

Sommario*

Col consolidarsi dell'espansione mondiale ed europea, anche la ripresa dell'Italia tende a rafforzarsi. Nell'aggiornamento delle stime, l'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) rivede al rialzo le valutazioni sulla seconda metà del 2017, collocando l'aumento del PIL a circa 0,5 per cento nel III trimestre e a circa 0,3 nel IV. Tali andamenti conducono a stimare un aumento del PIL 2017 dell'1,5 per cento (in termini sia corretti per il calendario, sia "grezzi"), in linea con la previsione presentata dal Governo nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF). L'aggiornamento della stima UPB alza marginalmente la valutazione sul 2017 elaborata in settembre (1,4 per cento, in termini "grezzi") in occasione della validazione della NADEF.

La ripresa italiana risente del buon andamento dell'economia globale e degli impulsi delle politiche fiscali e monetaria. La ripresa è principalmente trainata dalla domanda interna. La spesa dei consumatori, pur in presenza di una sostanziale stasi del reddito disponibile, riflette la positiva evoluzione del mercato del lavoro e del clima di fiducia delle famiglie. Gli investimenti risultano in recupero, dopo il regresso di inizio anno. Le indagini congiunturali segnalano un'accelerazione del processo di accumulazione nella seconda metà del 2017 favorita dalle migliori prospettive di domanda e dagli sgravi fiscali, in un quadro di sola lenta normalizzazione delle condizioni creditizie per le imprese. Il ridimensionamento dell'incertezza economica (indice UPB) sembra beneficiare tanto la spesa per consumi durevoli, quanto quella per investimenti. Anche la dinamica delle esportazioni, pur sopravanzata dalle importazioni, rimane favorevole, confermando la buona performance delle merci italiane sui mercati mondiali.

La ripresa si accompagna alla crescita dell'occupazione, che risulta fondamentale trainata dalla componente a termine. Il recupero del numero di occupati si associa a una dinamica più contenuta del monte ore di lavoro, evidenziando il permanere di un'area di sotto-utilizzo che tende a comprimere le dinamiche retributive.

Nel quadro generale più positivo, stenta a ripartire l'inflazione che risente delle modeste spinte provenienti dai costi di produzione. Ai bassi impulsi sui prezzi si affiancano attese inflazionistiche di famiglie e imprese che appaiono solo in moderato rialzo.

* A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili il 25-10-2017.

Contesto internazionale

Prosegue l'espansione dell'economia mondiale

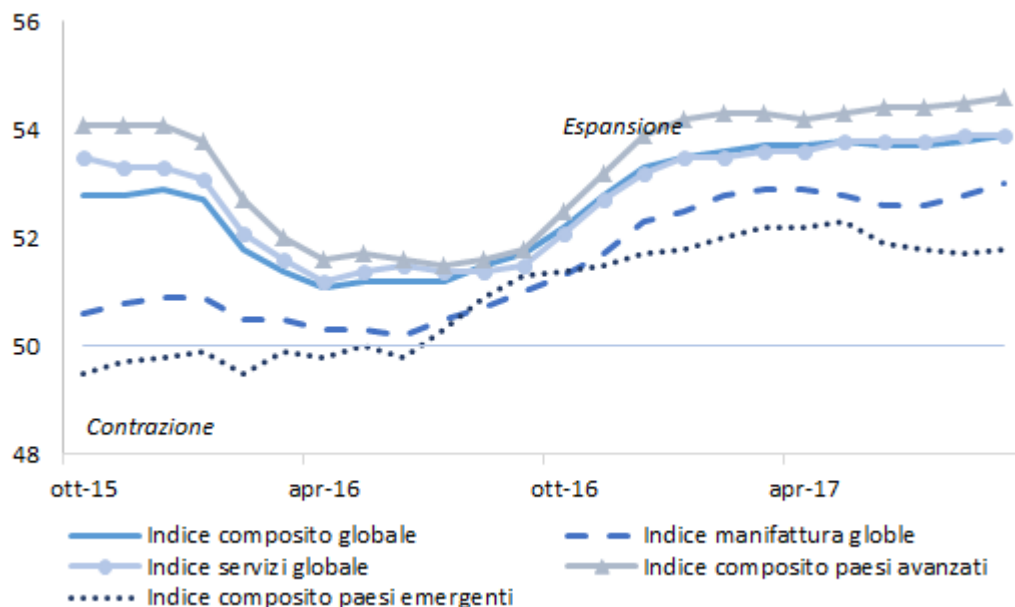
Negli ultimi mesi si sono rafforzati i segnali di solidità della ripresa internazionale che risulta diffusa a pressoché tutte le aree economiche. A questo consolidamento si è affiancata un'ulteriore accelerazione negli scambi commerciali. Nel *World Economic Outlook* di ottobre, il Fondo monetario internazionale (FMI) ha rivisto al rialzo le previsioni di crescita mondiale per quest'anno e il prossimo. Sullo sfondo del quadro globale, generalmente più favorevole restano i fattori di rischio legati alle persistenti tensioni geo-politiche, alle incertezze circa l'evoluzione delle politiche economiche nelle principali economie, alla sopravvalutazione dei maggiori mercati azionari nell'area avanzata.

Tendenze della congiuntura più recente

Negli Stati Uniti il PIL ha accelerato nel secondo trimestre, spinto principalmente dalla domanda interna e in particolare dai consumi privati. A questo irrobustimento potrebbe seguire una temporanea attenuazione della dinamica economica nel terzo trimestre, principalmente a riflesso dei violenti fenomeni metereologici che hanno colpito questa economia a fine estate (i cui effetti si sono peraltro già evidenziati in termini di indebolimento dell'evoluzione occupazionale nel mese di settembre). Nella zona dell'euro è proseguita in aprile-giugno la fase espansiva iniziata nel secondo trimestre del 2013, grazie al traino della domanda interna. Gli indicatori economici segnalano per il terzo trimestre la prosecuzione della ripresa sui buoni ritmi che hanno contrassegnato l'ultimo periodo. Tra le economie emergenti, la Cina ha mostrato un rallentamento nel terzo trimestre (con un ritmo di espansione comunque di poco inferiore al 7 per cento), mentre si è confermato il progressivo miglioramento ciclico di Brasile e Russia, che appaiono ormai fuori dalla fase recessiva sperimentata nei due/tre anni precedenti.

Le informazioni più recenti confermano il buon momento dell'economia mondiale che è atteso persistere almeno per la restante parte dell'anno. Gli indici di fiducia dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index*, PMI) continuano a posizionarsi, tanto a livello globale quanto nelle principali aree economiche, nella zona di espansione (sopra quota 50 – fig. 1) anche nel mese di settembre.

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.

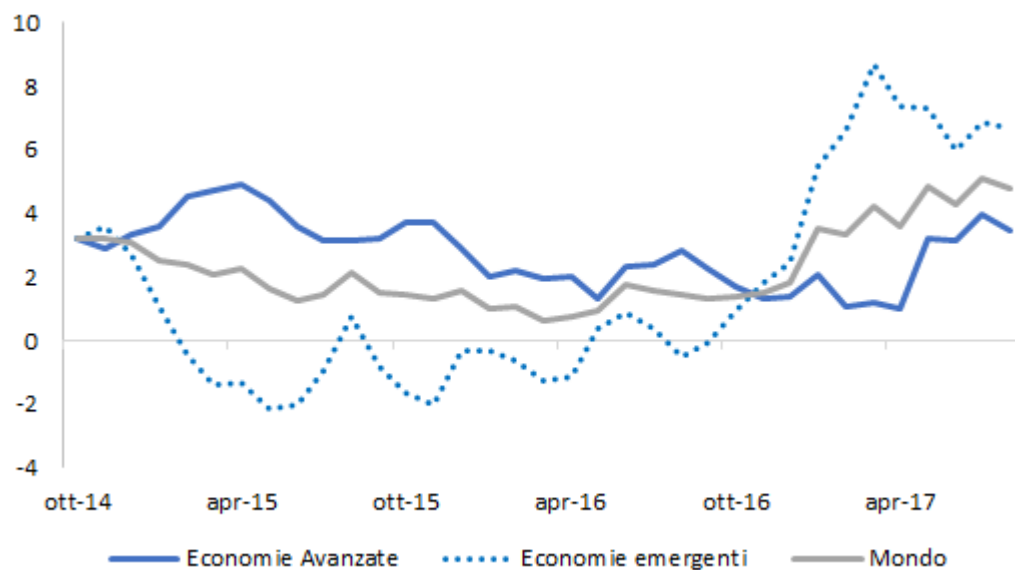
Prosegue il recupero del commercio mondiale

Dopo un biennio di crescita molto debole, il commercio mondiale si è avviato su un sentiero di ripresa che, secondo le informazioni più recenti del *Central Plan Bureau* (CPB) evolve a un ritmo di circa il 4,5 per cento, quasi doppio rispetto a quanto registrato nel 2016. L'elasticità del commercio al prodotto mondiale, pur innalzandosi rispetto ai livelli molto bassi toccati nell'ultimo biennio, rimane distante dai valori medi che caratterizzavano lo scorso decennio².

A trainare l'accelerazione, nel corso dell'anno, delle importazioni mondiali è stata la domanda proveniente dai mercati emergenti, a cui si è affiancata, ma a ritmi più contenuti, quella dei paesi avanzati (fig. 2). Secondo i maggiori previsori internazionali, nel 2017 le importazioni dei mercati rilevanti per l'Italia dovrebbero crescere più di quelle mondiali, favorendo un recupero, seppur contenuto, di quote di mercato italiane.

² Stime condotte su dati trimestrali evidenziano una progressiva riduzione dell'elasticità degli scambi all'attività economica mondiale a partire dagli ultimi due decenni dello scorso secolo, cfr. Nota sulla congiuntura luglio 2017.

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 previsioni del FMI

Le previsioni di ottobre del FMI hanno rivisto al rialzo, rispetto allo scorso luglio, il ritmo di espansione dell'economia mondiale sia per l'anno corrente sia per il prossimo. Il PIL globale è atteso crescere del 3,6 per cento nel 2017 e del 3,7 per cento l'anno successivo, con una revisione al rialzo per entrambi gli anni di un decimo di punto (tab. 1). Le correzioni in positivo interessano la maggior parte dei paesi. Revisioni relativamente più marcate hanno riguardato l'area dell'euro (0,2 punti percentuali in più in ciascuno dei due anni) e Russia e Brasile (+0,4 e +0,2 punti percentuali per entrambe del 2017 e 2018 rispettivamente).

Anche le previsioni per il commercio mondiale (espresso come media delle esportazioni e importazioni mondiali di beni e servizi) evidenziano una correzione al rialzo rispetto alle precedenti stime (di due e un decimo di punto rispettivamente nel 2017 e 2018), principalmente a riflesso di un andamento migliore atteso per gli scambi dei paesi emergenti.

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

| | WEO ottobre 2017 | | Differenze da WEO luglio 2017 | |
|---------------------------|------------------|------|----------------------------------|------|
| | 2017 | 2018 | 2017 | 2018 |
| Prodotto mondiale | 3,6 | 3,7 | 0,1 | 0,1 |
| <i>Economie avanzate</i> | 2,2 | 2,0 | 0,2 | 0,1 |
| <i>Stati Uniti</i> | 2,2 | 2,3 | 0,1 | 0,2 |
| <i>Area dell'euro</i> | 2,1 | 1,9 | 0,2 | 0,2 |
| <i>Economie emergenti</i> | 4,6 | 4,9 | 0,0 | 0,1 |
| Commercio mondiale | 4,2 | 4,0 | 0,2 | 0,1 |

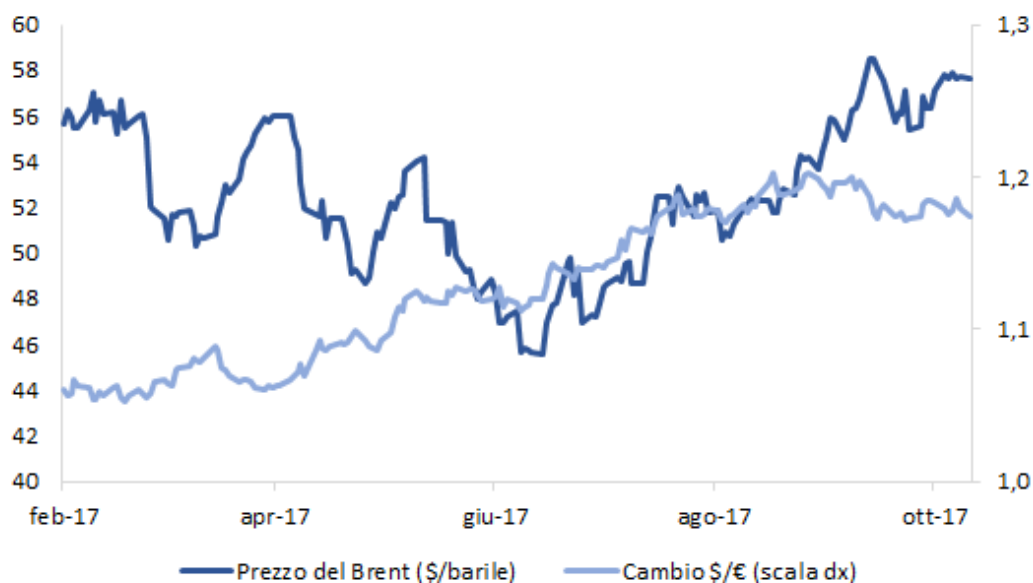
Fonte: FMI, *World Economic Outlook* (WEO), ottobre 2017.

Petrolio in recupero, euro in apprezzamento

Dopo l'indebolimento sperimentato nella prima metà dell'anno (con quotazioni minime di 45 dollari al barile toccate a fine giugno per la qualità Brent), il prezzo del petrolio è ritornato a crescere da metà luglio, attestandosi in ottobre intorno ai 56,7 dollari (media delle prime tre settimane del mese; fig. 3). A trainare questi andamenti sono stati, nella prima parte dell'anno, una maggiore offerta, dovuta principalmente all'incremento di *shale oil* americano e al recupero di capacità produttiva in Libia e Nigeria, che ha vanificato l'impegno preso in maggio dei paesi OPEC di prorogare i tagli produttivi fino al primo trimestre 2018. La più recente fase di recupero, invece, è stata spinta sia dal consolidamento delle prospettive di crescita per l'economia mondiale, sia da un rallentamento nella produzione statunitense causata dagli avversi eventi meteorologici. Le attese dei mercati a termine indicano per i prossimi mesi una sostanziale stabilità delle quotazioni petrolifere rispetto ai valori raggiunti nell'ultimo periodo, per poi mostrare una leggera flessione a partire dalla seconda metà del 2018.

Nel mercato dei cambi, l'euro ha manifestato dall'inizio dell'anno un progressivo rafforzamento nei confronti della divisa statunitense, passando da un minimo di 1,04 degli ultimi giorni del 2016 a 1,18 circa nella metà di ottobre (+13 per cento circa). Alla base del rafforzamento vi sono il ridimensionamento delle aspettative di stimolo fiscale negli Stati Uniti e, congiuntamente, il palesarsi di una ripresa dell'area euro più forte delle attese. Più contenuto (+6 per cento) è risultato, nello stesso periodo, l'apprezzamento della valuta europea in termini effettivi (ossia rispetto a un paniere comprendente le principali monete).

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



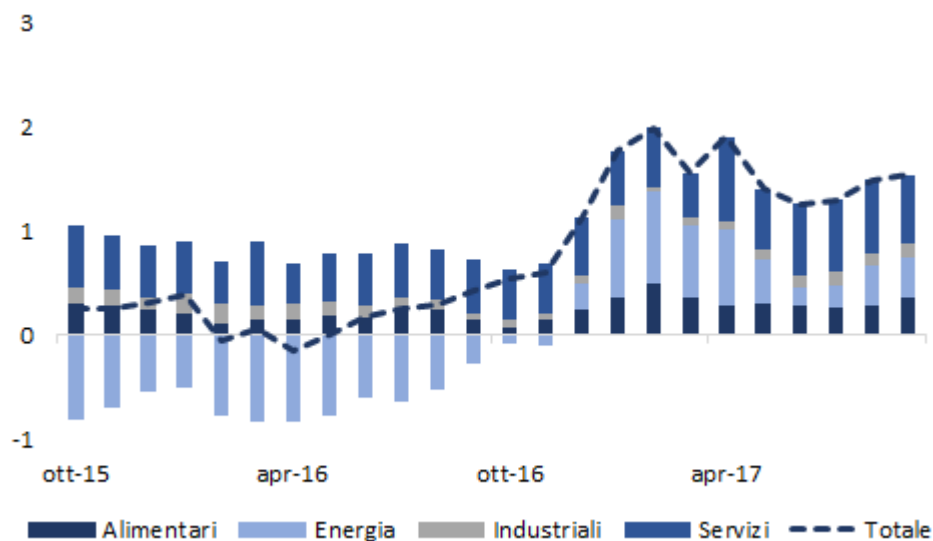
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Rimane debole l'inflazione nell'area euro, la BCE mantiene un'impostazione espansiva

In settembre, l'inflazione dell'area dell'euro è rimasta stabile al livello del mese precedente (+1,5 per cento), quando aveva segnato una lieve risalita. La dinamica dei prezzi è stata trainata nell'ultimo periodo dal più ampio contributo degli alimentari e degli energetici, mentre l'apporto dei prezzi dei beni industriali e dei servizi al processo inflazionistico è rimasto sostanzialmente costante (fig. 4). A riflesso di questi andamenti, l'inflazione *core*, depurata dei prezzi dei prodotti energetici e degli alimentari freschi, è rimasta anch'essa in settembre stabile sui livelli del mese precedente (+1,3 per cento). Le aspettative di inflazione, desunte dagli *inflation swaps* a diverse scadenze, non mostrano segni di apprezzabile accelerazione nell'orizzonte di medio-lungo periodo (fig. 5).

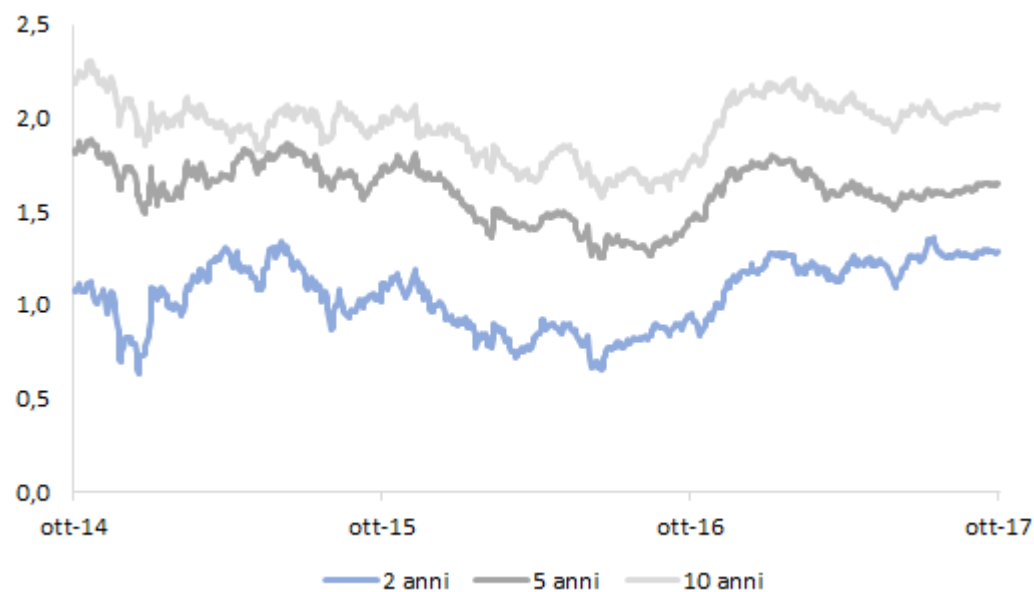
Il permanere di bassa inflazione, pur in presenza di un irrobustimento della fase di espansione, è indicativo del persistere di elementi di debolezza insiti nel ciclo di ripresa della zona euro di cui la Banca Centrale Europea (BCE) tiene conto nella conduzione della politica monetaria. La relazione negativa tra inflazione e disoccupazione (nota come curva di Phillips) si è in effetti sensibilmente attenuata nel corso degli ultimi anni nei maggiori paesi avanzati, inclusa l'area della moneta unica.

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



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

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



Fonte: Thomson Reuters.

L’esistenza di un bacino di sottoutilizzo del lavoro più ampio di quello rappresentato dalla sola disoccupazione, il ruolo degli *shock* esterni, la globalizzazione, le aspettative d’inflazione e l’esistenza di non linearità nella relazione sono le principali ipotesi

avanzate per spiegare l'indebolimento del nesso inflazione/disoccupazione³. Al contempo, nell'area dell'euro rimangono, pur nella comune fase di ripresa, elevate eterogeneità tra le condizioni economiche di fondo dei singoli paesi membri che inducono cautela nell'atteso percorso di normalizzazione della politica monetaria (cfr. Riquadro "*Tassi di interesse naturale dei paesi euro e politica monetaria*"). In questo quadro, la BCE prospetta la prosecuzione di un'impostazione espansiva, segnalando il mantenimento dei tassi di interesse di *policy* sugli attuali livelli per un periodo di tempo prolungato che va oltre l'orizzonte del programma di acquisti di attività. Per quanto riguarda quest'ultimo, il processo di rientro si avvierebbe nel 2018, con modalità caratterizzate da notevole gradualità (probabilmente con minori volumi di acquisti mensili, ma per un periodo di tempo più prolungato).

Economia italiana

Ulteriore recupero dell'attività economica nel II trimestre

Beneficiando del migliore quadro internazionale e del sostegno delle politiche economiche, il recupero dell'economia italiana ha assunto ritmi più sostenuti tra la fine del 2016 e la prima metà del 2017. La più favorevole evoluzione è, peraltro, emersa solo con gradualità nelle stime di contabilità trimestrale, divenendo evidente in agosto in occasione della pubblicazione della stima preliminare del PIL del secondo trimestre e confermata dalla pubblicazione dei conti annuali di settembre (tab. 2). L'ultima *release* dei conti trimestrali, pubblicata a inizio mese, ha comportato un'ulteriore revisione al rialzo della dinamica del PIL del primo trimestre 2017 (+0,5 per cento su base congiunturale), a fronte di una lieve correzione al ribasso per il secondo trimestre dell'anno (+0,3 per cento dallo 0,4 per cento dell'edizione di settembre). A seguito di tale evoluzione, la variazione acquisita del PIL per l'anno in corso si attesta all'1,2 per cento.

Dal lato dell'offerta, l'incremento del livello di attività nel secondo trimestre ha riflesso dinamiche congiunturali positive del valore aggiunto del comparto manifatturiero (+0,8 per cento) e dei servizi (+0,3 per cento), parzialmente compensate dalla flessione nelle costruzioni (-0,5 per cento) e nel settore agricolo (-2,4 per cento). Con riferimento alle componenti di domanda, il contributo alla crescita della spesa interna si è mantenuto favorevole nel secondo trimestre (per circa 0,3 punti percentuali), alimentato dall'evoluzione degli investimenti e dei consumi delle famiglie, a fronte di un apporto nullo della spesa delle amministrazioni pubbliche. La variazione delle scorte ha contribuito per ulteriori quattro decimi di punto, mentre la domanda estera netta ha sottratto circa tre decimi di crescita, riflettendo la dinamica positiva delle importazioni a fronte di una frenata delle esportazioni.

³ A tale riguardo si veda l'intervento di V. Constâncio, Vice-Presidente BCE, "[Growth in a more resilient Euro area](#)", 15 ottobre 2017.

Tab. 2 – PIL reale 2016-T4 – 2017-T2 nelle edizioni di contabilità nazionale del 2017
(tassi di crescita congiunturali) (1)

| Edizione | 2006-T4 | 2007-T1 | 2007-T2 |
|-------------------------|---------|---------|---------|
| Febbraio ⁽¹⁾ | 0,2 | | |
| Marzo | 0,2 | | |
| Maggio ⁽¹⁾ | 0,2 | 0,2 | |
| Giugno | 0,3 | 0,4 | |
| Agosto ⁽¹⁾ | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Settembre | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Ottobre | 0,4 | 0,5 | 0,3 |

Fonte: elaborazioni su dati Istat e MEF.

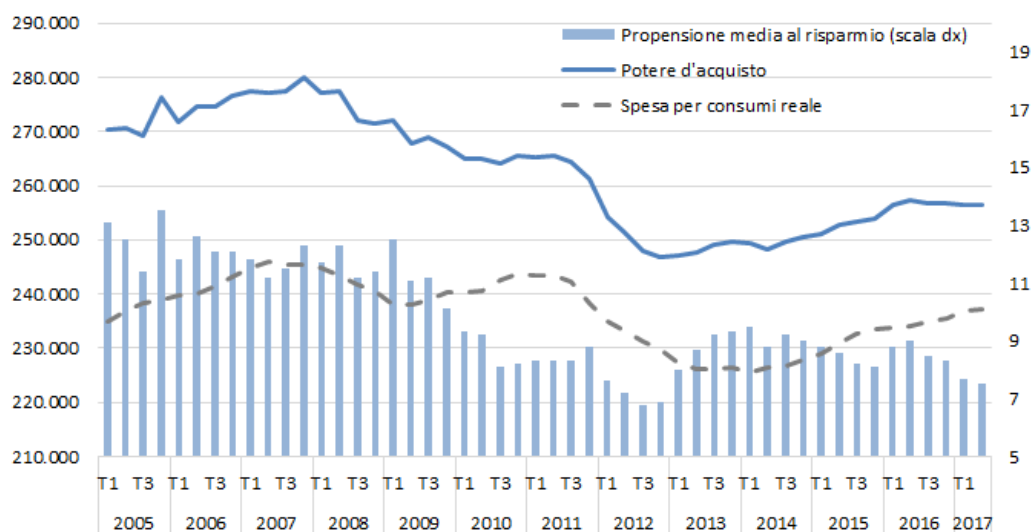
(1) Stime preliminari.

Spesa delle famiglie in lieve aumento ma potere di acquisto stagnante

Il volume della spesa delle famiglie, al lordo degli acquisti delle istituzioni sociali senza scopo di lucro, ha continuato a crescere nel secondo trimestre (+0,2 per cento in termini congiunturali), seppure a un ritmo meno vivace rispetto al trimestre precedente (+0,6 per cento). L'espansione dei consumi privati è stata alimentata dal buon andamento delle spese per servizi, cui si sono contrapposte flessioni per gli acquisti delle altre tipologie di beni (durevoli, semidurevoli e non durevoli). I nuovi conti trimestrali mostrano che, da inizio 2016, la favorevole dinamica dei consumi si è realizzata nonostante l'andamento sostanzialmente stagnante del reddito disponibile delle famiglie in termini reali. Ciò ha comportato una flessione della propensione media al risparmio, attestatasi, nel secondo trimestre, al 7,5 per cento (due decimi di punto in meno rispetto alla media gennaio-marzo e un punto e mezzo in meno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, fig. 6).

Le informazioni più recenti provenienti dalle inchieste presso i consumatori continuano a fornire segnali positivi sull'andamento della spesa delle famiglie. Sia il clima di fiducia complessivo sia quello delle varie sotto-componenti (generale/personale e corrente/futuro) hanno registrato a settembre il quarto incremento mensile consecutivo, determinando un marcato rialzo dei climi di opinione nella media luglio-settembre rispetto ai corrispondenti livelli del secondo trimestre dell'anno.

Fig. 6 – Potere d’acquisto, spesa per consumi e propensione media al risparmio
(milioni di euro e quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Investimenti in recupero

Nella media aprile-giugno, la dinamica del processo di accumulazione di capitale è ritornata su un sentiero positivo (+0,9 per cento su base congiunturale), recuperando parzialmente la flessione segnata nel primo trimestre. Tale evoluzione è in parte dipesa dalla migliore valutazione delle imprese del quadro normativo di riferimento, che, dopo le incertezze di fine 2016 riguardo all’estensione per l’anno in corso degli incentivi relativi alle spese in beni strumentali, ha poi esteso la possibilità di usufruire delle misure di super-ammortamento e iper-ammortamento anche per i macchinari con consegna entro fine giugno 2018.

All’incremento in volume nei mesi primaverili hanno contribuito sia la spesa in mezzi di trasporto (+8,9 per cento), tornata a crescere su ritmi simili a quelli sperimentati nel corso del 2016, sia gli acquisti in impianti e macchinari (+0,9 per cento). Per contro, gli investimenti in costruzioni hanno registrato un calo, seppure di intensità contenuta (-0,4 per cento), segnando una pausa nella fase di graduale recupero avviata nei primi mesi del 2015.

Il processo di accumulazione di capitale potrebbe rafforzarsi nella seconda metà dell’anno. Gli indicatori di redditività delle imprese, in lieve flessione nei primi sei mesi dell’anno, dovrebbero tornare a migliorare, beneficiando di condizioni di finanziamento che permangono favorevoli e delle dinamiche moderate dei costi di produzione. Indicazioni particolarmente favorevoli vengono dalle indagini congiunturali. Le inchieste Istat evidenziano un balzo a settembre degli ordini interni di beni strumentali che sono ritornati su un livello prossimo a quello di inizio 2008 (fig. 7). I risultati dell’indagine sulle

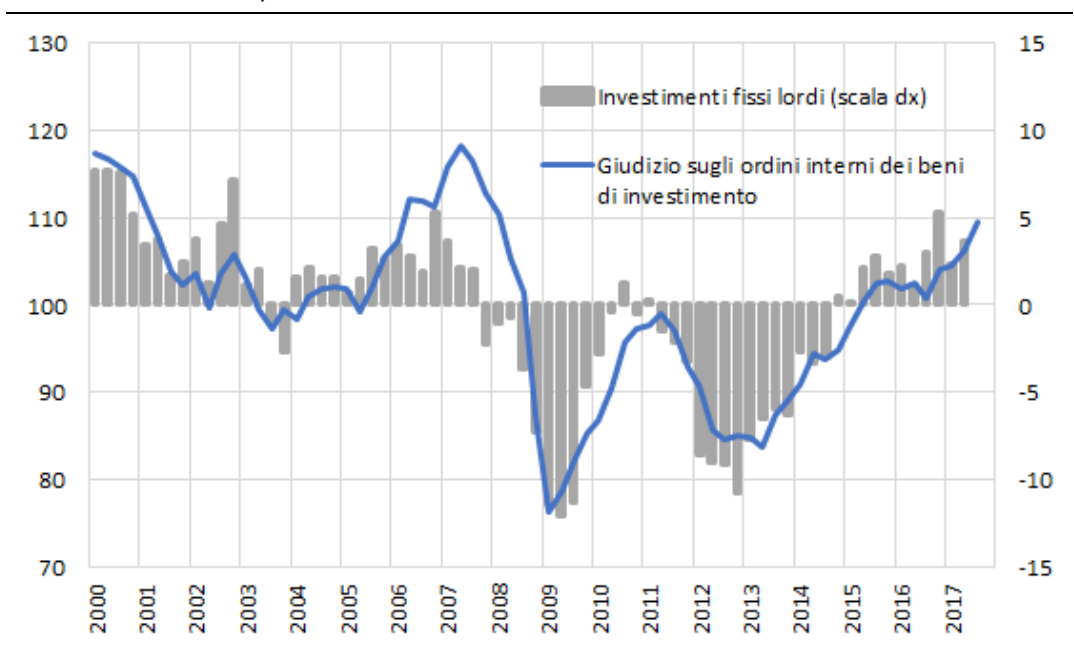
aspettative di inflazione e crescita della Banca d'Italia, condotta a settembre, prefigurano una diffusa espansione dei piani di investimento tra i vari comparti nella seconda metà dell'anno. La crescita del volume di spesa per investimenti dovrebbe essere alimentata prevalentemente da più favorevoli attese di domanda per le imprese, in presenza di un livello di grado di utilizzo degli impianti prossimo ai massimi pre-crisi.

Si mantiene favorevole la performance dell'export

Nonostante il progressivo apprezzamento dell'euro in corso d'anno, è proseguita nel primo semestre l'espansione del volume delle esportazioni in beni e servizi (+2,7 per cento rispetto alla media luglio-dicembre 2016; +5,8 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno). Dal profilo trimestrale desumibile dai dati di contabilità nazionale rilasciati a ottobre, tuttavia, si evince una battuta d'arresto del volume di *export* rispetto alla media di gennaio-marzo, determinata dalla flessione delle vendite all'estero di servizi cui si è contrapposta una dinamica positiva, pur se in rallentamento, di quelle di beni (+0,4 per cento).

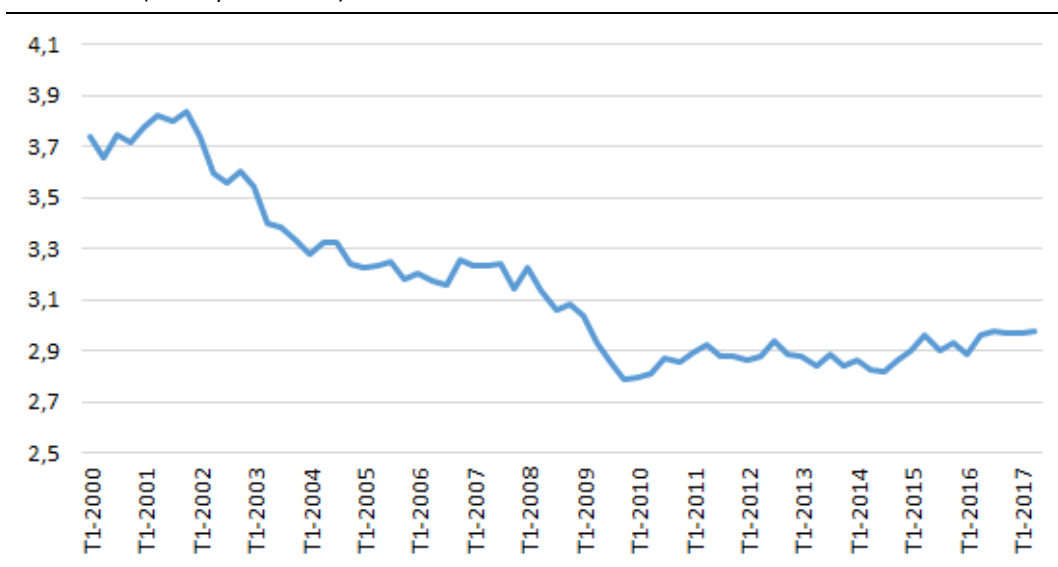
Comunque confrontando l'evoluzione delle esportazioni italiane di beni in volume con i dati sul commercio mondiale raccolti dal CPB emerge nel secondo trimestre 2017 la prosecuzione del processo di lento recupero della quota dell'Italia sulle esportazioni mondiali di merci in volume, manifestatosi, pur con interruzioni, a partire dai primi mesi del 2010 (fig. 8).

Fig. 7 – Giudizio sugli ordini interni dei beni di investimento e investimenti fissi lordi (saldo normalizzato con media 100 e deviazione standard 10 e variazioni percentuali tendenziali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Fig. 8 – Quota dell'Italia sulle esportazioni mondiali di merci in volume
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e CPB.

Le indicazioni disponibili per la seconda metà dell'anno, relative al bimestre luglio-agosto, mostrano segnali positivi per le esportazioni in valore e in volume (ottenute deflazionando il dato in valore con i prezzi alla produzione sui mercati esteri), che registrano incrementi rispettivamente dello 0,7 e dello 0,8 per cento rispetto alla media del secondo trimestre. In settembre, l'evoluzione si è mantenuta sostenuta nei mercati extra-europei. L'inchiesta sulle imprese della manifattura, condotta dall'Istat a settembre, evidenzia giudizi persistentemente positivi per quanto riguarda gli ordinativi dai mercati internazionali e il fatturato estero, prospettando la prosecuzione dell'evoluzione favorevole delle vendite all'estero nel terzo trimestre.

Il buon andamento dell'*export* è tuttavia sopravanzato dalla dinamica delle importazioni (+2,7 per cento nel primo semestre, e +1,2 per cento nel periodo aprile-giugno rispetto ai precedenti tre mesi), che risulta trainata dalla ripresa della domanda interna e dalla crescita delle stesse esportazioni (che si caratterizzano per un elevato fabbisogno, diretto e indiretto, di beni e servizi acquistati dall'estero). Le informazioni disponibili di commercio con l'estero (relative a luglio-agosto) indicano la prosecuzione anche nel terzo trimestre della dinamica vivace delle importazioni, in particolare per quanto riguarda gli acquisti di beni strumentali e intermedi.

Pausa nel miglioramento delle condizioni creditizie

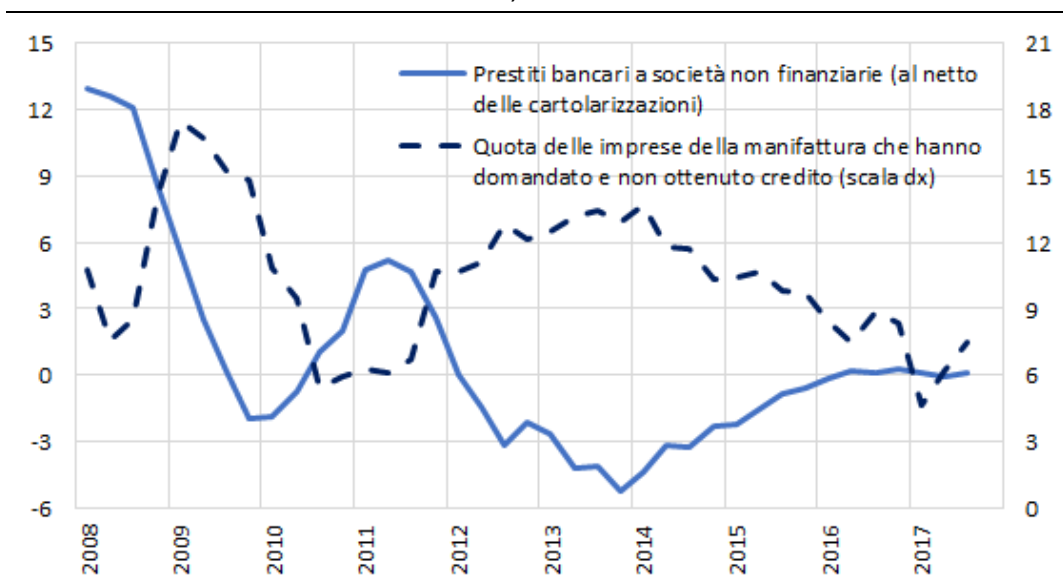
Per quanto riguarda il settore del credito, nei mesi centrali dell'anno si è osservata un'attenuazione nel processo di lenta normalizzazione del comparto. Secondo l'indagine sul credito di Banca d'Italia, i criteri di offerta sui finanziamenti alle imprese sono rimasti nel terzo trimestre pressoché invariati rispetto alla media dei tre mesi precedenti.

L'indagine Istat sulla manifattura fornisce un quadro in larga misura simile, segnalando nell'ultima rilevazione (settembre) un leggero incremento della quota di imprese che dichiara di non avere ricevuto il credito richiesto. Inoltre, le statistiche sul sistema bancario evidenziano (in agosto) una stabilizzazione, nel confronto con l'anno precedente, dello *stock* di credito erogato alle imprese al netto delle cartolarizzazioni (fig. 9). Allo stesso tempo, si osserva una decisa flessione della quota dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti concessi determinata in larga parte dal processo di liquidazione degli istituti veneti. Nella media luglio-agosto, tale quota, al lordo delle rettifiche di valore, si attesta al 16,4 per cento, in calo di oltre due punti rispetto al dato medio del primo semestre dell'anno (18,5 per cento). In prospettiva, i risultati più recenti dell'inchiesta di Banca d'Italia segnalano un lieve irrigidimento delle condizioni di offerta applicate a imprese e famiglie, con una aspettativa di domande di prestiti in ulteriore espansione.

Indicazioni congiunturali più recenti

Con riferimento alle tendenze relative alla seconda metà dell'anno, la dinamica degli indicatori congiunturali più recenti si mantiene favorevole, prefigurando la prosecuzione della fase di espansione dell'economia italiana. Al positivo andamento della produzione industriale nel secondo trimestre hanno fatto seguito ulteriori incrementi in luglio-agosto, principalmente a riflesso di un balzo nel comparto dei beni di investimento e dei beni intermedi.

Fig. 9 – Prestiti bancari e imprese che non hanno potuto accedere al credito bancario (variazioni percentuali tendenziali e quota sul totale delle imprese che hanno dichiarato di aver richiesto credito)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L'incremento del volume della produzione industriale registrato ad agosto (+1,2 per cento in termini congiunturali) ha permesso di riassorbire quasi interamente il calo del livello di attività scaturito dall'ultima recessione e di riportare il livello dell'indice su valori prossimi a quelli di fine 2011. Gli indici del fatturato e degli ordinativi hanno sperimentato ad agosto consistenti incrementi (congiunturali e tendenziali), alimentati sia dalla componente interna che da quella estera. Anche le informazioni desumibili dagli indicatori qualitativi prefigurano un andamento positivo dell'attività economica nel breve periodo: nel terzo trimestre, il PMI manifatturiero ha segnato un incremento di circa mezzo punto rispetto alla media aprile-giugno; l'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere, dopo la correzione al ribasso di maggio, è progressivamente migliorato, collocandosi a settembre su un livello prossimo a quello pre-crisi. Sulla base di stime UPB, l'attività industriale dovrebbe essere cresciuta a ritmi sostenuti anche nel terzo trimestre, simili a quelli del periodo aprile-giugno.

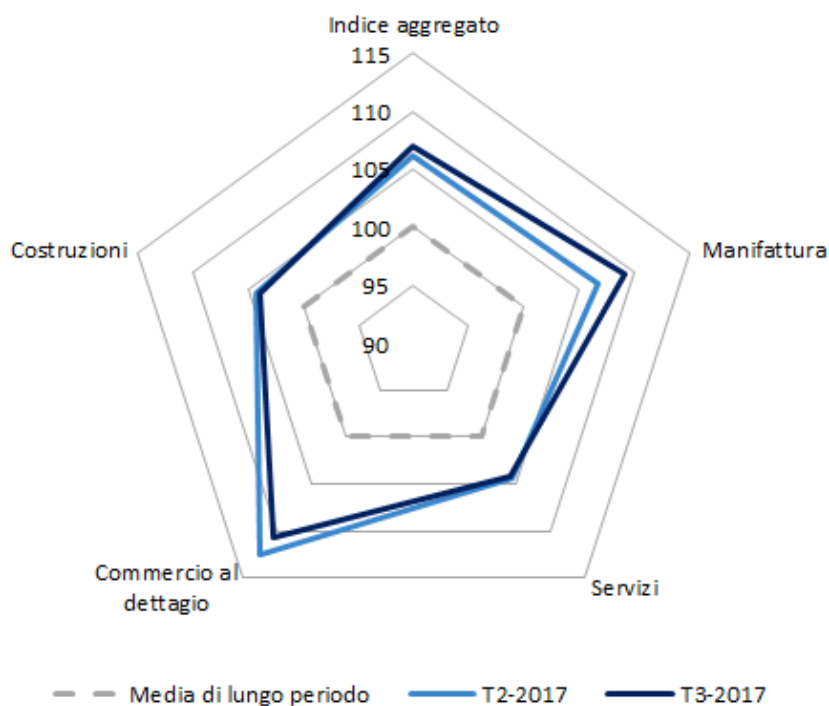
Nelle costruzioni la produzione è risalita in luglio-agosto, mantenendosi comunque sui livelli storicamente bassi che hanno caratterizzato il biennio 2015-16. Il clima di fiducia, tuttavia, si mantiene lungo una tendenza positiva. Indicazioni favorevoli si desumono, inoltre, dai risultati della rilevazione condotta dall'Osservatorio del mercato immobiliare che segnalano un ulteriore incremento congiunturale del numero delle compravendite nella media aprile-giugno (circa il 2 per cento su dati destagionalizzati), in accelerazione rispetto al dato del primo trimestre (+0,7 per cento). Il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa in giugno-luglio, segnala inoltre un miglioramento dei giudizi degli operatori riguardo ai prezzi di vendita (in aumento) e al margine di sconto sui prezzi di offerta (in corso di stabilizzazione), prefigurando per la seconda metà dell'anno un consolidamento dell'inversione della tendenza dei prezzi delle abitazioni osservata nel secondo trimestre (+0,3 per cento su base congiunturale).

Il settore dei servizi è risultato in ulteriore espansione nel secondo trimestre dell'anno, proseguendo la fase di recupero iniziata nella primavera del 2014. L'indice destagionalizzato in valore è cresciuto dello 0,7 per cento su base congiunturale (+2,7 per cento su base tendenziale), ritornando sui livelli di fine 2011. A livello di sezioni di attività economica, dinamiche particolarmente favorevoli hanno interessato i servizi di supporto alle imprese, le agenzie di viaggio e le attività di alloggio e ristorazione, del commercio e riparazione di autoveicoli e motocicli e quelle relative al trasporto e magazzinaggio. Per contro, le dinamiche dei servizi di informazione e comunicazione e delle attività professionali, scientifiche e tecniche sono risultate stagnanti o lievemente in flessione. D'altro canto, gli indicatori qualitativi forniscono indicazioni moderatamente positive, con un livello della fiducia nel settore dei servizi di mercato nella media luglio-settembre sostanzialmente in linea con quella del secondo trimestre. Un miglioramento del clima di opinione si riscontra, inoltre, nel commercio al dettaglio, che a settembre ha recuperato la flessione accusata ad agosto per tornare sui valori di giugno-luglio.

Nel complesso dei settori produttivi, l'indice aggregato di fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, si posiziona nella media luglio-settembre su valori lievemente superiori al dato medio del secondo trimestre, rimanendo abbondantemente al di sopra della media di lungo periodo (normalizzata a 100, fig. 10). Più in particolare, il grafico mostra un miglioramento più consistente della fiducia nel comparto manifatturiero, a fronte di una stabilizzazione per i servizi di mercato e le costruzioni e un lieve regresso nel commercio al dettaglio.

Ulteriori indicazioni positive giungono dall'indicatore UPB di incertezza⁴, che nella media luglio-settembre si è stabilizzato sui bassi valori medi del secondo trimestre, in linea con quelli registrati negli anni precedenti la crisi del 2008-09 (fig. 11). Segnali favorevoli giungono, inoltre, dagli indici sintetici del ciclo economico elaborati da varie Istituzioni. Sia l'indicatore coincidente ITA-coin di Banca d'Italia, in accelerazione a settembre per il terzo mese consecutivo, sia l'indicatore anticipatore Istat, in rialzo anche in settembre, suggeriscono la prosecuzione della favorevole fase congiunturale nei prossimi mesi.

Fig. 10 – Fiducia nei comparti produttivi (1)
(numero indice, media gennaio 1998-settembre 2017=100)

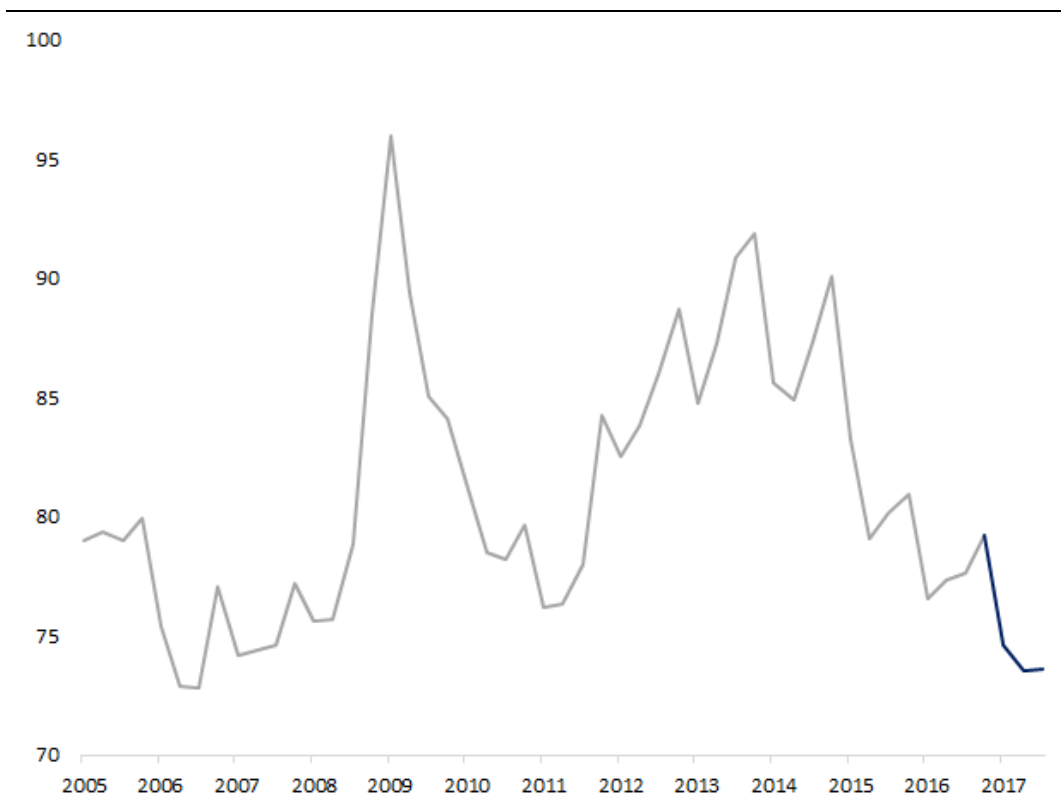


Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Istat.

(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*).

⁴ Per l'illustrazione della metodologia di costruzione di questo indicatore si rimanda alla Nota sulla congiuntura di aprile 2017.

Fig. 11 – Indice UPB di incertezza nell'economia italiana
(numero indice, 1993 T1=100)

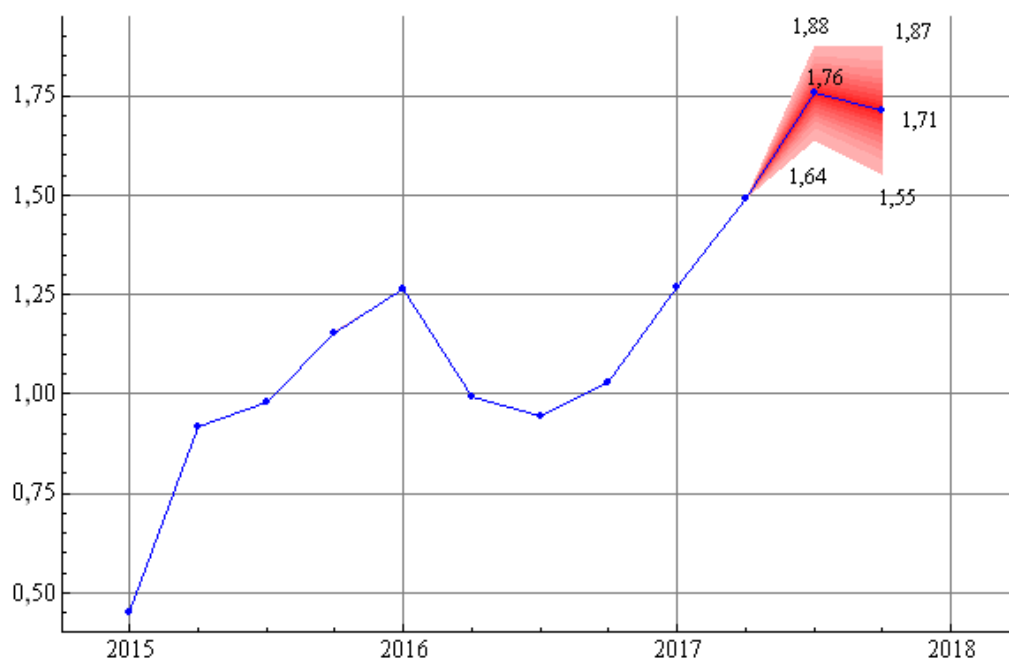


Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea.

Previsioni di breve periodo

Le favorevoli indicazioni provenienti dalle informazioni congiunturali conducono a prevedere un'accelerazione della crescita nel terzo trimestre dell'anno, seguita da un leggero rallentamento a fine 2017. In particolare, sulla base delle stime dei modelli di breve periodo dell'UPB, si valuta che il PIL potrebbe essere aumentato in termini congiunturali di circa lo 0,5 per cento nel terzo trimestre 2017 (valore che si colloca in una banda di errore al 90 per cento con limite massimo allo 0,6 per cento e minimo allo 0,4 per cento), venendo sostenuto, dal lato della domanda, principalmente dalle componenti della spesa interna e, dal lato dell'offerta, dalla favorevole evoluzione dell'industria e dei servizi. Per il quarto trimestre si stima una decelerazione (con un incremento congiunturale di circa 0,3 per cento, in una banda di errore con limite massimo allo 0,5 per cento e minimo allo 0,2), coerente con una moderazione della domanda interna e un rallentamento dell'*export* che risentirebbe degli effetti dell'apprezzamento del cambio sperimentato nei mesi passati. Il tasso di incremento tendenziale si situerebbe a circa l'1,8 per cento nel terzo trimestre, posizionandosi poi all'1,7 negli ultimi tre mesi dell'anno (fig. 12).

Fig. 12 – Previsioni della variazione tendenziale del PIL ed errori standard (1)



Fonte: stime UPB.

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

Nell'insieme, tenuto conto degli andamenti rilevati dall'Istat per la prima metà dell'anno (con tassi di aumento tendenziale del PIL dell'1,2 per cento nel primo trimestre e dell'1,5 nel secondo), le stime UPB di breve periodo sul terzo e sul quarto trimestre condurrebbero ad una crescita reale del PIL nella media del 2017 pari all'1,5 per cento in termini destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario. Anche il PIL "grezzo", pur tenendo conto del minore numero di giorni di lavoro (due in meno rispetto al 2016), aumenterebbe dell'1,5 per cento, risultando in linea con le stime presentate dal Governo nella NADEF. Questo aggiornamento della stima UPB aumenta marginalmente (nell'ordine di quattro centesimi di punto) la previsione UPB sul 2017 elaborata in settembre (+1,4 per cento, nella cifra arrotondata al primo decimale) in occasione della validazione della NADEF.

L'occupazione si riporta sui livelli pre-crisi, trainata dalla componente a termine

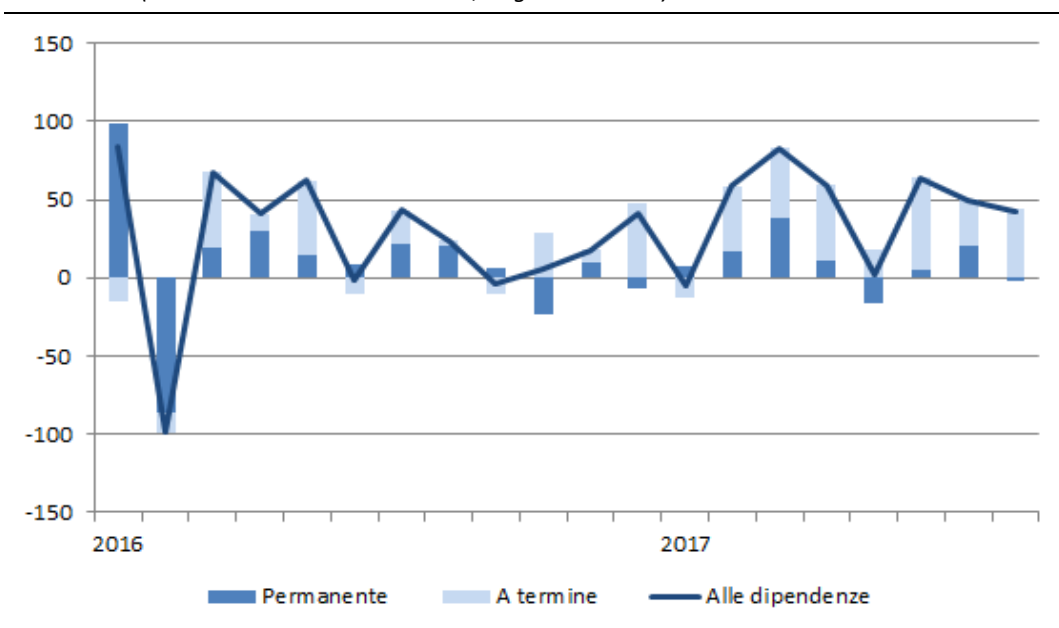
Al rafforzamento della fase ciclica si è accompagnato un ulteriore miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Grazie all'accelerazione registrata nei mesi estivi, l'occupazione si è riportata sui livelli pre-crisi. Tale recupero è stato trainato dal mercato incremento dei lavoratori con contratto a termine, in presenza di un contributo positivo, ma più contenuto, dell'occupazione a carattere permanente. Questa evoluzione ha riflesso l'esaurirsi degli effetti della politica di decontribuzione per le nuove assunzioni a tempo indeterminato (dal mese di gennaio 2017). Allo stesso tempo,

l'incremento dell'occupazione temporanea alle dipendenze ha risentito della considerevole crescita di forme contrattuali flessibili.

Sulla base delle informazioni più recenti tratte dalla Rilevazione sulle forze di lavoro, il miglioramento dell'occupazione complessiva è proseguito nei mesi di luglio (+0,3 per cento rispetto al mese precedente) e di agosto (+0,2 per cento). Nella media del bimestre, la nuova accelerazione degli occupati (+0,5 per cento rispetto al secondo trimestre dell'anno, +108.000 persone) ha dunque proseguito la tendenza osservata nei primi due trimestri dell'anno. L'incremento registrato nei mesi estivi è in massima parte attribuibile alla crescita dell'occupazione alle dipendenze (+0,7 per cento nella media del bimestre luglio-agosto rispetto ai precedenti tre mesi, +115.000 unità). Quest'ultima è stata contrassegnata dal considerevole progresso della componente a carattere temporaneo (+3,6 per cento), che ha rappresentato l'85 per cento dei nuovi occupati dipendenti registrati nel bimestre (era pari al 69 per cento nei primi tre mesi dell'anno). L'occupazione a carattere permanente ha mostrato un incremento lieve (+0,1 per cento, +17.000 persone) (fig. 13).

Queste dinamiche trovano conferma analizzando l'intero periodo gennaio-agosto, quando l'aumento dei livelli occupazionali (+1,2 per cento rispetto allo stesso periodo del 2016) ha beneficiato dell'eccezionale balzo in avanti dell'occupazione alle dipendenze a tempo determinato (+10,8 per cento), che è risultato circa cinque volte superiore rispetto alla crescita registrata dalla stessa componente nella media del 2016. Molto più contenuto è invece stato il sostegno dell'occupazione a carattere permanente (in aumento dello 0,6 per cento, circa 1/3 rispetto all'andamento osservato lo scorso anno).

Fig. 13 – Variazione dell'occupazione alle dipendenze
(variazioni tendenziali assolute, migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

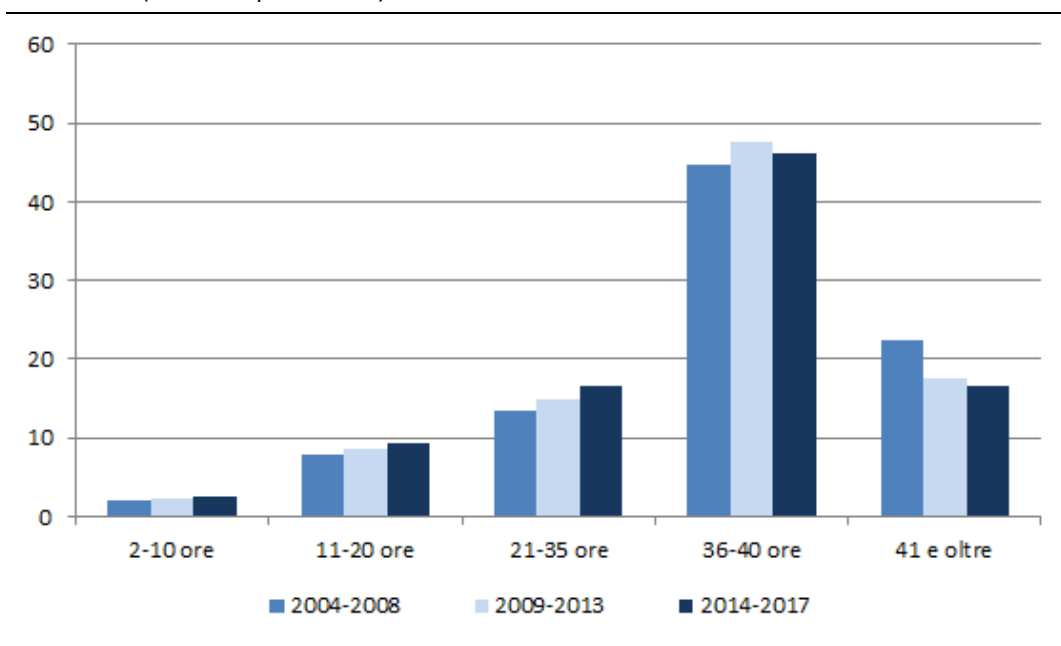
Nei primi otto mesi dell'anno, il recupero dell'occupazione ha interessato sia la componente maschile sia quella femminile del mercato del lavoro. Con riferimento alle classi di età, la crescita degli occupati tra i 50 e i 64 anni (+3,9 per cento) avrebbe riflesso l'andamento demografico e l'effetto dovuto all'allungamento dell'età pensionabile. La maggiore occupazione per i lavoratori di età fino a 24 anni (+2,5 per cento) ha probabilmente beneficiato della progressiva espansione delle posizioni a termine, la cui incidenza è particolarmente elevata in questa classe di età (pari a circa il 59 per cento nella media dei primi due trimestri del 2017). La dinamica demografica sarebbe, invece, alla base della riduzione dell'occupazione nella classe di età 35-49 anni (-1,2 per cento).

Con riferimento alla tipologia di orario, le informazioni disponibili, relative al secondo trimestre, indicano come la crescita dell'occupazione sia stata sostenuta dalla favorevole evoluzione degli occupati a tempo pieno (+0,6 per cento su base tendenziale, in rallentamento rispetto ai primi tre mesi) e, in misura maggiore, dall'aumento delle posizioni a tempo parziale (+1,2 per cento), contrassegnate dalla crescente incidenza della componente a carattere volontario. Quest'ultima è stata trainata in modo consistente dalla componente femminile dell'occupazione (che rappresenta oltre l'80 per cento di questa tipologia di occupati). La quota del *part-time* involontario si è quindi ancora leggermente ridotta (al 60,6 per cento degli occupati a tempo parziale, 4 decimi in meno rispetto ai primi tre mesi del 2017).

Nel secondo trimestre l'aumento delle ore complessivamente lavorate ha seguito da vicino l'incremento dell'occupazione complessiva. Le ore lavorate per occupato alle dipendenze sono dunque rimaste pressoché stazionarie. Allo stesso tempo, il monte delle ore complessivamente lavorate è risultato ancora sensibilmente distante dai livelli che hanno preceduto la crisi, segnalando il permanere, analogamente a quanto si verifica in diversi altri paesi dell'area dell'euro, di un'area di sottoutilizzo del fattore lavoro.

Al recupero dell'occupazione, ritornata intorno ai livelli pre-crisi, non è dunque seguito un adeguamento degli orari di lavoro. Indicazioni che vanno nella direzione di una riduzione degli orari medi di lavoro si desumono dalle statistiche sull'occupazione per ore lavorate nella settimana di riferimento. La redistribuzione degli occupati verso durate più contenute della settimana di lavoro, che ha avuto inizio nel corso delle due ultime recessioni (dal primo trimestre del 2009 al quarto del 2013), è proseguita anche nel periodo più recente di ripresa. La graduale uscita dal periodo di crisi (a partire dal primo trimestre del 2014) ha visto la crescente incidenza di occupati in corrispondenza di orari di lavoro ridotti (11-20 ore, 21-35 ore), a fronte di una ulteriore attenuazione della quota di occupati allocata su orari di lavoro più estesi (36-40 ore, 41 ore e oltre, fig.14).

Fig. 14 – Occupati per orario di lavoro settimanale.
(incidenze percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Un'ulteriore indicazione sulla risalita dei livelli dell'occupazione è fornita dai dati di flusso dell'Osservatorio INPS sul precariato. Nel periodo gennaio-agosto, il ritmo di crescita delle nuove assunzioni nel settore privato (+19,2 per cento rispetto all'analogo periodo del 2016) si è confermato più sostenuto rispetto a quello delle cessazioni (+15,9 per cento), con una variazione netta di 994.000 nuove posizioni di lavoro, in larga misura sostenuta dai contratti a termine (il cui saldo tra assunzioni e cessazioni è risultato pari a circa 652.000 posizioni di lavoro). La variazione netta dei contratti a tempo indeterminato (comprensivi delle trasformazioni delle posizioni a termine e in apprendistato) è invece risultata pressoché nulla. Alla consistente espansione delle assunzioni a tempo determinato ha inoltre contribuito la crescente incidenza di contratti di lavoro a carattere temporaneo e a tempo parziale (contratti di somministrazione, contratti di lavoro a chiamata), pressoché raddoppiata nell'arco di un anno. Tale fenomeno sembra riflettere la domanda di lavoro accessorio da parte delle imprese precedentemente soddisfatta attraverso il ricorso ai *voucher*, uno strumento fortemente ridimensionato dallo scorso mese di marzo.

Nei mesi estivi, l'aumento della partecipazione al mercato del lavoro ha seguito la favorevole evoluzione dell'occupazione, sospinta dall'intensificarsi della ripresa ciclica. Il leggero rialzo delle persone in cerca di lavoro (+18.000 unità nel bimestre luglio-agosto rispetto al secondo trimestre) non ha inciso in misura sostanziale sul tasso di disoccupazione, che è risultato invariato rispetto ai precedenti tre mesi (11,2 per cento, 11,4 per cento nella media dei primi otto mesi dell'anno). La riduzione della popolazione di inattivi (oltre 400.000 persone rispetto al periodo luglio-agosto del 2016) ha fatto seguito al calo più contenuto registrato nel secondo trimestre, interamente dovuto alla

diminuzione di quanti non cercano lavoro ma si sono dichiarati disponibili a lavorare. La diminuzione di questa componente dell'inattività ha riflesso, accanto alla riduzione degli scoraggiati, anche il calo delle persone ritirate dal lavoro e di quanti sono in attesa degli esiti di passate azioni di ricerca di lavoro. Nel complesso, considerando oltre alla disoccupazione e alle forze di lavoro potenziali, anche la quota di popolazione sottoccupata, il grado di sottoutilizzo delle forze di lavoro risulterebbe ancora elevato (pari al 23,1 per cento nel secondo trimestre, in diminuzione di circa un punto percentuale rispetto allo stesso periodo del 2016).

Le prospettive di breve termine relative al mercato del lavoro rimangono complessivamente favorevoli. Le attese occupazionali degli imprenditori, desunte dalle indagini congiunturali condotte dall'Istat nel mese di settembre, porterebbero a delineare incrementi dell'occupazione nei settori della manifattura (in particolare, nei comparti di produzione dei beni di consumo e dei beni strumentali) e un recupero nelle costruzioni. Un aumento dei livelli occupazionali dovrebbe interessare anche i servizi di mercato. Segnali di stabilità si evidenziano, invece, nel commercio al dettaglio.

Restano deboli le tensioni inflazionistiche

Nonostante il consolidamento della fase di ripresa gli impulsi inflazionistici rimangono deboli. Incidono su tale evoluzione il persistere di margini di sotto-utilizzo delle risorse e la conseguente dinamica modesta dei costi di produzione.

In settembre, l'inflazione al consumo (indice armonizzato) si è attestata all'1,3 per cento in lieve calo rispetto al mese precedente (+1,4 per cento). La dinamica dei prezzi dei beni è rimasta stabile sui livelli raggiunti in agosto (+1 per cento), risentendo del rallentamento dei prezzi degli energetici (3,4 da 4,5 per cento) e del recupero degli alimentari (1,3 per cento da 0,7 per cento), quest'ultimi sospinti soprattutto dai rincari dei vegetali freschi (4,8 per cento da 0,1 di agosto). Hanno invece registrato una decelerazione i prezzi dei servizi (il tasso di incremento si è portato a 1,3 per cento da 1,6 di agosto), per effetto del rallentamento dei prezzi dei servizi di trasporto (2,7 per cento da 4,4 per cento) e in minor misura di quelli dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (1,5 per cento da 1,6 di agosto), riflettendo anche l'influenza di fattori stagionali.

L'inflazione di fondo, al netto di energetici e alimentari freschi, che maggiormente riflette le pressioni interne sui prezzi, è scesa in settembre di tre decimi rispetto al mese precedente, situandosi allo 0,7 per cento, risentendo soprattutto del rallentamento dei prezzi dei servizi.

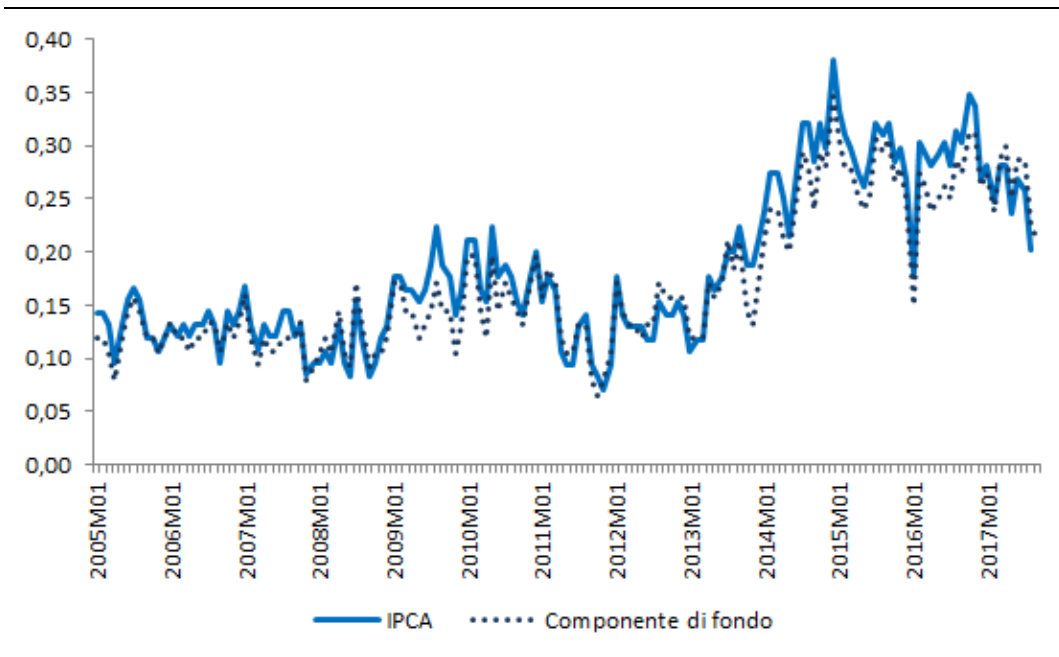
Pur nel quadro di basse tensioni inflazionistiche, prosegue la tendenza alla riduzione della quota di beni e servizi che registrano flessioni dei prezzi. Con riferimento al mese di settembre, l'incidenza dei prodotti in deflazione nel paniere dell'indice dei prezzi al

consumo è risultata pari al 20 per cento, in calo di dieci punti rispetto allo stesso periodo del 2016 (fig. 15), riducendosi anche la quota delle voci con variazioni tendenziali dei prezzi inferiori all'1 per cento. Resta invece sostanzialmente invariata, nel confronto con settembre 2016, la quota di quelli con dinamiche inferiori allo 0,5 per cento.

Nelle fasi a monte del processo inflazionistico, qualche segno di maggiore vivacità si è evidenziato nei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno, cresciuti in agosto dell'1,6 per cento in termini tendenziali (dallo 0,9 di luglio), risentendo principalmente della dinamica dei prezzi dei beni intermedi. Le tendenze rimangono comunque decisamente più contenute di quelle che si osservavano prima dell'estate, quando i prezzi alla produzione sul mercato interno crescevano a ritmi medi tendenziali superiori al 3 per cento. L'apprezzamento dell'euro ha invece favorito il contenimento dei prezzi all'importazione dei prodotti industriali, scesi in agosto (-0,1 per cento sul mese precedente) per il quinto mese consecutivo.

Anche in termini tendenziali, la dinamica dei prezzi all'import si è indebolita, attestandosi all'1,3 per cento (dall'1,8 per cento di luglio), in conseguenza della dinamica del comparto energetico e dei beni intermedi. Tornano invece ad aumentare i prezzi alla produzione nei servizi che crescono dello 0,4 per cento nel secondo trimestre rispetto al precedente (+1,3 tendenziale, dopo -0,6 per cento del primo trimestre) per il contributo del rincaro del trasporto aereo sia di merci (10 per cento in un anno) che di passeggeri (+3,7 per cento).

Fig. 15 – Incidenza dei beni e servizi in deflazione nel paniere dei prezzi al consumo (IPCA)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Sul fronte delle attese di inflazione, l'indagine Istat evidenzia nel complesso un leggero aumento delle aspettative delle famiglie, pur in presenza di un'area ancora prevalente di consumatori che scontano dinamiche dei prezzi in ripiegamento. Nel terzo trimestre si è in effetti ridotta la percentuale di coloro che non sanno o non vogliono rispondere all'indagine (di 4,1 punti percentuali rispetto al secondo trimestre). Tale diminuzione è andata ad alimentare tanto la quota di famiglie che si attende incrementi futuri più rapidi dei prezzi al consumo (portatasi al 32,6 per cento, contro il 29,9 del secondo trimestre), quanto, in minor misura, quella di coloro che si attendono incrementi più bassi, nulli o anche variazioni negative (quota attestatasi al 61,5 per cento, dal 60,1 del secondo trimestre). Attese di rialzi si evidenziano per gli imprenditori tra i quali aumenta la quota di quanti prefigurano prezzi di listino in aumento nei prossimi 12 mesi (saldo a quota 6,4 da 5,6 di agosto) nei comparti dei beni intermedi e strumentali. Si ridimensionano invece le attese di rincari per le imprese produttrici di beni di consumo sia durevoli che non durevoli.

Riquadro – Tassi di interesse naturale dei paesi dell'euro e politica monetaria

A dieci anni dall'inizio della crisi finanziaria l'area dell'euro sembra essere tornata a crescere a un buon ritmo, recuperando le perdite di prodotto subite nel corso delle due ultime recessioni⁵. Negli anni più recenti, la politica monetaria attuata dalla BCE ha avuto un ruolo fondamentale nel contrastare gli effetti della crisi e nel contribuire alla ripresa: tra il 2007 e i nostri giorni, parallelamente alla riduzione dei tassi di interesse di riferimento a zero (per quanto riguarda le operazioni di rifinanziamento) o sotto lo zero (per la liquidità depositata dalle banche presso la BCE), l'attivo della Banca centrale è quadruplicato (arrivando a un valore di 4.500 miliardi, ossia il 40 per cento del PIL dell'area) principalmente per effetto delle misure non convenzionali adottate negli ultimi anni (e, in particolare, il programma di acquisto di *asset* avviato nel 2015).

Se da un lato la ritrovata vitalità dell'economia europea comincia a porre la questione di quando iniziare e a quale velocità procedere nella normalizzazione della politica monetaria, dall'altro il perdurare di eterogeneità nelle dinamiche di crescita dei singoli stati dell'unione monetaria rende più complesso il contesto in cui deve operare la BCE. Sulla base degli ultimi dati disponibili (secondo trimestre 2017), l'Italia risulta ancora molto distante dal livello di PIL del picco pre-crisi (-6,4 per cento, rispetto al primo trimestre 2008), la Spagna è appena tornata poco sopra (+0,7 per cento), mentre Francia e, soprattutto, Germania hanno abbondantemente recuperato (+5,8 e +9,8 per cento rispettivamente). Tali dinamiche dipingono una situazione ancora disomogenea all'interno dell'area euro che tende a complicare il percorso della politica monetaria.

Un modo per evidenziare le eventuali differenze nelle condizioni monetarie che sarebbero più adeguate alle posizioni cicliche dei singoli stati membri è quello di fare riferimento al concetto di tasso naturale di interesse (TNI). Quest'ultimo è il tasso di interesse reale che equilibra l'offerta e la domanda di fondi liquidi in situazioni in cui l'*output* è al suo livello potenziale e l'inflazione è al *target* perseguito dall'autorità monetaria. Esso è influenzato da una varietà di fattori che operano tanto sul lato della domanda che dell'offerta di risparmio, come l'andamento demografico, il progresso tecnologico, il prezzo relativo dei beni di investimento, le disuguaglianze nella distribuzione del reddito e della ricchezza, la scarsità relativa di cosiddetti *safe asset*⁶. Questi fattori sembrano avere in vario modo operato negli ultimi decenni, e ancor più nella recente crisi, nella direzione di aumentare il risparmio desiderato dagli operatori e ridurre al contempo la propensione all'investimento, determinando una compressione del TNI e inducendo dunque persistenti pressioni al ribasso sui tassi di interesse nominali, fino ai limiti minimi raggiungibili per quanto riguarda quelli di *policy*⁷.

Al pari del PIL potenziale, il TNI non è una variabile osservabile e la sua stima è soggetta ad ampi margini di incertezza, dovendo ricorrere a ipotesi e metodi specifici. Una delle metodologie maggiormente utilizzate è quella proposta dagli economisti della *Federal Reserve* Thomas Laubach e John Williams per gli Stati Uniti e più di recente applicata ad altre economie, inclusa quella dell'area dell'euro nel suo complesso⁸. In quanto segue si utilizza tale approccio per la

⁵ Rispetto al picco raggiunto prima della crisi (primo trimestre 2008), il PIL risultava nel secondo trimestre 2017 superiore del 4,1 per cento.

⁶ Il TNI è una variabile che influisce sulle decisioni di politica monetaria. Ad esempio, la regola di Taylor per la fissazione dei tassi di interesse di riferimento pone questi ultimi in funzione degli scostamenti dell'inflazione dal *target*, dell'*output gap*, dell'inflazione attesa e del tasso di interesse naturale, secondo la seguente relazione: $\text{tasso di interesse di policy} = \text{TNI} + \text{inflazione attesa} + 0,5 \times (\text{inflazione corrente} - \text{target}) + 0,5 \times \text{output gap}$. Quando l'inflazione è al *target* e l'*output gap* a zero, il tasso di *policy* è pari al TNI aumentato per le attese di inflazione. Sulle determinanti dell'evoluzione del TNI negli ultimi anni si veda, tra gli altri, Summers L. H. (2014) "US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bound" Business Economics vol. 49, n.2.

⁷ Nelle parole del Presidente della BCE Mario Draghi: "The natural rate of interest [...] has fallen over time, to very low or even negative levels [...] whatever the drivers behind this, Central Banks have to take it into account and cut their policy rates to commensurately lower levels", Berlino 25 ottobre 2016.

⁸ Laubach T., Williams J. (2015) "Measuring the natural rate of interest", Review of Economics and Statistics, 85(4), 1063-1070. Stime per l'area dell'euro sono in Holstom K., Laubach T., Williams J. C. (2017)

stima del TNI per le quattro economie principali della zona dell'euro (Germania, Francia, Italia e Spagna) relativamente al periodo 1999T1-2017T2. La strategia di stima è basata sull'utilizzo di un filtro di Kalman multivariato applicato alle serie del (logaritmo del livello del) PIL reale, dell'inflazione *core* (ossia, il tasso di variazione del livello dei prezzi al netto degli energetici) e del tasso di interesse reale (definito come tasso di interesse a breve corretto per l'inflazione attesa, quest'ultima espressa come media dell'inflazione osservata nei quattro trimestri precedenti)⁹.

La fig. R.1 riporta la stima del TNI per le quattro economie (linee azzurre) e quello medio ponderato (con pesi in termini di PIL) inteso come *proxy* per l'economia dell'area dell'euro nel suo complesso (linea blu).

I risultati indicano che il processo di tendenziale declino del tasso naturale osservato per le grandi aree economiche è riscontrabile anche nei paesi presi in considerazione. In particolare, l'andamento decrescente dei TNI nel periodo pre-crisi (1999-2007) sarebbe proseguito con maggiore intensità negli anni della cosiddetta Grande recessione (2008-09). La dinamica dei TNI appare sostanzialmente sincrona anche nella fase di recupero del biennio successivo (2010-11) che precede la crisi dei debiti sovrani (2012-14), periodo in cui si stima, invece, una accentuazione della eterogeneità tra gli andamenti dei TNI delle quattro economie in esame. In particolare, la stima del TNI per la Germania tende a stabilizzarsi (intorno a un valore dell'1 per cento); per contro, in Francia e, soprattutto, in Italia la stima del TNI segue una traiettoria decrescente, portandosi in territorio negativo (con minimi, secondo queste valutazioni, intorno al -1 e -2,5 per cento rispettivamente); la dinamica stimata per il TNI della Spagna, infine, si caratterizza per una flessione fino alla prima metà del 2014, seguita da una relativa stabilizzazione. Negli anni di implementazione delle misure non convenzionali di politica monetaria (dal 2015 in poi), le stime indicano per l'economia francese e italiana una stabilizzazione seguita da un parziale recupero, a fronte di un andamento sostanzialmente piatto per Germania e Spagna¹⁰.

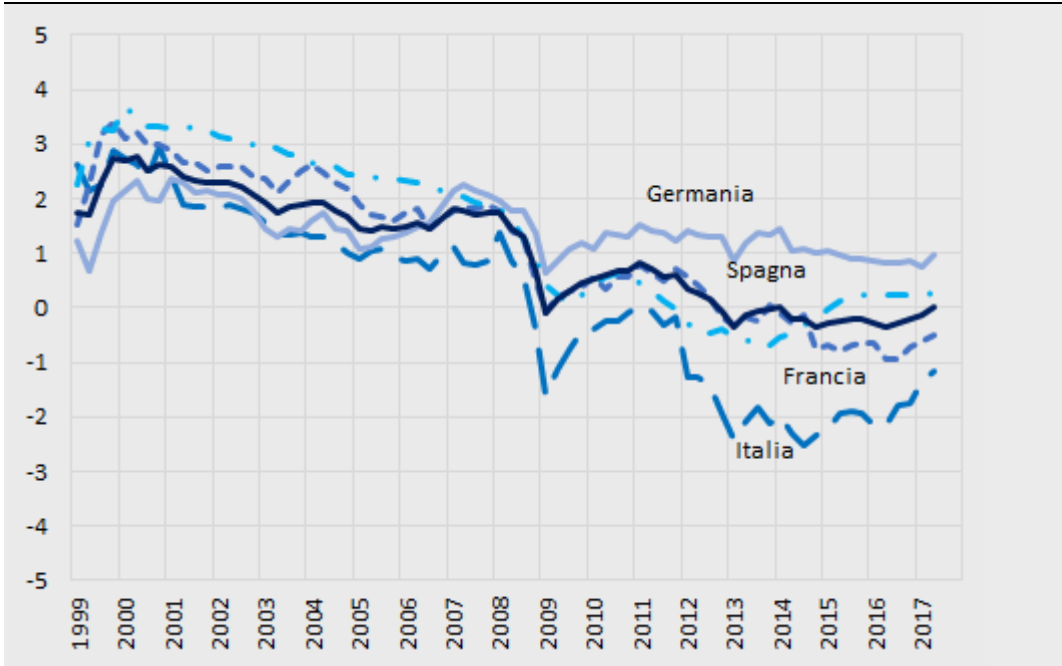
In termini di dispersione, misurata come distanza tra il valore massimo e quello minimo in ciascun trimestre del periodo analizzato (linea blu in fig. R.2), si evince dalle stime una prolungata fase di stabilità fino al balzo negli anni della crisi del debito, solo parzialmente riassorbito nel periodo più recente, in corrispondenza delle politiche monetarie non convenzionali e della maggiore diffusione della fase di ripresa tra le economie dell'area.

"Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants", *Journal of International Economics*, 108(S1), 59-75.

⁹ Esistono altri metodi di stima del tasso naturale che vanno dalle semplici analisi univariate ai modelli dinamici di equilibrio economico generale. In generale, i vari metodi, pur condividendo l'incertezza della stima dovuta alla non osservabilità del fenomeno, evidenziano il ridimensionamento sperimentato negli ultimi anni dal TNI delle principali economie avanzate; cfr. Gerali A., Neri S. (2017) "Natural rates across the Atlantic", Banca d'Italia, Temi di discussione n. 1.140, settembre, e Ferrero G., Neri S. (2017) "Monetary Policy in a low interest rate environment", Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 392, settembre.

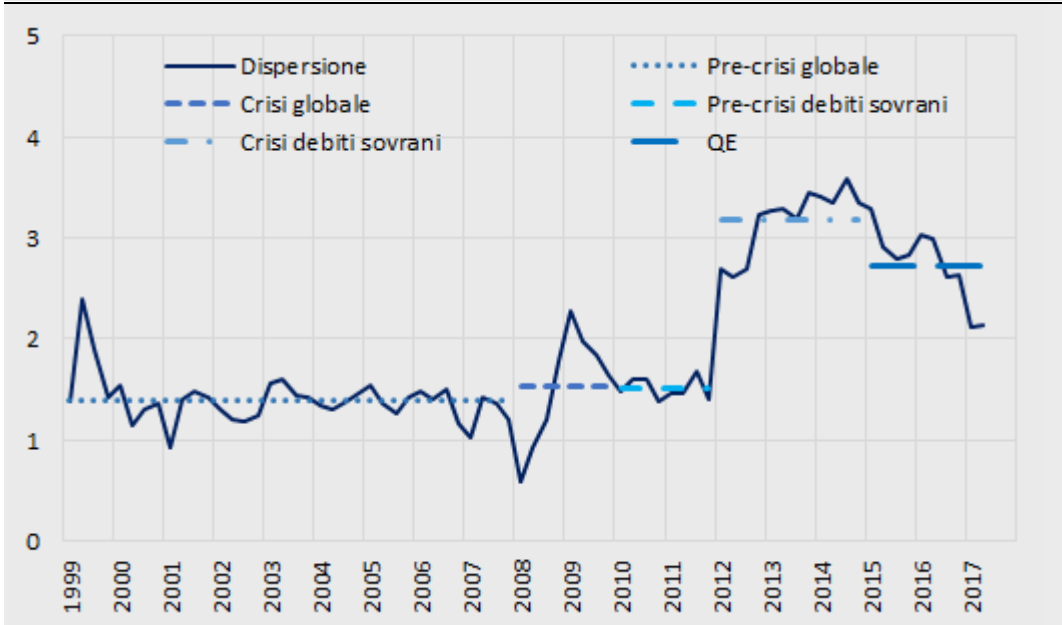
¹⁰ Nell'insieme, tali andamenti danno luogo a una evoluzione del TNI medio ponderato (*proxy* per l'area dell'euro, linea blu nella fig. R.1) pressoché coincidente con la stima del TNI dell'area dell'euro ottenuta da Laubach e Williams (consultabile a questo [link](#)). I risultati sono, inoltre, qualitativamente confrontabili con quelli ottenuti da Fries S., Mésonnier J., Mouabbi S., Renne J (2016) "National natural rates of interest and the single monetary policy in the euro area", Banque de France, Working paper, n. 611.

Fig. R1 – Tasso naturale di interesse (TNI) per le quattro principali economie dell'area dell'euro
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

Fig. R2 – Dispersione tra le stime dei TNI
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

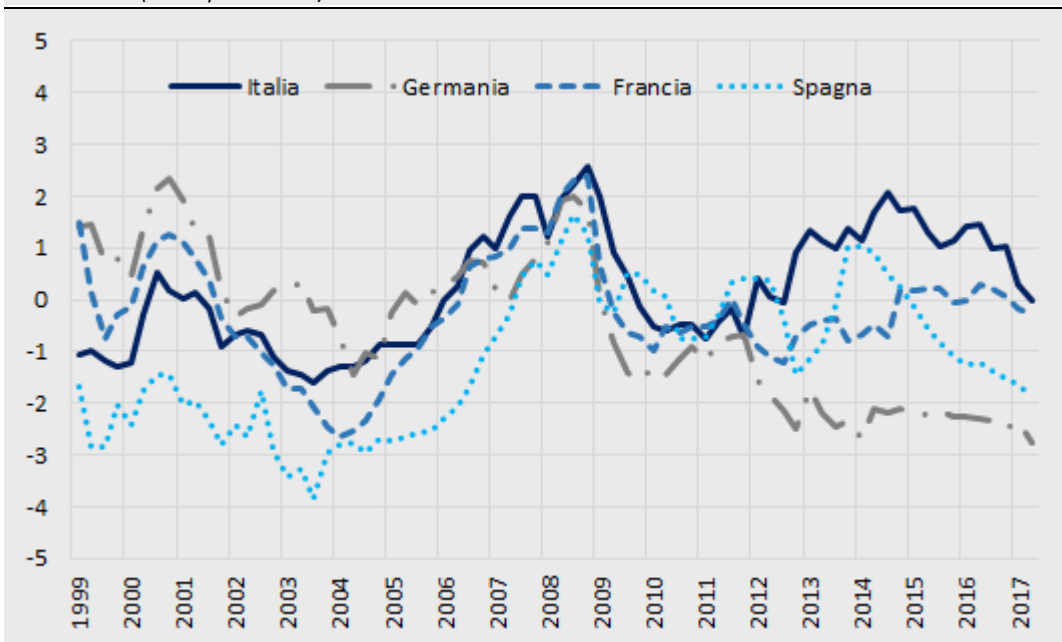
Il perdurare di un livello di dispersione tra i TNI nazionali relativamente elevato, superiore alla media osservata nel periodo antecedente la crisi dei debiti sovrani, è un elemento che contribuisce a suggerire gradualità nell'azione della BCE di normalizzazione della politica monetaria. Ciò sembrerebbe desiderabile soprattutto per il caso dell'Italia alla luce dell'andamento, nell'ultimo quinquennio, del differenziale tra il tasso reale di interesse osservato

(tasso di *policy* al netto delle aspettative di inflazione del paese) e il TNI (*real interest rate gap*), un indicatore che misura il grado effettivo di severità della politica monetaria in relazione alle condizioni cicliche dell'economia. In particolare, un valore positivo di tale indicatore segnalerebbe una *stance* monetaria restrittiva per il paese considerato, uno negativo un'impostazione espansiva. La fig. R.3 mostra come, nel periodo antecedente la Grande Recessione, il *real interest rate gap* per l'Italia sia stato sostanzialmente analogo a quello della Francia, collocandosi su valori intermedi tra quelli relativi alla Germania (estremo superiore) e alla Spagna (estremo inferiore).

Nel biennio di crisi 2008-09 e in quello successivo di parziale recupero 2010-11, si evince un andamento pressoché analogo nei quattro paesi. Nel periodo successivo al 2011, per contro, il caso dell'Italia si sarebbe distinto rispetto alle altre economie considerate nell'analisi. Secondo queste stime, la condotta di politica monetaria, esplicitata nel tasso di interesse di *policy*, è risultata infatti espansiva per la Germania e (dal 2014) per la Spagna, complessivamente neutrale per la Francia. Per l'Italia, invece, l'emergere di un *gap* positivo (crescente fino al 2015), segno di condizioni monetarie comparativamente più restrittive, avrebbe riflesso tanto il deterioramento stimato del TNI, quanto l'aumento del tasso di interesse reale effettivamente osservato dovuto a un ripiegamento delle aspettative di inflazione. Solo nel periodo più recente, a partire dal 2015 e particolarmente nel primo semestre del 2017, il divario è apparso in Italia in via di riassorbimento, con il progressivo concretizzarsi di una *stance* monetaria maggiormente neutrale, grazie al parziale recupero sia del TNI sia delle attese di d'inflazione. Tale evoluzione più favorevole avrebbe concorso al rafforzamento della ripresa italiana osservato nell'ultimo anno.

In definitiva, considerate le rilevanti difformità interne che ancora interessano l'area dell'euro (e con particolare riferimento l'Italia, ma non solo), un percorso graduale nella normalizzazione della politica della BCE potrebbe consentire la prosecuzione del processo di riduzione del grado di dispersione tra le condizioni monetarie dei principali paesi, con una loro maggiore convergenza verso livelli prossimi a quelli prevalenti nel periodo pre-crisi.

Fig. R3 – *Real interest rate gap*: differenziale tra tasso reale osservato e tasso naturale stimato (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati OCSE.