

## Sommario\*

*La ripresa italiana viaggia su ritmi leggermente più robusti rispetto a quelli ipotizzati in primavera. L'aumento reale del PIL, corretto al rialzo dall'Istat allo 0,4 per cento nel I trimestre, si è attestato, nelle stime UPB, allo 0,3 per cento nel II. La stima UPB segnala poi un'attenuazione della crescita nel III trimestre (0,2 per cento). Nell'insieme, queste valutazioni conducono, in presenza di una variazione positiva anche nel IV trimestre, a un incremento del PIL 2017 superiore a quello previsto nel DEF (1,1 per cento), nell'ordine dell'1,2-1,3 per cento.*

*La più positiva evoluzione della crescita reale non sembra, tuttavia, associarsi a una dinamica altrettanto favorevole di quella nominale. Il calo del deflatore del PIL a inizio anno ha neutralizzato il buon risultato in termini reali, dando luogo a un PIL nominale quasi stagnante. Dato il modesto acquisito congiunturale, l'evoluzione di questa variabile, rilevante per i conti pubblici, appare distante dalla stima DEF per il 2017 (2,3 per cento).*

*Il rafforzamento delle prospettive di ripresa riflette il favorevole contesto internazionale e l'intonazione positiva della domanda interna. La dinamica delle esportazioni, pur sopravanzata da quella delle importazioni, sottende un recupero di quote di mercato delle merci italiane. Sul lato della spesa interna, i consumi hanno ripreso vigore sospinti dall'aumento del potere d'acquisto delle famiglie. Gli investimenti, in temporanea frenata nel primo trimestre, dovrebbero tornare su un sentiero positivo grazie agli incentivi fiscali, al lento miglioramento dell'accesso al credito e alla minore incertezza. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, l'indicatore UPB mostra un deciso calo negli ultimi mesi.*

*A riflesso della fase ciclica positiva prosegue la crescita dell'occupazione. Col venir meno degli incentivi, la dinamica occupazionale è trainata dalla componente a termine. Pur nel quadro di miglioramento, permane ampia l'area di sottoutilizzo dei lavoratori. Una misura del sottoutilizzo, comprendente oltre ai disoccupati gli inattivi disposti a lavorare e coloro che lavorano meno di quanto vorrebbero, indica una quota di inoccupati e sottoccupati del 24 per cento, più che doppia rispetto al tasso di disoccupazione. Tale fenomeno tende a comprimere le pressioni salariali. Ciò, unitamente alla debolezza del greggio e all'apprezzamento dell'euro, concorre a mantenere l'inflazione su bassi livelli.*

\*A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili il 20-07-2017.

## **Contesto internazionale**

### ***Il ciclo internazionale si rafforza...***

L'economia mondiale ha mostrato ulteriori segnali di consolidamento nella prima metà dell'anno, venendo sospinta dall'accelerazione della produzione manifatturiera a livello globale e dalla progressiva ripresa del ciclo degli investimenti nei paesi avanzati. A riflesso di queste dinamiche, anche il commercio internazionale ha ritrovato vigore. Restano sullo sfondo di questo quadro più positivo i fattori di rischio geo-politico e quelli legati all'incerto evolvere delle politiche economiche e commerciali, in particolare negli Stati Uniti.

### ***... in modo diffuso nelle principali aree***

Nella prima metà dell'anno si sono diffusi i segnali di consolidamento della fase ciclica espansiva mondiale che avevano iniziato a manifestarsi sul finire del 2016. Negli Stati Uniti, il rallentamento nel primo trimestre dovrebbe risultare, come già verificatosi negli ultimi anni, un fenomeno transitorio e non interrompere un'espansione che continua, secondo la datazione ciclica NBER, da 8 anni (dal punto di minimo di giugno 2009). Gli indicatori congiunturali mostrano il ritorno dell'economia su ritmi di crescita più robusti. Il mercato del lavoro ha registrato nuovi miglioramenti nelle dinamiche occupazionali e nel tasso di disoccupazione, ma ancora non si percepiscono chiari segnali di pressioni retributive. L'inflazione, sia salariale sia dei prezzi al consumo, rimane dunque relativamente debole, permettendo alla Riserva Federale, che in giugno ha incrementato di un quarto di punto il tasso obiettivo sui *Federal Funds*, di procedere in modo per ora graduale verso la normalizzazione della politica monetaria. L'economia cinese è risultata più vivace di quanto ci si aspettava qualche mese fa, risentendo tanto della ripresa del commercio mondiale quanto del sostegno pubblico all'economia. Russia e Brasile stanno progressivamente uscendo dal lungo periodo di contrazione dell'attività, anche se gli scandali politici nell'economia sudamericana potrebbero influire negativamente sul clima di fiducia.

L'area dell'euro è cresciuta a inizio 2017 più delle attese, accelerando allo 0,6 per cento nel primo trimestre. Sulla dinamica più favorevole ha principalmente influito il balzo degli investimenti che hanno contribuito per metà al buon risultato di inizio d'anno. L'allentamento monetario operato dalla BCE e l'intonazione moderatamente espansiva assunta dalla politica fiscale nella media dell'area contribuiscono a sostenere la ripresa della zona euro<sup>1</sup>. Nel Regno Unito, alcuni indicatori qualitativi avevano anticipato un

---

<sup>1</sup> Per un'analisi dell'impostazione della politica fiscale dell'area euro, si veda il recente Rapporto dell'European Fiscal Board "Assessment of the prospective fiscal stance appropriate for the euro area", 20 giugno 2017.

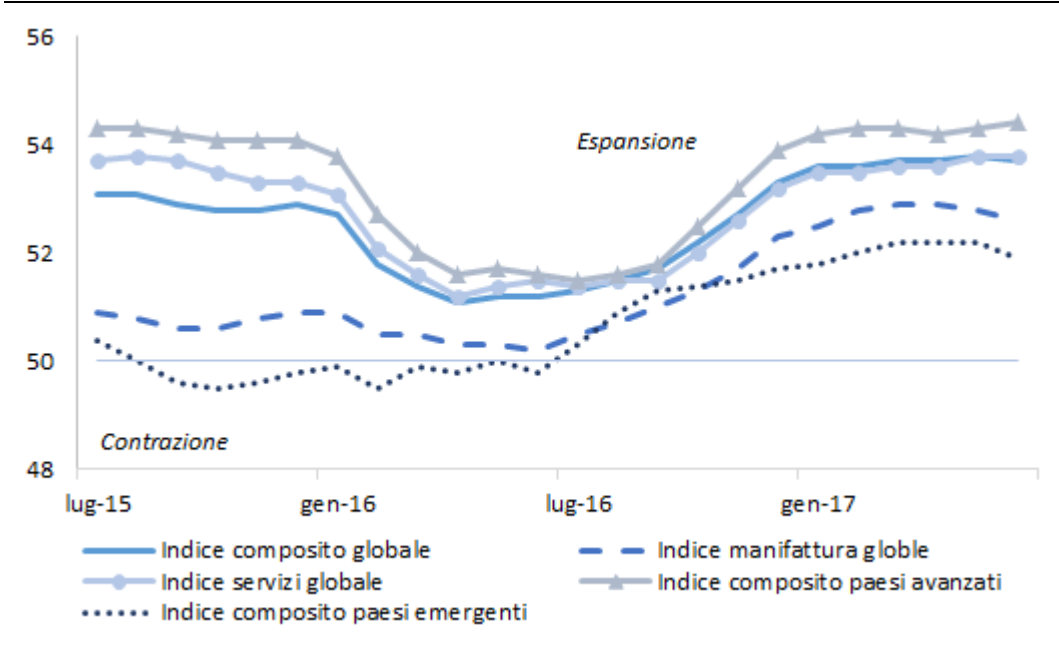
possibile rimbalzo nel secondo trimestre, ma i dati statistici più recenti puntano verso una stabilità nel ritmo di espansione dell'economia d'oltre Manica.

Le informazioni più recenti disponibili confermano le attese per un secondo trimestre ancora solido. La produzione industriale di aprile è stata particolarmente robusta, mentre gli indici di fiducia dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index*, PMI) si collocano ampiamente nella zona di espansione (sopra 50) dalla metà del 2016 (fig. 1).

### **Il commercio mondiale si conferma in ripresa**

Nei primi quattro mesi del 2017 il commercio mondiale ha confermato il recupero avviato sul finire del 2016. In particolare, i paesi emergenti dell'Asia hanno mostrato una dinamica degli scambi molto vivace che ha avuto come motore principale la Cina. La composizione geografica della ripresa dei traffici internazionali, incentrata nell'area emergente, è risultata relativamente meno favorevole all'Italia che ha visto la domanda dei propri mercati rilevanti espandersi ad un ritmo più contenuto rispetto al complesso delle importazioni mondiali (fig. 2).

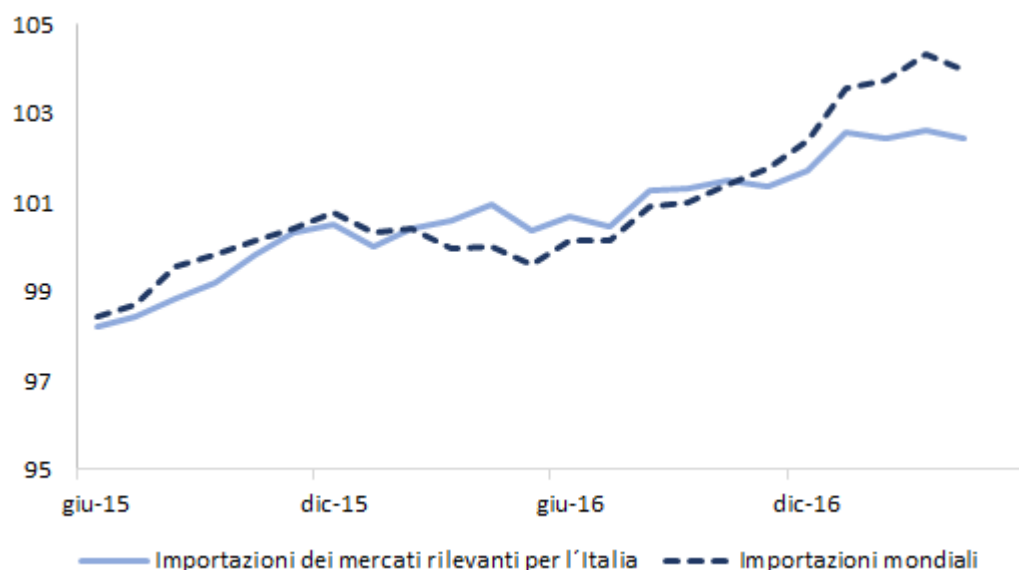
**Fig. 1** – Indice JP Morgan Global PMI (1)  
(media mobile a 3 mesi)



Fonte: Thomson Reuters.

(1) Indici di fiducia basati sulla valutazione dei responsabili degli acquisti delle imprese; un valore superiore a 50 indica espansione.

**Fig. 2** – Importazioni mondiali e dei mercati rilevanti per l'Italia  
(media mobile a 3 mesi – numeri indice, 2015=100)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Nonostante il recente miglioramento, che ha riportato il tasso di crescita del commercio a ritmi superiori a quelli del prodotto, la tendenza, in atto da qualche anno, all'attenuazione della relazione tra prodotto e commercio è comunque attesa perdurare nel tempo. L'elasticità delle importazioni al PIL mondiale, che nel periodo pre-crisi era pari o superiore a 2 ed era scesa a circa 1,5 dal 2008 in poi, è prevista permanere intorno a quest'ultimo valore anche nei prossimi anni (si veda il Riquadro *L'elasticità del commercio internazionale all'attività economica globale*).

### **Petrolio in discesa ed euro in apprezzamento**

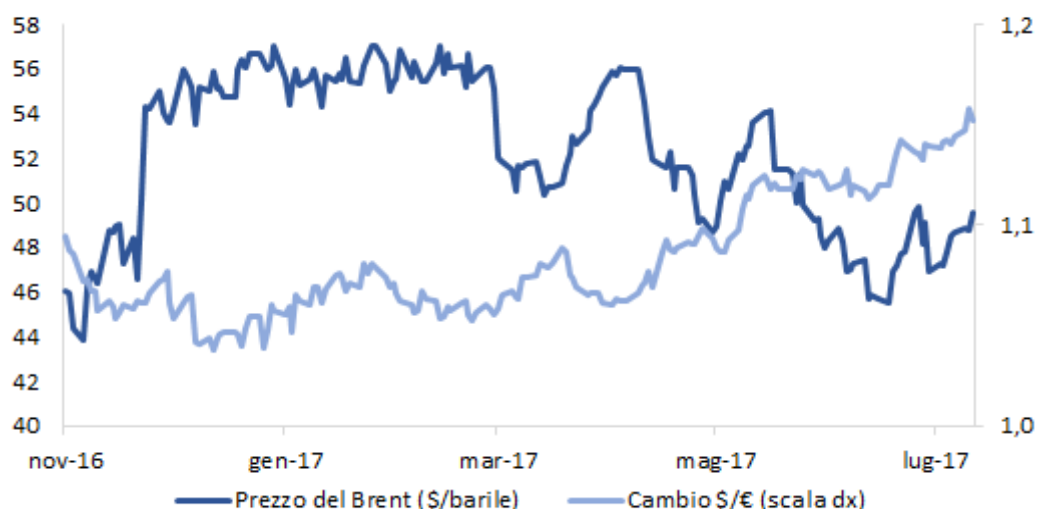
L'accordo OPEC di fine 2016 (recentemente rinnovato ed esteso fino ai primi mesi del 2018) che aveva permesso, tra la fine dello scorso anno e i primi mesi del 2017, un recupero delle quotazioni del Brent sopra i 55 dollari per barile, non sembra in grado di contenere l'offerta globale e incidere di conseguenza sulle quotazioni. In particolare, le spinte al ribasso nei prezzi hanno portato i prezzi stabilmente sotto i 50 dollari per barile a partire da inizio giugno, con una parziale inversione di tendenza verificatasi solo negli ultimi giorni (fig. 3). La causa principale della tendenziale debolezza del mercato del greggio è da ascrivere alla crescente offerta statunitense di *shale oil*. Il miglioramento delle tecnologie estrattive ha ridotto in pochi anni il *breakeven price* di questa fonte energetica da 80 a meno di 25 dollari al barile con ulteriori margini di miglioramento. Secondo le stime di alcuni analisti, grazie allo *shale oil* entro il 2020 gli Stati Uniti supereranno molti paesi OPEC come esportatori di petrolio.

Nel mercato dei cambi, l'euro ha manifestato una chiara tendenza all'apprezzamento dalla metà del mese di aprile. Diversi fattori, interni ed esterni, hanno contribuito al rafforzamento della valuta europea. Internamente, l'espansione più forte delle attese e i risultati delle elezioni francesi hanno concorso a migliorare la percezione dei mercati circa la maggiore solidità dell'attuale fase dell'area euro sia dal punto di vista economico (con il conseguente intensificarsi delle attese di graduale correzione della politica monetaria espansiva) sia di quello politico (col diffondersi di ipotesi di rilancio dell'area euro). Esternamente hanno concorso il dilatarsi nei tempi di attuazione delle annunciate politiche economiche della nuova amministrazione americana, nonché il rallentamento, a inizio 2017, dell'economia statunitense. Ne è conseguito un apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, tra metà aprile e metà luglio superiore al 7 per cento, con quotazioni che negli ultimi giorni si sono assestate di poco sotto a 1,15 dollari per euro (fig. 3).

### **L'inflazione resta debole nella zona euro**

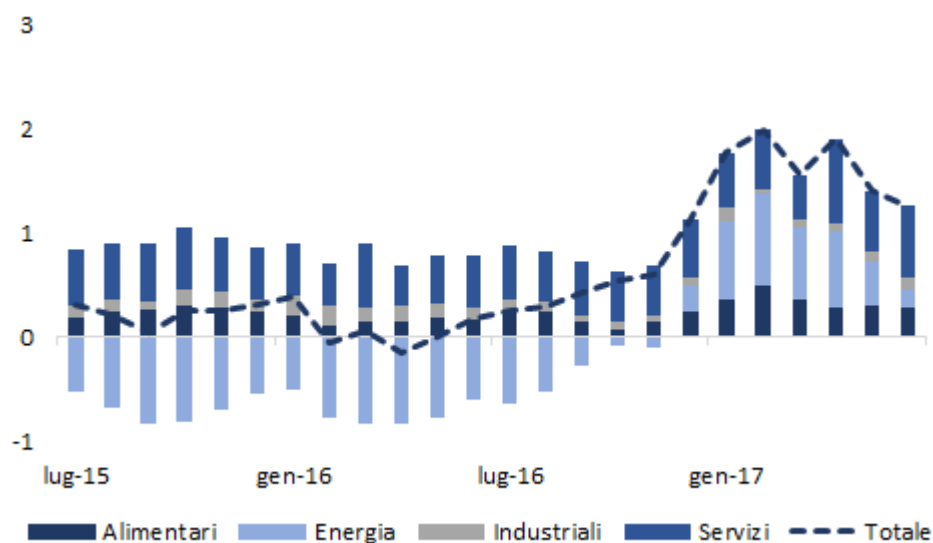
Dopo aver raggiunto l'1,9 per cento in aprile, l'inflazione della zona euro ha mostrato una moderazione nei due mesi successivi da ascrivere in larga misura alle dinamiche del petrolio e del tasso di cambio. Infatti, mentre nei primi quattro mesi dell'anno il contributo degli energetici all'aumento dell'indice dei prezzi al consumo è stato intorno ai 7-8 decimi di punto percentuale, nei mesi di maggio e giugno questo si è ridotto prima a 4 e da ultimo a 2 decimi di punto percentuale. In giugno la variazione dell'indice generale dei prezzi si è fermata all'1,3 per cento in termini tendenziali (fig. 4). L'inflazione *core* (al netto dei prodotti energetici e degli alimentari freschi), che in maggio era scesa sotto l'1 per cento, si è portata in giugno ai livelli di aprile (1,2 per cento). Nell'analisi BCE, l'ampio bacino di risorse sottoutilizzate, che continua a contrassegnare la zona euro anche nella fase di ripresa, contribuisce a limitare le pressioni inflazionistiche nell'area.

**Fig. 3** – Prezzo del petrolio e tasso di cambio dollaro/euro



Fonte: elaborazioni UPB su dati Thomson Reuters.

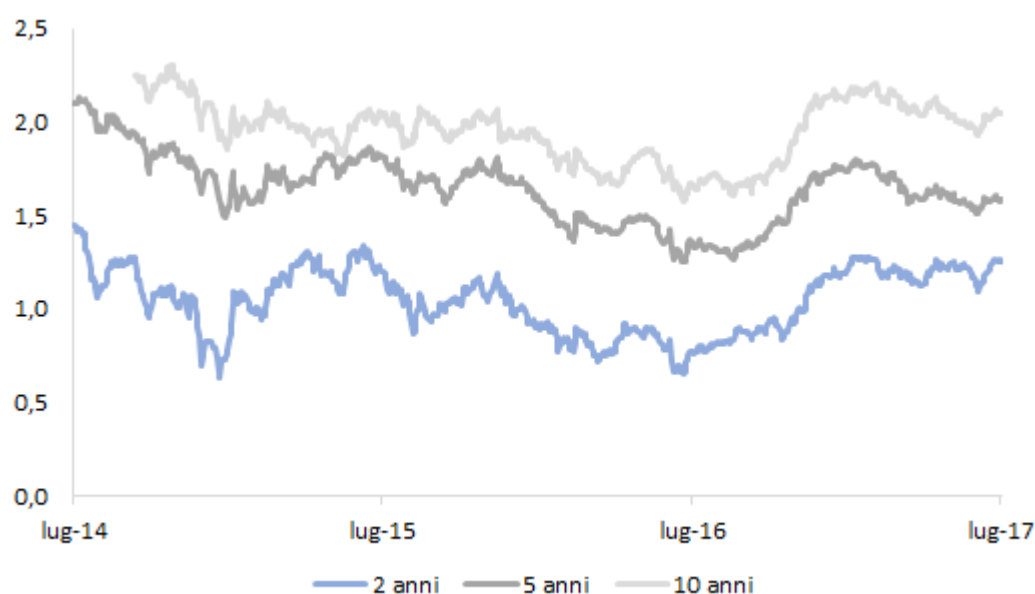
**Fig. 4** – Inflazione nell'area euro  
(variazioni percentuali annue e contributi)



Fonte: elaborazioni UPB su dati Thomson Reuters.

A conferma della persistente debolezza di fondo della dinamica dei prezzi europei, le aspettative di inflazione dell'area euro, desunte dagli strumenti finanziari ai vari orizzonti temporali, hanno continuato a situarsi su livelli contenuti e ancora sostanzialmente distanti dal *target* della Banca centrale (fig. 5). In questo quadro, la BCE prospetta la prosecuzione dell'impostazione accomodante della politica monetaria. In particolare, il programma di acquisti di attività finanziarie sarà mantenuto nell'attuale entità fino a dicembre 2017 ed eventualmente oltre tale termine se non si sarà verificato un aggiustamento durevole dell'inflazione all'obiettivo BCE. Al contempo, i tassi ufficiali di interesse vengono prospettati agli attuali livelli per un prolungato periodo di tempo che si estenderebbe oltre l'orizzonte degli acquisti di titoli. Tuttavia, l'andamento più positivo delle attese del ciclo economico e l'approssimarsi della scadenza a fine 2017 dell'attuale programma di acquisti BCE hanno preso a orientare le aspettative degli operatori nella direzione di una politica monetaria progressivamente meno espansiva, con ripercussioni sui tassi di interesse di mercato dei titoli del debito pubblico europei e sulla quotazione della moneta unica.

**Fig. 5** – Aspettative di inflazione nell’area dell’euro  
(inflation linked swap)



Fonte: Thomson Reuters.

## ***Economia italiana***

### ***Recupero dell’attività economica in accelerazione nel I trimestre***

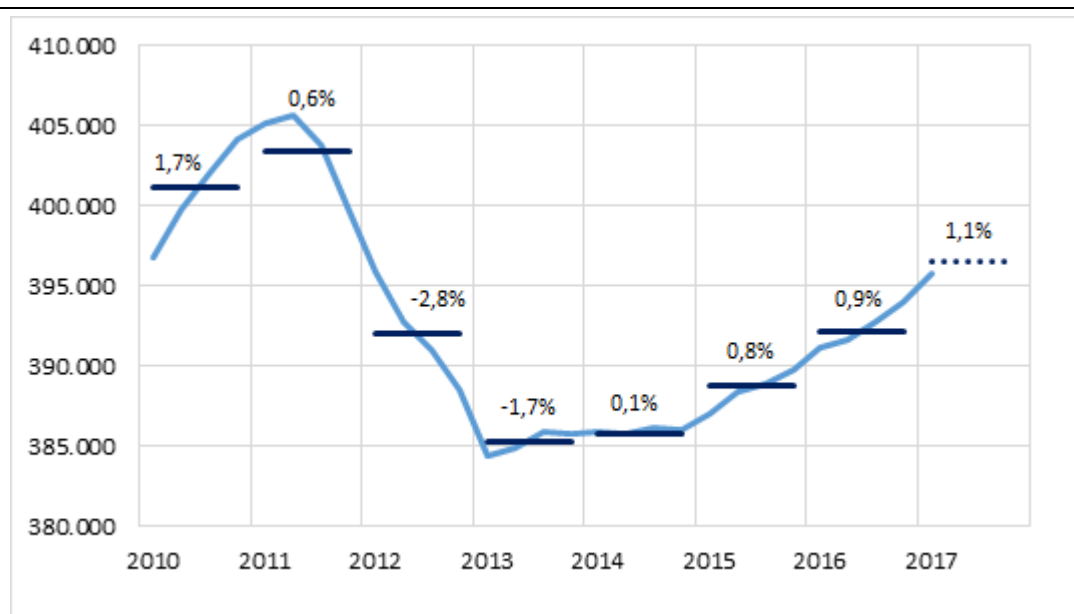
Il quadro di contabilità nazionale rilasciato dall’Istat lo scorso giugno ha certificato il consolidamento della fase di graduale recupero dell’economia italiana in atto dai mesi centrali del 2013, con una crescita del PIL nel primo trimestre (+0,4 per cento su base congiunturale) superiore alle attese degli analisti e in deciso rialzo (circa due decimi di punto) rispetto alla stima *flash* di inizio maggio. Come si vedrà più avanti, ciò ha comportato una revisione delle previsioni di crescita per l’intero anno da parte della generalità degli osservatori. Nonostante l’accelerazione di inizio anno, il ritmo di crescita dell’economia italiana ha continuato a caratterizzarsi per una dinamica meno intensa rispetto alla media dell’area euro.

A seguito del dato del primo trimestre, la variazione acquisita per il 2017 è pari allo 0,9 per cento, non distante dunque dalla previsione contenuta nel DEF dello scorso aprile (+1,1 per cento, fig. 6). Alla più positiva evoluzione della crescita reale non ha corrisposto, tuttavia, una dinamica altrettanto favorevole di quella nominale. Espresso a prezzi correnti, il PIL ha segnato un calo (-0,1 per cento in termini congiunturali), determinato dalla brusca flessione del deflatore (-0,6 per cento). Su quest’ultimo ha influito, sul lato domanda, la forte contrazione del deflatore degli investimenti in macchinari e attrezzature (-3,8 per cento) e, sul lato offerta, l’indebolimento dei fattori interni di inflazione (tanto del costo unitario del lavoro quanto dei margini unitari di profitto, con un conseguente calo del deflatore del

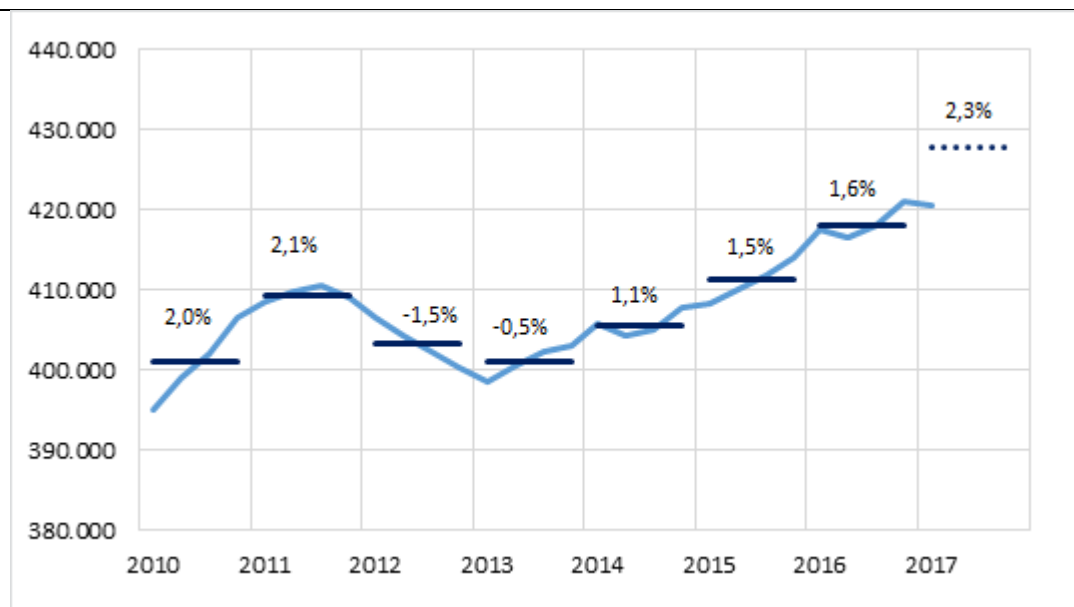
valore aggiunto ai prezzi base dello 0,3 per cento), nonché la sensibile flessione del deflatore delle imposte indirette nette (-3 per cento). La conseguente variazione acquisita del PIL nominale, indicatore chiave per la sostenibilità delle finanze pubbliche, risulta essere modesta (leggermente superiore allo 0,5 per cento) e largamente al di sotto dell'obiettivo programmatico del Governo per l'intero anno (+2,3 per cento, fig. 6).

**Fig. 6** – PIL reale e nominale (1)  
(milioni di euro e tassi di crescita annuali)

*Valori concatenati, anno di riferimento 2010*



*Valori nominali*



Fonte: elaborazioni UPB su dati Istat e MEF.

(1) Le linee tratteggiate riportano il tasso di crescita annuale del quadro programmatico del DEF di aprile 2017.



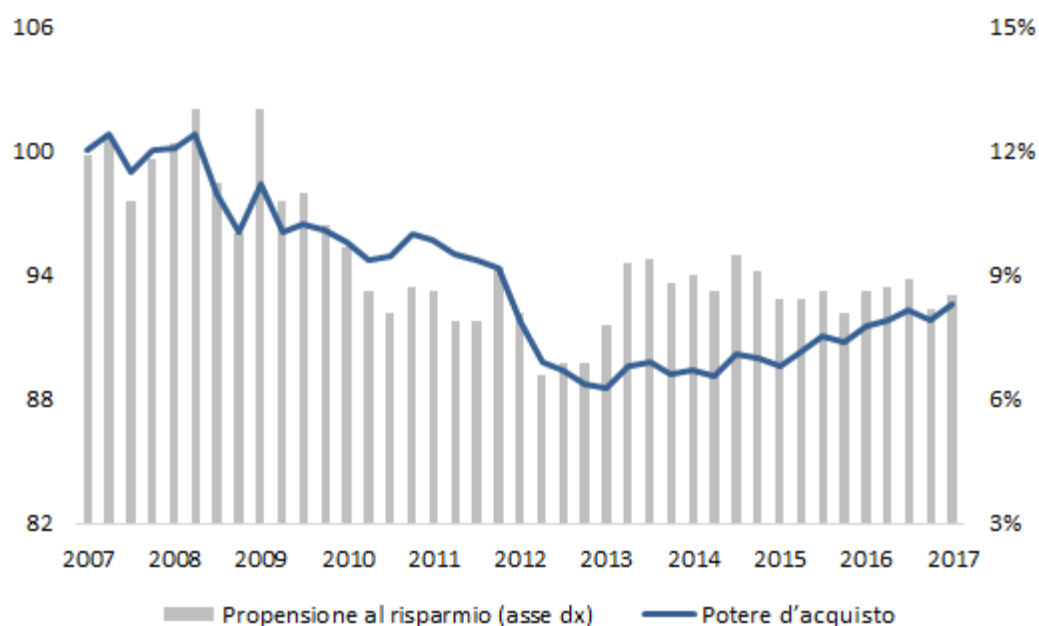
L'incremento del volume di attività nei primi tre mesi del 2017 ha riflesso il balzo del valore aggiunto del comparto agricolo (+4,2 per cento) e gli incrementi, più limitati, di quello dei servizi e delle costruzioni (rispettivamente +0,6 e +0,5 per cento); in controtendenza è risultata l'industria in senso stretto che ha segnato una battuta d'arresto nel processo di ripresa, flettendo di circa mezzo punto percentuale rispetto al dato di fine 2016. Con riferimento alle componenti di domanda, il contributo alla crescita della spesa interna (circa 0,4 punti percentuali) si è mantenuto positivo e in linea con il quarto trimestre 2016. La ricostituzione delle scorte ha fornito un apporto di entità simile, mentre gli investimenti fissi lordi hanno sottratto oltre un decimo di punto di crescita. Il contributo negativo della componente estera netta (circa un quarto di punto percentuale) è dipeso dall'espansione sostenuta delle importazioni che ha sopravanzato la dinamica persistentemente favorevole delle vendite all'estero.

### ***Ritrovato slancio per la spesa delle famiglie...***

Dopo il rallentamento che ha caratterizzato la seconda metà del 2016, la spesa delle famiglie, al lordo degli acquisti delle istituzioni sociali senza scopo di lucro, ha ripreso slancio nei primi tre mesi dell'anno in corso (+0,5 per cento in termini congiunturali), trainata dagli acquisti di beni durevoli e semidurevoli. L'aumento del potere d'acquisto delle famiglie (+1,2 per cento in termini tendenziali e +0,8 per cento rispetto all'ultimo trimestre dello scorso anno), in un contesto favorevole caratterizzato dal buon andamento del mercato del lavoro e dalla stabilizzazione del livello di fiducia, ha inciso positivamente sulla ripresa dei consumi privati. Il più intenso incremento del reddito rispetto a quello segnato dalla spesa delle famiglie si è tradotto in un rialzo della propensione media al risparmio, riportatasi nel primo trimestre all'8,5 per cento del reddito disponibile, ossia tre decimi di punto in più rispetto alla media ottobre-dicembre (fig. 7).

Le informazioni più recenti provenienti dalle inchieste presso i consumatori indicano un lieve arretramento del clima di fiducia nella media dei mesi primaverili. Segnali più favorevoli giungono dall'andamento delle valutazioni degli intervistati nell'ultimo mese disponibile: il dato di giugno mostra infatti un recupero dell'indice di fiducia sia complessivo sia nelle varie sotto-componenti (generale/personale e corrente/futuro).

**Fig. 7** – Potere d’acquisto e propensione al risparmio delle famiglie  
(numero indice, gennaio 2007=100, e quote percentuali)



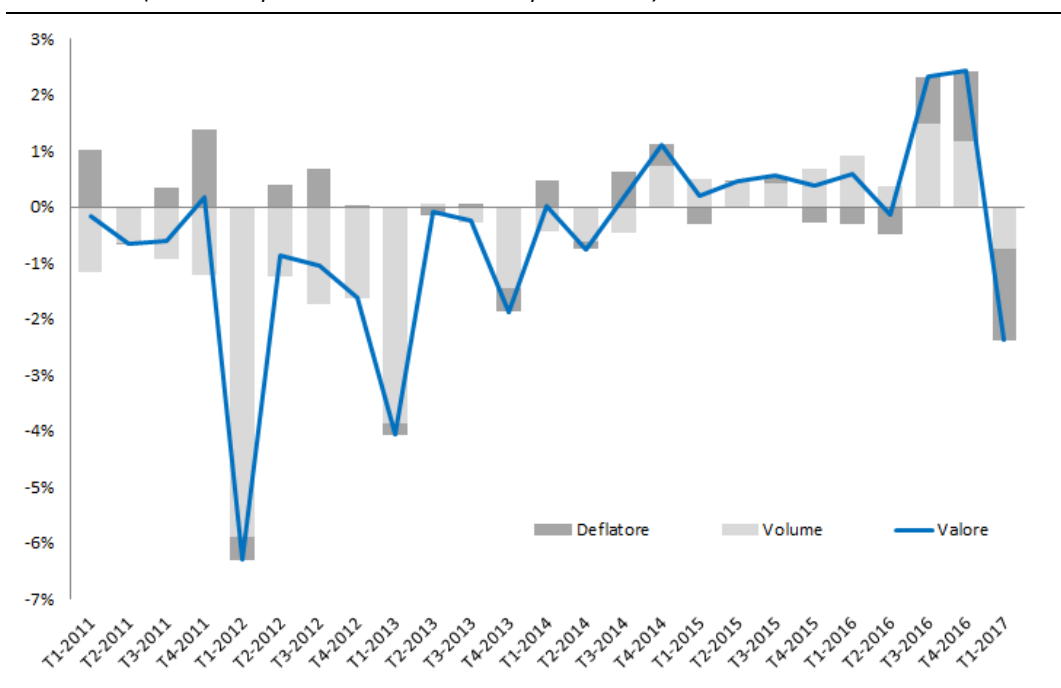
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### **... ma investimenti in temporanea frenata**

L’accelerazione dell’attività economica a inizio anno non si è riflessa favorevolmente sulla dinamica dell’accumulazione di capitale. Pur in presenza di un contesto normativo che si mantiene favorevole, la spesa per investimenti in volume e ancor più in valore, ha mostrato una flessione rispetto ai livelli di fine 2016 (fig. 8). Il calo in volume nel primo trimestre (-0,8 per cento rispetto a ottobre-dicembre) è stato determinato in larga misura dalla contrazione delle spese per impianti e macchinari (-2,2 per cento). Anche la spesa in mezzi di trasporto è risultata in calo (-0,8 per cento) e in controtendenza rispetto alla dinamica esuberante osservata nei trimestri dello scorso anno. Per contro, gli investimenti in costruzioni hanno segnato un nuovo incremento, seppur di intensità contenuta (+0,6 per cento), in linea con il percorso di graduale recupero iniziato nei mesi finali del 2014.

La frenata degli investimenti nel primo trimestre dovrebbe, tuttavia, risultare temporanea. Gli indicatori di redditività delle imprese, dopo l’indebolimento di inizio d’anno, dovrebbero tornare a migliorare, beneficiando di dinamiche moderate dei costi di produzione e di condizioni di finanziamento favorevoli. I risultati dell’indagine sulle aspettative di inflazione e crescita della Banca d’Italia prefigurano un’espansione dei piani di investimento diffusa tra i vari comparti nella seconda metà del 2017. I piani di spesa delle imprese dovrebbero essere alimentati dalla revisione al rialzo delle attese di domanda a fronte di elevati livelli di capacità produttiva utilizzata che si mantengono prossimi ai massimi pre-crisi.

**Fig. 8** – Variazione degli investimenti fissi lordi sul trimestre precedente  
(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



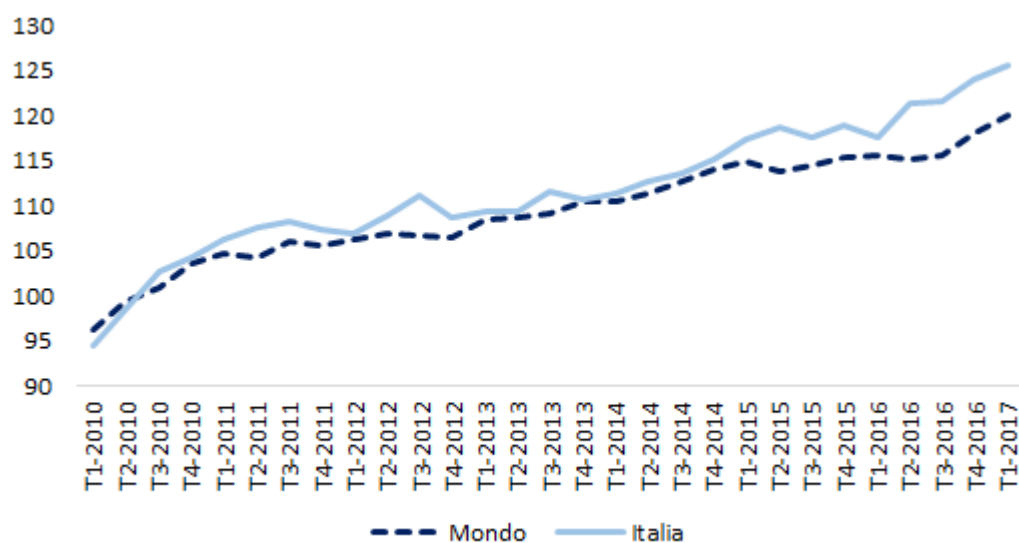
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### ***Prosegue la favorevole performance dell'export sui mercati internazionali***

È proseguita nel primo trimestre l'espansione delle esportazioni (+0,7 per cento in termini congiunturali), grazie alla dinamica particolarmente favorevole di quelle di beni (+1,7 per cento). La crescita complessiva in volume dell'export italiano di beni nell'arco degli ultimi quattro trimestri (+6,8 per cento, secondo le informazioni di contabilità nazionale) è risultata superiore a quella delle esportazioni mondiali (+4 per cento circa, secondo i dati CPB, fig. 9), evidenziando la sostanziale ripresa del processo di graduale miglioramento delle quote di mercato (in volume) manifestatosi, pur con interruzioni, a partire dal 2010. La dinamica favorevole dell'export nei primi tre mesi è stata, come detto, sopravanzata dalla più forte espansione delle importazioni (+1,6 per cento), dando luogo a un apporto negativo della domanda estera netta alla variazione del PIL.

Le indicazioni sulle esportazioni successive ai primi tre mesi si mantengono positive. Nella media del bimestre aprile-maggio, l'export a prezzi correnti di merci è aumentato dello 0,8 per cento rispetto al primo trimestre (con un incremento in volume intorno allo 0,5 per cento, ottenuto deflazionando il dato in valore con i prezzi alla produzione sui mercati esteri). Anche gli indicatori delle inchieste congiunturali Istat relativi ai giudizi sugli ordinativi dai mercati internazionali e il fatturato estero prospettano la prosecuzione dell'evoluzione favorevole.

**Fig. 9** – Esportazioni di beni italiani e mondiali in volume  
(numero indice 2010=100)



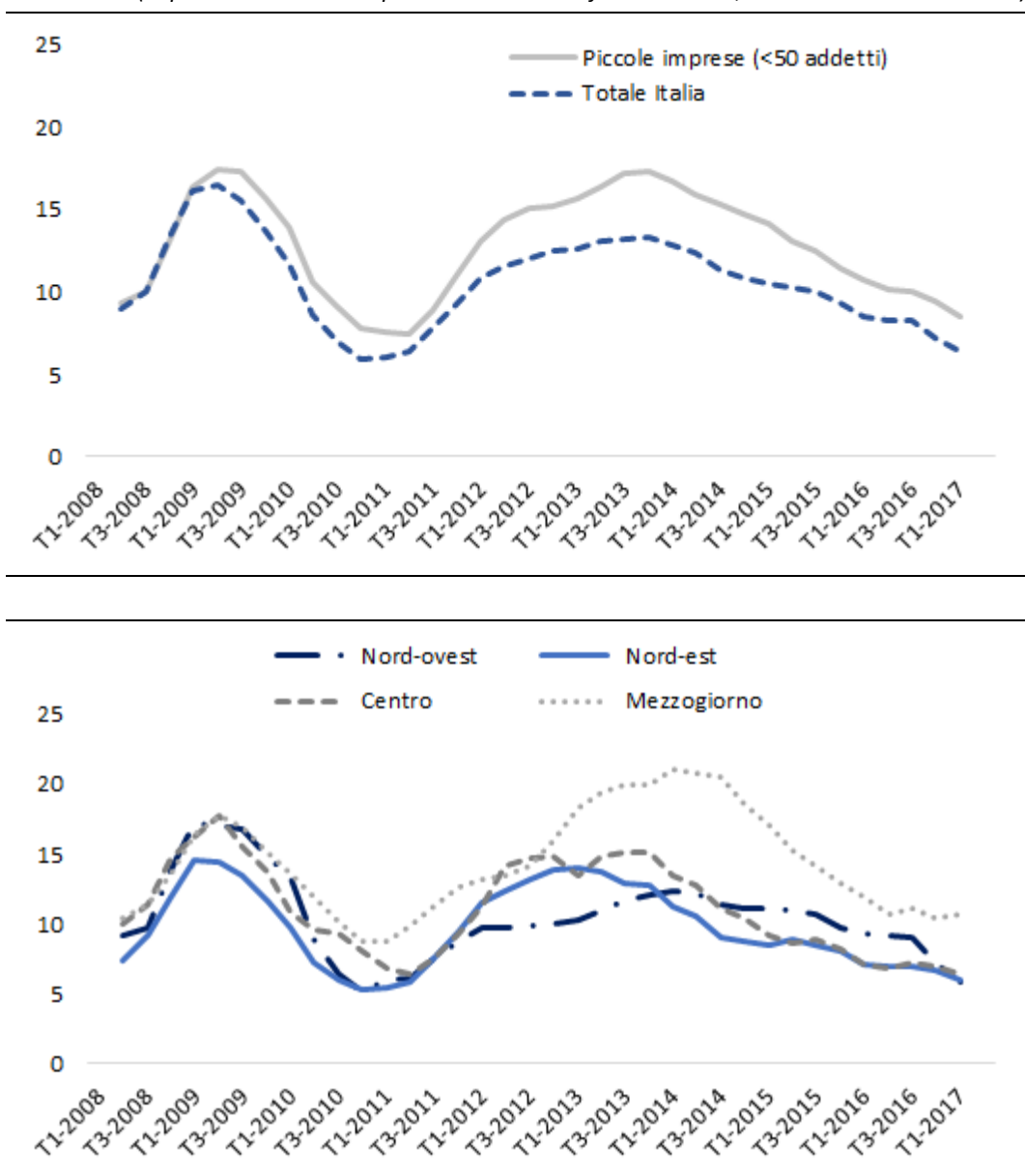
Fonte: elaborazioni su dati Istat e CPB.

### **Mercato del credito in ripresa**

Nei mesi più recenti si è avuta un'accelerazione del processo di ristrutturazione del sistema creditizio italiano anche per effetto degli interventi governativi volti a risolvere le crisi relative a MPS e alle banche venete. L'allentamento del rischio percepito dagli operatori riguardo la solidità del sistema bancario nazionale trova in parte riscontro nel recente recupero dei corsi azionari delle aziende di credito quotate. Il sistema bancario continua tuttavia a scontare un livello di crediti deteriorati ancora molto elevato e prospettive di bassa redditività.

D'altra parte, indicazioni relativamente incoraggianti giungono dalle inchieste presso imprese e operatori bancari. L'indagine Istat segnala la sostanziale prosecuzione della riduzione, in atto ormai dal 2014, della percentuale di imprese manifatturiere razionate nell'accesso al credito (ossia quelle che affermano di non avere ricevuto il credito domandato, fig. 10). In particolare, la minore severità nelle condizioni di accesso alle fonti di finanziamento esterne sembra cominciare a estendersi anche alle imprese di minori dimensioni e risulta relativamente diffusa a livello territoriale (con la parziale eccezione della pausa accusata nel Mezzogiorno a partire dall'ultima parte del 2016). Per il trimestre in corso, l'indagine Banca d'Italia segnala un incremento della domanda di credito delle imprese a fronte di condizioni di offerta leggermente meno accomodanti rispetto alla media aprile-giugno.

**Fig. 10** – Manifattura: imprese che hanno domandato e non ottenuto credito  
(in percentuale delle imprese che ne hanno fatto richiesta; medie mobili a tre termini)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### Indicazioni congiunturali più recenti

Il quadro congiunturale più recente segnala una prosecuzione dell'espansione dell'attività economica nei mesi centrali dell'anno che continua a caratterizzarsi per un'evoluzione piuttosto erratica degli indicatori sia quantitativi sia qualitativi. L'incremento del volume della produzione industriale registrato a maggio (+0,7 per cento in termini congiunturali) ha permesso di riassorbire quasi interamente i cali di aprile e, soprattutto, gennaio, e riportare il livello dell'indice su valori prossimi a quelli di fine 2016. Sulla base di stime UPB, l'attività industriale dovrebbe crescere a un ritmo contenuto anche nei prossimi

mesi: nella media del secondo trimestre la produzione industriale sarebbe aumentata, secondo queste stime, dello 0,3 per cento rispetto a gennaio-marzo.

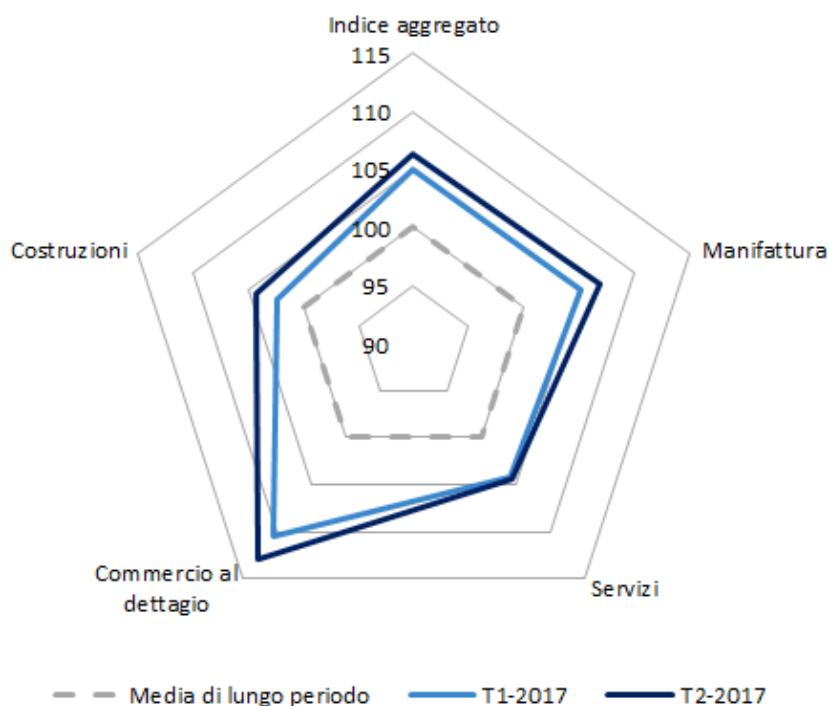
Gli indicatori qualitativi prefigurano un andamento positivo dell'attività economica nel breve periodo, pur in presenza di segnali altalenanti: dopo cinque incrementi consecutivi, il *Purchasing Managers' Index* (PMI) manifatturiero ha segnato a maggio una correzione di oltre un punto per poi rimanere sostanzialmente invariato in giugno; l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere, dopo la correzione al ribasso di maggio, ha comunque proseguito a consolidarsi in giugno posizionandosi su livelli simili a quelli precedenti la crisi del 2008.

L'erraticità che caratterizza l'andamento della produzione delle costruzioni da oltre un triennio è proseguita anche in maggio: l'indice è aumentato in termini congiunturali di quasi tre punti percentuali, recuperando, seppur parzialmente, la brusca frenata di aprile. Le informazioni desumibili dall'Osservatorio del mercato immobiliare istituito presso l'Agenzia delle entrate segnalano un'ulteriore espansione del numero delle compravendite nella media dei primi tre mesi dell'anno in corso (+8,6 per cento rispetto allo stesso periodo del 2016) alla quale non è corrisposto un incremento dei prezzi che sono risultati nel complesso stabili sia in termini congiunturali sia tendenziali. Nei mesi primaverili si è tuttavia registrato un deciso miglioramento del clima di fiducia delle imprese di costruzione (quasi 5 punti rispetto alla media del primo trimestre) che ha riportato l'indice su un livello simile a quello medio della prima metà del 2008.

Il settore dei servizi è risultato tonico anche nel primo trimestre dell'anno. L'indice destagionalizzato del fatturato in valore ha accelerato (+1,6 per cento su base congiunturale, a fronte del +0,5 per cento del quarto trimestre del 2016), beneficiando dell'espansione dei servizi di supporto alle imprese e delle agenzie di viaggio, del trasporto e magazzinaggio e del commercio e riparazione di autoveicoli e motocicli. Incrementi, di intensità più limitata, hanno interessato le attività di alloggio e ristorazione, quelle professionali, scientifiche e tecniche e i servizi di informazione e comunicazione. Andamenti meno soddisfacenti giungono dalle vendite al dettaglio (sia in volume sia in valore) che a maggio si collocano ancora su valori storicamente bassi. D'altro canto, i giudizi sulla fiducia delle imprese del commercio al dettaglio, come quelli delle imprese dei servizi, rimangono in larga misura positivi a indicazione di un'evoluzione ancora favorevole per questi comparti nei mesi centrali dell'anno.

Nel complesso dei settori produttivi, l'indice aggregato di fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, si posiziona nella media aprile-giugno su valori in linea con il dato del primo trimestre rimanendo abbondantemente sopra la media di lungo periodo (normalizzata a 100, fig. 11). Più in particolare, il grafico mostra un miglioramento diffuso della fiducia tra i diversi comparti produttivi, ad eccezione del clima dei servizi di mercato, che è rimasto sostanzialmente invariato rispetto alla media gennaio-marzo.

**Fig. 11** – Fiducia nei comparti produttivi (1)  
(numero indice, media gennaio 1998 – giugno 2017=100)



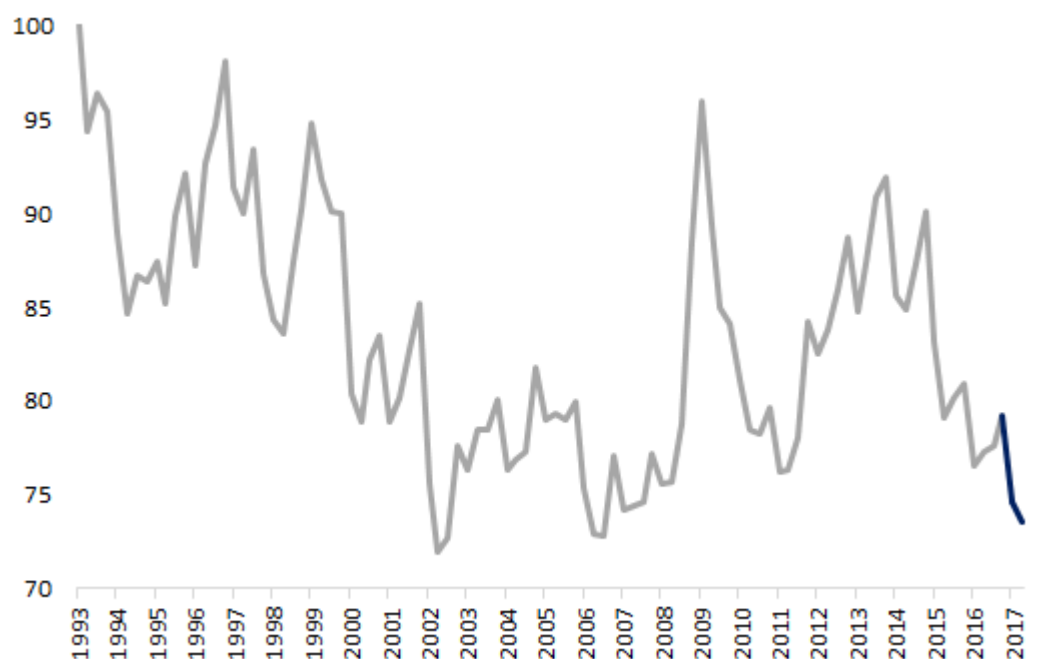
Fonte: elaborazioni UPB su dati Commissione europea e Istat.

(1) L'indice aggregato di fiducia è costruito applicando alle serie (standardizzate) dei climi di fiducia settoriali della Commissione europea i pesi utilizzati dall'Istat per la costruzione dello IESI (*Istat Economic Sentiment Indicator*). Per l'indice di fiducia del complesso dei settori produttivi e dei singoli climi settoriali, il grafico confronta il dato medio del periodo aprile-giugno (linea blu scuro) con la media degli indicatori in gennaio-marzo e il valor medio di lungo periodo (calcolato a partire da gennaio 1998).

Ulteriori indicazioni positive giungono dall'indicatore UPB di incertezza<sup>2</sup>, in decisa flessione nella prima metà dell'anno in corso (segmento in blu, fig. 12) e ritornato su livelli simili a quanto registrato negli anni precedenti la crisi del 2008-09. Un più contenuto livello di incertezza, stimolando i piani di investimento e consumo e incrementando la domanda di fattori di produzione, costituisce una condizione necessaria per il sostegno alla ripresa nella seconda metà dell'anno in corso.

<sup>2</sup> Per l'illustrazione della metodologia di costruzione di questo indicatore si rimanda alla Nota UPB sulla congiuntura di aprile 2017.

**Fig. 12** – Indice di incertezza nell'economia italiana  
(1993 T1=100)



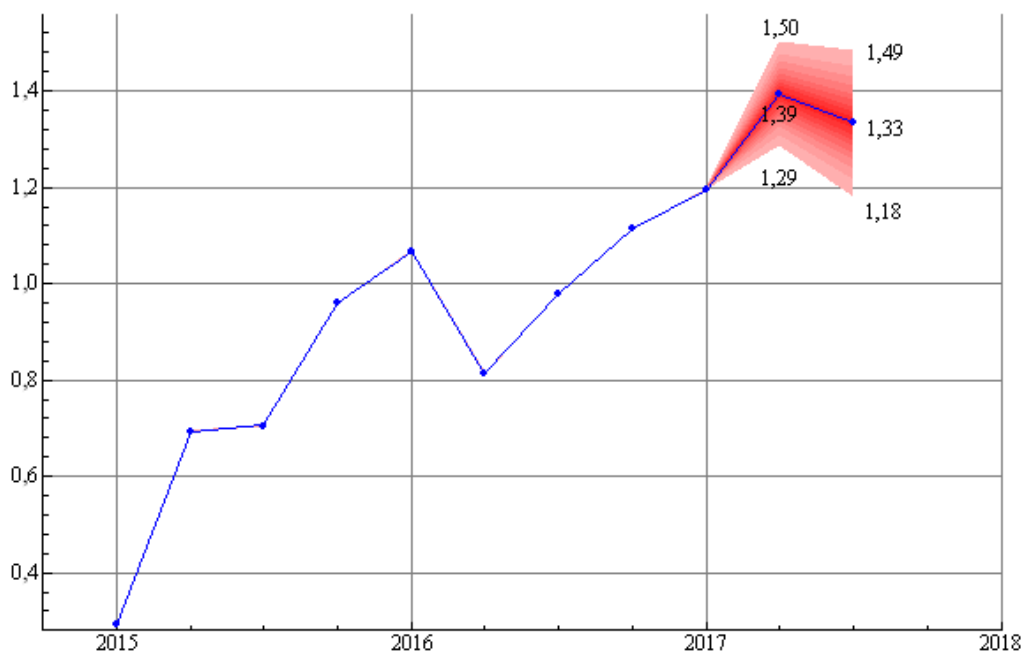
Fonte: elaborazioni UPB su dati Commissione Europea.

### **Previsioni di breve periodo**

Nel complesso, le indicazioni derivanti dagli indicatori congiunturali propendono per il consolidamento della fase di ripresa economica che beneficia sia di un quadro esterno in miglioramento sia dell'evoluzione interna sostanzialmente positiva. In particolare, sulla base delle stime dei modelli di breve periodo dell'UPB, si valuta che il PIL potrebbe essere cresciuto in termini congiunturali di circa lo 0,3 per cento nel secondo trimestre 2017 (valore che si colloca in una banda di errore al 90 per cento con limite massimo allo 0,4 per cento e minimo allo 0,2 per cento). Per il terzo trimestre si stima una lieve decelerazione (prossima allo 0,2 per cento, in una banda di errore con limite massimo allo 0,4 per cento e minimo allo 0,1), coerente con una dinamica leggermente più moderata della domanda interna rispetto all'inizio dell'anno. Il tasso di incremento tendenziale si situerebbe a circa l'1,4 per cento nel secondo trimestre, posizionandosi poi all'1,3 nel terzo (fig. 13). Nell'insieme, queste stime di breve periodo, in presenza di una variazione positiva anche nel quarto trimestre, a una crescita reale del PIL 2017 superiore a quella prevista nel DEF dello scorso aprile (1,1 per cento) e nell'ordine dell'1,2-1,3 per cento. Questa valutazione aumenta di due-tre decimi di punto la precedente previsione UPB (1 per cento), elaborata in aprile in occasione dell'esercizio di validazione del quadro macroeconomico DEF. La correzione riflette fondamentalmente le revisioni al rialzo operate dall'Istat in particolare per il I trimestre, a cui si affianca per il periodo successivo l'ipotesi di un profilo di crescita sostanzialmente simile a quello sottostante alla stima di aprile.



**Fig. 13** – Previsioni della variazione tendenziale del PIL ed errori standard (1)



(1) Le bande di errore si riferiscono ad un intervallo di confidenza del 90 per cento

### ***Prosegue la crescita dell'occupazione trainata dalla componente a termine***

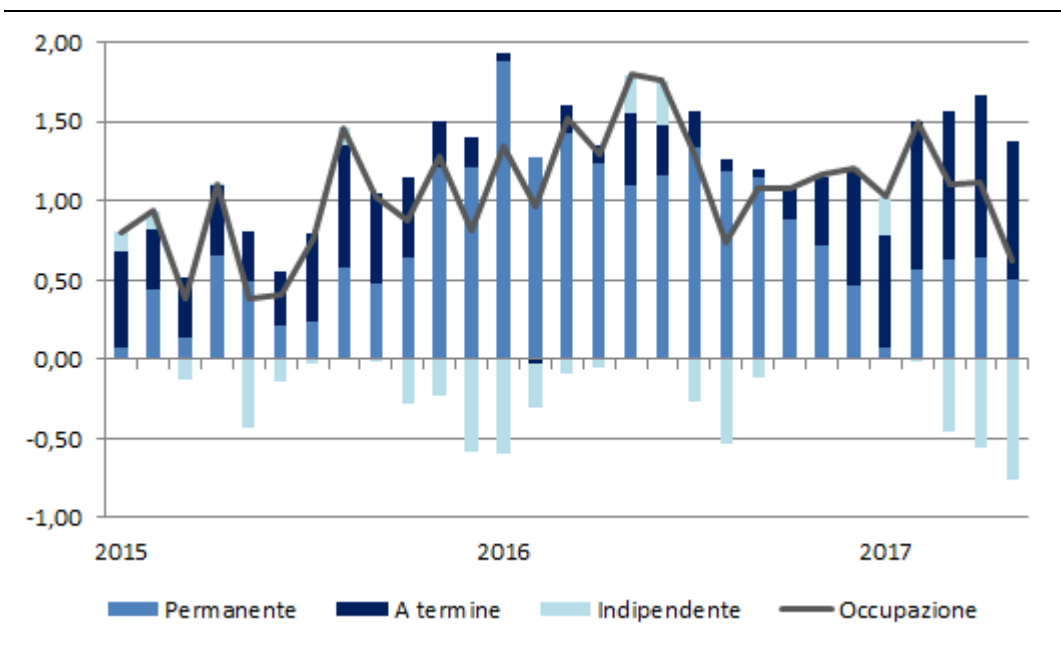
Nei mesi primaverili, in presenza di un rafforzamento della fase ciclica, la crescita dell'occupazione ha beneficiato del considerevole incremento dei lavoratori con contratto a termine, riflettendo in parte il venir meno, da gennaio, della politica di decontribuzione per le nuove assunzioni a tempo indeterminato. L'occupazione a carattere permanente, dopo la battuta d'arresto che ha caratterizzato i mesi a cavallo tra la fine del 2016 e l'avvio dell'anno in corso, è tornata a crescere, ma a ritmi più contenuti. L'andamento dell'occupazione indipendente, risultato fortemente discontinuo, ha invece frenato l'aumento dell'occupazione complessiva.

Secondo le indicazioni più recenti tratte dalla Rilevazione sulle forze di lavoro, il numero delle persone occupate ha registrato un incremento in aprile (0,3 per cento rispetto al mese precedente), seguito da un calo in maggio (-0,2 per cento). Nella media del bimestre, l'evoluzione dell'occupazione è proseguita lungo un sentiero favorevole (+0,3 per cento rispetto alla media dei primi tre mesi dell'anno, +59.000 persone). Vi ha contribuito il rafforzamento delle posizioni lavorative a termine (+3,3 per cento nell'analogo confronto), in accelerazione rispetto al primo trimestre, quando si era già registrato un significativo incremento (+2,1 per cento). Anche l'occupazione a carattere permanente ha mostrato un avanzamento (+0,3 per cento nel bimestre aprile-maggio, da +0,2 per cento nel primo trimestre). Nel complesso, nella media dei primi cinque mesi dell'anno, i livelli occupazionali sono cresciuti dell'1,1 per cento rispetto allo stesso

periodo del 2016. Con il balzo in avanti dell'occupazione a termine (+8,6 per cento), nettamente superiore per intensità rispetto all'aumento degli occupati a carattere permanente (+0,7 per cento), è nuovamente aumentato il contributo alla crescita degli occupati complessivi da parte delle posizioni a tempo determinato (0,9 punti percentuali nella media del periodo gennaio-maggio, da 0,2 punti percentuali nella media del 2016) (fig.14). Il recupero dell'occupazione è stato sostenuto sia dalla componente maschile sia da quella femminile del mercato del lavoro (crescite entrambe di poco sopra l'1 per cento) e ha soprattutto interessato i lavoratori di età compresa tra i 50 e i 64 anni (+4,2 per cento).

Quanto alla tipologia di orario, le statistiche più recenti relative al primo trimestre dell'anno indicano come la crescita occupazionale sia stata sostenuta dall'incremento degli occupati a tempo pieno (+1,3 per cento su base tendenziale); l'aumento delle posizioni a tempo parziale (+2,1 per cento), attribuibile alla componente a carattere volontario, ha favorito la riduzione dell'incidenza del *part-time* involontario (pari al 61,0 per cento dei lavoratori a tempo parziale, 2,4 punti percentuali in meno rispetto al primo trimestre del 2016). Il numero complessivo di ore lavorate, pur in risalita (+0,8 per cento l'aumento su base annua), ha messo in luce un rallentamento rispetto ai precedenti trimestri, riflettendo una riduzione degli orari medi di lavoro.

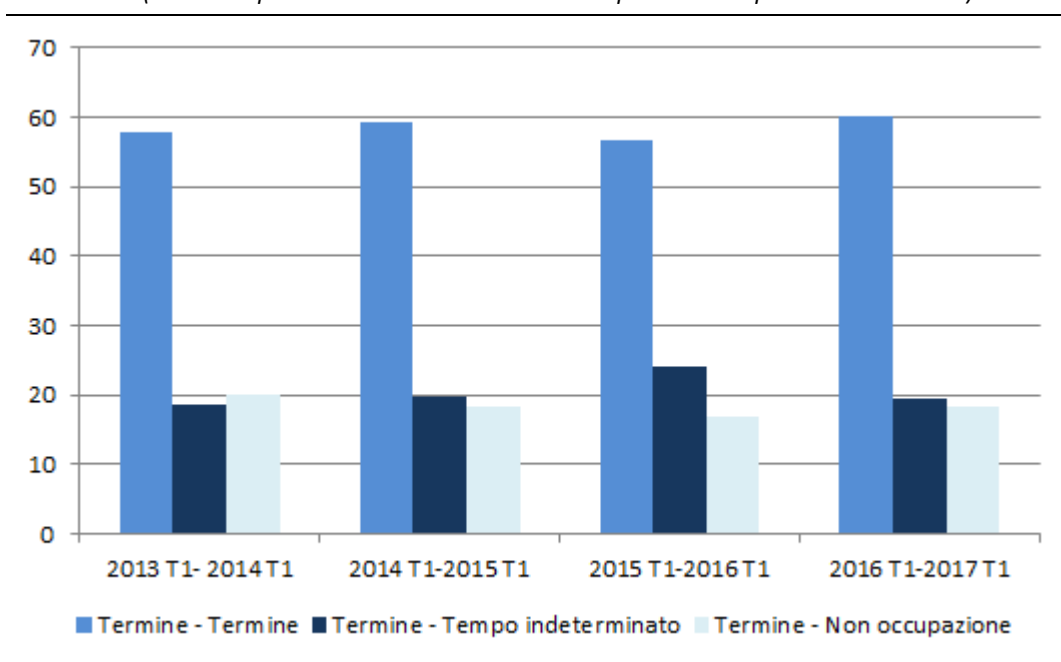
**Fig. 14** – Contributi alla variazione dell'occupazione  
(punti percentuali; variazioni tendenziali percentuali)



Fonte: Istat.

Il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro ha trovato riscontro in un aumento della probabilità di persistere nello stato di occupazione (fenomeno attribuibile pressoché interamente alla componente maschile). Anche i dati di flusso, disponibili fino al primo trimestre del 2017, evidenziano i cambiamenti verificatisi con l'esaurirsi (a fine 2016) degli incentivi fiscali per le nuove assunzioni a tempo indeterminato.<sup>3</sup> Si è, in particolare, attenuata la probabilità di transitare dall'occupazione dipendente a termine verso quella a carattere permanente (19,6 per cento tra il primo trimestre 2016 e il primo 2017, era risultata pari al 24,2 per cento un anno prima). La probabilità di permanere nell'occupazione a carattere temporaneo è invece risalita su valori analoghi a quelli registrati tra il primo trimestre del 2014 e il primo del 2015 (60 per cento, fig. 15), a sintesi di effetti fortemente differenziati tra le componenti di genere. Il tasso di permanenza si è incrementato di oltre 10 punti percentuali per gli uomini (passando al 64,2 per cento); la riduzione per le donne (55,5 per cento, oltre 4 punti percentuali in meno rispetto ai precedenti 12 mesi) si è associata a un aumento delle transizioni verso la non occupazione (disoccupazione, inattività).

**Fig. 15** – Transizioni dall'occupazione dipendente a termine e permanenza nell'occupazione a termine  
(incidenze percentuali a 12 mesi di distanza per 100 occupati a termine in T0)



Fonte: Istat.

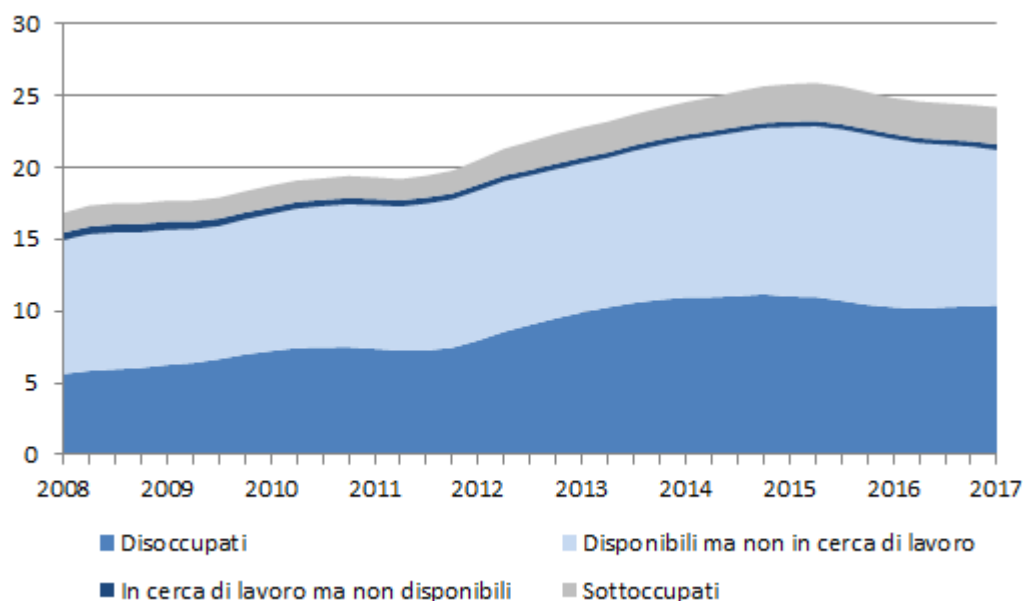
<sup>3</sup> I dati di flusso sono calcolati in percentuale sulla condizione di origine e possono essere interpretati come la probabilità che un individuo transiti da una condizione lavorativa a un'altra, ovvero permanga nella stessa condizione, a un anno di distanza.

Le informazioni tratte dall'Osservatorio INPS sul precariato confermano la fase di crescita dei livelli dell'occupazione, con una tendenza alla ricomposizione verso posizioni lavorative temporanee e a tempo parziale. Nel periodo gennaio-aprile, le nuove assunzioni riferite ai soli datori di lavoro privati (+17,5 per cento rispetto all'analogo periodo del 2016) ha sopravanzato le cessazioni (+10,5 per cento), mettendo a segno una variazione netta di circa 559.000 nuovi rapporti di lavoro (168.000 in più rispetto allo stesso periodo del 2016). L'aumento delle nuove posizioni lavorative è sostenuto dai contratti di lavoro a tempo determinato (24 per cento) e dalle assunzioni stagionali e in apprendistato. L'esaurirsi della politica di decontribuzione per i contratti a tempo indeterminato ha invece ridotto la convenienza verso questa tipologia di assunzioni (diminuite del 4,5 per cento nei primi quattro mesi dell'anno); un analogo effetto ha interessato le trasformazioni dalle posizioni lavorative a tempo determinato (-2,4 per cento, per il calo delle prosecuzioni a tempo indeterminato degli apprendisti). A sintesi di tali andamenti, l'incidenza delle assunzioni a tempo indeterminato sul totale dei nuovi rapporti di lavoro instaurati si è sensibilmente ridimensionata (20,1 per cento, 4,6 punti percentuali in meno rispetto all'analogo periodo del 2016).

La più favorevole fase ciclica e il buon andamento dell'occupazione hanno incoraggiato un aumento della partecipazione al mercato del lavoro, moderando la velocità di rientro della disoccupazione (11,2 per cento nella media del bimestre aprile-maggio). Con riferimento alle informazioni disponibili per il primo trimestre, la notevole riduzione della popolazione di inattivi (473.000 persone rispetto allo stesso periodo del 2016) è risultata diffusa per genere, territorio e per classi di età. Tale evoluzione è principalmente attribuibile al calo di quanti si dichiarano disponibili a lavorare (-290.000 persone nell'arco di un anno). Si tratta di persone, in parte scoraggiate, che hanno iniziato a rientrare tra le forze di lavoro già a partire dall'ultimo trimestre del 2015, ovvero all'emergere dei primi segnali della ripresa ciclica. Anche la componente più distante dal mercato del lavoro (chi non cerca e non è disponibile a lavorare), ha messo in luce una tendenza al ribasso (183.000 persone in meno in un anno).

Nonostante i miglioramenti nel mercato del lavoro, l'area di sottoutilizzo delle forze di lavoro rimane ampia e, come anche nel resto dell'area euro, sostanzialmente più estesa di quanto desumibile dai dati sulla disoccupazione. Un indicatore del tasso di sottoutilizzo in grado di valutare l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro (forza di lavoro estesa) include, oltre alle forze di lavoro potenziali e alla disoccupazione, anche la quota della popolazione che risulta sottoccupata, ovvero che lavora un numero di ore inferiore a quello desiderato (circa 800.000 persone nel primo trimestre dell'anno). Combinando tali informazioni (fig. 16), nel primo trimestre del 2017, il grado di sottoutilizzo risulterebbe pari al 24,5 per cento, in attenuazione dall'elevato valore toccato a metà 2014, ma comunque più che doppio rispetto al tasso di disoccupazione desumibile dalle statistiche ufficiali. Un ruolo rilevante nello sviluppo di tale indicatore è svolto dall'incidenza di persone che non cercano lavoro perché ritengono di non riuscire a trovarlo, pur essendo disponibili a lavorare.

**Fig. 16** – Stime di sottoutilizzo del lavoro in percentuale della forza di lavoro estesa  
(medie mobili a quattro termini)



Fonte: elaborazione su dati Istat.

### ***L'inflazione rallenta, il turismo sostiene i prezzi dei servizi***

Sulla base delle stime Istat, la dinamica dei prezzi al consumo è scesa per il secondo mese consecutivo in giugno (-0,1 per cento rispetto a maggio) portandosi a quota 1,2 per cento in termini tendenziali (dopo il picco dell'1,9 per cento toccato in aprile). Hanno principalmente influito su questa evoluzione il rallentamento dei prezzi dei beni alimentari non lavorati (soprattutto frutta e verdura) e degli energetici non regolamentati. Di contro, hanno ancora accelerato i prezzi dei servizi relativi ai trasporti (+4,1 per cento da +3,2 per cento di maggio), portando a giugno il differenziale inflazionistico tra servizi e beni di nuovo in campo positivo (+0,6 punti percentuali).

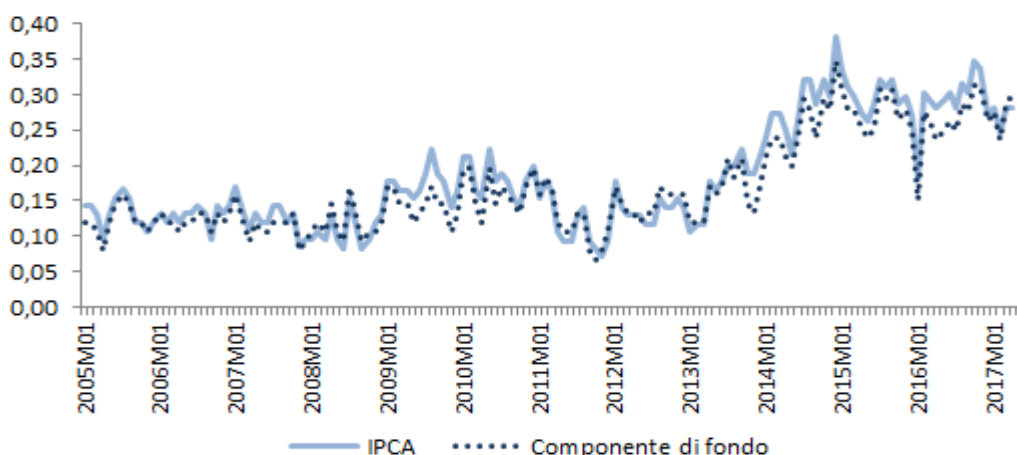
La dinamica inflazionistica di fondo, al netto di energetici e alimentari freschi, è aumentata di due decimi di punto percentuale, portandosi in giugno allo 0,9 per cento. Su tale evoluzione hanno inciso i rincari dei prezzi dei trasporti, aerei e marittimi (rispettivamente +22,7 e +36,3 per cento la variazione su base annua), dovuti a effetti stagionali, ma anche alla ripresa del turismo che ha spinto i prezzi dei servizi ricettivi e della ristorazione (+2,2 per cento rispetto a giugno 2016). La dinamica tendenziale nel comparto dei beni industriali (escludendo energetici, alimentari e tabacchi) è rimasta, invece, negativa (-0,1 per cento, dopo -0,2 registrato in maggio). Nell'insieme appaiono ancora contenute le pressioni inflazionistiche interne, anche a riflesso di dinamiche retributive che restano moderate in relazione tanto all'ampia area di sottoutilizzo del lavoro, quanto alla prassi, diffusasi in importanti recenti contratti, di legare gli incrementi salariali all'andamento della (più bassa) inflazione passata.

Con riferimento al mese di maggio, l'incidenza dei prodotti in deflazione nel paniere dell'indice dei prezzi al consumo è risultata pari al 24 per cento, in calo rispetto ai precedenti mesi dell'anno (fig. 17), riducendosi anche la quota delle voci con variazioni tendenziali dei prezzi inferiori allo 0,5 per cento (pari al 43 per cento dal 46 di aprile) e solo marginalmente la quota di quelli inferiori all'1 per cento (64 per cento dal 65 di aprile).

Nelle fasi a monte del processo inflazionistico, la dinamica inflativa rimane ancora modesta. In maggio, i prezzi nel comparto industriale sono risultati in rallentamento rispetto al mese precedente (-0,4 per cento sul mercato interno e -0,1 per cento su quello estero), a riflesso della decelerazione degli energetici e di pressioni dal lato della domanda ancora poco robuste. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali hanno rallentato considerevolmente in maggio (+2,7 per cento dopo una crescita intorno al 5 per cento nei quattro mesi precedenti), in conseguenza della dinamica del comparto energetico. In riduzione nel primo trimestre 2017 anche i prezzi alla produzione dei servizi, che segnano un calo dello 0,6 per cento nei confronti del trimestre precedente e dello 0,3 per cento su base tendenziale.

Le aspettative di famiglie e imprese segnalano la prosecuzione della fase di moderata risalita dei prezzi. In giugno, è aumentato il saldo dell'indagine Istat circa le attese dei consumatori sulla dinamica dei prezzi nei successivi 12 mesi (-3,7 da -14,1 del mese precedente), con un incremento sia di quanti prevedono una accelerazione (di 1,9 punti percentuali) che di quanti si attendono la prosecuzione delle tendenze attuali (di 2,6 punti percentuali)<sup>4</sup>. Meno ottimisti sembrano gli imprenditori tra i quali aumenta la quota di quanti prefigurano prezzi di vendita stabili nei prossimi 12 mesi piuttosto che in aumento (saldo a quota 4 da 6,1 di maggio). Rientrano le attese di rincari per quel che riguarda il comparto energetico, mentre si osserva un moderato ottimismo circa l'evoluzione dei prezzi dei beni di consumo durevoli (8 da 5,8) e non durevoli (6,4 da 5,4), in relazione ai recenti recuperi dei consumi in tali comparti.

**Fig. 17** – Incidenza dei beni e servizi in deflazione nel paniere dei prezzi al consumo (IPCA) (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

<sup>4</sup> Domanda e modalità di risposta nell'indagine Istat presso i consumatori sono le seguenti: "In rapporto al livello attuale, pensa che i prezzi al consumo in Italia nel corso dei prossimi 12 mesi: aumenteranno di più; aumenteranno nella stessa misura; aumenteranno di meno; resteranno all'incirca stabili; diminuiranno; non so".

## Riquadro – L’elasticità del commercio internazionale all’attività economica globale

Dall’inizio della crisi finanziaria la dinamica del commercio internazionale ha mostrato una forte decelerazione. Dopo il crollo sperimentato nella recessione del 2008, gli scambi mondiali di merci si sono sviluppati a ritmi sensibilmente più lenti di quelli pre-crisi fino a circa metà del 2016 (fig. R1). Nei mesi più recenti, con il consolidarsi della ripresa a livello globale, il commercio sembra aver recuperato vivacità accelerando notevolmente. Secondo i dati del Central Plan Bureau, in aprile la variazione tendenziale della media mobile a tre mesi del commercio mondiale è arrivata al 3,9 per cento, contro un minimo (nella fase post-crollo) di 0,8 per cento rilevato a inizio 2016.

Vari studi<sup>5</sup> hanno cercato di determinare se il rallentamento registrato dopo il 2007 avesse natura prettamente ciclica, dovuto cioè alla decelerazione dell’attività economica, o strutturale legato cioè a un cambiamento più duraturo. Tra i fattori a sostegno della natura ciclica, la caduta degli investimenti è citata come elemento determinante, data l’elevata attivazione di importazioni che caratterizza questa componente di spesa. Tra i fattori che inducono a considerare il rallentamento come fenomeno strutturale vi sono la minor spinta alle liberalizzazioni del commercio, anche per via dei più limitati spazi per un’ulteriore apertura e in alcuni casi per il manifestarsi di striscianti spinte protezionistiche, nonché il rallentamento nello sviluppo delle catene del valore globali conseguenza degli ormai ridotti margini di compressione dei costi di transazione, trasporto e comunicazione. Tali elementi, anche in prospettiva, potrebbero limitare il recupero dei ritmi di espansione del commercio registrati prima del 2008. Accanto a queste considerazioni si sottolinea<sup>6</sup> anche come sul rallentamento abbia probabilmente influito il cambiamento di composizione geografica dell’attività economica globale in cui un maggior peso è stato assunto da paesi (in primo luogo la Cina) caratterizzati da una minore elasticità delle importazioni alla produzione interna.

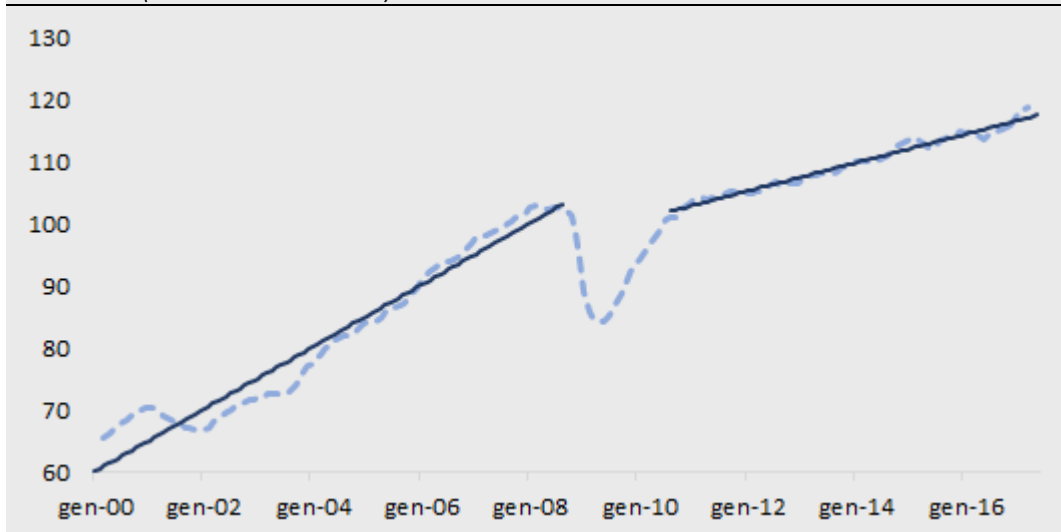
Capire la natura del rallentamento nel tasso di espansione del commercio può, oltre che aiutare a comprendere ex-post cosa sia accaduto, anche dare indicazioni sugli sviluppi futuri circa il ruolo che il serbatoio degli scambi potrà avere nel sostenere la crescita globale. Prima della crisi finanziaria, infatti, il commercio mondiale si espandeva ad un tasso doppio di quello della produzione, costituendo a sua volta un importante fattore di alimentazione dell’attività economica, mentre dall’inizio della crisi questa funzione di spinta si è indebolita (fig.R2)<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> Si veda ad esempio FMI (2016) “Global Trade: What's Behind the Slowdown?”, ch. 2 WEO, Ottobre; Costantinescu, C. Mattoo, A. e M. Ruta (2005) “The Global Trade Slowdown”, in *The Global Trade Slowdown: A New Normal?*, VoxEU.org eBook; Ollivaud P. e C. Schwellnus (2016) “Does the Post-Crisis Weakness of Global Trade Solely Reflect Weak Demand?”, OECD Economic Department Working Papers No. 1216.

<sup>6</sup> Stratford K. (2015) “Why has world trade been so weak in recent years?”, Bank of England - [Bank Underground Blog](#).

<sup>7</sup> Le bande verticali grigie della fig. 2 rappresentano le fasi recessive mondiali ottenute applicando la metodologia di Hardig D. e A. Pagan (2002) “Dissecting the Cycle: a Methodological Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, n. 49, pag. 365-381.

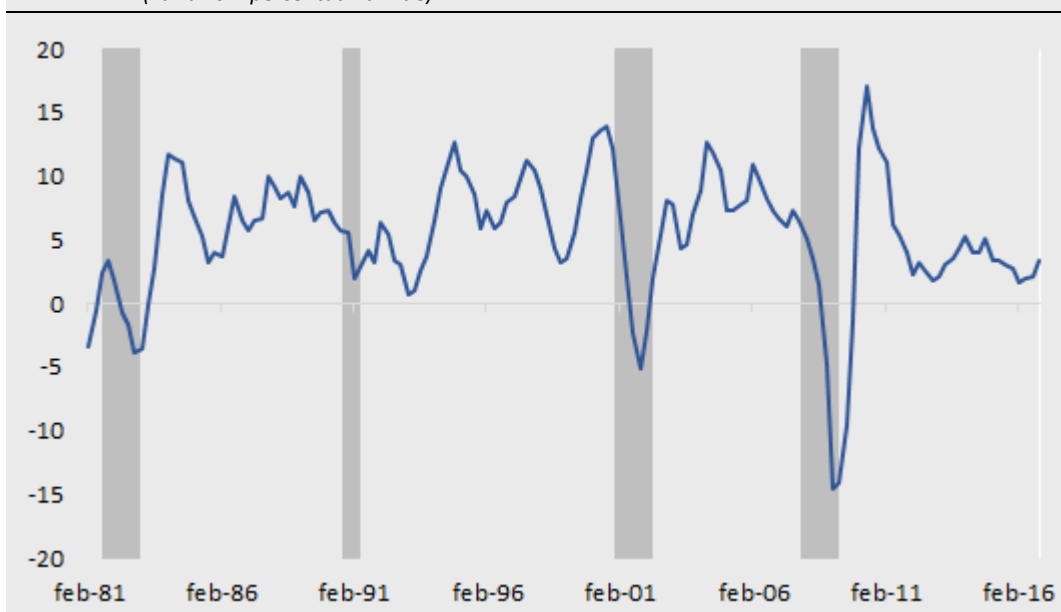
**Fig. R1** – Indice del commercio mondiale (1)  
(media mobile a tre mesi)



Fonte: elaborazioni UPB su dati Central Plan Bureau.

(1) Le due linee di tendenza sono state ottenute da una regressione dell'indice del commercio mondiale su un trend più intercetta. Il primo periodo è marzo 2000-giugno 2008, il secondo è ottobre 2010-marzo 2017.

**Fig. R2** – Importazioni mondiali  
(variazioni percentuali annue)



Fonte: elaborazioni UPB su dati Oxford Economics.

(1) Le zone in grigio rappresentano le fasi recessive ottenute applicando la procedura Harding-Pagan (2002), come implementata nel pacchetto R-BCdating, alla serie trimestrale della produzione industriale mondiale.

In quanto segue si cerca di quantificare l'entità del ridimensionamento dell'elasticità e il periodo in cui esso avrebbe avuto luogo. Sulla base dei dati trimestrali dell'Oxford Economics e la stima di un semplice modello a correzione dell'errore, è possibile individuare tre sotto-periodi nell'intervallo temporale 1980-2016, durante i quali si è assistito ad un abbassamento dell'elasticità del commercio internazionale, misurato attraverso le importazioni mondiali, all'attività economica, rappresentata dal prodotto globale. Indicando con  $InIMP$  e  $InPIL$



rispettivamente le importazioni e l'attività produttiva mondiali (considerate nei logaritmi), il modello econometrico è il seguente<sup>8</sup>:

$$dlnIMP_t = \alpha + \beta * dlnPIL_t + \gamma * lnIMP_{t-1} + \delta * lnPIL_{t-1} \quad (1)$$

Dove il simbolo *dln* indica la differenza logaritmica su base congiunturale delle variabili rilevanti. La stima di questo modello sull'intero campione produce dei risultati (tab. 1) per l'elasticità di breve periodo del commercio al PIL pari a 3,2, mentre l'elasticità di lungo periodo - dato rilevante per lo studio della relazione tra *trade* e produzione - è pari a poco meno di 2<sup>9</sup>. Tale stima viene, quindi sottoposta a un *test di break* strutturali multipli (Bai e Perron)<sup>10</sup> per verificare l'esistenza o meno di cambiamenti persistenti, sottostanti al valore medio dell'elasticità relativa all'intero periodo. In effetti il *test* individua due cambi di regime: nel primo trimestre del 2001 e nel primo trimestre del 2009. Ripetendo, quindi, le stime nei tre sotto-campioni individuati sulla base dei *break* strutturali, si può osservare una progressiva riduzione dell'elasticità di lungo periodo che passa da 2,4 nel primo intervallo temporale (1980T1-2000T4), a 2 nel secondo (2001T1-2008T4) e si abbassa ulteriormente a 1,5 nell'ultima fase che abbraccia la recente crisi economica (2009T1-2016T4)<sup>11</sup>. Come termine di confronto si può rilevare che la cosiddetta elasticità apparente (ottenuta come semplice rapporto tra le variazioni percentuali medie di periodo delle importazioni e del PIL mondiali) diminuisce da circa 2 a 1,5 tra il primo e secondo periodo e resta pressoché stabile a questo valore anche nel terzo.

**Tab. R1** Risultati delle stime (1)

Campione	1980T1-2016T4	1980T1-2000T4	2001T1-2008T4	2009T1-2016T4	2017T1-2026T4
Var. Dipendente	DLIMP	DLIMP	DLIMP	DLIMP	DLIMP
C	-0,6182	-1,6242	-5,8184	-2,5444	-1,8943
(se)	(-0.3549)	(0.5528)**	(1.6847)**	(0.8630)**	(0.7027)*
DLPIL	3,2036	2,0519	3,5637	4,8803	-1,2749
(se)	(0.2232)**	(0.2822)**	(0.3459)**	(0.3651)**	(0.5478)*
LIMP(-1)	-0,0344	-0,0646	-0,3346	-0,2606	-0,2383
(se)	(-0.0195)	(0.0280)*	(0.0947)**	(0.0621)**	(0.0797)**
LPIL(-1)	0,0683	0,1581	0,658	0,3913	0,3342
(se)	(-0.0392)	(0.0589)**	(0.1879)**	(0.1056)**	(0.1153)**
Elasticità di lungo periodo (- $\delta/\gamma$ )	1,9828	2,4476	1,9661	1,5017	1,4026
(se)	(0.6085)**	(1.0169)*	(0.1941)**	(0.2921)**	(0.5724)**
Observations:	147	83	32	32	39
R-squared:	0,592	0,5447	0,7931	0,8718	0,4218
F-statistic:	69,1757	31,5056	35,7723	63,472	8,5114
Prob(F-stat):	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0002

Fonte: elaborazioni UPB su dati Oxford Economics.

(1) DLIMP è il tasso di crescita delle importazioni, DLPIL è il tasso di crescita del PIL, LIMP è il logaritmo naturale delle importazioni, LPIL è il logaritmo naturale del PIL, se è l'errore standard. Gli asterischi affianco agli errori standard rappresentano i livelli di significatività dei relativi coefficienti rispettivamente al 5% (\*) o all'1% (\*\*). I residui risultano stazionari (ADF test) e non autocorrelati (Breusch-Godfrey LM test) in tutte e quattro le regressioni. La stima dell'elasticità di lungo periodo è ottenuta tramite stima *bootstrap* con 1000 replicazioni.

<sup>8</sup> Per le stime si è utilizzata la banca dati di Oxford Economics. Le osservazioni utilizzate per il periodo storico vanno dal primo trimestre 1980 al quarto trimestre 2016.

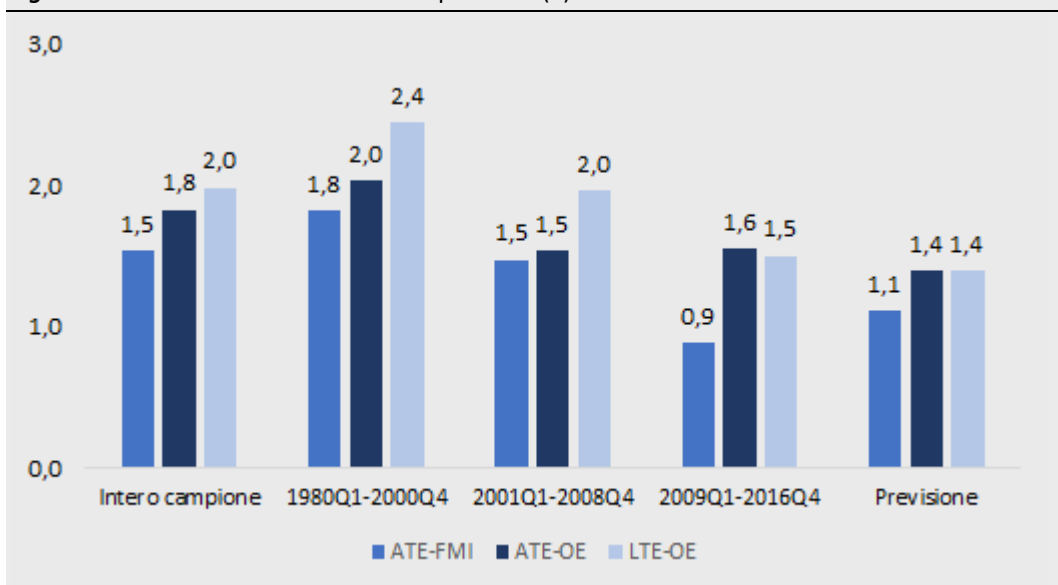
<sup>9</sup> Con riferimento alla (1), l'elasticità di breve è pari a  $\beta$ , mentre quella di lungo è pari a  $-\delta/\gamma$ . Il test di Wald non lineare sulla significatività dei coefficienti di lungo periodo, rifiuta l'ipotesi nulla di non significatività all'1 per cento.

<sup>10</sup> Bai J. e P. Perron (1998) "Estimating and Testing Linear Models with Multiple Structural Changes", *Econometrica* Vol. 66 N. 1, pg 47-78.

<sup>11</sup> Un modello simile è stato stimato con i dati mensili del CPB disponibili da gennaio 1991 a marzo 2017, dove al posto del PIL si è usato l'indice di produzione industriale. I risultati sono sostanzialmente simili. Le uniche due differenze rilevanti sono il collocamento del primo *break* strutturale, che con i dati CPB si collocherebbe a settembre 2003, e l'elasticità di lungo periodo nella parte finale del campione che risulta di poco superiore a 1. Tali differenze sono in buona parte ascrivibili al diverso periodo, alla differente frequenza e all'utilizzo, come variabile di attività economica, della produzione industriale al posto del PIL.

I risultati della verifica econometrica sono sostanzialmente in linea con quelli ottenuti negli studi citati del FMI e dell'OCSE e confermano il progressivo indebolimento della relazione tra commercio e prodotto che avrebbe preso a concretizzarsi dopo il forte balzo del processo di globalizzazione che ha contrassegnato gli ultimi venti anni del secolo scorso. La domanda cruciale è se tale minore elasticità è destinata a protrarsi nel tempo o in prospettiva tornerà a rafforzarsi, approssimandosi, ad esempio, ai valori del 1980-2000. È evidentemente difficile rispondere con le informazioni disponibili a questo interrogativo. Una verifica che, però, può essere effettuata riguarda le attese dei previsori su questo aspetto, implicite nelle loro stime di crescita del commercio e del PIL mondiali. Utilizzando le previsioni dell'Oxford Economics nonché quelle del FMI<sup>12</sup> si può osservare (ultima colonna della tab. 1 e ultimo set di barre nella fig. 3) che le attese per i prossimi 5 o 10 anni sono di una sostanziale stabilità, rispetto al recente passato, del rapporto tra la dinamica delle importazioni e quella del prodotto. In definitiva, i previsori sembrano percepire la riduzione dell'elasticità come un fenomeno strutturale piuttosto che di natura ciclica. Ciò non implica che il commercio internazionale rimarrà sul sentiero depresso osservato nel recente periodo. Esso tornerà a rafforzarsi con l'accelerazione attesa per l'attività economica globale, ma la reattività degli scambi alla maggiore crescita tenderà a non discostarsi – nonostante un irrobustimento previsto per la spesa per investimenti ad alto contenuto di *import* – dai bassi valori che sono prevalsi in media nell'ultimo decennio.

**Fig. R3** – Elasticità del commercio al prodotto (1)



Fonte: elaborazioni UPB su dati FMI e Oxford Economics (OE).

(1) L'elasticità apparente (ATE) è data dal rapporto delle medie delle variazioni percentuali delle importazioni mondiali e del PIL; l'elasticità di lungo periodo (LTE) è data dalla stima bootstrap di  $-\delta/\gamma$  della (Eq.R1); il periodo di previsione è 2017-2022 per il FMI (dati annuali) e 2017-2026 per OE (dati trimestrali).

<sup>12</sup> Il riferimento è al *World Economic Outlook* di Aprile 2017. I dati del FMI sono utilizzati solo nella costruzione della fig. 3.