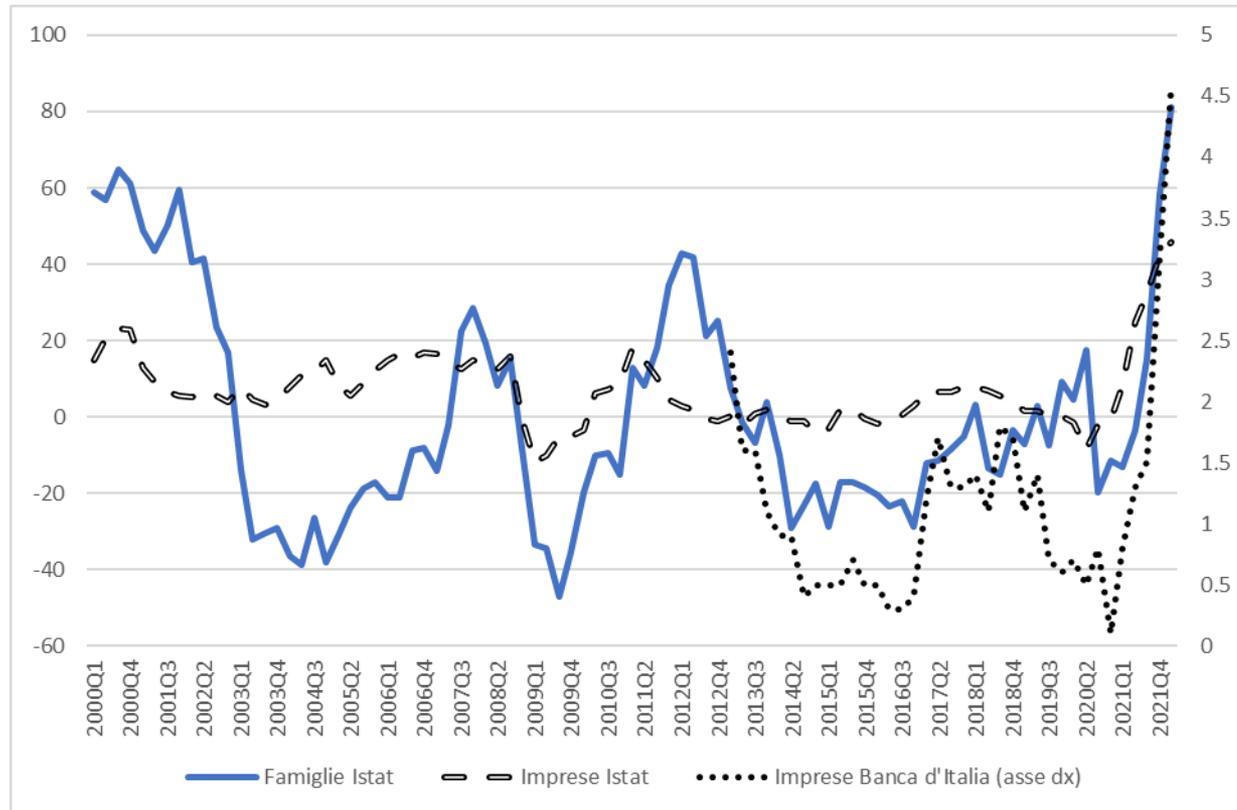
La persistenza dell'inflazione (tempo in cui lo shock unitario risulta superiore alla metà dell'impulso iniziale) è elevata e in crescita nel periodo 1983-1992, si è ridotta nei due decenni successivi ma sembra essere nuovamente aumentata in tempi recenti.

	1972T3 - 1982T4	1983T1 - 1992T2	1992T3 - 2002T2	2002T3 - 2012T2	2012T3 - 2021T2
<i>Rho</i>	0,518	0,916	0,874	0,608	0,778
<i>Diff</i>		0,397	-0,042	-0,266	0,170
<i>T-stat</i>		4,8	-0,3	-1,2	0,7
<i>P-value</i>		0,0	0,8	0,2	0,5
<i>Half-life</i> (trimestri)	6,0	22,8	18,4	4,0	8,4

(1) *Rho* è il coefficiente di autocorrelazione del primo ordine; *diff* è la differenza tra i coefficienti stimati su intervalli di tempo successivi; *t-stat* è la statistica del test di Wald sull'uguaglianza dei due coefficienti.

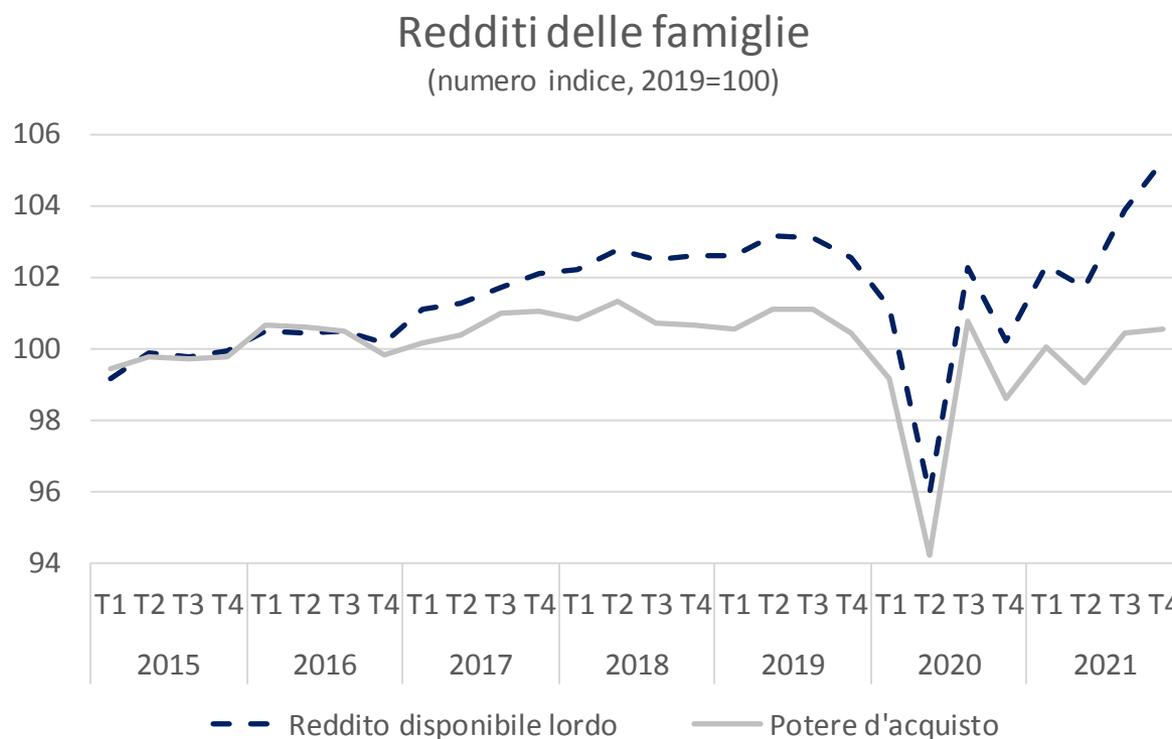
# Le aspettative sui prezzi si stanno adeguando

Le attese sui prezzi di famiglie e imprese hanno raggiunto valori elevati nel confronto storico.



# L'inflazione intacca il potere di acquisto delle famiglie...

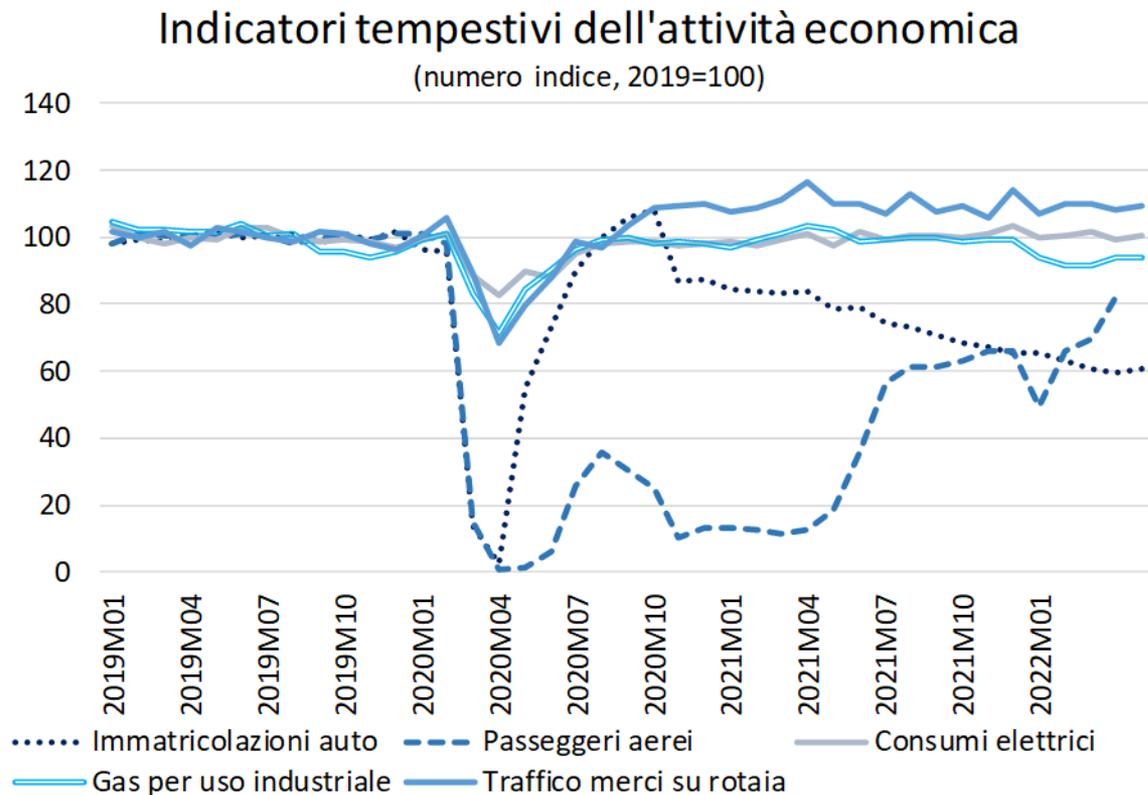
I piani di consumo delle famiglie si mantengono improntati alla cautela; gli incrementi nel reddito disponibile sono erosi in maniera consistente dagli aumenti dei prezzi.



Fonte: elaborazioni su dati Assaeroporti, ANFIA, Terna, Snam e Trenitalia.

## ... ma la fase ciclica resta espansiva (al momento)

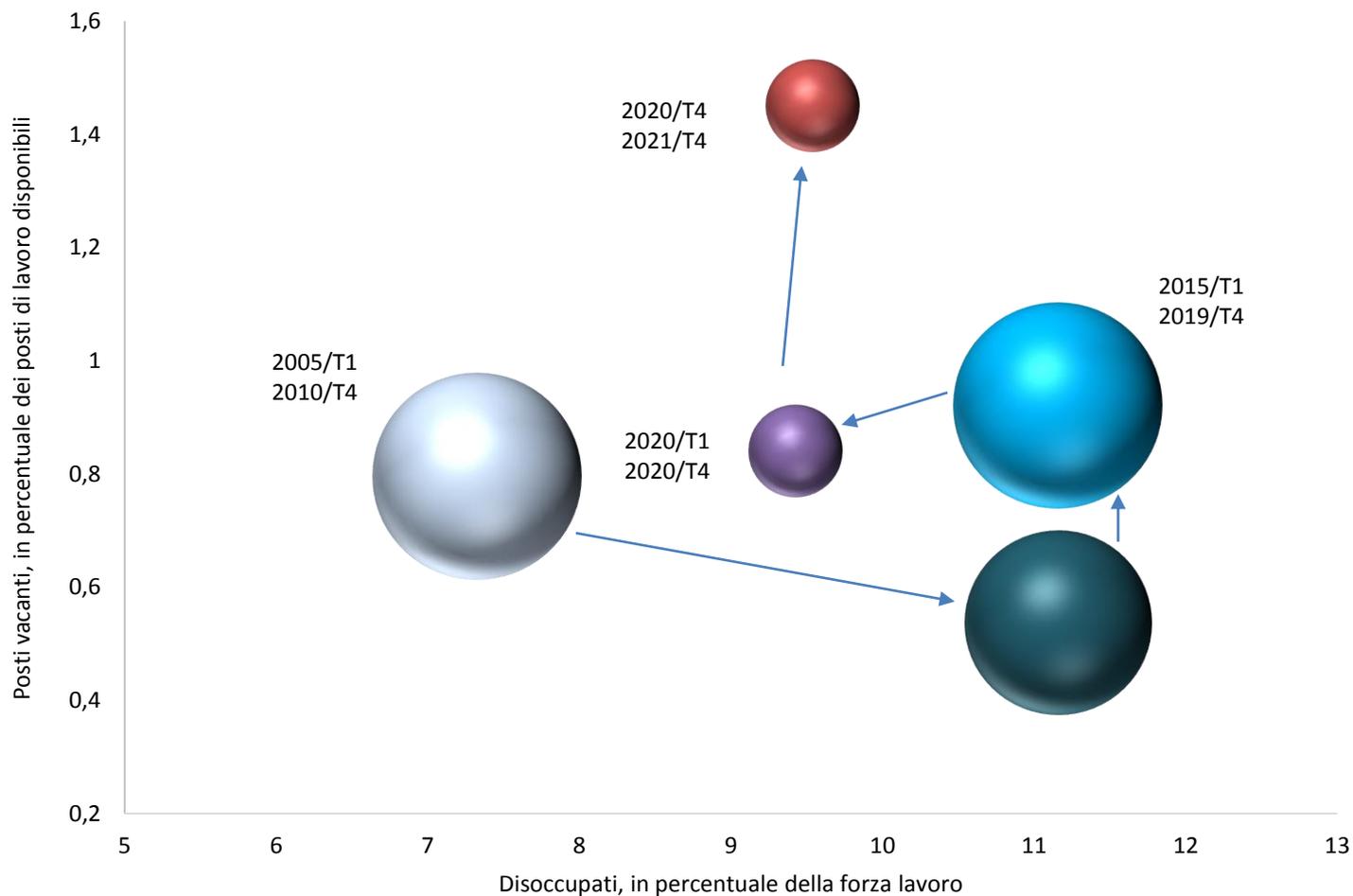
La dinamica produttiva è sostenuta nell'edilizia, tiene nell'industria e recupera nel terziario. Gli indicatori congiunturali più tempestivi delineano una crescita del PIL nel breve termine, mentre nel medio termine si prospettano diversi fattori avversi.



Fonte: elaborazioni su dati Assaeroporti, ANFIA, Tema, Snam e Trenitalia.

# Si accentuano gli squilibri nel mercato del lavoro

La curva di Beveridge si è spostata verso l'alto, segnalando l'acuirsi di squilibri del differenziale tra domanda e offerta di lavoro.



# Le previsioni UPB per la validazione del DEF (aprile)

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Commercio internazionale</b>	10,3	4,8	3,4	3,3	2,8
<b>Prezzo del petrolio (Fob, Brent)</b>	78,2	99,8	87,6	81,2	77,2
<b>Cambio dollaro/euro</b>	1,18	1,11	1,11	1,11	1,11
<b>MACRO ITALIA (VOLUMI)</b>					
<b>PIL</b>	6,6	2,9	2,1	1,6	1,4
<b>Importazioni beni e servizi</b>	14,5	5,3	3,9	2,8	2,5
<b>Consumi finali nazionali</b>	4,1	2,6	1,6	1,1	1,0
- consumi famiglie e ISP	5,2	3,1	2,2	1,6	1,4
<b>Investimenti</b>	17,0	5,3	4,4	2,9	2,4
<b>Esportazioni beni e servizi</b>	13,3	4,9	3,7	2,9	2,9
<b>CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL</b>					
<b>Esportazioni nette</b>	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2
<b>Scorte</b>	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Domanda nazionale al netto scorte</b>	6,2	3,0	2,1	1,5	1,3
<b>PREZZI E LAVORO</b>					
<b>Deflatore PIL</b>	0,8	3,3	2,8	2,1	1,9
<b>Deflatore consumi</b>	1,7	5,8	2,1	1,7	1,8
<b>Occupazione (ULA)</b>	7,6	2,9	2,0	1,7	1,4
<b>Tasso di disoccupazione</b>	9,5	9,2	9,0	8,9	8,7

## ... in revisione rispetto a ottobre 2021 (NADEF 21)

	2021	2022	2023	2024
<b>Commercio internazionale</b>	-0,1	-3,8	-1,8	-0,9
<b>Prezzo del petrolio (Fob, Brent)</b>	10,3	33,8	24,7	20,5
<b>Cambio dollaro/euro</b>	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
<b>MACRO ITALIA (VOLUMI)</b>				
<b>PIL</b>	0,8	-1,5	-0,3	-0,2
<b>Importazioni beni e servizi</b>	3,2	-3,6	-0,9	-0,7
<b>Consumi finali nazionali</b>	0,4	-0,9	-0,2	-0,1
- consumi famiglie e ISP	0,7	-1,8	-0,3	-0,4
<b>Investimenti</b>	1,6	-2,7	0,2	-0,2
<b>Esportazioni beni e servizi</b>	2,1	-3,4	-1,0	-0,9
<b>CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL</b>				
<b>Esportazioni nette</b>	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Scorte</b>	0,4	-0,1	-0,1	0,0
<b>Domanda nazionale al netto scorte</b>	0,6	-1,3	-0,1	-0,1
<b>PREZZI E LAVORO</b>				
<b>Deflatore PIL</b>	-0,5	1,8	1,2	0,5
<b>Deflatore consumi</b>	0,1	4,3	0,6	0,2
<b>Occupazione (ULA)</b>	1,7	-1,3	0,1	0,4
<b>Tasso di disoccupazione</b>	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1

## Revisioni della previsione

- Le esogene internazionali hanno rapidamente riflesso le tensioni dovute al conflitto tra Russia e Ucraina. Rispetto allo scenario delineato in settembre dall'UPB (validazione NADEF), nel triennio 2022-2024:
  - La crescita del commercio internazionale è più bassa di oltre 6 punti;
  - Il prezzo del petrolio è più elevato di quasi 35 dollari per barile quest'anno e di oltre 20 dollari nel successivo biennio.
- La crescita del PIL per quest'anno è stata rivista al ribasso per 1,5 punti percentuali, in larga misura per effetto della minore crescita delle componenti interne di domanda (consumi e investimenti).
- La dinamica dei prezzi è spinta dalle maggiori quotazioni delle materie prime energetiche e dal deprezzamento del cambio dell'euro. Il deflatore dei consumi sale di oltre 4 punti percentuali quest'anno rispetto allo scenario dello scorso ottobre; il deflatore del PIL è più elevato di quasi 2 punti.
- Nel mercato del lavoro, l'occupazione rallenta quasi nella stessa misura del prodotto. Si attenua la discesa del tasso di disoccupazione.

# Le previsioni macroeconomiche più recenti per l'Italia

Rispetto alle attese formulate in aprile dall'UPB, le stime di crescita formulate per il 2022 sono ancora accettabili, mentre quelle sull'inflazione sono inferiori rispetto alle stime più recenti.

		PIL			Inflazione		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Consensus Economics <sup>(1)</sup>	16-giu	2.6	1.7		6.4	2.6	
Banca d'Italia <sup>(1)(2)</sup>	10-giu	2.6	1.6	1.8	6.2	2.7	2.0
OCSE	08-giu	2.5	1.2		6.3	3.8	
Oxford Economics <sup>(1)</sup>	01-giu	3.2	1.9	1.6	6.2	1.3	0.4
Commissione Europea	16-mag	2.4	1.9		5.9	2.3	
Fondo monetario internazionale	19-apr	2.3	1.7		5.3	2.5	
REF -Ricerche <sup>(1)</sup>	06-apr	2.0	2.5		5.7	1.1	
Confindustria	04-apr	1.9	1.6		6.1	2.0	

(1) Dato del PIL corretto per i giorni lavorativi.

(2) Indice dei prezzi armonizzato

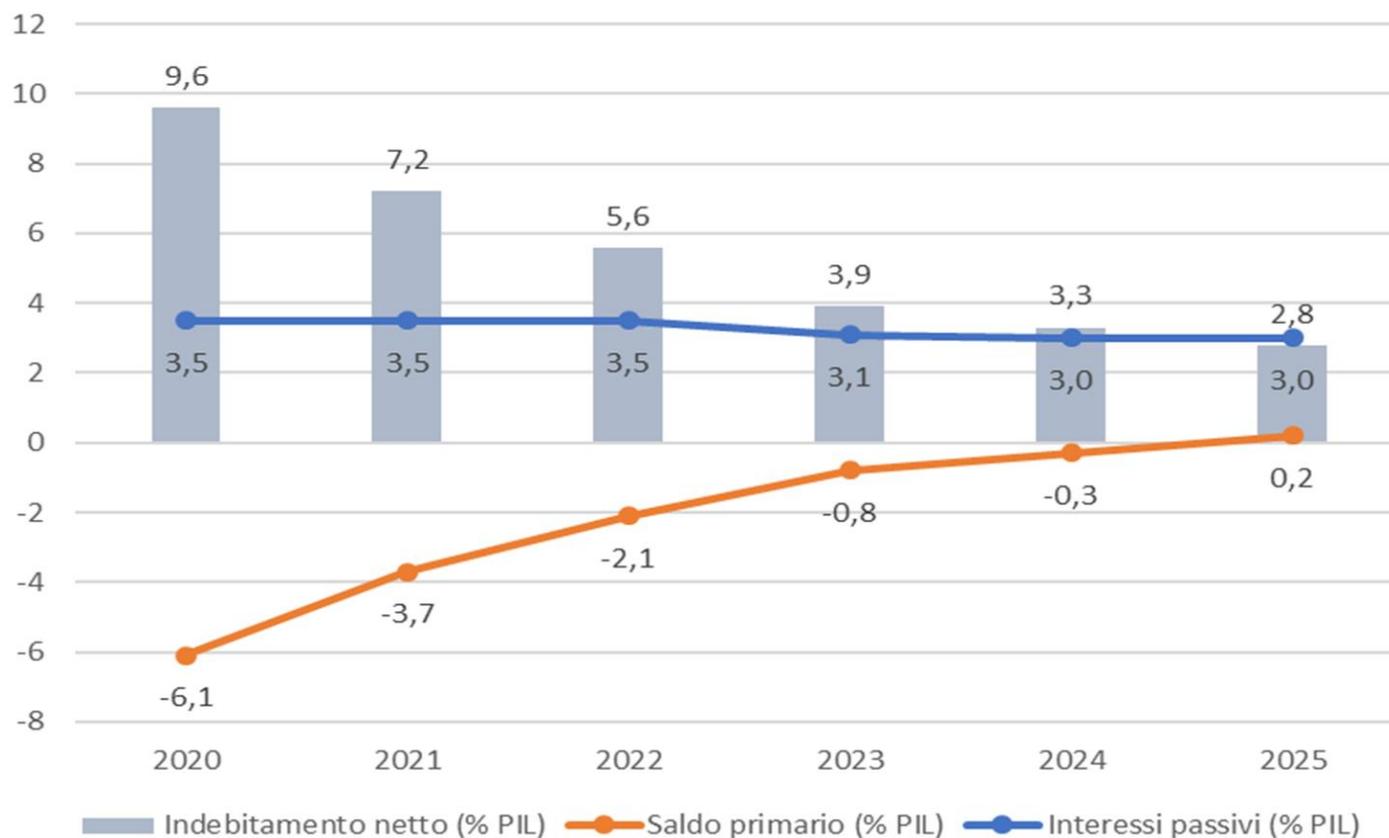
## Rischi delle previsioni

- Evoluzione della guerra in Ucraina: rischi di escalation o di una guerra (molto) lunga?
- Andamento della pandemia: le restrizioni non saranno più necessarie?
- Catene globali del valore e colli di bottiglia nella produzione: la carenza di materie prime e semilavorati si attenuerà nei prossimi anni?
- PNRR: l'uso dei fondi NGEU avverrà nei tempi e con l'efficienza attesa dal Governo?
- Politiche economiche: la normalizzazione della politica monetaria inciderà sulla stabilità finanziaria? Come verrà rivista la *governance* dei conti europei?

# Finanza pubblica

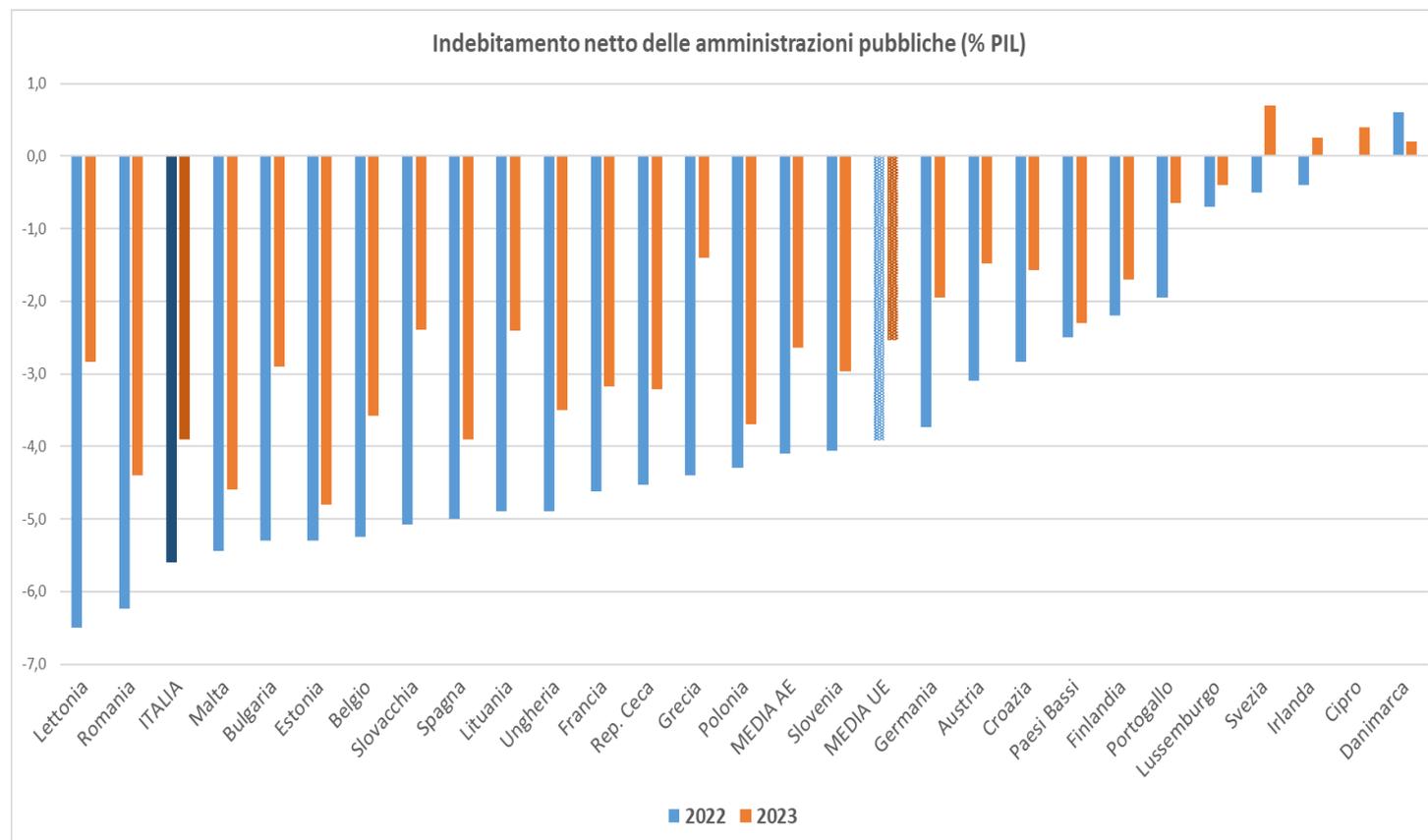
## Strategia di pragmatica prudenza nel DEF 2022

Il quadro programmatico del DEF 2022 conferma gli obiettivi di disavanzo fissati nella NADEF 2021 sino al 2024 mentre per il 2025 è stabilito un obiettivo inferiore al 3 per cento del PIL



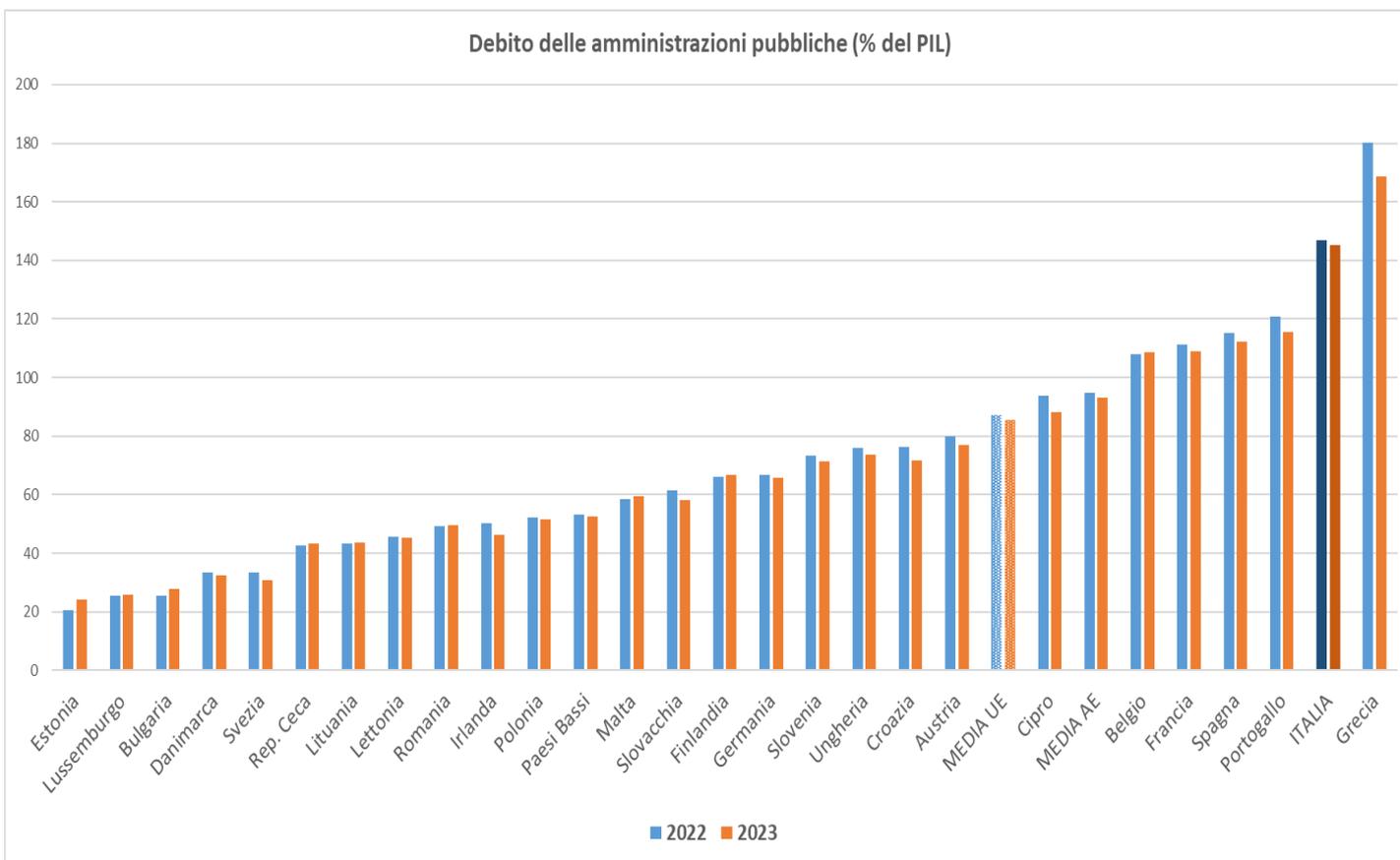
# Disavanzo/PIL italiano più elevato della media UE....

Nonostante il miglioramento previsto nel biennio 2022-23, il disavanzo dell'Italia potrebbe rimanere quasi 1½ punti percentuali al di sopra della media della UE nel 2023 (-2.5%)



## ... e debito/PIL italiano il più elevato della UE dopo la Grecia

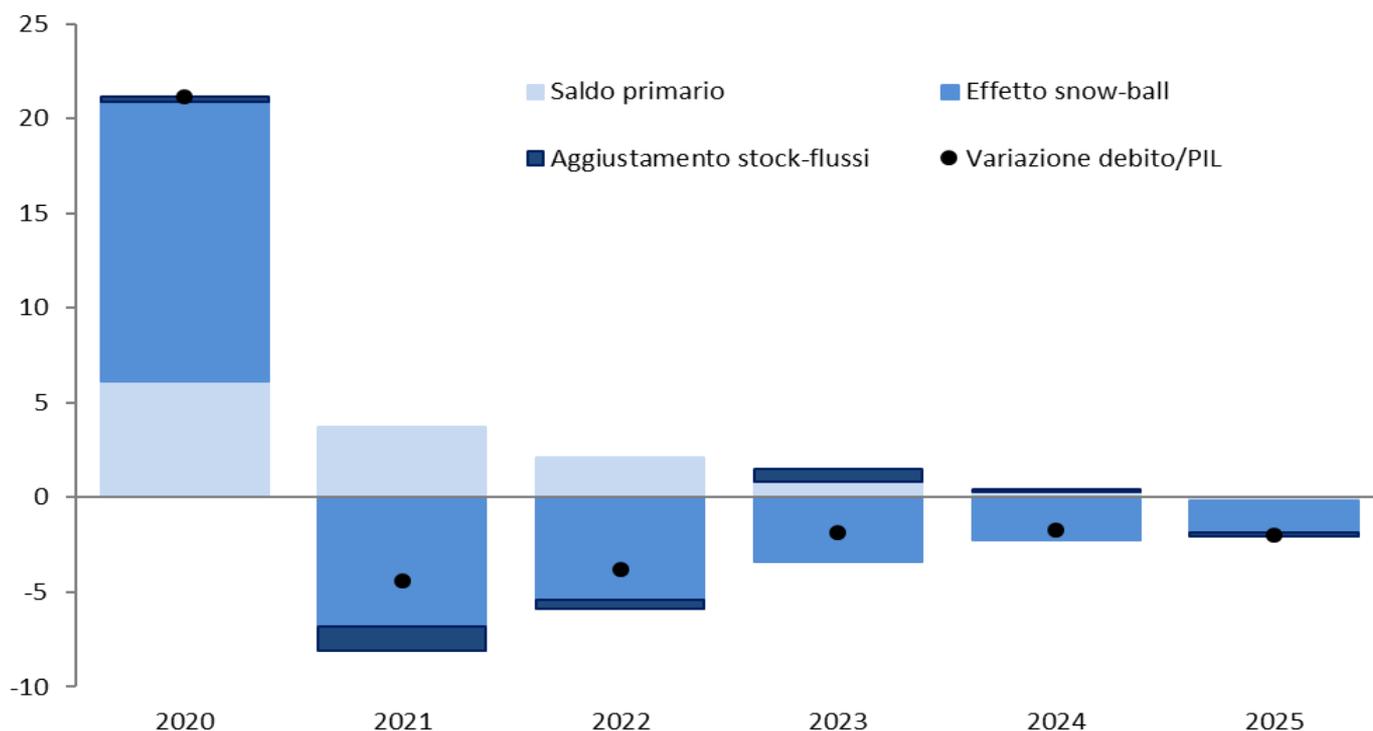
Il debito in rapporto al PIL italiano è previsto scendere nel biennio 2022-23 ma da livelli molto elevati per cui potrebbe rimanere quasi 60 punti percentuali al di sopra della media UE nel 2023 (85.6%)



## Discesa del rapporto debito/PIL fino al 2025 grazie a «(r-g)»

Secondo lo scenario programmatico del DEF, il rapporto del debito sul PIL dovrebbe continuare a calare nel quadriennio di previsione, dal 147 per cento del 2022 al 141,4 per cento nel 2025 grazie all'effetto «snowball»

Determinanti della variazione del rapporto debito/PIL  
(in percentuale di PIL)



## Se temporaneo, l'impatto dello shock inflazionistico sulla spesa per interessi è relativamente limitato

In presenza di uno shock inflazionistico temporaneo, l'impatto sulla spesa per interessi sarebbe limitato anche ipotizzando una traslazione parziale sui tassi di interesse

### Impatto di uno shock inflazionistico temporaneo sulla spesa per interessi (% PIL)

	2023	2024	2025
<i>Shock</i> temporaneo +1% al tasso d'inflazione italiano ed europeo	0,09	0,00	0,00
<i>Shock</i> temporaneo +1% al tasso d'inflazione italiano ed europeo e <i>shock</i> differenziato decrescente ai tassi d'interesse (pari in media a +50 punti base)	0,17	0,10	0,07

# L'impatto sulla spesa per interessi di uno shock permanente sui tassi è graduale nel tempo

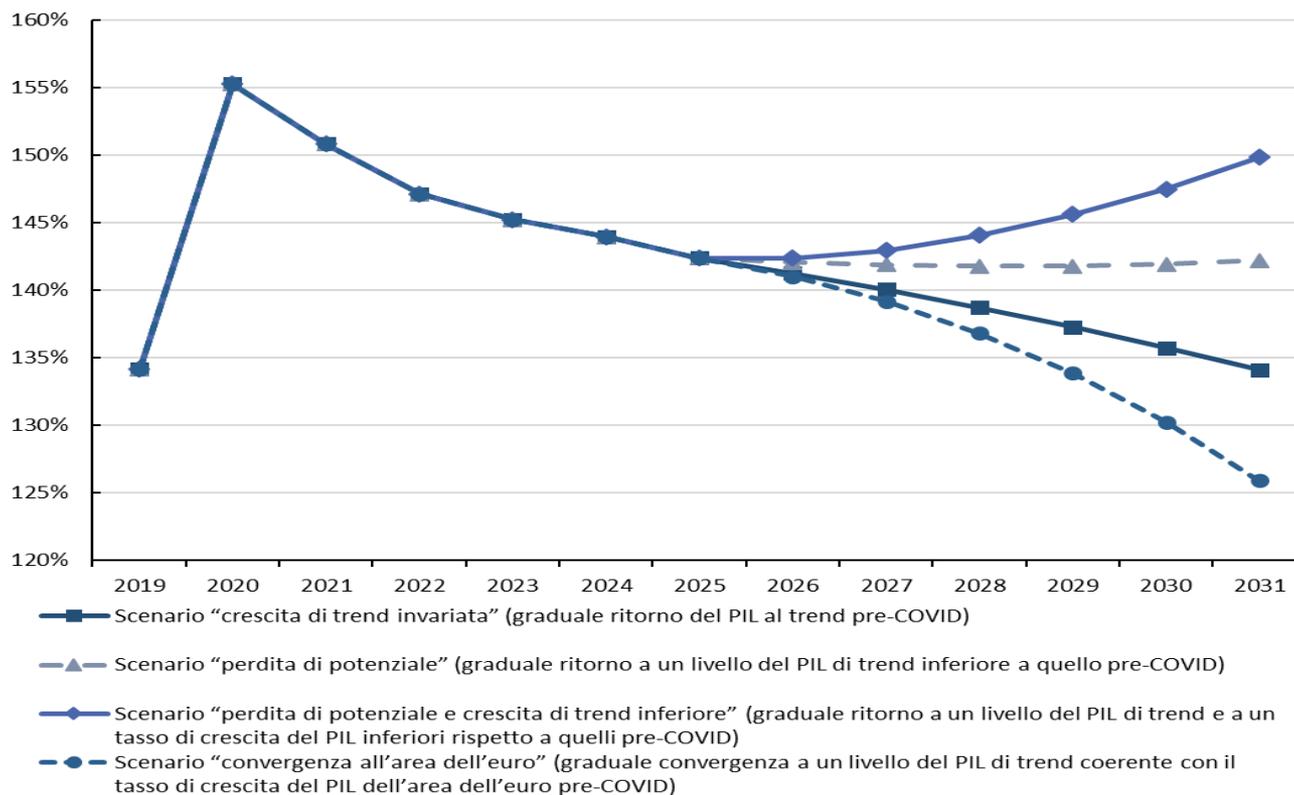
In presenza di uno shock permanente sulla curva dei rendimenti, l'impatto sulla spesa per interessi si distribuisce gradualmente nel tempo, grazie ad una vita media residua dei titoli di Stato relativamente elevata (pari a 7,11 anni a fine 2021)

## Impatto sulla spesa per interessi di uno shock permanente di +100 punti base ai tassi d'interesse

	2023	2024	2025
<i>Milioni di euro</i>	2.489	6.734	10.100
<i>Valori in % del PIL</i>	0,13	0,33	0,48

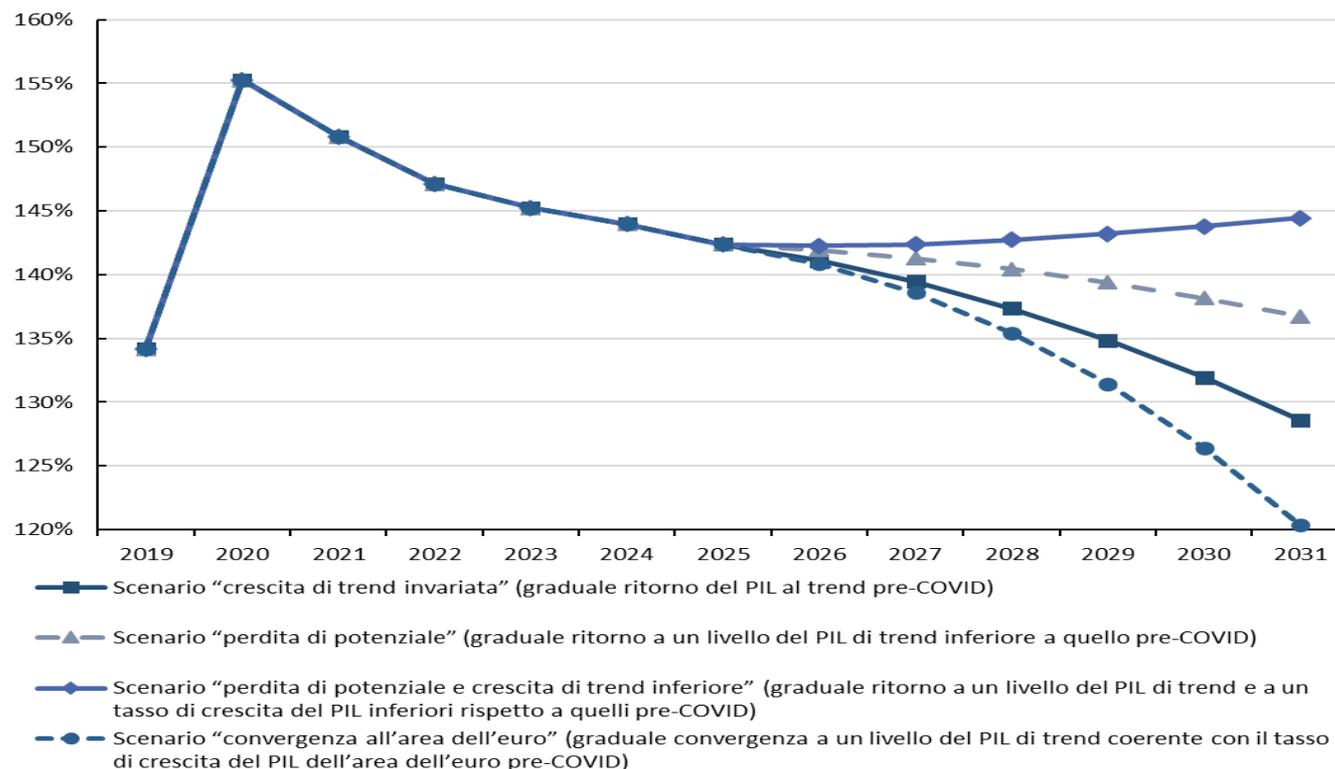
# A politiche invariate dal 2026, il graduale ritorno del PIL al trend pre-pandemico assicurerebbe la discesa del debito/PIL

Ipotizzando l'assenza di ulteriori aggiustamenti di bilancio dopo il 2025 e il ritorno dei tassi di interesse a livelli più elevati, il rapporto debito/PIL continuerebbe a ridursi se il livello del PIL dovesse convergere gradualmente al trend pre-pandemico



# La discesa del debito/PIL richiederebbe una crescita di trend adeguata anche con una significativa correzione di bilancio

Con una correzione strutturale annuale di bilancio di mezzo punto percentuale dal 2026, le proiezioni del rapporto debito/PIL sono più favorevoli ma la dinamica del rapporto debito/PIL rimarrebbe crescente nell'ipotesi di crescita di PIL di medio termine del Consensus (0,6 per cento)

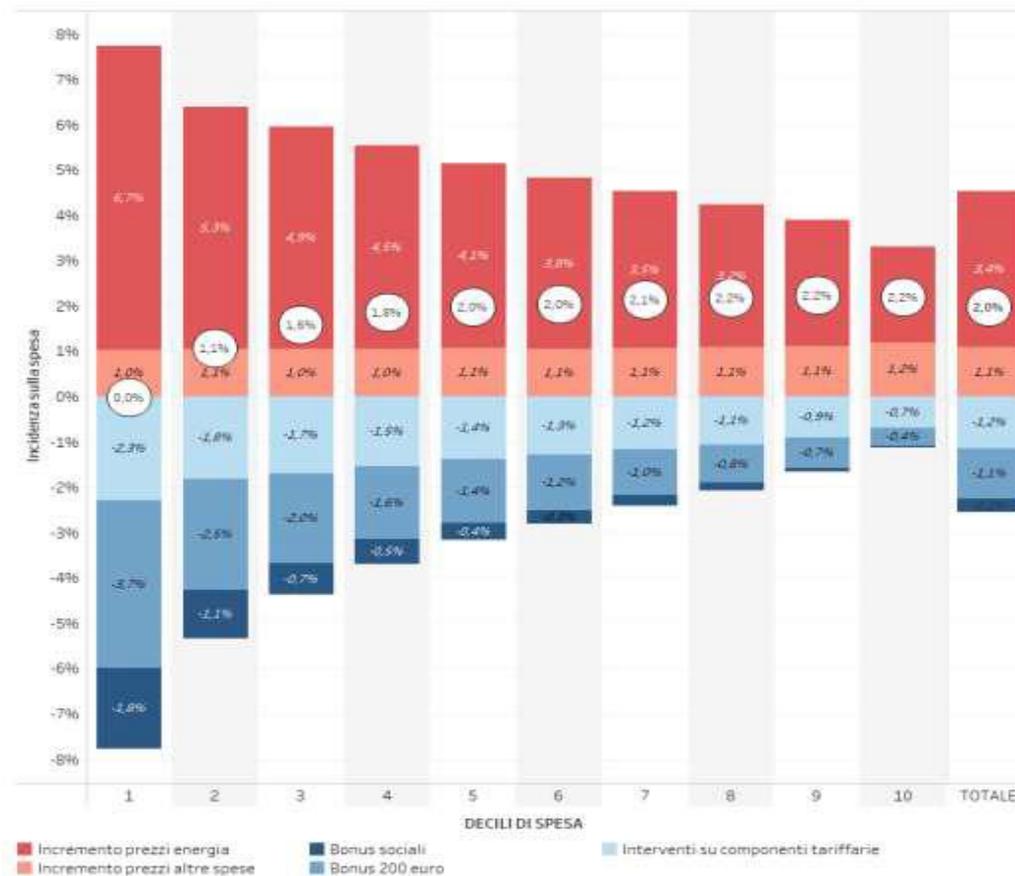


## La risposta di policy

# Sostegni a fronte del caro energia

- Le risorse complessivamente stanziare per il quadriennio 2021-24, ammontano a 29,7 miliardi (di cui 24,4 nel 2022). Di questi, 8,8 miliardi sono in favore delle famiglie, 7,4 miliardi a beneficio delle imprese e 13,5 miliardi sono destinati a sostenere sia le prime che le seconde.
- L'azione combinata degli interventi sulle tariffe, dei bonus sociali e dell'indennità una tantum tende a compensare l'onere derivante dagli incrementi dei prezzi in modo decrescente al crescere della spesa familiare.
- Gli interventi di mitigazione compenserebbero integralmente gli incrementi di spesa dovuti alla dinamica dei prezzi dell'ultimo anno per il 10% delle famiglie più povere in termini di consumo.
- Nel complesso la variazione della spesa netta risulterebbe inferiore alla media, pari al 2 per cento, per i primi quattro decili.

# Variazione della spesa per effetto della dinamica dei prezzi giugno 2021-maggio 2022 al netto e al lordo dei sostegni



# Alcune considerazioni sulle prospettive per la *governance* fiscale

- Una solida *governance* fiscale contribuisce ad allentare le tensioni tra inflazione e sostegno dell'economia.
- Obiettivi chiave: sostenibilità della finanza pubblica; qualità del bilancio pubblico; coerenza della *fiscal stance* comune; beni pubblici europei.
- Federalismo pragmatico per creare spazio fiscale, preservare la sostenibilità finanziaria e ridurre rischi di azzardo morale: riforma delle regole fiscali e capacità fiscale comune.
- Piani di aggiustamento di bilancio modulati sulla base della situazione macroeconomica, finanziaria e di finanza pubblica di ciascun paese e della UE nel suo complesso (modello PNRR).
- Possibilità di creare nuove risorse proprie e nuovi prestiti e distribuirne i proventi secondo i bisogni nazionali e gli obiettivi comuni (modello RRF).