

## Sommario<sup>1</sup>

*Gli indicatori congiunturali mostrano un parziale indebolimento della ripresa nella prima parte del 2018. Nelle stime UPB, il PIL sarebbe aumentato dello 0,26 per cento nel I trimestre di quest'anno (0,32 per cento nel IV 2017), venendo sostenuto dalla tenuta dei servizi a fronte di un'evoluzione più incerta nell'industria. La dinamica del PIL si abbasserebbe ancora marginalmente nel II trimestre, attestandosi allo 0,21 per cento. Nell'insieme, l'attività economica crescerebbe nel I semestre dello 0,5 per cento sui precedenti sei mesi, evidenziando una decelerazione rispetto all'espansione della seconda metà del 2017 (0,8 per cento). Il livello ancora elevato degli indicatori congiunturali, la diffusione della ripresa industriale (indice UPB), la contenuta incertezza degli operatori (indice UPB) e la conferma, nelle recenti previsioni FMI, delle favorevoli tendenze internazionali portano a prospettare, per la seconda metà del 2018, il mantenimento dell'economia italiana su un sentiero di crescita che potrebbe risultare in rafforzamento rispetto ai primi sei mesi.*

*L'attenuazione della dinamica produttiva a inizio 2018 sembra condivisa dall'Italia con i maggiori paesi dell'area dell'euro, anch'essi interessati da segnali di rallentamento. Dopo la performance molto favorevole che ha contrassegnato la seconda metà del 2017, le esportazioni italiane hanno registrato una frenata nei primi mesi del 2018. La domanda interna ha mantenuto un'intonazione più sostenuta, in particolare le spese per investimento sospinte dalle prospettive di crescita persistentemente positive e dall'esigenza di rinnovamento degli impianti, rinviata negli anni di recessione.*

*Rimangono favorevoli le condizioni del mercato del lavoro dove l'occupazione cresce a ritmi moderati. Vi sono segnali di una certa ripresa, a inizio 2018, della componente di occupazione permanente, anche in connessione con i nuovi sgravi contributivi. Resta ancora elevata l'area di sotto-utilizzo del lavoro che si colloca su livelli pressoché doppi rispetto al tasso di disoccupazione ufficiale. Tale ampio bacino sembra concorrere, analogamente a quanto si verifica in altri paesi europei, a contenere le dinamiche retributive e l'inflazione.*

*Pesano sulle prospettive della ripresa fattori di rischio connessi agli sviluppi internazionali. Le tensioni geo-politiche, le tendenze protezionistiche innestate dalle misure tariffarie degli Stati Uniti e l'accentuazione dell'instabilità finanziaria potrebbero aumentare incertezza e avversione al rischio degli operatori, con effetti negativi per la crescita globale e l'economia italiana.*

---

<sup>1</sup> A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili il 19-04-2018.

## ***Economia internazionale***

### ***Si mantiene robusta l'espansione mondiale, ma con rilevanti fattori di rischio***

L'espansione mondiale si è ulteriormente consolidata negli ultimi mesi. Nel quadro di tendenze persistentemente favorevoli, il Fondo monetario internazionale (FMI) ha confermato, nel *World economic outlook* di aprile, le previsioni di crescita del PIL globale 2018 e 2019 avanzate nell'aggiornamento dello scorso gennaio, quando aveva già operato correzioni al rialzo delle precedenti stime. Nelle valutazioni di aprile, il Fondo ha altresì nuovamente innalzato le previsioni 2018 e 2019 relative alla dinamica del commercio internazionale. Sulle prospettive globali incombono, tuttavia, vari fattori di rischio connessi al permanere di forti tensioni geo-politiche, all'accentuazione delle tendenze protezionistiche indotte dalle recenti misure tariffarie statunitensi, alla instabilità dei mercati finanziari che potrebbe amplificarsi per le tensioni politiche e commerciali, nonché per modifiche nelle aspettative circa l'evoluzione delle politiche monetarie nelle principali economie.

### ***Tendenze della congiuntura più recente***

Negli Stati Uniti la crescita nel quarto trimestre 2017, sebbene in rallentamento, si è confermata robusta (+2,9 per cento su base annualizzata), risultando trainata dalla domanda interna (in particolare, dai consumi privati), a fronte di un apporto negativo delle esportazioni nette. Le indicazioni del mercato del lavoro, pur mostrando una decelerazione in marzo nella creazione di nuove buste paga, permangono favorevoli, con un tasso di disoccupazione stabile al 4,1 per cento. Secondo stime della *Federal Reserve* di San Francisco la disoccupazione strutturale risulterebbe ancora di alcuni decimi di punto più bassa di quella effettiva. Ciò contribuirebbe a spiegare il persistere della moderazione salariale e di una dinamica inflazionistica che continua a viaggiare al di sotto del *target* dell'autorità monetaria. Secondo le ultime proiezioni della *Federal Reserve* diffuse nel *meeting* di marzo, quando è stato deciso un nuovo rialzo dei tassi di riferimento, l'economia degli Stati Uniti dovrebbe accelerare quest'anno anche grazie allo stimolo della riforma fiscale varata dall'amministrazione americana sul finire del 2017; il rafforzamento dell'espansione degli Stati Uniti nell'anno in corso è confermato dalle stime del FMI.

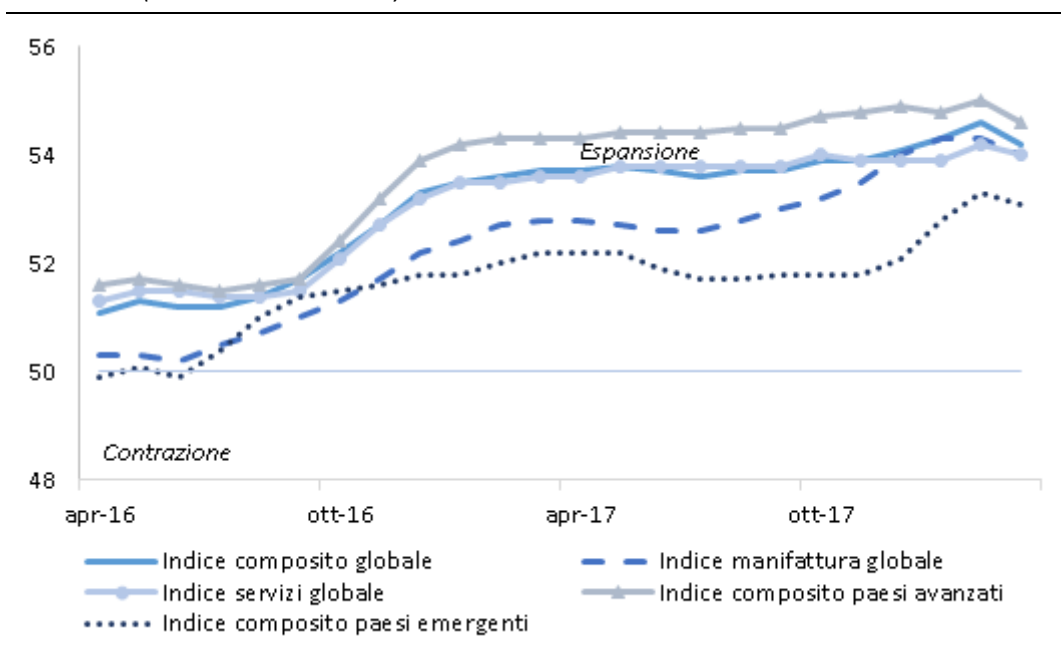
Nell'area dell'euro, l'ultimo trimestre 2017 ha registrato una solida crescita del PIL, a ritmi analoghi a quelli dei precedenti trimestri (+0,7 per cento). L'espansione è stata trainata principalmente da esportazioni nette e investimenti. Dinamiche particolarmente positive sono state sperimentate da Germania, Francia e Spagna. In parallelo col miglioramento dell'attività economica, il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro si è ulteriormente contratto, scendendo in febbraio all'8,5 per cento. Il ripiegamento sperimentato a inizio 2018 da diversi indicatori congiunturali (fiducia delle

imprese e attività industriale) segnala un probabile rallentamento della ripresa europea nel primo trimestre dell'anno, connesso con una attenuazione delle esportazioni. Gli indici congiunturali, pur in ridimensionamento, restano tuttavia su livelli elevati, suggerendo la prosecuzione della positiva fase di crescita dell'economia europea. Nelle recenti stime FMI, la ripresa dell'area dell'euro si attesterebbe nel 2018 su ritmi (2,4 per cento) analoghi a quelli del 2017, per poi decelerare nel 2019; un'evoluzione simile è prospettata dalla BCE nelle sue previsioni di marzo.

Anche nelle altre principali economie il 2017 si è concluso con risultati migliori dell'anno precedente e il 2018 si presenta ancora come un anno di espansione. Giappone e Cina hanno accelerato, mentre Russia e Brasile sono definitivamente usciti dalla recessione.

I più recenti indicatori *leading* che rilevano la fiducia dei direttori acquisti nelle principali aree economiche (*Purchasing managers Index, PMI*) segnalano ancora espansione, sebbene l'ultimo dato di marzo del *PMI* prefiguri una moderazione nel ritmo di crescita (fig.1); l'attenuazione sembra riguardare principalmente il settore industriale.

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



Fonte: Thomson Reuters.

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

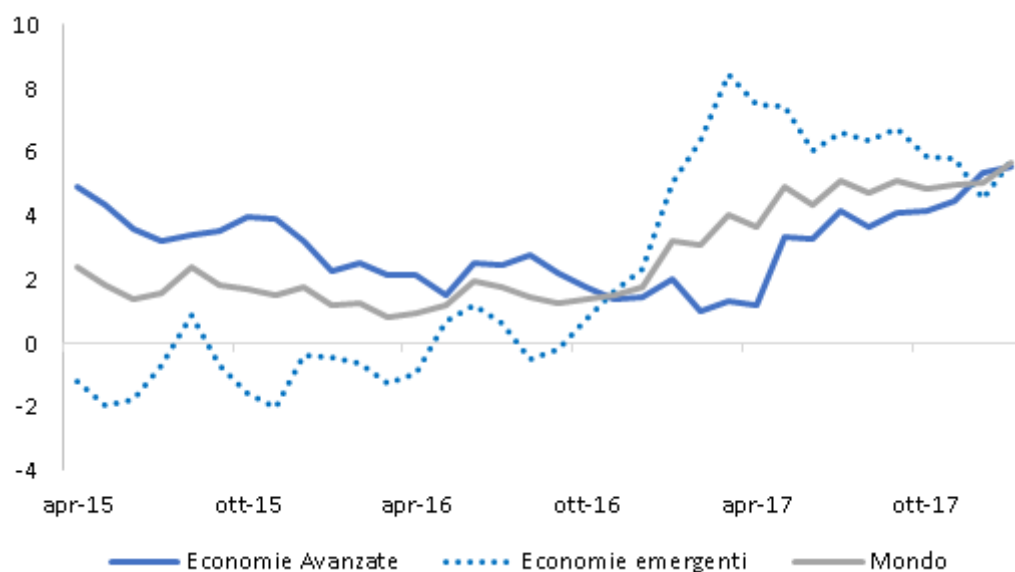
### ***Scambi globali in significativa crescita, ma le dispute commerciali si inaspriscono***

Tra la seconda metà del 2017 e l'inizio del 2018 il ritmo di espansione del commercio mondiale ha accelerato notevolmente, beneficiando del rafforzamento della dinamica delle importazioni nei paesi avanzati, solo parzialmente compensata da una decelerazione di quelle dei paesi emergenti (fig.2). Le prospettive sul 2018 e 2019, come mostrano le recenti previsioni del FMI, rimangono sostanzialmente favorevoli, anche se si sono intensificati i rischi di inasprimento delle tensioni commerciali.

Nelle ultime settimane, l'amministrazione americana ha intrapreso misure di restrizione degli scambi con l'estero. L'azione statunitense, oltre a mirare alla protezione di alcune produzioni nazionali, sembra volta a indurre i maggiori *partner* commerciali a trattative bilaterali, con conseguente ridimensionamento del ruolo del WTO, per l'eliminazione di alcuni vincoli al commercio e agli investimenti diretti che limitano l'accesso al mercato estero delle imprese americane. L'effetto immediato è stato, tuttavia, di indurre risposte di chiusura con l'adozione di azioni di ritorsione in particolare da parte della Cina.

Considerando le principali misure adottate nello scorcio iniziale del 2018, gli Stati Uniti hanno introdotto a fine gennaio tariffe temporanee sulle importazioni di lavatrici e pannelli solari. A queste si sono aggiunte, il 23 marzo, le tariffe sulle importazioni di acciaio e alluminio, esentando temporaneamente alcuni paesi tra cui quelli della UE. A inizio aprile si è avuta la reazione cinese con restrizioni su 128 categorie di prodotti rappresentanti circa 50 miliardi di dollari di importazioni cinesi dagli Stati Uniti. Il 3 aprile l'amministrazione americana ha pubblicato un'ulteriore lista di 1.333 potenziali prodotti su cui imporre nuove tariffe. Il giorno successivo, come risposta, la Cina ha pubblicato anch'essa una nuova lista di 106 prodotti a rischio di limitazioni, tra cui la soia e le auto. In totale le misure che potrebbero essere adottate dalle autorità americane riguardano importazioni per circa 150 miliardi di dollari. Dal punto di vista dell'ammontare degli scambi potenzialmente coinvolti nelle restrizioni, la Cina sembra poter reagire solo parzialmente con misure di ritorsione all'offensiva americana per il più basso valore delle sue importazioni dagli Stati Uniti (130 miliardi di dollari, contro i 500 miliardi di acquisti di prodotti *made in China* effettuati dagli Stati Uniti). Tuttavia, data la posizione dei produttori cinesi nelle catene globali del valore, le azioni di ritorsione di questa economia possono determinare potenzialmente costi rilevanti di riorganizzazione delle attività produttive delle imprese americane maggiormente internazionalizzate. La considerazione di quest'ultimo aspetto ha probabilmente inciso nell'indurre significative cadute azionarie negli Stati Uniti in occasione della decisione di inasprimento dei dazi su acciaio e alluminio.

**Fig. 2** – Tasso di crescita delle importazioni  
(variazione percentuale annua della media mobile a 3 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

### **L'economia mondiale nelle recenti previsioni del FMI**

Il permanere di un quadro di tendenze positive ha indotto il FMI a confermare in aprile le stime di crescita del prodotto mondiale pubblicate lo scorso gennaio (3,9 per cento nel 2018 e 2019, tab. 1) e a innalzare quelle sulla dinamica del commercio mondiale (al 5,1 per cento nel 2018, cinque decimi in più rispetto a gennaio; al 4,7 per cento nel 2019, tre decimi in più). Con riferimento alle principali economie, l'*outlook* di aprile ha apportato ulteriori contenute revisioni al rialzo per la crescita del PIL dell'area avanzata, in particolare per gli Stati Uniti (2 decimi di punto in più in entrambi gli anni) e per l'area dell'euro limitatamente al 2018 (due decimi in più) a seguito una domanda interna più forte del previsto e una domanda estera in miglioramento.

**Tab. 1** – Previsioni del FMI  
(variazioni percentuali e differenze in punti percentuali)

	WEO aprile 2018		Differenze da WEO gennaio 2018	
	2018	2019	2018	2019
Prodotto mondiale	3,9	3,9	0,0	0,0
<i>Economie avanzate</i>	2,5	2,2	0,2	0,0
<i>Stati Uniti</i>	2,9	2,7	0,2	0,2
<i>Area dell'euro</i>	2,4	2,0	0,2	0,0
<i>Economie emergenti</i>	4,9	5,1	0,0	0,1
Commercio mondiale	5,1	4,7	0,5	0,3

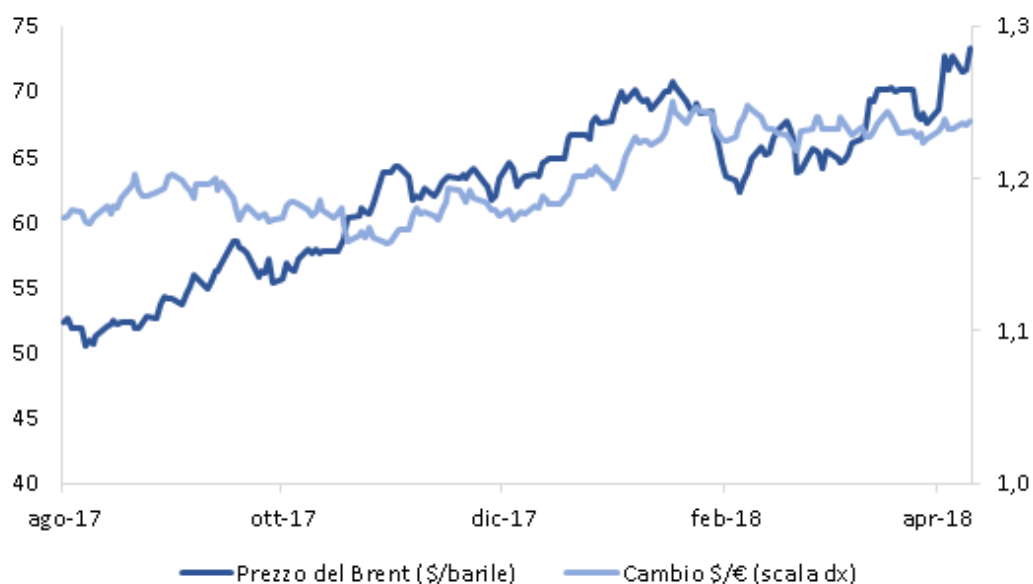
Fonte: FMI World economic outlook April 2018, World economic outlook Update January 2018.

### ***Le tensioni geopolitiche influenzano il prezzo del petrolio, tende a stabilizzarsi il dollaro***

Nelle ultime settimane le tensioni politiche hanno contribuito a imprimere pressioni al rialzo sulle quotazioni del greggio. La recente diffusione della valutazione OPEC che ha rivisto al rialzo le stime dell'offerta petrolifera da parte di produttori non appartenenti al cartello (principalmente per effetto dello *shale oil* statunitense) ha solo marginalmente attenuato le tendenze al rialzo. Anche la perdita di produzione venezuelana, conseguenza della crisi economica che colpisce questo paese dal 2014, ha contribuito all'incremento dei prezzi. Dopo essere sceso a metà febbraio intorno ai 63 dollari per barile, il prezzo del petrolio si è portato al di sopra dei 70 dollari a metà aprile (fig. 3). Le aspettative formulate nei mercati a termine scontano come temporanei i recenti rialzi, prospettando una quotazione del greggio che si riporterebbe sotto i 65 dollari alla fine del prossimo anno.

Tra l'inizio di dicembre e la fine di gennaio le quotazioni del dollaro nei confronti dell'euro si erano indebolite, con la valuta statunitense che era passata da 1,18 a 1,25 dollari per euro, fondamentalmente a seguito della riduzione dei fattori di incertezza politica ed economica relative all'Europa. Successivamente, l'irrobustimento delle prospettive di crescita americana, unitamente all'aumento dei tassi di interesse da parte della *Federal Reserve*, sembrano avere arrestato la tendenza al deprezzamento del dollaro che ha preso a fluttuare in uno stretto *range* intorno a 1,23 dollari per euro.

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



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

### ***Inflazione dell'area dell'euro ancora contenuta, resta espansiva la politica monetaria***

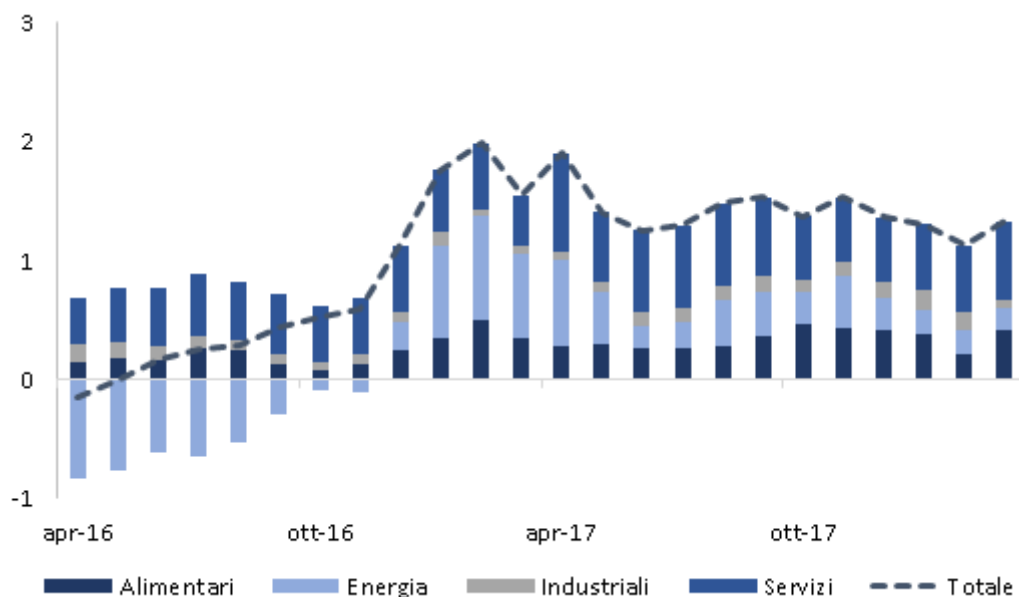
Dopo la brusca decelerazione di febbraio, quando l'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro ha registrato una variazione tendenziale dell'1,1 per cento, i prezzi sono tornati a crescere in marzo a un ritmo più elevato, pari all'1,4 per cento (fig. 4). Su tale evoluzione hanno principalmente inciso le componenti esterne e più volatili della dinamica dei prezzi. L'inflazione *core* (relativa all'indice dei prezzi al consumo al netto di energia e alimentari), su cui si concentra maggiormente l'attenzione della BCE, è rimasta invece stabile negli ultimi tre mesi intorno all'1 per cento.

La mancata accelerazione dei prezzi, nonostante la ripresa dell'area e la continua riduzione della disoccupazione, costituisce un cruciale elemento di discussione nella zona euro, particolarmente rilevante per la definizione delle prospettive della politica monetaria. A tal riguardo, la valutazione della BCE sembra individuare due principali fattori che tengono bassa l'inflazione e che spingono a mantenere un atteggiamento espansivo per un prolungato periodo di tempo<sup>2</sup>. Il primo fattore connette l'apparente indebolimento della relazione tra inflazione e attività economica (nota come curva di Phillips) a una sottostima delle risorse produttive che risultano ancora inutilizzate. In particolare, secondo tale valutazione, nella quantificazione del sotto-utilizzo del fattore lavoro bisognerebbe considerare non soltanto i disoccupati rilevati secondo la definizione ufficiale, ma anche i sottoccupati per *part-time* involontario, coloro che cercano lavoro ma non sono immediatamente disponibili e gli scoraggiati, ovvero quegli individui, disponibili a lavorare, che hanno smesso di cercare lavoro. La considerazione di questo più largo bacino di potenziali lavoratori, porta a quasi raddoppiare la misura del sotto-utilizzo del fattore lavoro nell'area dell'euro rispetto alla quantificazione fornita dal tasso di disoccupazione ufficiale (fig. 5), indicando ancora la presenza di un ampio *gap* nell'impiego effettivo delle risorse tendente a comprimere le dinamiche salariali e inflative.

---

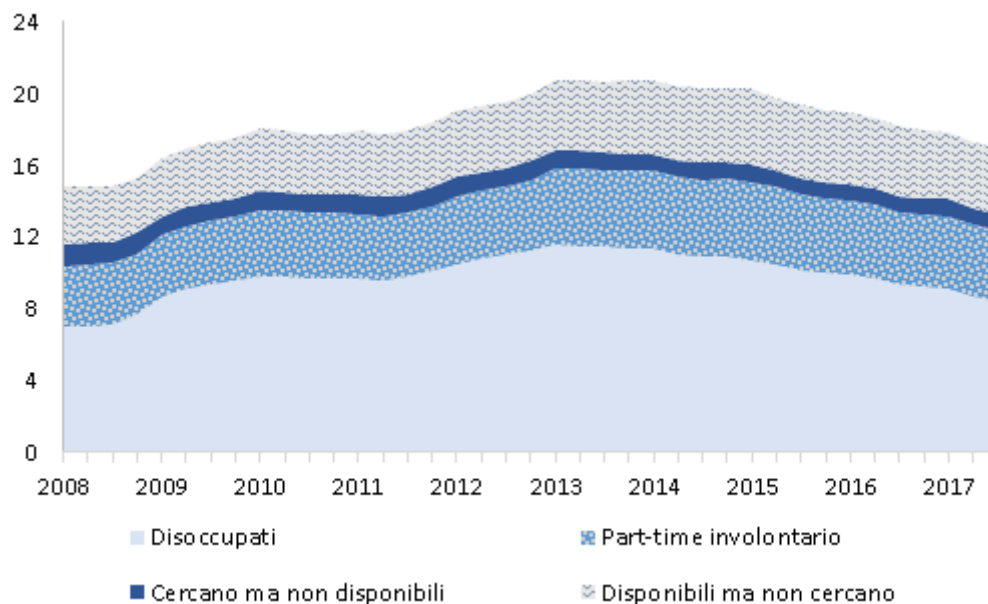
<sup>2</sup> Si veda ad esempio il discorso di Benoît Cœuré del 12 aprile 2018 "Scars that never were? Potential output and slack after the crisis" e quello di Peter Praet del 9 aprile 2018 "Economic developments in the euro area".

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



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

**Fig. 5** – Area dell'euro: Disoccupazione, inattivi prossimi al mercato del lavoro e sotto-occupazione  
(in percentuale delle forze di lavoro potenziali, medie mobili a quattro termini)



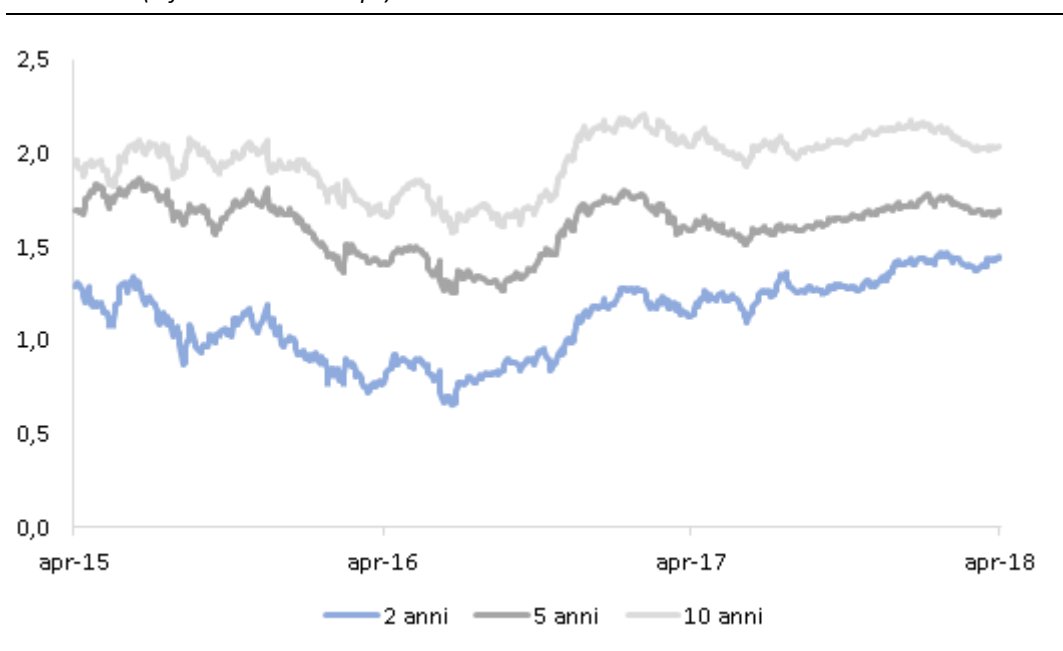
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.



Il secondo fattore di contenimento della dinamica dei prezzi è costituito, nelle valutazioni della BCE, da una possibile modifica nella formulazione delle aspettative di inflazione degli operatori europei. In particolare, le repentine flessioni delle quotazioni delle *commodities* nel 2014 e 2015, verificatesi in una fase di inflazione interna in ripiegamento, potrebbero aver favorito un disancoraggio delle aspettative di inflazione rispetto al *target* della banca centrale europea, rendendo più complesso il processo di ritorno verso l'obiettivo del 2 per cento. A questo proposito, le attese di inflazione ricavabili dai rendimenti degli *inflation linked swaps*, pur mostrando un miglioramento rispetto alla caduta sperimentata nel 2014 e 2015, stentano a irrobustirsi in misura adeguata, mostrando negli ultimi mesi una sostanziale stabilità negli orizzonti di medio-lungo periodo (fig. 6).

Sulla base di queste motivazioni, la BCE intende conservare, come ribadito nell'ultima riunione dell'8 marzo, un elevato grado di accomodamento monetario per un periodo di tempo adeguato, prevedendo che i tassi ufficiali rimangano sui livelli attuali ben oltre la fine del programma degli acquisti netti di titoli. Per quest'ultimo se ne prospetta la conduzione fino a settembre 2018, non escludendo che si vada anche oltre tale termine se le tendenze dell'inflazione lo rendessero necessario. Il carattere espansivo della politica monetaria beneficia, inoltre, del riacquisto dei titoli in scadenza che, nei programmi BCE, continuerà per un prolungato periodo dopo la conclusione degli acquisti delle attività.

**Fig. 6** – Aspettative di inflazione nell'area dell'euro  
(*inflation linked swaps*)



Fonte: Thomson Reuters.

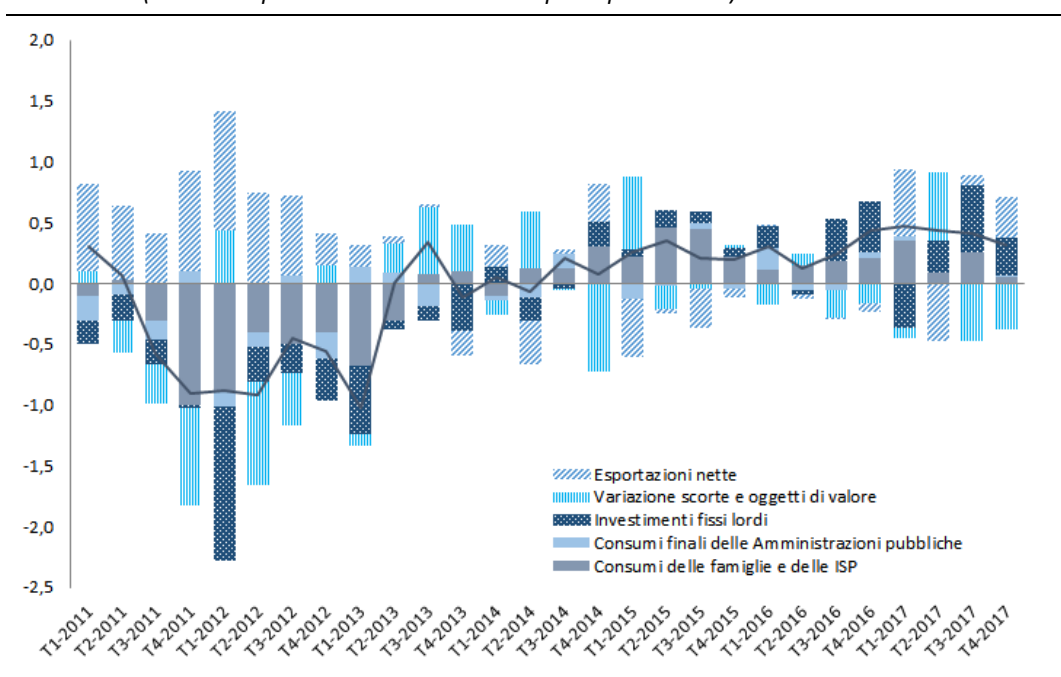
## Economia italiana

### Si consolida la ripresa a fine 2017

Nell'ultimo trimestre del 2017 è proseguito il recupero dell'attività economica italiana. Sulla base dei dati di contabilità nazionale recentemente rilasciati dall'Istat, il PIL è cresciuto in ottobre-dicembre dello 0,3 per cento su base congiunturale, scontando un lieve rallentamento rispetto alla dinamica registrata nei mesi estivi. Nella media del 2017, il PIL destagionalizzato e corretto per il calendario è aumentato dell'1,6 per cento; in termini grezzi, ossia non tenendo conto del diverso numero di giorni lavorativi, l'incremento si è attestato all'1,5 per cento. L'effetto di trascinamento sull'anno in corso risulta positivo e pari allo 0,6 per cento.

Dal lato dell'offerta, l'aumento del livello di attività nel quarto trimestre ha riflesso un incremento congiunturale del valore aggiunto del comparto industriale (+0,9 per cento per la manifattura; +0,8 per cento per le costruzioni) e, in misura più contenuta, dei servizi (+0,2 per cento), a fronte di un calo nell'agricoltura (-0,8 per cento). Con riferimento alle componenti di domanda (fig. 7), il contributo della spesa interna alla crescita si è mantenuto positivo (per circa 0,4 punti percentuali), nonostante l'apporto pressoché nullo dei consumi finali. La variazione delle scorte ha sottratto, invece, circa quattro decimi di punto percentuale. L'apporto positivo della domanda estera netta (0,3 punti percentuali) ha riflesso una dinamica congiunturale maggiormente positiva delle esportazioni rispetto a quella importazioni.

**Fig. 7** – Variazione del PIL sul trimestre precedente e contributi delle componenti della domanda al PIL  
(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



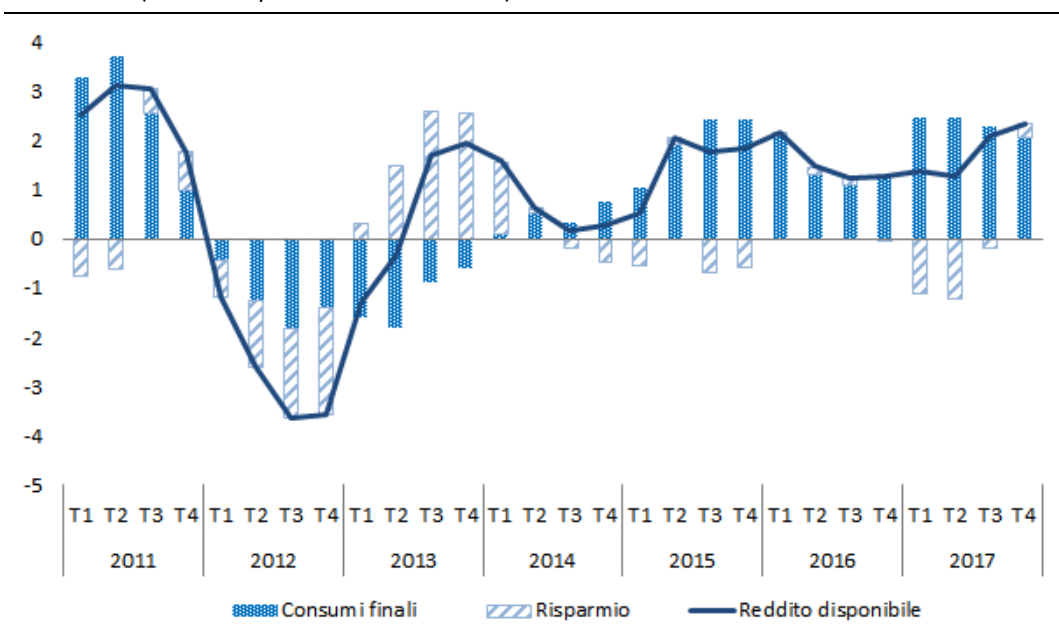
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### ***Rallentamento della crescita dei consumi...***

Nell'ultimo trimestre del 2017 i consumi delle famiglie hanno registrato un aumento congiunturale dello 0,1 per cento, in rallentamento rispetto alla dinamica sperimentata in luglio-settembre. Tale andamento è stato alimentato dalla dinamica positiva degli acquisti di beni durevoli e di servizi (+0,2 per cento), a fronte di variazioni nulle dei beni non durevoli e di una flessione di quelli semidurevoli (-0,2 per cento). Sul modesto incremento della spesa per consumi delle famiglie ha inciso la frenata del potere di acquisto delle famiglie (salito dello 0,2 per cento su base congiunturale) rispetto al balzo segnato nella media luglio-settembre (+0,9 per cento).

La propensione media al risparmio delle famiglie è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al trimestre precedente, posizionandosi su una quota (8,2 per cento del reddito disponibile) che, seppure superiore ai valori che hanno contraddistinto la prima metà del 2017 (pari a circa il 7,7 per cento), risulta più contenuta di circa mezzo punto percentuale rispetto al dato medio dell'anno precedente. Al recupero del tasso di risparmio nella seconda metà del 2017 (fig. 8) si è accompagnato un miglioramento del livello di fiducia delle famiglie, con riferimento tanto alla situazione economica che a quella personale, registrato a partire dai mesi estivi dello scorso anno. Su questo fronte, i dati di marzo provenienti dalle inchieste segnalano un ulteriore incremento del clima di opinione, sia economico sia personale, dopo le revisioni al rialzo di gennaio e febbraio. Il più favorevole clima personale, in presenza di una attenuazione di alcuni fattori di incertezza legati ad esempio al valore delle abitazioni di proprietà, potrebbe contribuire a sostenere maggiormente i piani di spesa delle famiglie nei prossimi mesi.

**Fig. 8** – Reddito, consumi e risparmio delle famiglie  
(variazioni percentuali tendenziali)



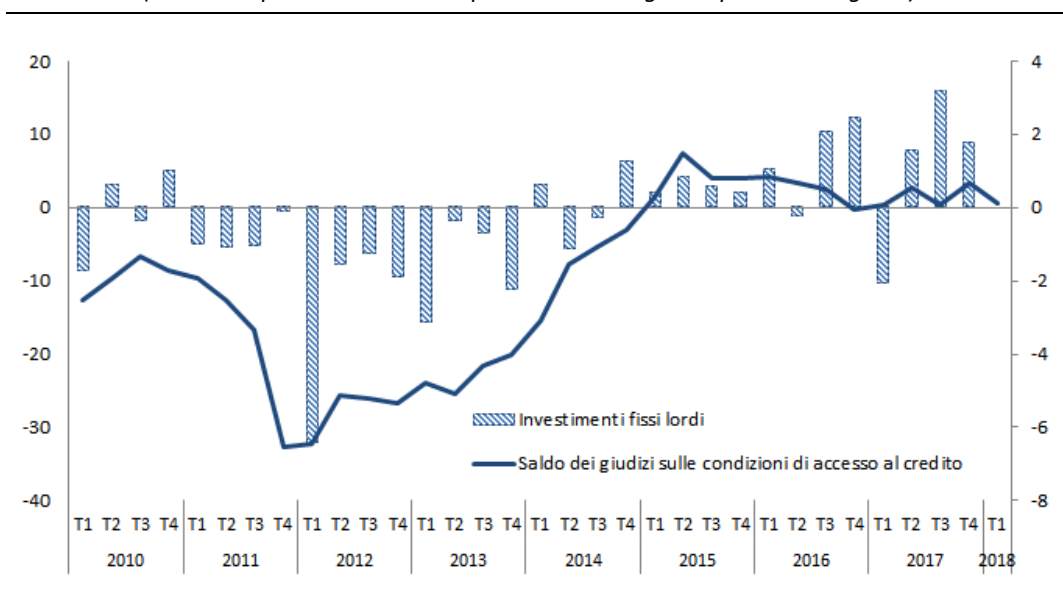
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### ...e balzo degli investimenti

L'accumulazione di capitale ha segnato, nel quarto trimestre, un ulteriore forte recupero, a consolidamento della dinamica positiva che ha interessato i trimestri centrali del 2017. La crescita degli investimenti fissi lordi (+1,7 per cento su base congiunturale) è stata trainata dalla vivacità di quelli in macchine e attrezzature (+1,3 per cento) e, soprattutto, delle spese in mezzi di trasporto (+8,2 per cento). Influiscono sull'espansione le prospettive di crescita e il processo di rinnovamento degli impianti, rinviato negli anni di recessione. Segnali positivi sono giunti anche dagli investimenti in costruzioni, risultati in aumento dello 0,9 per cento.

Indicazioni favorevoli giungono anche dagli indicatori di redditività delle imprese che hanno continuato a beneficiare nella parte finale dello scorso anno di dinamiche del costo del lavoro e degli *input* importati ancora moderate, nonché di condizioni di accesso al credito relativamente favorevoli (fig. 9). Il percorso di recupero degli investimenti dovrebbe proseguire nell'anno in corso. Il più favorevole andamento del processo di accumulazione è confermato dalle inchieste congiunturali dell'Istat che evidenziano in gennaio-marzo un miglioramento per il sesto trimestre consecutivo del saldo degli ordini interni di beni strumentali. I risultati dell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita della Banca d'Italia, confermando in larga misura il quadro emerso dall'indagine semestrale Istat/Commissione Europea dello scorso gennaio, prefigurano per l'anno in corso un'espansione dei piani di investimento nei servizi e nell'industria manifatturiera, pur in presenza di un lieve peggioramento del saldo relativo ai giudizi sulle condizioni per investire.

**Fig. 9** – Investimenti dell'industria manifatturiera e giudizio sulle condizioni di accesso al credito  
(variazioni percentuali e saldo percentuale tra giudizi positivi e negativi)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

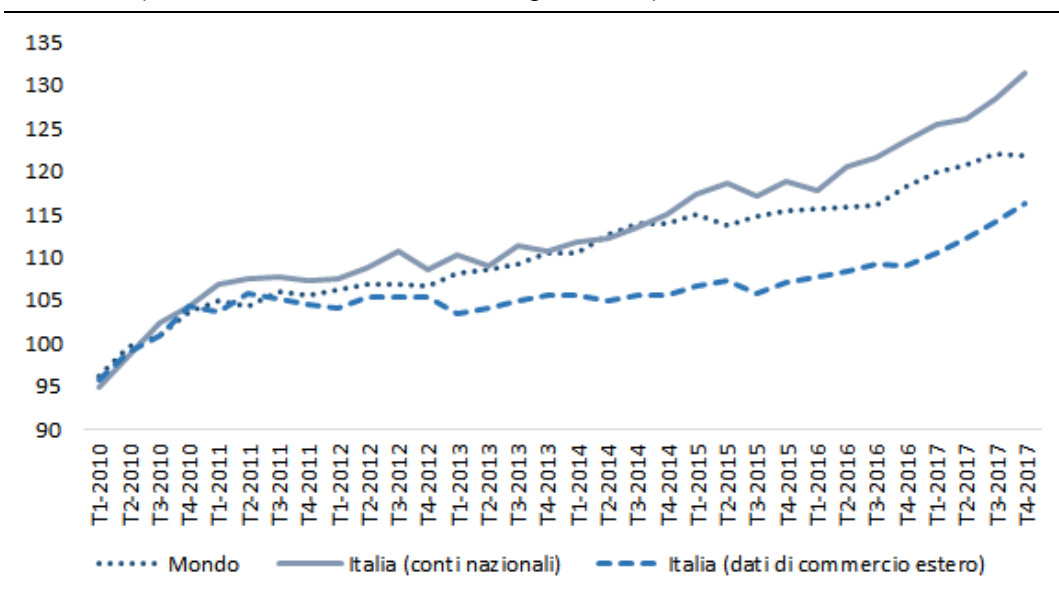
### Export e import si mantengono vivaci a fine 2017, ma con segni di frenata a inizio 2018

Beneficiando del favorevole andamento dei mercati esteri, il volume delle esportazioni in beni e servizi ha segnato un ulteriore incremento nel quarto trimestre (+2 per cento rispetto alla media luglio-settembre; +6,2 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno). Tale evoluzione, in linea con la variazione registrata nel terzo trimestre, è stata alimentata prevalentemente dalle vendite all'estero di beni (+2,4 per cento), risultate più dinamiche di quelle di servizi (+0,2 per cento). Con riferimento all'*export* di soli beni, la buona dinamica riscontrata nella seconda metà del 2017 segnala la prosecuzione della tendenza osservata nell'ultimo periodo di graduale miglioramento della quota italiana in rapporto alle esportazioni mondiali (fig. 10).

Le indicazioni disponibili per la parte iniziale dell'anno in corso mostrano tuttavia segnali di rallentamento. In gennaio-febbraio, le esportazioni di merci hanno registrato flessioni sia in valore sia in volume (ottenute deflazionando il dato in valore con i prezzi alla produzione sui mercati esteri). L'inchiesta sulle imprese della manifattura, condotta dall'Istat a marzo, evidenzia giudizi stabili per gli ordinativi dall'estero e in peggioramento per il fatturato nei mercati internazionali, prospettando una pausa nell'evoluzione positiva delle vendite all'estero nel primo trimestre dell'anno.

Al buon andamento dell'*export* nei mesi finali del 2017 si è accompagnato un aumento delle importazioni (+1 per cento su base congiunturale), trainato dalla ripresa della domanda interna (in particolare dagli investimenti) e da quella delle stesse esportazioni. Rispetto alla media ottobre-dicembre, gli indicatori congiunturali più recenti segnalano una dinamica in rallentamento, con particolare riferimento alle importazioni di beni intermedi e di investimento.

**Fig. 10** – Esportazioni italiane e mondiali di beni in volume  
(numeri indice 2010=100, dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Eurostat, CPB.

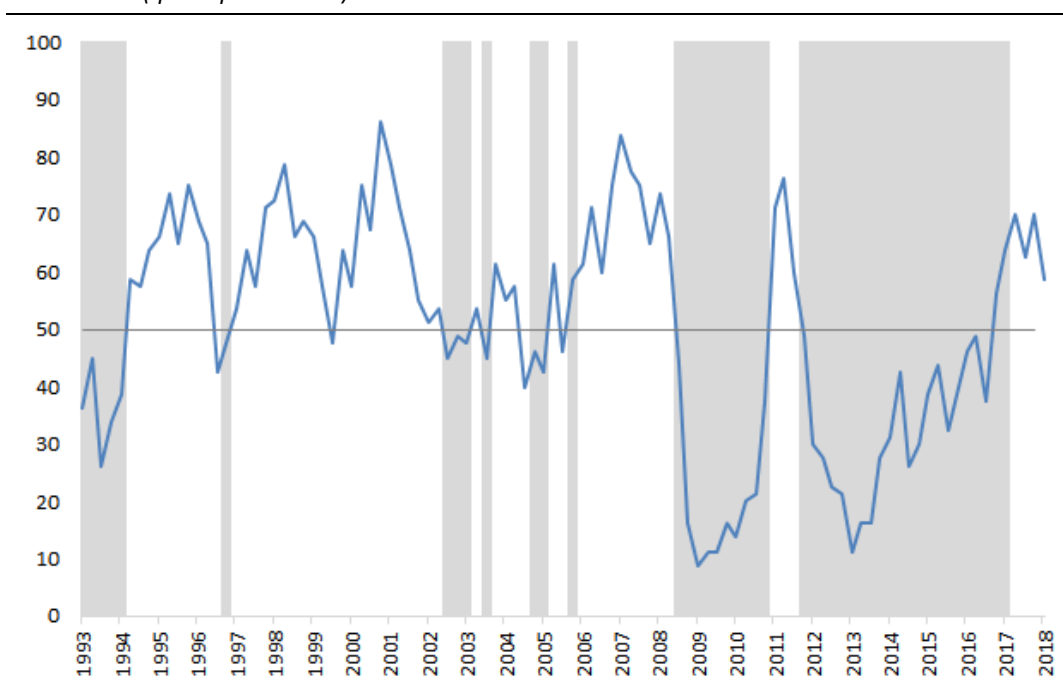
### *Segni di temporaneo indebolimento nelle indicazioni settoriali più recenti*

Le informazioni congiunturali più recenti suggeriscono a inizio d'anno un indebolimento dell'attività economica che permane comunque su un sentiero di espansione. All'accelerazione del volume della produzione industriale registrata alla fine dello scorso anno sono seguiti cali in gennaio (-1,8 per cento rispetto a dicembre) e febbraio (-0,5 per cento). I segnali di frenata hanno trovato conferma nell'evoluzione, nello stesso periodo, del fatturato e degli ordinativi. Sulla base di stime UPB sulla produzione industriale, il primo trimestre dovrebbe comunque registrare un incremento rispetto alla media ottobre-dicembre, grazie a un rimbalzo dell'indice atteso per il mese di marzo. Inoltre, nonostante la battuta d'arresto dell'attività produttiva, la fase espansiva risulta a inizio 2018 ancora notevolmente estesa tra i vari gruppi della manifattura come si evince dall'andamento dell'indice di diffusione (fig. 11), che permane ben al di sopra della soglia del 50 per cento evidenziando una condizione ciclica positiva per l'ampia maggioranza dei settori (la costruzione dell'indicatore è descritta nel riquadro *L'indice di diffusione UPB per il comparto manifatturiero*).

Più in generale, gli indicatori qualitativi di inizio 2018, pur suggerendo un rallentamento dei ritmi di espansione nell'industria, continuano a situarsi su livelli storicamente elevati. Il *PMI* manifatturiero in marzo segna il secondo calo mensile consecutivo dopo avere toccato in gennaio il valore massimo da oltre sei anni. L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere, in sensibile miglioramento fino allo scorso autunno, ha registrato a partire dallo scorso novembre un peggioramento, interrottosi poi in febbraio; nonostante l'indebolimento di novembre-gennaio, il clima delle imprese industriali si mantiene su un livello elevato.

Per quanto riguarda gli altri settori, l'indice di produzione delle costruzioni prosegue lungo una traiettoria erratica su valori storicamente bassi; in febbraio si è avuta una marcata flessione su cui hanno anche inciso le cattive condizioni meteorologiche. A tale incerta evoluzione si contrappone il progressivo consolidamento della tendenza espansiva dell'indice di fiducia settoriale in atto, pur con qualche pausa, dai primi mesi del 2015. Indicazioni favorevoli si desumono, inoltre, dai risultati della rilevazione condotta dall'Osservatorio del mercato immobiliare che segnalano un'ulteriore variazione positiva nel quarto trimestre del numero delle compravendite (media mobile a quattro termini), a prosecuzione della fase di recupero iniziata nel 2014. Il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa in gennaio, segnala tuttavia un peggioramento dei giudizi degli operatori riguardo ai prezzi di vendita, a fronte di una stabilità del margine di sconto sui prezzi di offerta.

**Fig. 11** – Indice di diffusione nel settore manifatturiero (1)  
(quote percentuali)



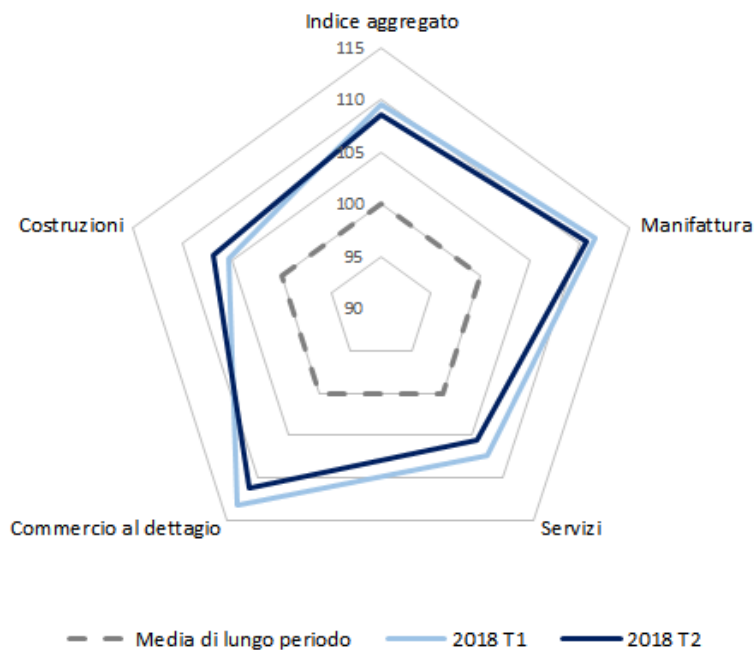
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Le aree in grigio identificano i periodi recessivi relativi all'aggregato della manifattura. La soglia del 50 per cento qualifica il grado di diffusione tra i gruppi manifatturieri dell'andamento ciclico aggregato (ossia, diffusione elevata se superiore a 50; diffusione limitata, se, viceversa, l'indicatore risulta inferiore a tale valore).

Nei servizi è proseguita la fase di recupero. Nel quarto trimestre dello scorso anno l'indice destagionalizzato del fatturato in valore è aumentato dello 1,3 per cento su base congiunturale sospinto dalla crescita del commercio all'ingrosso (+2,1 per cento). Andamenti poco vivaci continuano a registrarsi per gli indici delle vendite al dettaglio (sia in volume che in valore) anche nel primo bimestre dell'anno in corso. Nella media del primo trimestre, i giudizi sulla fiducia risultano in larga misura stabili (per le imprese dei servizi) o in ripiegamento (per il commercio al dettaglio) rispetto ai livelli di fine 2017.

Nel complesso dei settori produttivi, l'indice aggregato di fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, si posiziona alla fine del primo trimestre dell'anno su valori relativamente elevati in rapporto alla media di lungo periodo, sebbene in leggero ripiegamento rispetto ai valori di fine 2017 (fig. 12). Più in particolare, si rileva un miglioramento della fiducia nelle costruzioni, mentre per gli altri comparti si segnala una leggera revisione al ribasso del clima di fiducia degli operatori. Al contempo, il livello di incertezza economica desumibile dalle indagini condotte su imprese e famiglie rimane sui bassi livelli che hanno contrassegnato l'ultimo anno, favorendo la prosecuzione della fase di ripresa dell'attività economica (fig. 13).

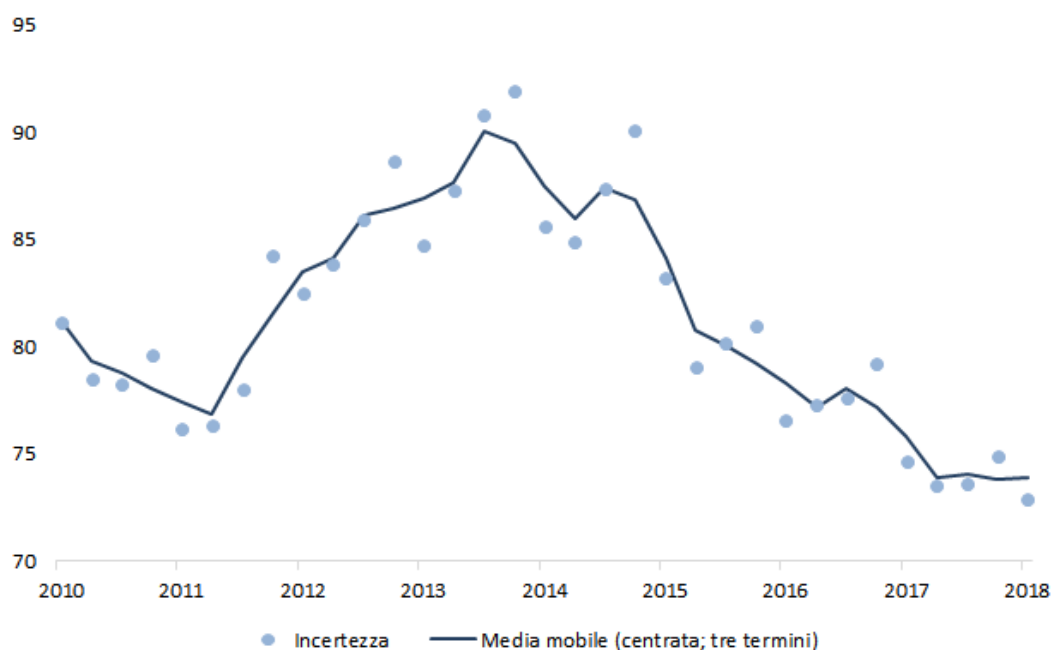
**Fig. 12** – Fiducia nei comparti produttivi (1)  
(numero indice, media gennaio 1998 - marzo 2018=100)



Fonte: elaborazioni 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*).

**Fig. 13** – Indice di incertezza  
(numero indice, gennaio 1993=100)



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea.



Segnali positivi, sebbene in attenuazione rispetto ai mesi precedenti, giungono dagli indici sintetici del ciclo economico elaborati da varie Istituzioni. Sia l'indicatore coincidente ITA-coin di Banca d'Italia, tornato a marzo sui livelli medi del quarto trimestre 2017 dopo il balzo di gennaio-febbraio, sia l'indicatore anticipatore Istat, che permane su livelli elevati nonostante l'ulteriore calo segnato a marzo, suggeriscono la prosecuzione della favorevole fase congiunturale nella prima parte dell'anno in corso.

### ***Stime di breve periodo***

Il quadro congiunturale precedentemente delineato suggerisce una fase di crescita dell'attività economica meno vivace nel corso della prima metà del 2018 rispetto ai ritmi registrati nei precedenti sei mesi. In particolare, sulla base delle stime dei modelli di breve periodo dell'UPB, si valuta che il PIL (incrementatosi dello 0,32 per cento nel quarto trimestre 2017) potrebbe essere aumentato in termini congiunturali dello 0,26 per cento nel primo trimestre 2018 (valore che si colloca in una banda di errore al 90 per cento con limite massimo allo 0,39 per cento e minimo allo 0,12 per cento), riflettendo la sostanziale tenuta del settore dei servizi a fronte di un'evoluzione meno brillante dell'industria. La frenata delle esportazioni di inizio d'anno sarebbe in parte compensata dall'evoluzione ancora favorevole della domanda interna. Le stime per il secondo trimestre 2018, circondate da maggiore incertezza, indicherebbero un ulteriore lieve rallentamento della ripresa (con un incremento congiunturale dello 0,21 per cento, in una banda di errore con limite massimo allo 0,38 per cento e minimo allo 0,03). Nell'insieme la crescita nel primo semestre di quest'anno si attesterebbe a circa lo 0,5 per cento rispetto alla seconda metà del 2017 (quando l'incremento sui precedenti sei mesi era stato dello 0,8 per cento).

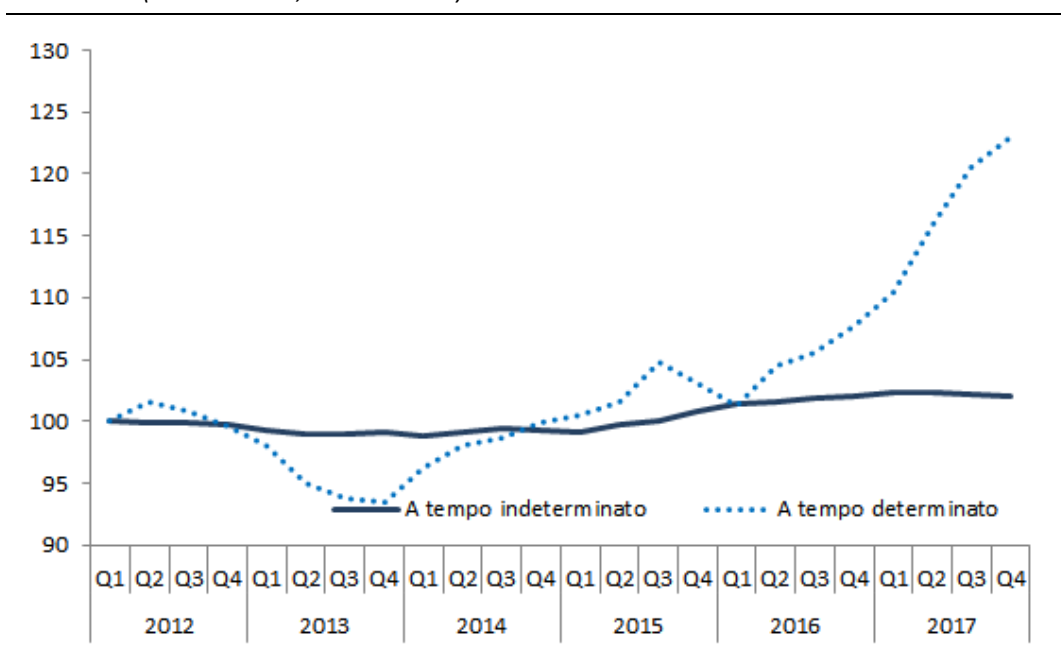
### ***Resta moderata la dinamica dell'occupazione, a inizio 2018 segni di recupero della componente permanente***

Nel quarto trimestre del 2017, le indicazioni provenienti dal mercato del lavoro sono risultate nel complesso favorevoli, con la tenuta dei livelli occupazionali e la graduale diminuzione del tasso di disoccupazione. Sulla base della Rilevazione sulle Forze di lavoro, l'incremento del numero di persone occupate è risultato pari allo 0,1 per cento, in decelerazione rispetto al terzo trimestre (quando l'aumento è stato dello 0,3 per cento). Il lieve rialzo è stato interamente sostenuto dalla crescita dell'occupazione alle dipendenze (+0,2 per cento). Quest'ultima si è caratterizzata, analogamente ai trimestri precedenti del 2017, per lo sviluppo della componente a carattere temporaneo (+2 per cento), pur in decelerazione rispetto ai precedenti trimestri. Ha invece contribuito negativamente l'andamento dell'occupazione a tempo indeterminato, in flessione dal terzo trimestre dello scorso anno, che ha probabilmente risentito anche del possibile rinvio di parte delle assunzioni all'inizio dell'anno in corso per effetto dell'avvio dei nuovi sgravi contributivi

previsti dalla legge di bilancio per il 2018 (fig. 14). Anche l'evoluzione degli occupati indipendenti, in flessione per il quarto trimestre consecutivo, ha contribuito all'indebolimento del ritmo di crescita dell'occupazione complessiva. La predominanza della componente del lavoro dipendente a carattere temporaneo nel sostenere l'occupazione è confermata dai dati di flusso sul mercato del lavoro, che hanno registrato nel quarto trimestre 2017 un incremento del tasso di permanenza nell'occupazione dipendente a termine (65,3 per cento tra il quarto trimestre 2016 e il quarto 2017, dal 58,2 per cento nell'analogo periodo tra il 2015 e il 2016).

Sulla base delle informazioni di contabilità nazionale, nel quarto trimestre 2017 l'aumento delle unità di lavoro equivalenti a tempo pieno ha seguito da vicino l'incremento delle persone occupate, a sintesi di un calo delle posizioni lavorative (-0,3 per cento su base congiunturale) e di un incremento delle ore lavorate. Diversamente dall'occupazione in termini di "teste" rilevate nell'indagine sulle Forze di lavoro, l'input di lavoro (misurato in termini di ore complessivamente lavorate), pur in ripresa negli ultimi trimestri, appare ancora distante dai livelli che hanno preceduto la crisi, segnalando il più lento recupero che ha contraddistinto nella fase di ripresa l'intensità di utilizzo del fattore lavoro.

**Fig. 14** – Occupazione alle dipendenze  
(numeri indice, 2012T1 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Considerando i risultati per l'intero 2017, l'aumento delle persone occupate (+1,2 per cento, 265 mila unità) è risultato di poco inferiore all'espansione del prodotto lordo, un'evoluzione che ha attestato l'elasticità dell'occupazione al reddito su valori ancora elevati. I livelli occupazionali sono stati trainati dal considerevole incremento dell'occupazione dipendente a tempo determinato (+12,1 per cento, dal 2,2 nel 2016), a fronte di una moderazione della crescita degli occupati a carattere permanente (+0,5 per cento, dall'1,8 per cento di un anno prima). Con riferimento alla tipologia di orario, il recupero ha soprattutto interessato l'occupazione a tempo pieno (+1,3 per cento) e, in misura più contenuta, quella a tempo parziale (+0,8 per cento), che ha riflesso il calo del *part-time* involontario, in particolare per la componente femminile dell'occupazione. Si tratta di un'inversione di tendenza rispetto alle dinamiche registrate nel 2016, quando la componente a tempo parziale era cresciuta più del doppio rispetto a quella a tempo pieno.

Nei mesi iniziali del 2018, la dinamica occupazionale si è ulteriormente moderata. I dati preliminari della Rilevazione sulle forze di lavoro hanno registrato una sostanziale stazionarietà in gennaio, quando il balzo dell'occupazione a termine (+2,1 per cento) è stato interamente riassorbito dall'evoluzione negativa della componente a carattere permanente e di quella indipendente. Il lieve incremento in febbraio (+0,1 per cento) ha invece beneficiato della ripresa dell'occupazione alle dipendenze (+0,3 per cento rispetto a gennaio), sospinta in particolare dalla componente a carattere permanente (+0,4 per cento).

A frenare l'occupazione a carattere permanente negli ultimi mesi del 2017 ha probabilmente concorso un rinvio delle assunzioni da parte delle imprese per beneficiare degli sgravi contributivi in vigore dall'inizio dell'anno in corso. Indicazioni in questa direzione provengono dai dati di flusso tratti dall'Osservatorio INPS sul precariato. Secondo questa fonte, la variazione netta delle posizioni a carattere permanente è risultata fortemente negativa nel quarto trimestre 2017 (128.000 contratti in meno rispetto all'analogo periodo del 2016), per le minori assunzioni e la caduta delle trasformazioni a tempo indeterminato dei rapporti a termine. Al contrario, i dati al momento disponibili per il 2018, relativi al periodo gennaio-febbraio, hanno fornito indicazioni di un recupero delle trasformazioni delle posizioni a termine in impieghi a tempo indeterminato (+83.000, +79,5 per cento rispetto all'analogo periodo del 2017). Anche le assunzioni a carattere permanente sono risultate in crescita (8,4 per cento, +18.000 posizioni rispetto a gennaio-febbraio 2017), affiancandosi all'evoluzione positiva che ha continuato a caratterizzare le componenti a carattere temporaneo (inclusi i rapporti di lavoro con contratti in somministrazione e intermittenti). La variazione netta dei rapporti a tempo indeterminato è così ritornata, a inizio 2018, di nuovo positiva (+89.000 posizioni lavorative). È da rilevare che l'incremento delle assunzioni a carattere permanente e delle trasformazioni dei rapporti a termine non è interamente attribuibile all'effetto degli sgravi contributivi. L'Osservatorio INPS rileva come gli individui in possesso dei requisiti per le agevolazioni (età inferiore a 35 anni in

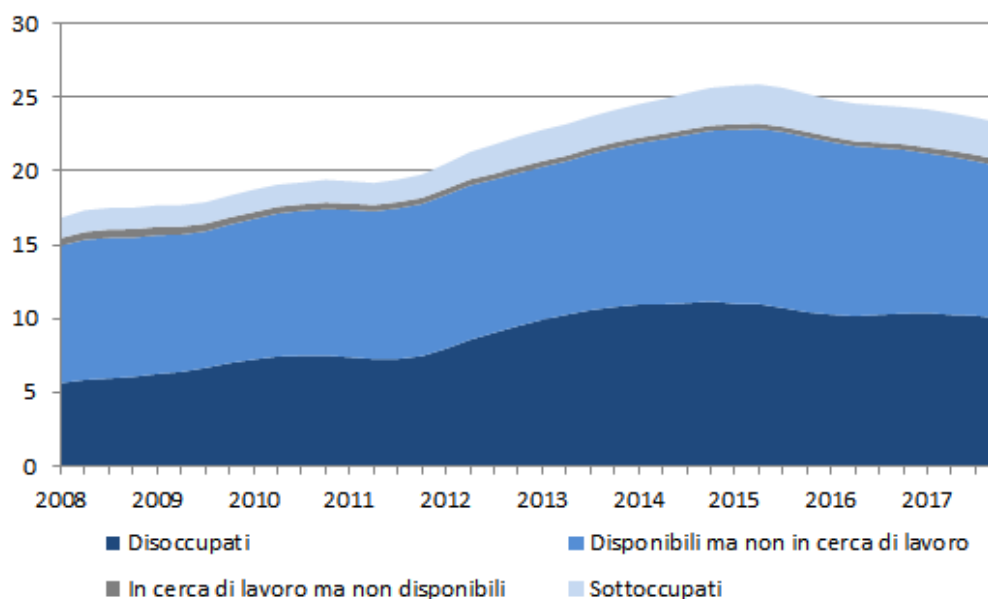
occasione del primo contratto a tempo indeterminato) rappresentino meno di 1/5 del totale delle assunzioni e trasformazioni a tempo indeterminato.

Per quanto riguarda l'offerta di lavoro, essa è risultata nel quarto trimestre del 2017 in leggera flessione a sintesi di un moderato incremento degli occupati e del calo significativo delle persone in cerca di occupazione (-1,9 per cento rispetto al terzo trimestre). Ciò ha favorito l'ulteriore discesa del tasso di disoccupazione, attestatosi all'11 per cento (2 decimi in meno rispetto ai precedenti tre mesi). Tale evoluzione è risultata diffusa tra le componenti di genere. In termini di età, vi ha soprattutto contribuito la riduzione delle persone in cerca di occupazione più giovani (tra i 15 e i 24 anni), cui ha fatto seguito la considerevole diminuzione del tasso di disoccupazione (33,3 per cento, 1,2 punti percentuali in meno rispetto al terzo trimestre). In media d'anno, il tasso di disoccupazione si è attestato all'11,2 per cento, scendendo di 0,5 punti percentuali rispetto a 2016.

Nel 2017 è proseguita la diminuzione degli inattivi (-242.000 persone), pur a un ritmo meno intenso rispetto al 2016. Vi ha contribuito il lento riassorbimento delle forze di lavoro potenziali e, in particolare, la diminuzione delle persone che non cercano lavoro ma si sono dichiarate disponibili a lavorare (230.000 persone in meno). La riduzione di questa componente dell'inattività ha riflesso la marcata flessione del numero degli scoraggiati (-112.000) oltre al calo, pur più contenuto, delle persone inattive per altre ragioni (ad eccezione dei motivi familiari). Queste dinamiche, che sottendono un aumento dei flussi in uscita dall'inattività, concorrono, almeno in parte, a rendere più graduale il processo di diminuzione del tasso di disoccupazione. Il calo degli inattivi è d'altra parte frenato dalla sostanziale stasi di quanti non cercano lavoro e non sono disponibili a lavorare (-28.000 persone); si tratta della componente più distante dal mercato del lavoro e che rappresenta circa i 2/3 della popolazione complessiva di inattivi.

Considerando, oltre alla disoccupazione e alle forze di lavoro potenziali, anche la quota di popolazione sottoccupata, il grado di sottoutilizzo delle forze di lavoro, pur in diminuzione, risulta ancora su valori elevati. Esso si è attestato (nei dati grezzi corretti con media mobile a quattro termini) a circa il 23 per cento nel quarto trimestre, ossia 13 punti percentuali in più rispetto alla quota dei disoccupati ufficiali nello stesso periodo (calcolata in rapporto alle forze di lavoro potenziali, fig. 15). L'evoluzione evidenzia un miglioramento rispetto alla situazione di inizio 2015, quando il tasso di sottoutilizzo aveva raggiunto un picco del 25 per cento con una distanza di quasi 15 punti rispetto alla percentuale dei disoccupati, ma indica una condizione ancora sostanzialmente lontana da quella che caratterizzava il mercato del lavoro italiano nel periodo pre-crisi (nel 2007, il tasso di sottoutilizzo era intorno al 17 per cento, pari a circa 10 punti in più rispetto alla percentuale dei disoccupati).

**Fig. 15** – Disoccupazione, inattivi prossimi al mercato del lavoro e sotto-occupazione  
(in percentuale delle forze di lavoro potenziali, medie mobili a quattro termini)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Nella prospettiva di breve periodo, l'evoluzione occupazionale sembra mantenersi moderata e con rilevanti differenze settoriali. Le attese degli imprenditori, desunte dalle indagini congiunturali condotte dall'Istat nei primi tre mesi dell'anno in corso, delineano una sostanziale stasi dei livelli occupazionali nella manifattura. Proseguirebbe il recupero degli occupati nelle costruzioni e la sostanziale stabilità nei servizi di mercato. Indicazioni sfavorevoli si registrano invece per il commercio al dettaglio.

### ***Inflazione ancora debole e soggetta alle fluttuazioni delle componenti più volatili***

La dinamica dei prezzi continua a rimanere nel complesso contenuta, risentendo delle componenti maggiormente erratiche (petrolio ed alimentari). Il cambio dell'euro relativamente forte e le basse pressioni nel mercato del lavoro concorrono a limitare le spinte inflazionistiche. In particolare, sebbene si osservi una lieve accelerazione delle retribuzioni, principalmente legata ai contratti siglati a fine 2017 (commercio, telecomunicazioni, trasporto merci e logistica, Poste) e ai rinnovi nel pubblico impiego, la dinamica salariale appare ancora insufficiente per dare slancio all'inflazione. È da rilevare che, rispetto alla tornata precedente, i nuovi contratti non prevedono adeguamenti automatici all'inflazione realizzata, meccanismo che avrebbe contribuito a frenare le dinamiche retributive nell'ultimo biennio.

In marzo l'inflazione al consumo (indice nazionale per l'intera collettività, NIC) è aumentata dello 0,3 per cento rispetto al mese precedente e dello 0,8 per cento in termini tendenziali (dallo 0,5 di febbraio). Dato il rallentamento dei prezzi degli

energetici (i non regolamentati sono passati a +1,1 per cento da +2,1 per cento del mese precedente), l'inflazione di fondo (al netto di energetici e alimentari freschi) ha recuperato solo un decimo di punto rispetto a febbraio, collocandosi allo 0,7 per cento. La ripresa dell'inflazione in marzo, su cui incide un effetto base favorevole (dovuto al rallentamento osservato un anno prima), ha risentito dell'attenuazione della caduta dei beni alimentari non lavorati, dagli aumenti del costo dei Tabacchi, nonché dell'accelerazione dei prezzi dei servizi sospinta dai rincari nel settore dei trasporti.

Il permanere di basse tendenze inflazionistiche nell'economia italiana è segnalato anche dalla risalita in marzo della quota di beni e servizi che registrano flessioni dei prezzi, tornata sui valori medi di un anno fa. L'incidenza dei prodotti in deflazione nel paniere dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è risultata pari al 24 per cento, quando era intorno al 17 per cento nella media dei tre mesi precedenti (fig. 16). Parimenti le voci con bassa inflazione (variazioni tendenziali inferiori allo 0,5 e all'1 per cento) tornano sui livelli osservati nell'estate dello scorso anno, attestandosi sui valori pari al 45 per cento e 63 per cento rispettivamente.

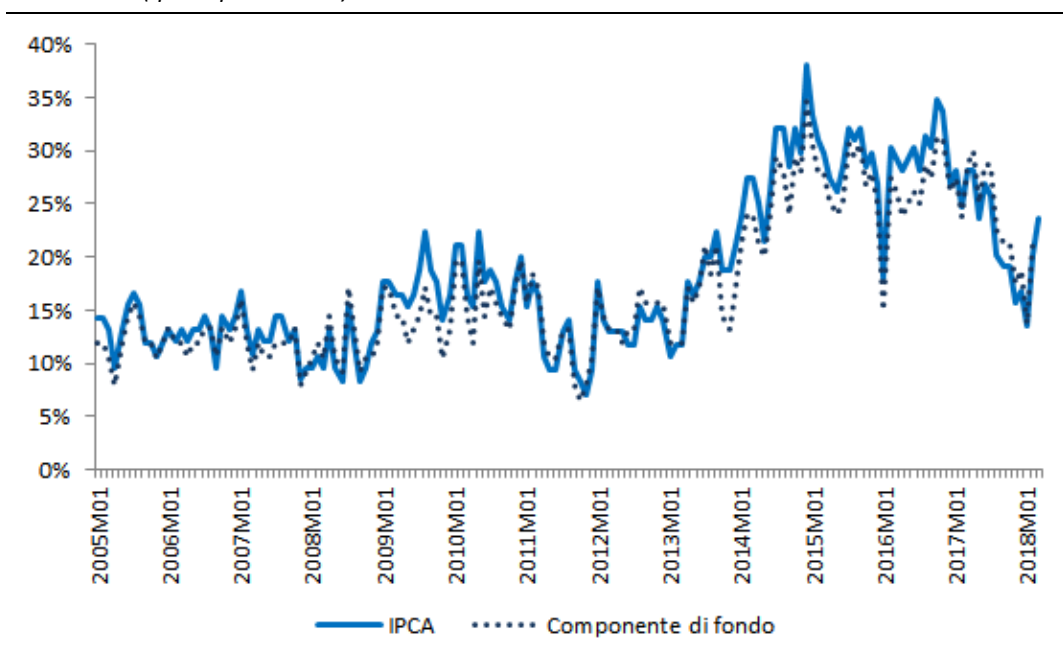
Nelle fasi a monte del processo inflazionistico, continua la risalita dei prezzi alla produzione dei beni industriali iniziata nel 2017 (+1,6 per cento in termini tendenziali a febbraio), soprattutto grazie al contributo dei beni venduti sul mercato interno (+1,8 per cento), che risentono principalmente della dinamica dei prezzi dei beni intermedi. Prosegue contestualmente anche la risalita dei prezzi alla produzione nei servizi, sebbene in attenuazione, con una crescita media dello 0,5 per cento nel quarto trimestre 2017 (+1,3 per cento tendenziale) dovuta a rincari diffusi in molti settori di attività economica (come ad esempio trasporto aereo, telecomunicazioni mobili, attività professionali).

Il rallentamento dei prezzi nel comparto energetico si riflette sui prezzi all'importazione dei prodotti industriali, che diminuiscono in febbraio dello 0,2 per cento rispetto al mese precedente (-0,1 per cento al netto degli energetici). Anche in termini tendenziali, la dinamica dei prezzi all'*import* continua ad affievolirsi per il terzo mese consecutivo, dopo il picco osservato in novembre (+3,1 per cento), attestandosi all'1,4 per cento in febbraio.

Sul fronte delle aspettative di inflazione, l'indagine Istat mostra a marzo una diminuzione della quota di famiglie che si attende prezzi in accelerazione (14,7 per cento contro circa il 22 per cento di inizio d'anno). Nel corso dei primi mesi dell'anno è andata infatti gradatamente aumentando la quota di quanti si attendono stabilità nei prezzi (da 41,8 di gennaio a 55,1 di marzo) a discapito di quanti prevedono prezzi in accelerazione o solo in aumento. Il saldo, positivo in gennaio (e pari a 22), è sceso quindi a -8,9 in marzo per effetto del metodo di calcolo che assegna peso doppio alle modalità estreme. Si è ridotta contestualmente anche la percentuale degli indecisi che in marzo è stata solo del 3 per cento (in media nel 2017 era stata dell'8 per cento). Analoga tendenza si osserva tra gli imprenditori industriali che sempre più si orientano verso aspettative di stabilità di prezzo, ridimensionando le attese di rincari prospettate a inizio

anno (saldo cala a quota 7,7 in marzo da 11,7 di gennaio). Sono principalmente i beni intermedi e l'energia i comparti interessati da una maggiore revisione al ribasso delle attese, mentre le attese di rialzi sono maggiormente diffuse per le imprese che producono beni di consumo, in particolare durevoli.

**Fig. 16** – Incidenza dei beni e servizi in deflazione nel paniere dei prezzi al consumo dell'indice armonizzato IPC  
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

## Riquadro – L'indice UPB di diffusione per il comparto manifatturiero

L'indice di diffusione (delle espansioni settoriali) costituisce uno strumento per valutare il grado di solidità degli andamenti congiunturali. Esso è generalmente costruito come la quota di settori che sperimentano un'espansione ciclica in un determinato periodo di tempo (ad esempio, mese o trimestre). Nonostante sia uno strumento frequentemente impiegato, la sua costruzione pone delle difficoltà operative che possono limitarne l'utilità pratica ai fini dell'analisi congiunturale. In questo riquadro si presenta la metodologia adottata per l'elaborazione dell'indice di diffusione UPB del ciclo della produzione industriale italiana e l'evidenza ottenuta da alcuni risultati preliminari volti a valutarne le proprietà di coerenza rispetto al ciclo aggregato e la robustezza rispetto alle revisioni.

Una delle prerogative che generalmente caratterizzano la costruzione degli indici di diffusione risiede nella necessità di ricorrere all'utilizzo di dati destagionalizzati al fine di ridurre l'erraticità a beneficio di una più agevole interpretazione. L'impiego di dati destagionalizzati, tuttavia, ne riduce fortemente l'utilità a causa delle revisioni determinate dal processo di destagionalizzazione specialmente nelle osservazioni più recenti, ossia quelle più rilevanti in un'ottica di analisi congiunturale. Allo stesso modo, i filtri statistici utilizzati per l'ottenimento della componente ciclica di una serie possono produrre stime distorte alla fine del campione (*end-point bias*).

Sulla base di queste considerazioni, l'indice di diffusione proposto in questo Riquadro utilizza serie non destagionalizzate (ma corrette per il diverso numero di giornate lavorative), che hanno quindi la proprietà di essere soggette solo in minima misura a processi di revisione statistica. Al fine di ridurre ulteriormente l'erraticità dell'indicatore l'analisi è stata condotta utilizzando medie trimestrali di osservazioni mensili<sup>3</sup>. Inoltre, per mitigare il problema di stima di fine periodo si è proceduto all'estrazione della componente ciclica per i volumi di produzione industriale a livello di singolo gruppo manifatturiero attraverso la procedura recentemente proposta da Hamilton (2017)<sup>4</sup> che può essere applicata a dati non destagionalizzati e ha il vantaggio di non basarsi su tecniche di filtraggio *two-sided* (affette tipicamente dall'*end-point bias*). Tale metodo consiste nella scomposizione di una generica serie temporale  $y_t$  di osservazioni con frequenza  $f$  attraverso la stima di un semplice modello lineare dinamico il cui ritardo nella specificazione dipende dall'ampiezza desiderata del ciclo  $K = kf$  espressa alla frequenza dei dati utilizzati, in una specificazione del tipo:

$$y_t = \alpha + \sum_{j=1}^f \beta_j y_{t-(kf)-j+1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

dove  $k$  è l'ampiezza del ciclo espressa in anni. Come in Hamilton (2017), l'analisi è stata condotta estraendo una componente ciclica di due anni ( $k = 2$ ) utilizzando dati trimestrali ( $f = 4$ ). La stima è ottenuta con il metodo dei minimi quadrati lineari (MQL), il cui stimatore, essendo in forma chiusa, non necessita dell'imposizione (spesso arbitraria) di valori iniziali per l'inizializzazione del processo di massimizzazione della verosimiglianza. Il valore stimato  $\hat{y}_t$  identifica la tendenza di lungo periodo della serie, mentre il residuo, ottenuto come differenza tra il valore effettivo della serie e la sua stima MQL,  $\hat{\varepsilon}_t$ , rappresenta la componente ciclica. Nello specifico un valore positivo del residuo segnalerebbe un valore effettivo superiore alla tendenza (configurando un'espansione ciclica); per contro valori negativi per  $\hat{\varepsilon}_t$  risulterebbero da livelli delle serie osservata inferiori a quelli della tendenza (segnalando dunque una contrazione ciclica).

<sup>3</sup> Dato il calendario della Nota sulla congiuntura, l'indicatore proposto copre il trimestre antecedente a quello relativo al mese di pubblicazione della Nota stessa. In occasione delle uscite della Nota, inoltre, il calendario Istat della pubblicazione della serie della produzione industriale rende disponibile solo le osservazioni relative ai primi due mesi, rendendo necessaria una stima per la terza osservazione del trimestre. L'osservazione mancante è stata ottenuta seguendo il metodo del *vertical re-alignment* come, ad esempio, in Altissimo, F., Cristadoro, R., Forni M., Lippi, M., e Veronese G. (2010), *New Eurocoin: Tracking Economic Growth in Real Time*, *The Review of Economics and Statistics*, 92: 1024-1034.

<sup>4</sup> Hamilton, J.D. (2017), *Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter*, *The Review of Economics and Statistics*, in corso di stampa.

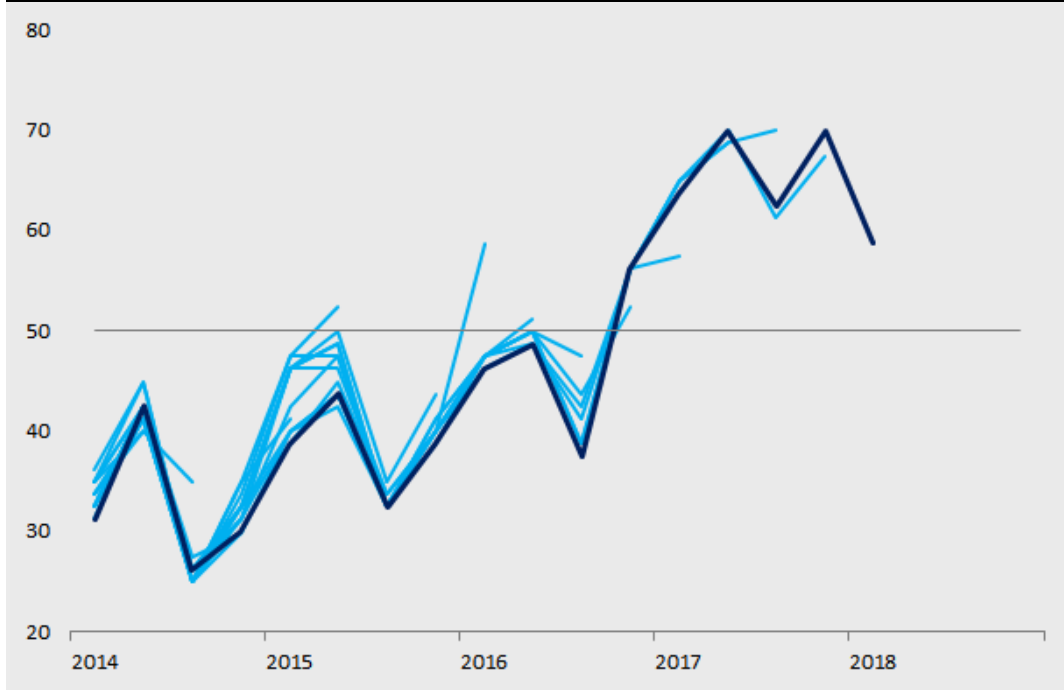


Per la costruzione dell'indice si sono considerati i gruppi della classificazione delle attività economiche Ateco (2 cifre di dettaglio) per i quali sono disponibili informazioni a partire da gennaio 1990. In base a tale criterio, sono stati inclusi nell'analisi 80 gruppi manifatturieri su 230. Nello specifico, l'indice di diffusione riportato in figura 10 nel testo della Nota è stato ottenuto attraverso i seguenti passi: I) stima del modello (1) per ciascuna delle 80 serie considerate nell'analisi; II) estrazione della componente residuale  $\hat{\varepsilon}_t$  da ciascuna delle stime effettuate; III) trasformazione delle serie dei residui  $\hat{\varepsilon}_t$  in variabili dicotomiche 0 (se  $\hat{\varepsilon}_t < 0$ ) e 1 (se  $\hat{\varepsilon}_t > 0$ ); IV) calcolo per ogni istante  $t$  della percentuale dei casi per i quali si osservano valori positivi della componente ciclica; V) confronto del valore così ottenuto con la soglia del 50 per cento che generalmente viene intesa come valore per qualificare il grado di diffusione tra i gruppi manifatturieri dell'andamento ciclico aggregato (ossia, elevato se superiore a 50, limitato, se, viceversa, inferiore a tale valore). Al fine di valutare la rappresentatività del sottoinsieme dei settori selezionati sul totale della manifattura, l'indicatore ottenuto come sopra descritto (linea blu in figura 10) è stato posto in relazione con le fasi di espansione e contrazioni del totale della manifattura ottenute applicando la stessa procedura alla serie (non destagionalizzata e corretta per il numero dei giorni lavorativi) della produzione manifatturiera aggregata. Il grado di associazione tra l'indice di diffusione e le fasi cicliche dell'aggregato è stato valutato attraverso il test di McNemar che ha richiesto la trasformazione dell'indice di diffusione stesso in una variabile dicotomica (pari a 1 quando superiore a 50 e 0 se inferiore alla soglia). Il risultato del test porta a non rifiutare l'ipotesi nulla, suggerendo l'omogeneità tra gli andamenti ciclici delle due serie<sup>5</sup>.

Per verificare l'utilità dell'indicatore proposto nel fornire un quadro tempestivo e attendibile del grado di diffusione delle espansioni cicliche dei gruppi della manifattura, si è proceduto a ricalcolare l'indice di diffusione su un intervallo temporale aumentato di un trimestre alla volta a partire dal tempo 2014T2. La figura R.1 mostra la sequenza dei 16 indici di diffusione così ottenuti, dove la linea blu scuro si riferisce all'indice calcolato sul campione più esteso. In generale, il grafico mostra una marcata stabilità dell'indice al crescere dell'informazione disponibile, con l'unica eccezione del primo trimestre del 2016, periodo per il quale l'indicatore calcolato ad ottobre 2015 avrebbe dato indicazioni coerenti con un grado di diffusione piuttosto elevato (prossimo a quota 60) che non sarebbe stato confermato nei trimestri successivi. Per fornire una quantificazione della revisione media dell'ultimo trimestre calcolato a un dato tempo (l'equivalente di una "previsione" a un passo avanti) rispetto al penultimo trimestre dell'indicatore calcolato nell'esercizio successivo (l'equivalente del "valore realizzato" della serie esaminata) si sono calcolati l'errore assoluto medio e l'errore quadratico medio relativamente al periodo 2014T2-2017T4. I due errori sono risultati pari a 4,75 e 5,8 per cento, inferiori rispettivamente del 40 e 35 per cento rispetto a quanto ottenuto con un *benchmark naïve* basato sull'ipotesi di *random walk* (ossia dove il valore "previsto" dell'indicatore è costituito dalla sua "realizzazione" al tempo precedente), fornendo ulteriori indicazioni a supporto dell'utilità dell'indicatore proposto ai fini dell'analisi congiunturale del comparto manifatturiero italiano.

<sup>5</sup> Tale procedura si basa sulla costruzione di una matrice di contingenza di ordine 2x2 dove nella diagonale principale si raccolgono i casi di concordanza ciclica tra le due serie a confronto (espansione/elevata diffusione,  $n_{11}$ , e contrazione/bassa diffusione,  $n_{00}$ ), mentre nella diagonale secondaria i casi di discordanza (contrazione/elevata diffusione,  $n_{01}$ , e espansione/bassa diffusione,  $n_{10}$ ). La statistica di interesse,  $\rho = (|n_{10} - n_{01}| - 1)^2 / (n_{10} + n_{01})$ , utilizza gli elementi al di fuori la diagonale principale ed è distribuita come un  $\chi^2$  con un grado di libertà. Si veda, ad esempio, Liddell, D. (1976), Practical Tests of 2x2 Contingency Tables, *Journal of the Royal Statistical Society*, 25: 295-304.

**Fig. R.1** – Calcolo in tempo reale dell'indice di diffusione: 2014T1-2018T1



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Istat.