

## **Sommario\***

*Nella prima metà dell'anno il contesto internazionale è stato contrassegnato dall'emergere di segnali di rallentamento, in particolare nelle economie avanzate, che in prospettiva potrebbero estendersi con l'inasprimento delle misure di restrizione al commercio. Nell'area dell'euro l'inflazione è salita e la BCE ha annunciato il sentiero di riduzione di acquisti dei titoli di Stato; le condizioni monetarie restano comunque accomodanti, grazie alla politica di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza, destinata a proseguire per un periodo prolungato.*

*In Italia nel secondo trimestre è proseguito l'indebolimento degli indicatori congiunturali. La produzione industriale, nonostante il rialzo in maggio (0,7 per cento rispetto al mese precedente), ha solo in parte recuperato la flessione di aprile e nelle stime dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) risulterebbe nel complesso del trimestre su livelli prossimi a quelli dei primi tre mesi dell'anno. Le indagini qualitative mettono nel complesso in luce un deterioramento della fiducia delle imprese, mentre il clima di opinione delle famiglie registra una sostanziale tenuta. Sulla base delle stime dei modelli di breve periodo dell'UPB, nel secondo e nel terzo trimestre l'attività economica registrerebbe ritmi di crescita appena inferiori a quelli dei primi tre mesi dell'anno, che potrebbero invece recuperare marginalmente nello scorcio finale dell'anno. A sintesi di tali andamenti, l'espansione del PIL nel 2018 si attesterebbe all'1,3 per cento (1,2 tenendo conto della correzione per i giorni di lavoro). L'anno prossimo la dinamica del PIL risentirebbe della bassa crescita acquisita, oltre che dei numerosi fattori di rischio, per cui registrerebbe un lieve indebolimento, collocandosi di poco oltre l'1,0 per cento.*

*Le condizioni del mercato del lavoro si confermano favorevoli; al considerevole incremento della componente a termine si è affiancato, nei mesi primaverili, il recupero dell'occupazione permanente. L'area di sotto-utilizzo del lavoro tende a ridursi con estrema gradualità, contenendo le dinamiche retributive e dell'inflazione.*

*I fattori di rischio connessi agli sviluppi internazionali incidono sulle prospettive di crescita di breve e medio termine. L'accentuazione delle misure protezionistiche, la volatilità dei mercati finanziari e le tensioni geo-politiche condizionerebbero le decisioni di spesa per consumi e investimenti, con effetti avversi anche per l'economia italiana.*

---

\* A cura del Servizio analisi macroeconomica; la Nota è stata completata con le informazioni disponibili il 13-07-2018.

## ***Economia internazionale***

### ***Il ciclo internazionale si è indebolito***

Negli ultimi mesi si sono manifestati segnali di rallentamento del ciclo globale la cui natura, temporanea o permanente, risulta ancora incerta. Tra i grandi paesi avanzati, nel primo trimestre il PIL ha rallentato negli Stati Uniti, in Francia, in Germania e nel Regno Unito e si è ridotto in Giappone. Tra gli emergenti, in Cina e in India la dinamica di crescita è rimasta elevata, mentre si è attenuata in Brasile. A soffrire sono state soprattutto le componenti della domanda legate all'*export*. Il commercio internazionale ha vistosamente rallentato nei mesi di aprile e maggio, trainando al ribasso anche gli indici di fiducia dei direttori acquisti (PMI – fig. 1). In giugno però l'indice composito globale ha mostrato un recupero, diffuso sia ai paesi avanzati sia a quelli emergenti, che a livello settoriale è stato trainato dai servizi.

### ***...ed è aumentata l'incertezza geopolitica***

Le prospettive degli scambi (fig. 2) risentono dell'*escalation* di azioni protezionistiche, introdotte o minacciate dall'Amministrazione americana, alle quali i *partner* commerciali hanno già risposto. Dopo l'introduzione a febbraio di dazi su lavatrici e pannelli solari, gli Stati Uniti hanno aggiunto a giugno dazi sulle importazioni di acciaio e alluminio, in seguito alle quali Europa e Cina hanno approvato misure di ritorsione. All'inizio di luglio, l'Amministrazione americana ha introdotto ulteriori dazi sui beni cinesi, che riguardano 36 miliardi di dollari di importazioni, ai quali la Cina ha risposto in egual modo. Gli annunci di possibili ulteriori restrizioni, sugli investimenti cinesi negli USA o sulle importazioni di auto europee, contribuiscono ad alimentare un clima di incertezza.

Nelle analisi svolte da istituzioni internazionali<sup>2</sup> e nazionali<sup>3</sup> sugli effetti delle barriere tariffarie, si arriva a simulare una vera e propria guerra commerciale scatenata per iniziativa di un singolo stato. Sotto particolari condizioni l'imposizione di un dazio da parte di un singolo paese potrebbe condurre a benefici per lo stesso, ma l'esito più probabile è invece che, come nel dilemma del prigioniero, il paese colpito avvierà ritorsioni, per cui entrambi finiranno in un equilibrio peggiore di quello iniziale. Secondo le simulazioni del Central Plan Bureau le perdite subite sarebbero di pochi decimi di PIL, nel caso di pochi beni e dazi unilaterali; nell'evenienza invece di una vera e propria guerra commerciale, che coinvolgesse diverse categorie di beni e più paesi, le perdite supererebbero il punto percentuale per gli Stati Uniti e sarebbero anche maggiori per la Cina.

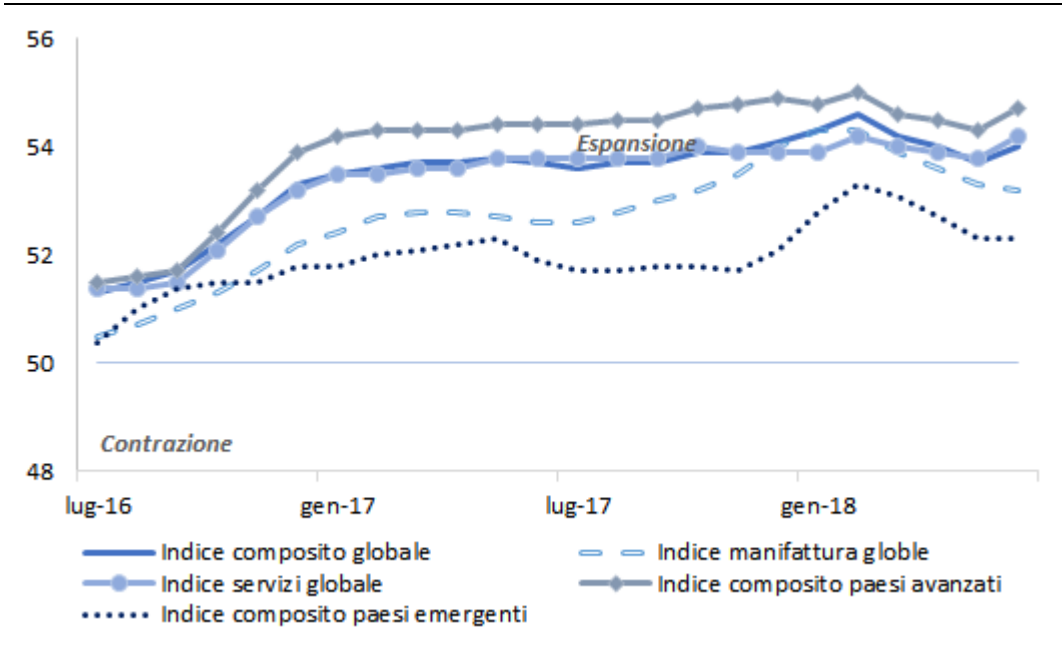
---

<sup>2</sup> FMI (2016) "Tariff Scenarios", World Economic Outlook, ottobre; OCSE (2016) "The impact of changes in global trade costs", Economic Outlook, novembre; CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (2018) "Trade Wars: Economic impacts of US tariff increases and retaliations", 19 giugno.

<sup>3</sup> Prometeia (2018) "Rapporto di previsione", 4 luglio.

Oltre che per le spinte protezionistiche, l'evoluzione del quadro internazionale risente di altri fattori di rischio globali, tra i quali spicca la volatilità dei corsi petroliferi e l'incertezza sui negoziati per l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea.

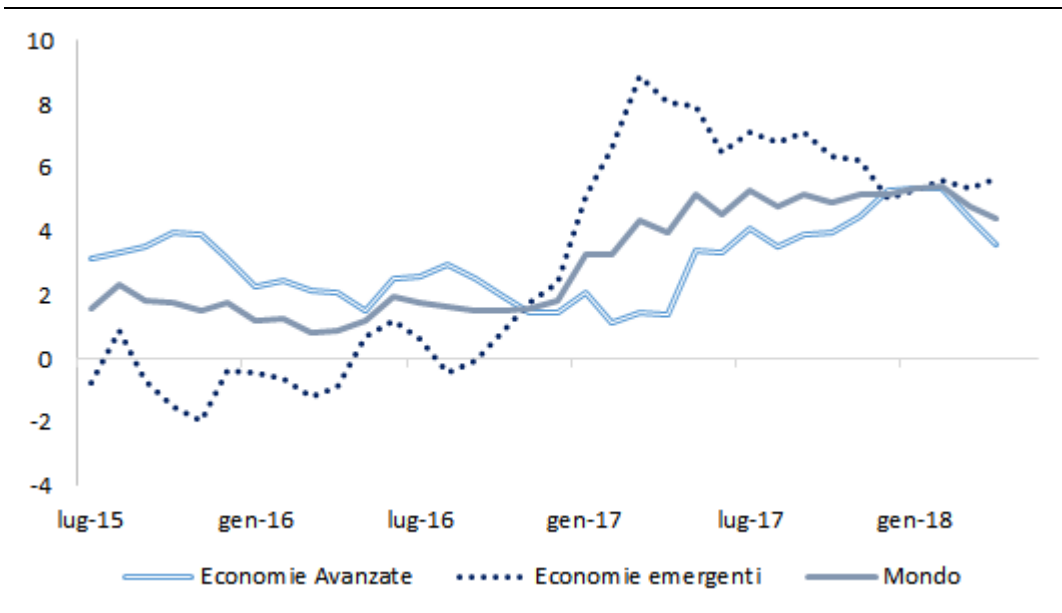
**Fig. 1** – Indice JP Morgan Global PMI (1)  
(media mobile a 3 mesi)



Fonte: Thomson Reuters.

(1) Indici di fiducia basati sulle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese; un valore superiore (inferiore) a 50 indica l'espansione (la contrazione) dell'attività.

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



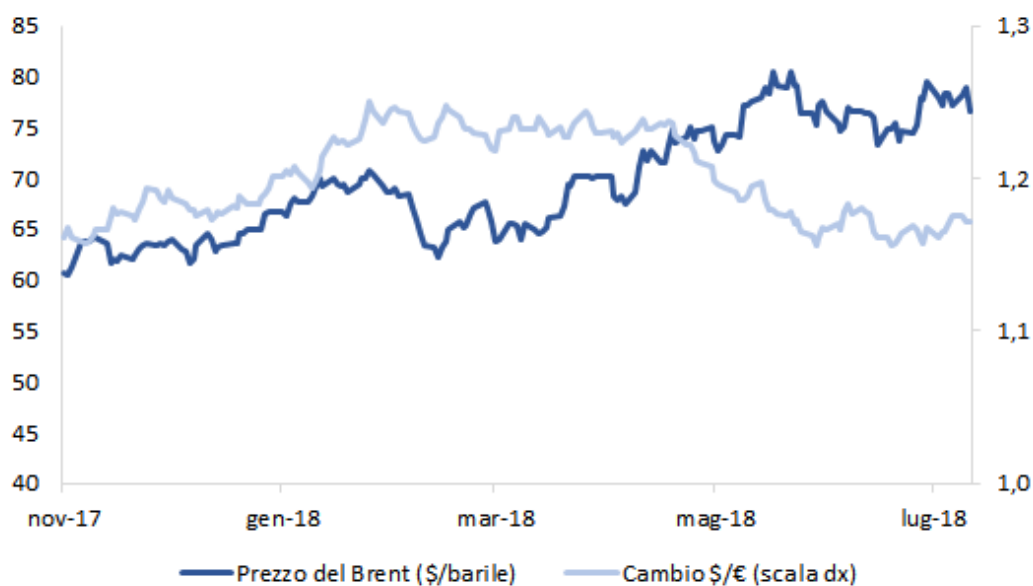
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

### *Le quotazioni petrolifere sono cresciute e l'euro si è deprezzato...*

Tra febbraio e maggio il petrolio ha mostrato un trend crescente, spinto sia dalla domanda in aumento sia dalla contrazione dell'offerta. Alla perdita di produzione venezuelana si è aggiunto il contenimento dell'offerta, più intenso rispetto a quello deciso a novembre del 2016 dai paesi OPEC e non-OPEC<sup>4</sup>. Negli ultimi due mesi si è verificata una parziale correzione al ribasso, dapprima come conseguenza del rallentamento congiunturale e poi in seguito alla decisione presa il 22 giugno da parte dei paesi produttori di raggiungere gli obiettivi produttivi fissati due anni fa e confermati lo scorso anno (fig. 3).

Sul mercato dei cambi a partire da aprile l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro, per via delle migliori prospettive di crescita negli Stati Uniti nel confronto con quelle europee, e per le attese di un ulteriore rialzo dei tassi di interesse ufficiali della Riserva federale, poi realizzatosi a metà giugno. Le tensioni commerciali USA-Cina hanno indebolito il Renminbi, che tra inizio aprile e metà luglio si è deprezzato di quasi il 6 per cento contro il dollaro, in parte compensando gli effetti dell'incremento del prezzo delle esportazioni cinesi nel territorio americano, dovuto ai dazi.

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



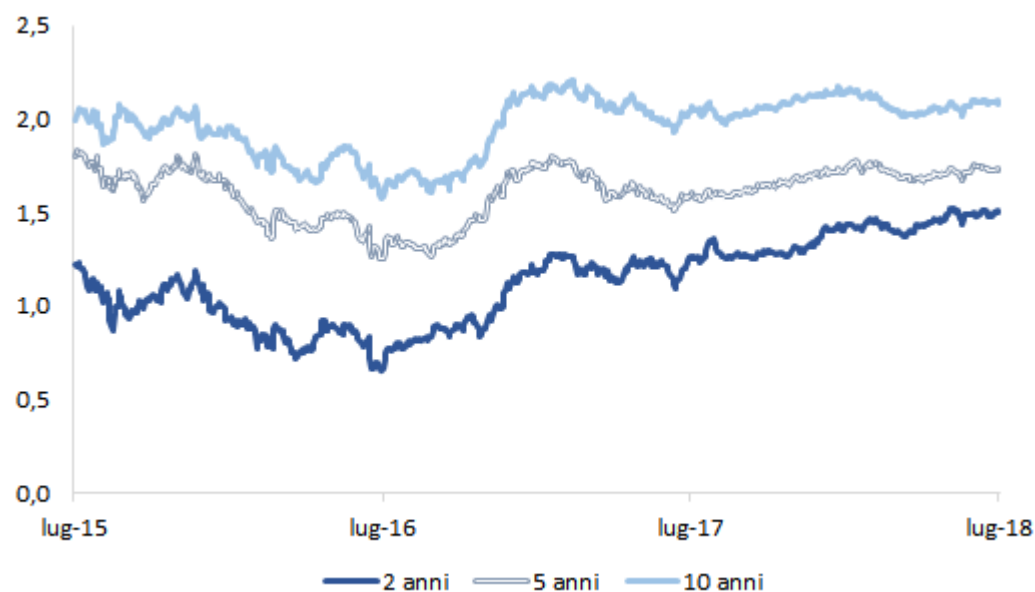
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

<sup>4</sup> I paesi non-OPEC sono quelli che hanno aderito, a fine 2016, agli accordi di cooperazione con i paesi OPEC volti a stabilizzare il prezzo del petrolio (<https://bit.ly/2maRGiA>).

### *Nell'area dell'euro l'inflazione è salita e la fine del QE si avvicina*

Come atteso dagli analisti di mercato, in giugno l'inflazione armonizzata dell'area dell'euro ha raggiunto il 2,0 per cento, trainata dalle componenti più volatili; la misura *core* è rimasta bassa (1,0 per cento), riflettendo il non completo utilizzo di fattori produttivi, e le attese degli operatori di mercato sono salite solo marginalmente (fig. 4). Il 14 giugno il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che, se i dati più recenti confermeranno le attuali prospettive per l'inflazione a medio termine, l'ammontare mensile di titoli acquistati all'interno del programma APP (*Asset Purchase Programme*) verrà dimezzato a partire dal primo ottobre a 15 miliardi, per poi azzerarsi a partire dall'inizio del prossimo anno; la politica di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro dell'APP invece proseguirà per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività e, in ogni caso, finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario. Tale decisione è stata supportata da tre criteri guida: convergenza dell'inflazione verso il target della politica monetaria, fiducia nelle prospettive future e resilienza del sentiero di aggiustamento verso il 2 per cento che risulterebbe non dipendente dal programma di acquisto titoli<sup>5</sup>.

**Fig. 4** – Aspettative di inflazione nell'area dell'euro  
(inflation linked swaps)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

<sup>5</sup> Saluti di benvenuto di Luis de Guindos, Vice Presidente della BCE, al meeting del "ECB's Bond Market Contact Group", tenutosi a Francoforte sul Meno il 26 giugno 2018.

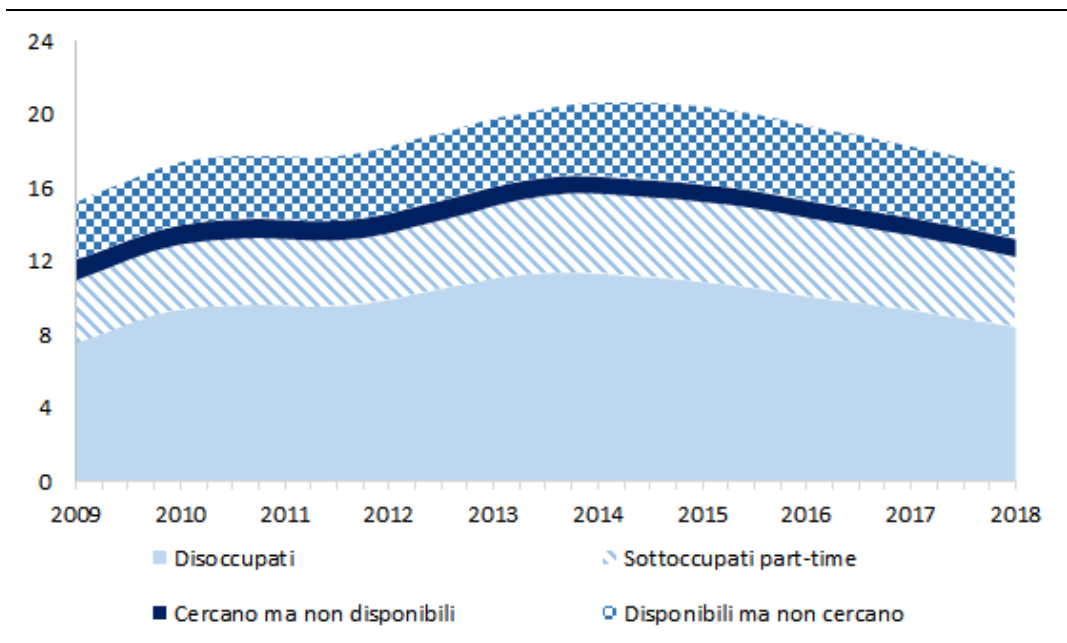
Anche il mercato del lavoro registra progressi verso la normalizzazione del quadro macroeconomico. In aprile la disoccupazione nell'area dell'euro è scesa all'8,5 per cento, la percentuale più bassa dalla fine del 2008. Si è ridotta anche la sottooccupazione, ovvero l'insieme di disoccupati, occupati part-time involontari, persone in cerca di lavoro ma non immediatamente disponibili e coloro che sarebbero immediatamente disponibili ma non cercano attivamente lavoro. Tra il picco del primo trimestre del 2014 e la prima parte del 2018 la sottooccupazione è scesa di poco meno di quattro punti percentuali (fig. 5).

## ***Economia italiana***

### ***Prosegue la fase di recupero***

Sulla base degli ultimi dati di contabilità nazionale, rilasciati dall'Istat a inizio giugno, la dinamica del PIL nel primo trimestre del 2018 si è mantenuta positiva, allo 0,3 per cento rispetto a ottobre-dicembre (1,4 per cento su base tendenziale), sebbene in lieve calo rispetto al trimestre precedente (0,4 per cento in termini congiunturali). L'incremento del PIL all'inizio dell'anno, il tredicesimo consecutivo, porta la crescita acquisita per il 2018, calcolata sulle serie corrette per il calendario, allo 0,8 per cento.

**Fig. 5** – Disoccupazione, inattivi prossimi al mercato del lavoro e sotto-occupazione nell'area dell'euro



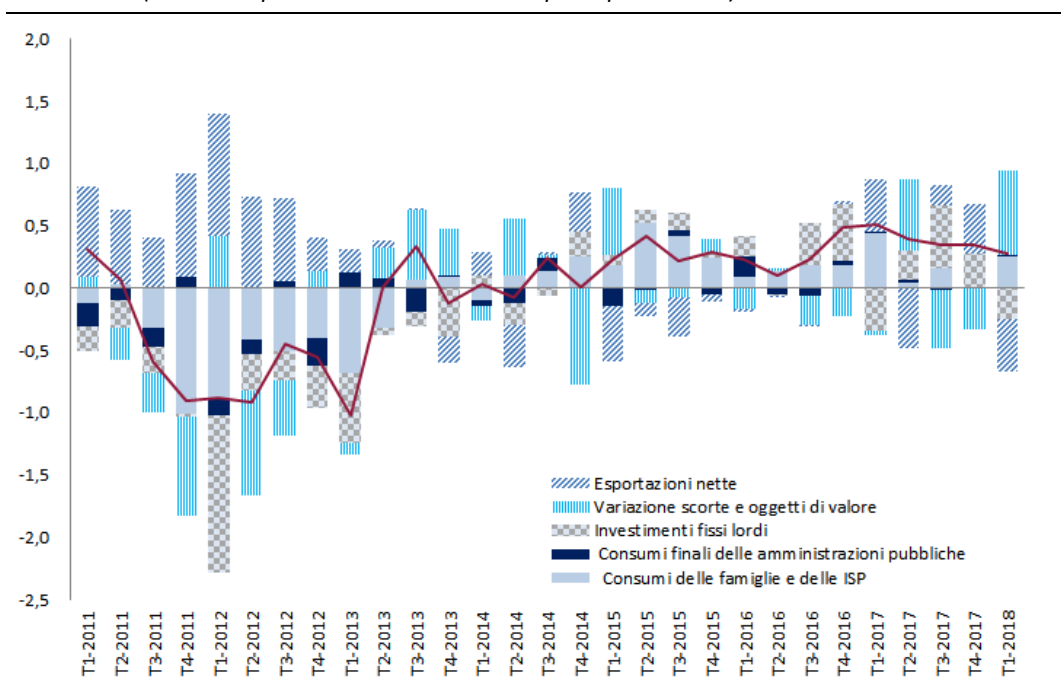
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Dal lato dell'offerta, la dinamica produttiva del primo trimestre ha riflesso l'aumento del valore aggiunto dei servizi (0,3 per cento) e il balzo nell'agricoltura (4,6 per cento), mentre le costruzioni hanno sostanzialmente ristagnato e l'industria in senso stretto ha scontato una lieve flessione (-0,1 per cento). Per quanto riguarda le componenti di domanda (fig. 6), il contributo positivo dei consumi delle famiglie (0,3 punti percentuali) è stato pressoché interamente compensato da quello negativo degli investimenti fissi lordi; l'apporto delle scorte è stato positivo, per circa sette decimi di punto percentuale, a fronte di un apporto negativo della domanda estera (0,4 punti percentuali), risultante da una flessione congiunturale delle esportazioni (-2,1 per cento) più marcata rispetto a quella delle importazioni (-0,9 per cento).

### Consumi in crescita...

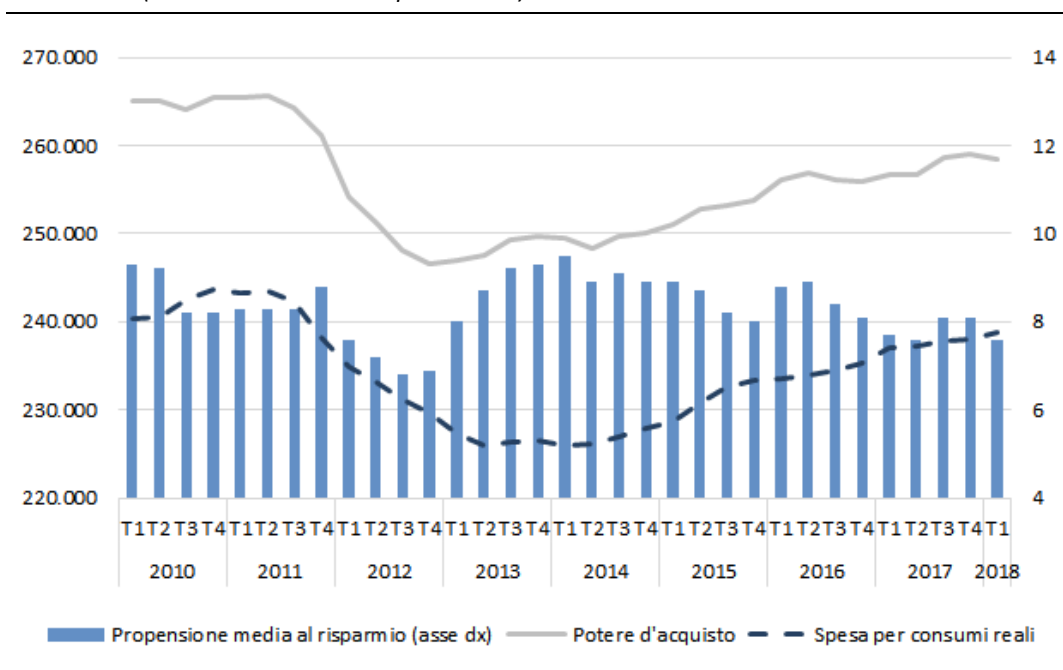
Dopo la battuta d'arresto nello scorcio finale del 2017, la dinamica dei consumi ha ripreso a rafforzarsi nel primo trimestre (0,4 per cento in termini congiunturali), prevalentemente grazie alla tonicità degli acquisti di beni durevoli e, soprattutto, semi-durevoli. L'incremento della spesa per consumi si è manifestato nonostante il calo del potere d'acquisto delle famiglie (-0,2 per cento), per cui la propensione al risparmio è scesa di circa mezzo punto percentuale (al 7,6 per cento del reddito disponibile - fig. 7).

**Fig. 6** – 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.

**Fig. 7** – Potere d’acquisto, consumi e risparmio delle famiglie  
(milioni di euro e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L’evoluzione dei consumi ha beneficiato del miglioramento del clima di fiducia delle famiglie, che ha riflesso prevalentemente le valutazioni sulla situazione economica personale. I dati più recenti, del secondo trimestre, segnalano tuttavia una lieve revisione al ribasso sia del clima di fiducia complessivo, sia delle due sotto-componenti relative ai giudizi sui bilanci personali e sull’economia nel suo complesso. La tenuta sostanziale del clima di opinione, in presenza di dinamiche del mercato del lavoro che si confermano positive, potrebbe continuare a fornire nei prossimi mesi un impulso positivo ai piani di spesa delle famiglie.

### **...e investimenti in flessione**

Nella media dei primi tre mesi dell’anno, la dinamica congiunturale dell’accumulazione di capitale è risultata in contrazione (-1,4 per cento), assorbendo parte dei guadagni conseguiti nella seconda metà del 2017. Sulle decisioni di spesa per investimenti ha verosimilmente influito l’incertezza, nello scorso autunno, sull’eventuale prolungamento per l’anno in corso delle agevolazioni fiscali (cosiddetto super-ammortamento e iper-ammortamento) per l’acquisto di macchinari. In particolare, il calo congiunturale ha riflesso la flessione del comparto relativo a impianti, macchinari e armamenti (-2,9 per cento, da 3,0 nella media ottobre-dicembre), mentre le spese per mezzi di trasporto sono nuovamente aumentate, seppur a ritmi più contenuti (3,7 per cento, dopo l’8,6 alla fine del 2017).



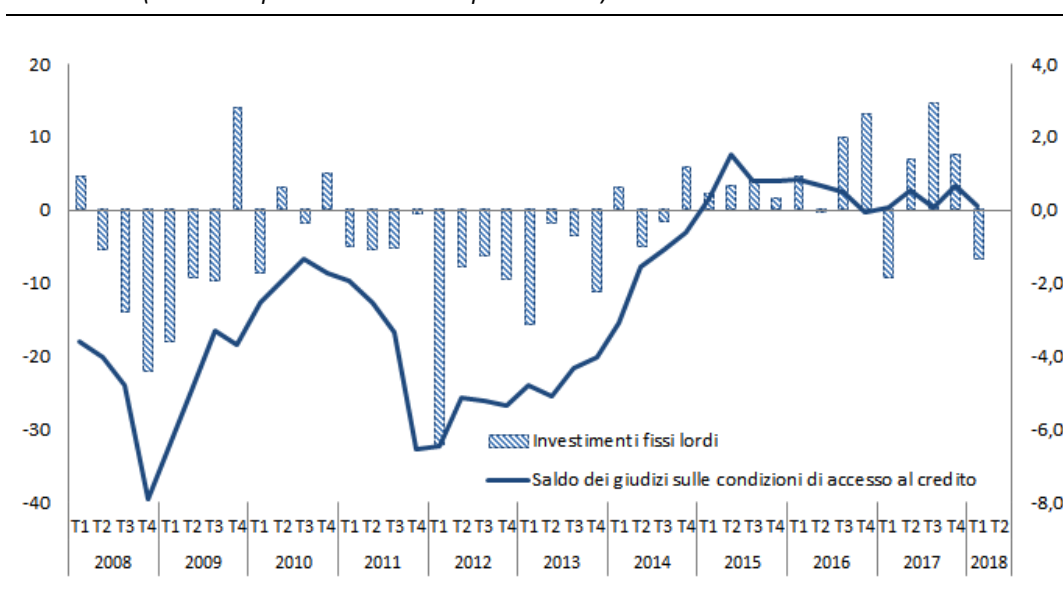
Segnali di debolezza sono giunti dagli investimenti in costruzioni, sostanzialmente stagnanti sia per il comparto delle abitazioni sia per quello dei fabbricati non residenziali. L'indagine di maggio/giugno della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita prefigura un rafforzamento dei piani d'investimento per il 2018, sebbene inferiore a quello indicato nella precedente rilevazione.

Nel primo trimestre, il tasso di investimento (ossia il rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto ai prezzi base) è sceso di sette decimi di punto, al 21,3 per cento; i giudizi sulle condizioni di accesso al credito, rilevati dall'Istat sulla base delle inchieste tra le imprese manifatturiere, appaiono in lieve deterioramento (fig. 8), specialmente per le imprese di dimensioni medio-piccole e per quelle operanti nel comparto edile. Indicazioni maggiormente positive emergono tuttavia dalle statistiche più recenti sugli aggregati bancari raccolte dalla Banca d'Italia. In aprile, la dinamica dei prestiti alle imprese, al netto delle cartolarizzazioni, avrebbe infatti accelerato in ragione d'anno, al 3 per cento (dal 2,4 di marzo).

#### Scambi con l'estero in rallentamento

Nel primo trimestre il volume delle esportazioni complessive, rilevate in contabilità nazionale, ha scontato un calo del 2,1 per cento rispetto alla media ottobre-dicembre. Tale evoluzione, in controtendenza rispetto all'andamento osservato a partire dai trimestri centrali del 2016, è stata guidata prevalentemente dalla flessione delle vendite all'estero di beni (-2,4 per cento), mentre quelle di servizi hanno segnato un calo più contenuto (-0,7 per cento).

**Fig. 8** – Investimenti fissi lordi e giudizio sulle condizioni di accesso al credito (variazioni percentuali e saldo percentuale)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

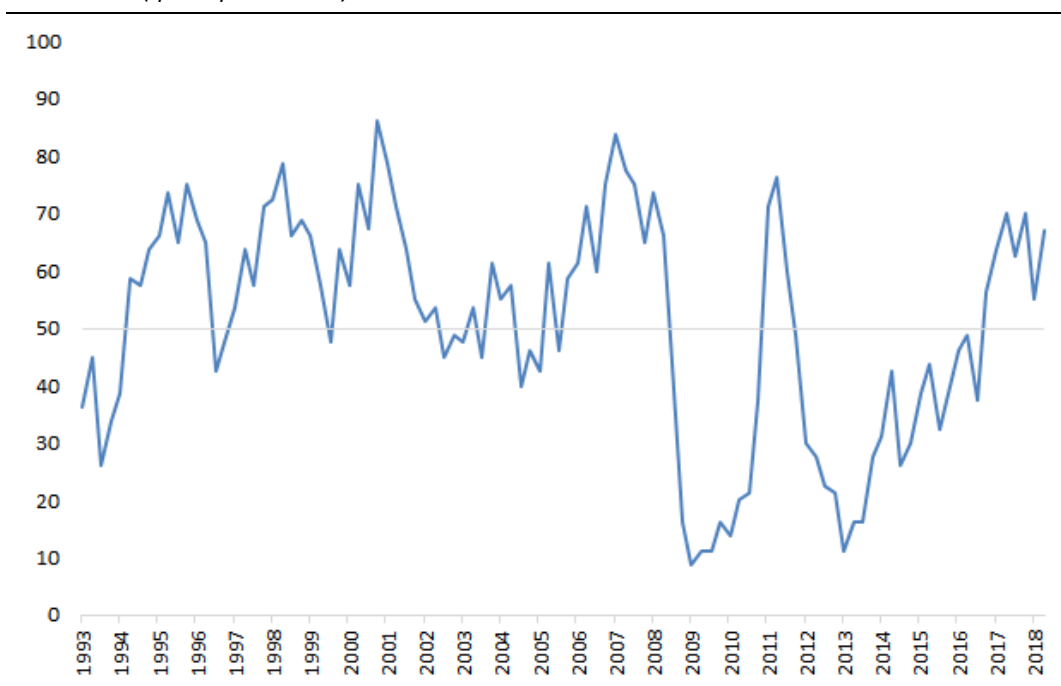
Con riferimento all'andamento delle vendite all'estero di beni, in aprile si registrano dinamiche congiunturali discordanti per gli scambi in valore verso i mercati UE (in aumento) rispetto a quelli extra UE (in flessione). Le informazioni per maggio, disponibili solo per i flussi commerciali con i paesi extra UE, confermano un ulteriore indebolimento del valore delle vendite all'estero (-3,0 per cento rispetto ad aprile). L'inchiesta sulle imprese della manifattura, condotta dall'Istat in giugno, riporta ancora un'ampia quota di giudizi in peggioramento per gli ordinativi dall'estero e le attese sul fatturato nei mercati internazionali, prospettando la possibile prosecuzione del rallentamento delle vendite all'estero anche nel breve termine. Alla flessione dell'*export* nei mesi iniziali dell'anno si è accompagnato un calo, sebbene inferiore, delle importazioni complessive (-0,9 per cento su base congiunturale), indotto dalla debolezza delle componenti che più attivano gli acquisti di beni dall'estero, gli investimenti e le esportazioni.

### ***L'attività industriale è debole...***

Gli indicatori congiunturali più recenti prospettano una dinamica produttiva in rallentamento. Alla lieve flessione della produzione industriale nel primo trimestre è seguito, in aprile-maggio, un ulteriore calo determinato dai minori livelli di produzione di beni intermedi, energetici e di consumo, ai quali si è contrapposta un'espansione del volume di attività in quello dei beni strumentali. Gli indicatori qualitativi confermano la fase di rallentamento ciclico: nel secondo trimestre, l'indice PMI relativo alla manifattura ha segnato una flessione di circa quattro punti rispetto alla media gennaio-marzo, mentre il livello della fiducia delle imprese industriali rilevato dall'Istat si è ulteriormente ridotto in giugno, proseguendo la fase di ripiegamento iniziata nei mesi finali dello scorso anno.

Sulla base di stime UPB, l'attività dell'industria dovrebbe essere rimasta pressoché invariata nel secondo trimestre (dopo il calo dello 0,2 per cento nel primo). Nello stesso periodo l'indice di diffusione è rimasto ben al di sopra della soglia del 50 per cento, segnalando una condizione ciclica complessivamente positiva per l'ampia maggioranza dei settori della manifattura (fig. 9).

**Fig. 9** – Indice di diffusione  
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

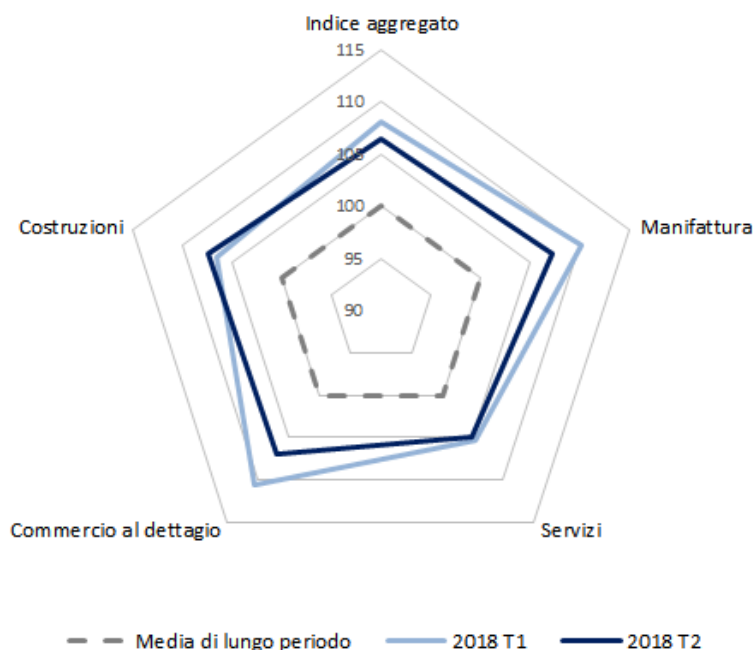
Nelle costruzioni la produzione è aumentata lievemente in aprile rispetto alla media del primo trimestre (0,3 per cento), mantenendosi comunque sui livelli storicamente bassi che hanno caratterizzato il triennio 2015-17. Il clima di fiducia delle imprese edili, pur segnando a giugno un calo, mantiene la tendenza positiva iniziata nei primi mesi del 2016. Indicazioni favorevoli si desumono, inoltre, dalla rilevazione condotta dall'Osservatorio del mercato immobiliare che segnala un aumento nel primo trimestre del numero di compravendite (media mobile a quattro termini), a prosecuzione della fase di recupero iniziata nel 2014. La fase di debolezza dei prezzi delle abitazioni è proseguita nel primo trimestre (-0,1 per cento su base congiunturale; -0,4 per cento rispetto alla media dei primi tre mesi del 2017), principalmente a riflesso di un calo nel comparto delle abitazioni esistenti che ha più che compensato la dinamica positiva per le nuove. Il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto in aprile presso gli operatori da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa, fornisce indicazioni moderatamente più positive, riportando un'attenuazione delle pressioni al ribasso dei prezzi di vendita e la stabilizzazione del margine di sconto sui prezzi di offerta.

Nel primo trimestre il settore dei servizi ha consolidato la fase espansiva iniziata nella primavera del 2014. L'indice destagionalizzato in valore del fatturato è cresciuto dello 0,3 per cento su base congiunturale (2,4 per cento su base tendenziale). Dinamiche favorevoli hanno interessato le agenzie di viaggio e i servizi di supporto alle imprese, di informazione e comunicazione e di trasporto e magazzinaggio. Per contro, il volume d'affari delle imprese di alloggio e ristorazione, delle attività professionali, scientifiche e

tecniche e del commercio all'ingrosso è risultato stagnante o lievemente in flessione. Gli indicatori qualitativi dell'Istat segnalano un indebolimento della fiducia nel settore dei servizi di mercato in aprile-giugno rispetto al trimestre precedente. Il deterioramento appare più marcato per l'indice del commercio al dettaglio che, nonostante il recupero di maggio-giugno, nella media del secondo trimestre resta più basso di oltre dieci punti rispetto alla fine del 2017.

Nel complesso dei settori produttivi, l'indice aggregato di fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, si mantiene nella media aprile-giugno su valori superiori alla media di lungo periodo, sebbene inferiori a quelli del primo trimestre; più in particolare, si rileva un peggioramento della fiducia nel commercio al dettaglio e nella manifattura (fig. 10). Al contempo l'indice di incertezza economica, desumibile dalle indagini condotte su imprese e famiglie, rimane complessivamente su livelli moderati. Segnali di debolezza giungono tuttavia dagli indici sintetici del ciclo economico elaborati da varie Istituzioni. Sia l'indicatore coincidente ITA-coin di Banca d'Italia, in deciso ripiegamento per il quarto mese consecutivo, sia l'indicatore anticipatore Istat, in ulteriore calo a giugno, suggeriscono un raffreddamento della fase congiunturale nei mesi centrali dell'anno in corso.

**Fig. 10** – Fiducia nei comparti produttivi (1)  
(numero indice, media gennaio 1998-giugno 2018=100)



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Istat.

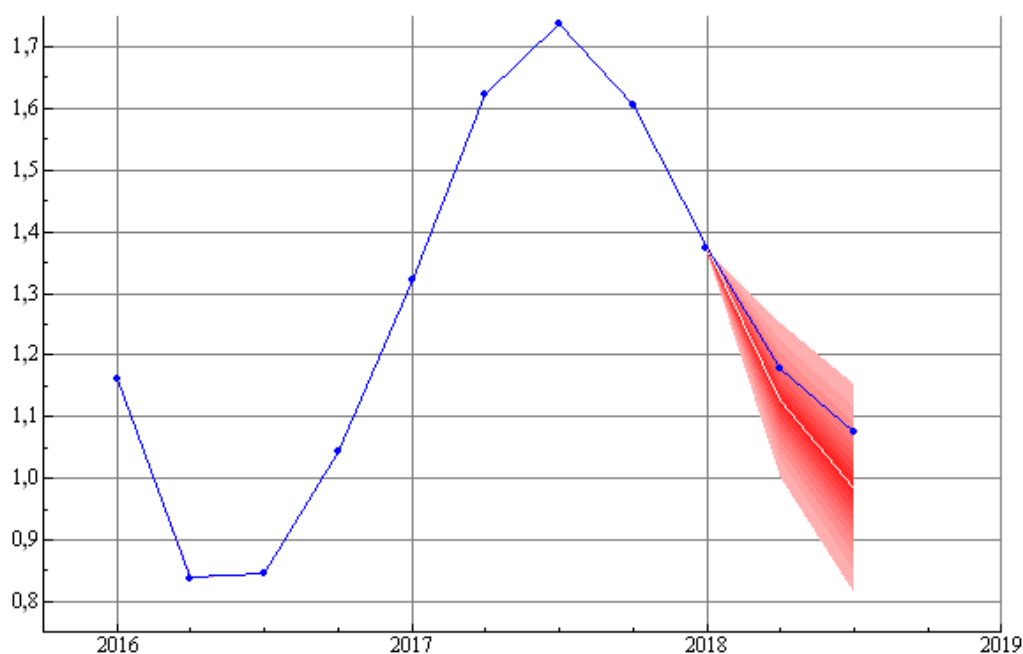
(1) L'indice aggregato di fiducia è costruito applicando alle serie (standardizzate) dei climi di fiducia settoriali della Commissione europea i pesi utilizzati dall'Istat per la costruzione dello IESI (Istat *Economic Sentiment Indicator*).

### Stime di breve periodo

Il quadro congiunturale precedentemente delineato è coerente con il rallentamento dell'attività economica nella prima metà dell'anno, cui seguirebbe un graduale recupero. Sulla base delle stime dei modelli di breve periodo dell'UPB, il PIL sarebbe cresciuto nel secondo trimestre dello 0,2 per cento in termini congiunturali (con una banda di errore compresa tra lo 0,0 e lo 0,3 per cento), sospinto dalle dinamiche dei servizi e delle costruzioni, a fronte della stasi del comparto industriale. L'attività economica è attesa proseguire su un analogo sentiero di crescita nel terzo trimestre, per poi irrobustirsi nei mesi finali dell'anno (0,3 per cento). L'incertezza attorno alle previsioni è prevalentemente orientata al ribasso, in considerazione dei numerosi fattori di rischio, prevalentemente globali (fig. 11).

A sintesi di tali andamenti di breve termine l'espansione del PIL nella media del 2018 si attesterebbe all'1,2 per cento sulla base dei conti trimestrali, che potrebbe tradursi in un incremento dell'1,3 per cento nei conti annuali (che non correggono per il numero dei giorni di lavoro). Si avrebbe quindi una revisione al ribasso di un decimo di punto percentuale rispetto ai valori previsti dall'UPB in maggio 2018 (Audizione UPB sul DEF del 9 maggio 2018). La minor variazione acquisita per il 2019 porterebbe a una correzione della crescita del PIL anche per il prossimo anno, che risulterebbe di poco superiore all'1 per cento.

**Fig. 11** – Previsioni della variazione tendenziale del PIL ed errore standard (1)



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

### ***L'occupazione, stabile nel primo trimestre, si è rafforzata nei mesi primaverili***

Le condizioni del mercato del lavoro sono complessivamente favorevoli, nonostante il sostanziale ristagno dell'occupazione nel primo trimestre, che è comunque cresciuta nel terziario e per la componente a termine. Secondo le informazioni più recenti, nel periodo primaverile la domanda di lavoro avrebbe ripreso vigore.

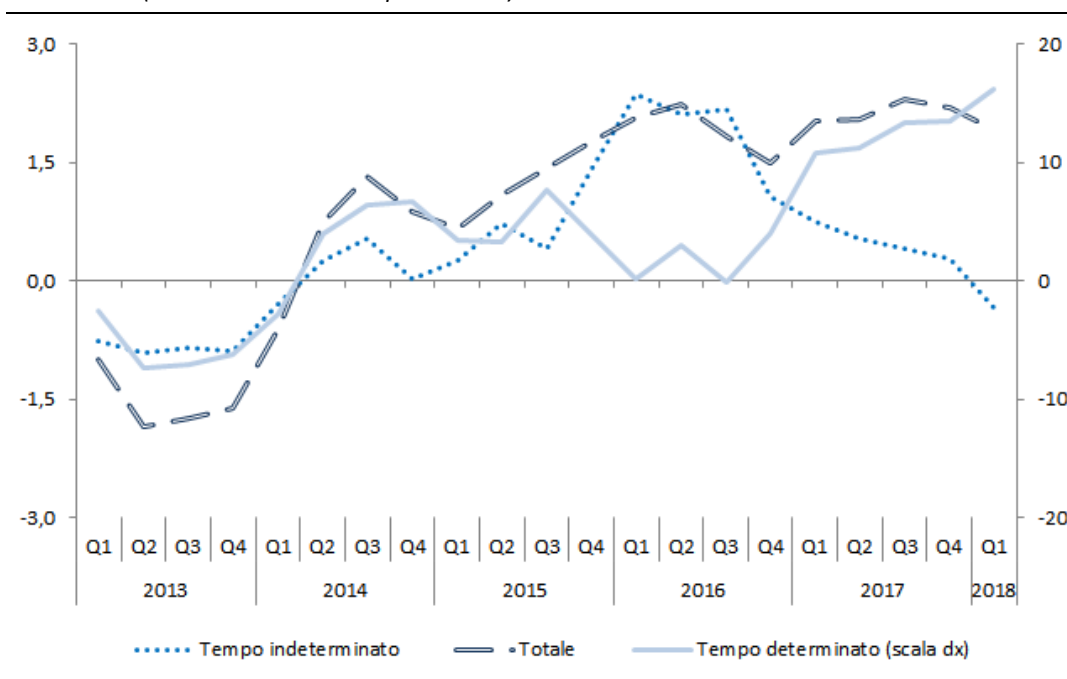
Nel primo trimestre l'*input* di lavoro, misurato dalle ore lavorate di contabilità nazionale, ha segnato una marginale flessione congiunturale (-0,2 per cento), come sintesi di una riduzione nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni e di un rialzo nei servizi. Il numero di occupati ha invece evidenziato un lievissimo recupero (0,1 per cento), beneficiando della risalita nella manifattura e nei servizi (0,3 per cento per entrambi). Le ore lavorate si sono quindi ridotte in termini pro capite (-0,3 per cento), soprattutto nel comparto industriale. La stagnazione del mercato del lavoro ha verosimilmente riflesso il lieve indebolimento della fase ciclica, oltre al venire meno degli sgravi contributivi approvati con la legge di stabilità per il 2015.

Dal lato dell'offerta di lavoro, i dati della Rilevazione sulle Forze di lavoro mostrano che nel primo trimestre è proseguita la fase favorevole per l'occupazione alle dipendenze (0,3 per cento in termini congiunturali), sostenuta dall'aumento dei contratti a tempo determinato (2,4 per cento); sono invece proseguite le fasi negative per i dipendenti a carattere permanente (-0,2 per cento) e per il lavoro autonomo.

Anche dal confronto su base tendenziale è emerso il ruolo di traino dell'occupazione a termine nel primo trimestre (16,2 per cento; fig. 12). Secondo i dati di flusso continua ad aumentare il tasso di permanenza nell'occupazione dipendente a termine e si riducono le transizioni sia verso l'occupazione a carattere permanente sia verso la condizione di non-occupazione.

Nei mesi primaverili l'occupazione ha ripreso un'intonazione positiva (114.000 persone in più in maggio rispetto al mese precedente). Nel bimestre aprile-maggio l'incremento delle persone occupate (0,9 per cento rispetto al primo trimestre) è stato trainato dall'ulteriore espansione degli occupati dipendenti a termine (3,4 per cento nell'analogo confronto), oltre che dall'aumento dell'occupazione a carattere permanente (0,2 per cento) e dei lavoratori autonomi (che hanno registrato un balzo dell'1,7 per cento, dopo cinque trimestri in calo).

**Fig. 12** – Variazione dell'occupazione alle dipendenze  
(variazioni tendenziali percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Indicazioni a favore di un recente recupero dell'occupazione a tempo indeterminato provengono anche dai dati amministrativi dell'Osservatorio INPS sul precariato, che normalmente anticipano le tendenze nel breve termine. Nel periodo gennaio-aprile, sono aumentate le posizioni a carattere permanente, per l'incremento delle trasformazioni a tempo indeterminato dei rapporti di lavoro a termine (64.000 posizioni lavorative in più). I rapporti di lavoro che hanno beneficiato degli sgravi contributivi, approvati con la legge di bilancio 2018 (38.000 rapporti di lavoro) hanno rappresentato il 6,3 per cento del totale dei contratti attivati a tempo indeterminato.

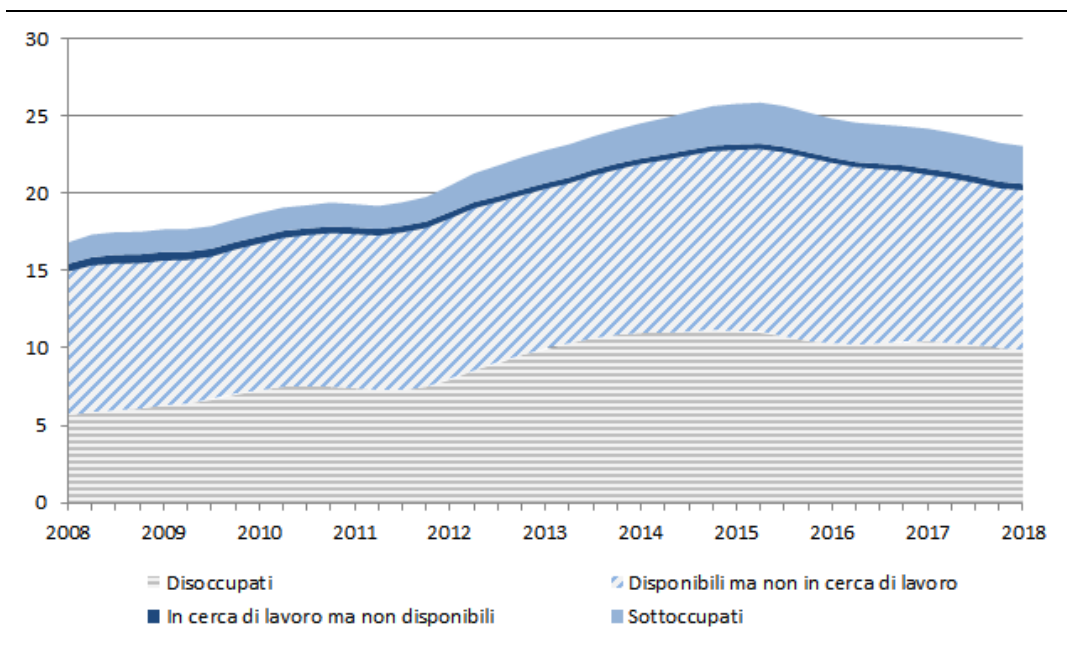
Il tasso di disoccupazione nel primo trimestre è rimasto sostanzialmente invariato (11,1 per cento), riflettendo il contenuto incremento sia del tasso di occupazione (aumentato di un decimo al 58,2 per cento) sia del tasso di partecipazione (65,6 per cento). Si è ridotto il numero degli inattivi, in larga misura grazie al calo delle persone che cercano lavoro ma non sono immediatamente disponibili a lavorare; è inoltre scesa la componente degli inattivi più distante dal mercato del lavoro, ossia di coloro che non cercano lavoro e non sono disponibili a lavorare. Il tasso di disoccupazione di lungo periodo si è lievemente ridotto (-0,1 punti percentuali rispetto al primo trimestre 2017), ma resta più elevato, per circa tre punti percentuali, rispetto al valore medio pre-crisi degli anni 2000.

Nel bimestre aprile-maggio il tasso di disoccupazione è sceso al 10,8 per cento, beneficiando in particolare del calo della componente giovanile (al 32,3 per cento).

Il sotto-utilizzo del fattore lavoro nell'economia italiana resta ampio. La misura di sotto-occupazione che, oltre ai disoccupati e alle forze di lavoro potenziali, include gli occupati con contratto di lavoro *part-time* disponibili a lavorare un numero maggiore di ore, è lievemente diminuita nel primo trimestre ma è ancora elevata (23,1 per cento, sui dati grezzi corretti con media mobile a quattro termini; fig. 13). Il divario rispetto ai valori pre-crisi è in larga misura attribuibile al lento riassorbimento della disoccupazione. Il grado di sotto-utilizzo delle forze di lavoro, che comprende gli occupati con *part-time* involontario invece delle persone sotto-occupate, è risultato invariato, intorno al 30 per cento.

Gli elevati margini di sotto-utilizzo del lavoro, pur in presenza di una tendenza al recupero della domanda di lavoro, costituiscono un freno alle dinamiche retributive. A tale fenomeno avrebbe contribuito l'introduzione, nei rinnovi contrattuali sottoscritti nel biennio 2015-16, di meccanismi d'indicizzazione basati sull'inflazione passata. Nel primo trimestre, la dinamica salariale, misurata dalle retribuzioni lorde di fatto, è risultata stagnante. Segnali di ripresa hanno riguardato le retribuzioni contrattuali orarie, cresciute in termini tendenziali dello 0,8 per cento, a fronte di aumenti appena più intensi nel settore privato (1,0 per cento) e meno pronunciati nella pubblica amministrazione (0,6 per cento); per quest'ultima nel bimestre aprile-maggio si è registrata un'ulteriore accelerazione, per effetto dei rinnovi contrattuali.

**Fig. 13** – 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.



La produttività oraria ha mostrato un'accelerazione (0,5 per cento su base congiunturale nel primo trimestre, da 0,2 nel quarto 2017). Il forte recupero nel comparto industriale e nelle costruzioni si è associato alla flessione delle ore lavorate; nei servizi, al contrario, la produttività ha sostanzialmente ristagnato. Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), dopo il leggero incremento nella seconda metà del 2017, è sceso (-0,5 per cento su base congiunturale) grazie al recupero della produttività e alla moderazione salariale. Il calo del CLUP ha interessato il comparto industriale (-0,8 per cento) e, in misura più contenuta, i servizi (-0,3 per cento, nonostante il settore abbia registrato una lieve contrazione dei redditi per ora lavorata).

### ***Inflazione ancora debole, sebbene spinta delle componenti più volatili***

Nonostante i recenti incrementi la dinamica dei prezzi al consumo in Italia continua a rimanere bassa e inferiore a quella dell'area euro, soprattutto per via della debolezza della componente di fondo (al netto delle voci relative ai prodotti energetici e alimentari) e delle deboli pressioni provenienti dal mercato del lavoro.

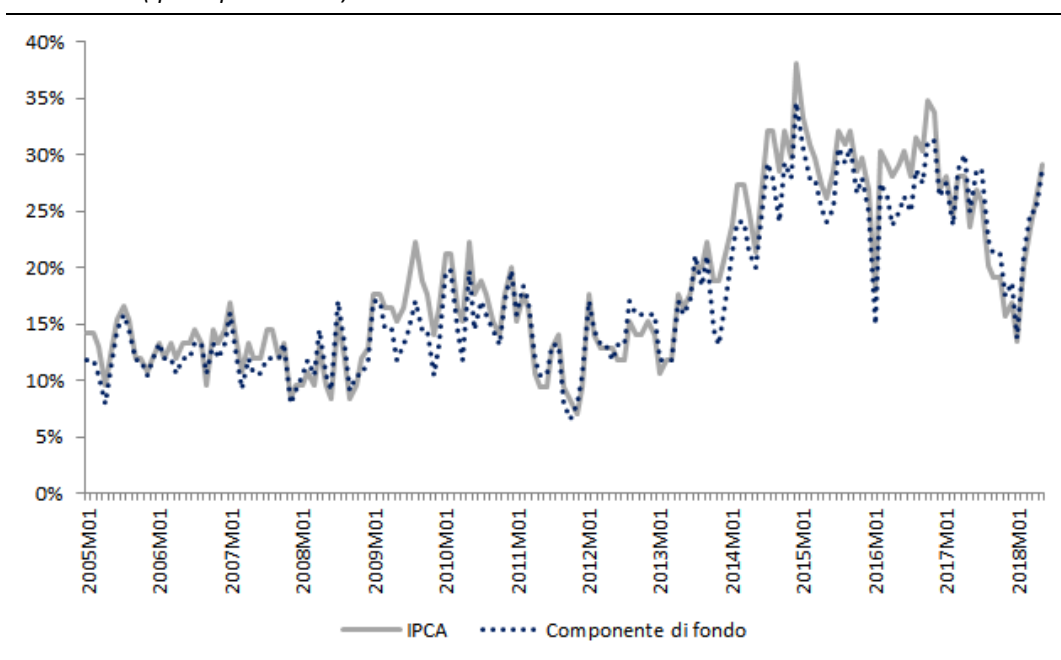
In giugno, secondo i dati preliminari Istat, l'inflazione al consumo (indice nazionale per l'intera collettività, NIC) è aumentata sui dodici mesi all'1,4 per cento (dall'1,0 per cento di maggio), mentre ha continuato a crescere dello 0,3 per cento rispetto al mese precedente. L'incremento dei prezzi in termini tendenziali è legato ai rincari dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto, soprattutto le componenti energetiche non regolamentate, i beni alimentari e i servizi di trasporto. L'indice sulla misura di fondo (al netto di energetici e alimentari freschi) è salito solo marginalmente sui dodici mesi, allo 0,9 per cento. L'inflazione acquisita per il 2018 è pari all'1,1 per cento per l'indice generale e allo 0,8 per cento per la componente di fondo.

Il permanere di deboli tendenze inflazionistiche nell'economia italiana è segnalato anche dalla risalita in maggio della quota di beni e servizi che registrano flessioni dell'indice armonizzato dei prezzi, che ha raggiunto il 29 per cento (era al 13 per cento all'inizio di quest'anno; fig. 14). Parimenti, le voci caratterizzate da bassa inflazione, ossia con variazioni tendenziali inferiori allo 0,5 e all'1,0 per cento, tornano sui livelli osservati nell'estate del 2017 (rispettivamente al 48 e 66 per cento).

Nelle fasi a monte del processo inflazionistico, prosegue la risalita dei prezzi alla produzione del totale dei beni industriali, avviatasi nel 2017 (2,4 per cento in termini tendenziali a maggio, sul totale dei beni, dopo l'1,4 per cento ad aprile), soprattutto grazie al contributo dei beni venduti sul mercato interno, che risentono ampiamente della dinamica dei prezzi dei beni intermedi. I rincari del prezzo del petrolio si riflettono anche sulla dinamica dei prezzi all'*import*, che in aprile ha recuperato (all'1,5 per cento in ragione d'anno) la flessione osservata a inizio anno, ma resta modesta rispetto al 2017.

Le aspettative di inflazione continuano ad essere moderate. Secondo l'indagine Istat il 56,6 per cento delle famiglie italiane nel secondo trimestre attendeva prezzi stabili e solo il 38 per cento di esse prevedeva prezzi in aumento (era il 45,5 per cento nei primi tre mesi dell'anno). Il saldo relativo alle attese delle famiglie sulla dinamica dei prezzi si è andato via via deteriorando, fino a raggiungere un valore pari a -18,4 in giugno. Tra gli intervistati è lievemente aumentata la quota di indecisi (al 4,3 per cento in giugno), che potrebbe segnalare l'incertezza degli operatori. 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 (il saldo è sceso a quota 5 in giugno dal picco di 11,7 di gennaio).

**Fig. 14** – Incidenza dei beni e servizi in deflazione nel paniere dei prezzi al consumo dell'indice armonizzato IPCA  
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

## Riquadro – Misure di trend della produttività totale dei fattori in Italia

La produttività totale dei fattori (PTF) dell'Italia, dopo la buona performance registrata fino agli anni novanta, ha iniziato a decelerare fino a ridursi, in seguito alla recente crisi economica (fig. R1).

Il mutato contesto economico dell'ultimo ventennio, conseguente all'aumento della globalizzazione, alla rivoluzione tecnologica e all'introduzione dell'euro, ha rappresentato per le imprese italiane un difficile banco di prova. Molteplici sono le cause discusse in letteratura per cercare di spiegare l'indebolimento della PTF in Italia in termini strutturali. Tra i fattori più rilevanti si possono citare: la specializzazione delle imprese italiane in settori a basso contenuto tecnologico; la bassa quota di investimenti nel settore ICT; la dimensione delle imprese; la qualità delle pratiche manageriali; l'esperienza di lavoratori e classe dirigente; l'inefficiente allocazione di fattori produttivi tra le imprese e la concentrazione di investimenti in settori a bassa produttività<sup>6</sup>. Accanto a questi fattori di tipo strutturale la produttività ha subito anche gli effetti del ciclo economico, che per l'Italia è divenuto fortemente negativo con la doppia crisi del 2008-09 e 2012-13.

Un'evoluzione strutturalmente debole della PTF incide sul potenziale di crescita dell'economia, rendendo difficoltoso il percorso di risanamento dei conti pubblici. Per questo motivo, un elemento cruciale per la valutazione della sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio-lungo periodo è costituito dall'individuazione del *trend* di fondo della produttività, che esclude le influenze attribuibili alle fluttuazioni congiunturali. A questo proposito, la stima della PTF ottenuta all'interno del modello di calcolo del prodotto potenziale sviluppato dalla Commissione europea<sup>7</sup> (CE) indica tassi di crescita negativi del *trend* della PTF già alcuni anni prima dello scoppio della crisi finanziaria globale. Un periodo di circa 15 anni di flessione ininterrotta della produttività sembra difficile da spiegare anche nel quadro delle deboli dinamiche produttive italiane, in quanto implica una fase estremamente lunga, non già di stagnazione, ma di regresso tecnologico e di condizioni di produzione via via meno efficienti.

Il metodo concordato in sede europea utilizza come indicatore ciclico della PTF soltanto la capacità utilizzata del capitale, ma trascurando misure d'intensità d'impiego del fattore lavoro, che invece possono condurre a stime di maggiore crescita del prodotto potenziale<sup>8</sup>.

La PTF rappresenta la componente della funzione di produzione che non può essere direttamente attribuita agli input, lavoro e capitale, ed è pertanto ottenuta come residuo; in una funzione della produzione di tipo Cobb-Douglas la PTF si può stimare con il residuo di Solow, definito da  $ptf = y_t - 0.65 \ln L_t - 0.35 \ln k_t$  in cui  $Y_t$  è il prodotto,  $L_t$  e  $K_t$  sono rispettivamente gli input di lavoro e capitale "pesati" per i coefficienti che rappresentano le rispettive quote distributive nel valore aggiunto<sup>9</sup>.

La procedura concordata in sede europea utilizza un modello Bayesiano a componenti inosservate per separare la componente di trend ( $\mu_t$ ) da quella di ciclo ( $c_t$ ), tale per cui:

$$ptf = \mu_t + c_t \quad (1)$$

e stima la componente ciclica utilizzando la serie del grado di utilizzo della capacità produttiva ( $cu_t$ ), che oltre al ciclo segue un suo specifico trend ( $\mu_{cu,t}$ ):

$$cu_t = \mu_{cu,t} + \theta_1 c_t + a_{cu,t} \quad (2)$$

<sup>6</sup> Per una *survey* della letteratura su questo tema si veda M. Bugamelli *et al.* (2018), "La crescita della produttività in Italia: la storia di un cambiamento al rallentatore", *Questioni di economia e finanza* N.422, Banca d'Italia.

<sup>7</sup> K. Havik *et al.* (2014), "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps", *European Economy, Economic Papers*, n. 535.

<sup>8</sup> Cfr. il riquadro: "Stima del prodotto potenziale e dell'output gap: una metodologia alternativa a quella concordata a livello europeo" del DEF 2018, a pag 51.

<sup>9</sup> Le quote attribuite a lavoro e capitale nella procedura dalla Commissione europea per il calcolo del prodotto potenziale sono standard in letteratura.

Completa l'equazione una componente di errore ( $a_{cu,t}$ ) di tipo *white noise*.

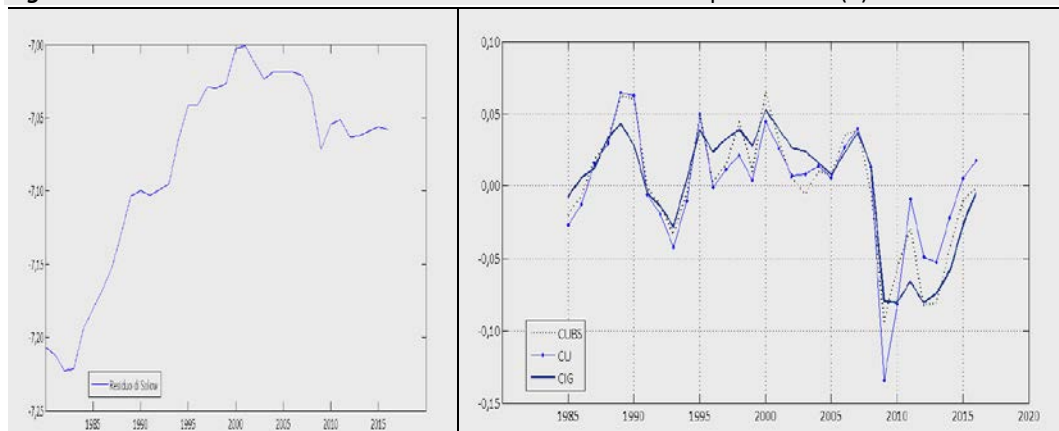
Questo Riquadro propone di modificare gli indicatori impiegati nel modello per misurare l'intensità di utilizzo dei fattori. Innanzitutto, si utilizza come indicatore di capacità produttiva la serie del grado di utilizzo degli impianti (CU) unicamente nel settore manifatturiero invece dell'indicatore sintetico CUBS elaborato dalla Commissione europea<sup>10</sup>, poiché la procedura di costruzione di tale indicatore appare influenzata da limitazioni, con riferimento ai servizi. Inoltre, il modello viene esteso, inserendo una variabile che tiene conto dell'intensità d'uso del fattore lavoro, con una misura di *labour hoarding* basata sulle informazioni relative alle ore di Cassa Integrazione Guadagni (CIG) ordinaria e in deroga richieste dalle imprese<sup>11</sup>. Lasciando inalterate le altre componenti del metodo della CE si considera quindi una ulteriore equazione, relativa alla CIG:

$$cig_t = \mu_{cig} + \theta_2 c_t + a_{cig,t} \quad (3)$$

Il ciclo  $c_t$ , comune ai due indicatori, segue un modello autoregressivo del secondo ordine, mentre i due trend  $\mu_{cu,t}$  e  $\mu_{cig,t}$  seguono un modello random walk con drift. L'errore ( $a_{cig,t}$ ) è un *white noise*, incorrelato a quello dell'equazione (2).

L'approccio adottato in questo Riquadro è simile a quello proposto in Cacciotti et al. (2017)<sup>12</sup>. Tuttavia il modello qui presentato si differenzia dal citato lavoro per tre aspetti principali. Innanzitutto l'intensità d'uso del capitale è misurata con l'indice CU invece che col CUBS. Inoltre si propone un modello trivariato, ovvero la serie della capacità produttiva e quella della CIG sono tenute separate (e non sintetizzate come somma in un unico indicatore) e per ognuna viene stimato uno specifico coefficiente. Infine, come misura di *labour hoarding* si utilizza unicamente la serie della CIG ordinaria e in deroga, escludendo quindi quella straordinaria che potrebbe essere legata alle condizioni cicliche con ritardo.

**Fig. R1** – Residuo di Solow ed indicatori ciclici dei fattori della produzione (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat ed INPS.

(1) CUBS è l'indicatore sintetico di capacità produttiva utilizzato dalla Commissione europea, qui riportato per confronto; CU è la serie del grado di utilizzo degli impianti della manifattura di fonte Istat; CIG è la serie delle ore di cassa integrazione guadagni ordinaria e in deroga richieste dalle imprese.

<sup>10</sup> L'indicatore CUBS viene costruito partendo da tre serie delle survey Istat: il grado di utilizzo degli impianti per la manifattura (CU) e il clima di fiducia per costruzioni e servizi. Le serie vengono combinate utilizzando come pesi la componente ciclica del Valore aggiunto settoriale estratta con un filtro di tipo Hodrick-Prescott. Le limitazioni legate all'uso di serie di natura e lunghezza diversa tra loro (clima di fiducia e utilizzo degli impianti) e di filtri statistici inducono a preferire l'uso della serie semplice (CU) che, sebbene riferita unicamente alla manifattura, rappresenta di fatto l'unica informazione attinente al concetto economico in esame.

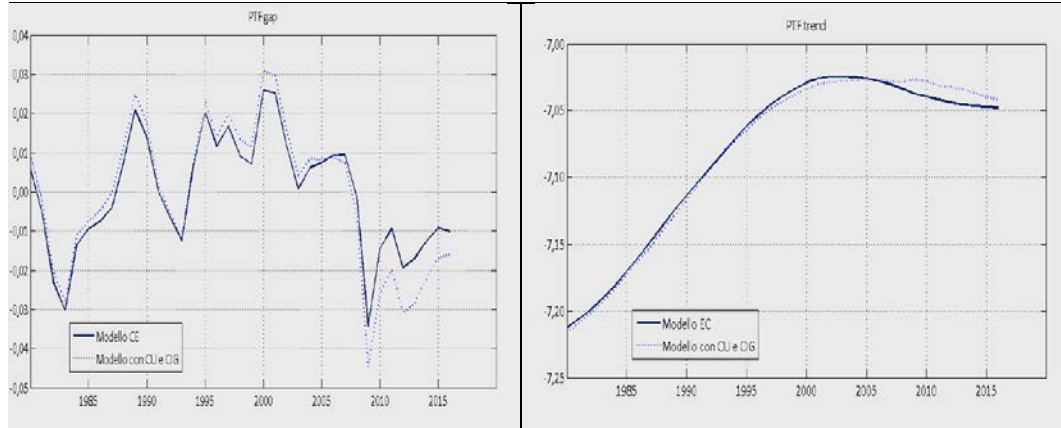
<sup>11</sup> La serie delle ore richieste di Cassa integrazione guadagni, di fonte INPS, sono state gentilmente fornite dal Ministero dell'Economia e delle finanze – Dipartimento del Tesoro.

<sup>12</sup> M. Cacciotti et al. (2017) "The Estimation of Potential Output for Italy: an Enhanced Methodology", *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, n. 4.

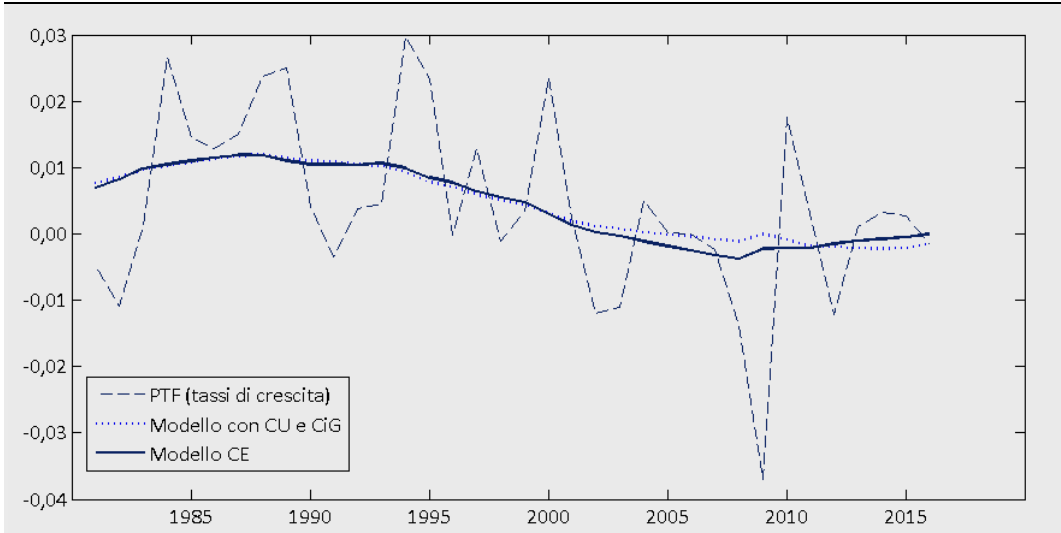
I risultati mostrano un trend della PTF dopo il 2000 in decelerazione, ma comunque su dinamiche superiori a quelle stimate dalla CE (fig. R2). Se in particolare si osserva la pendenza del trend della PTF (fig- R3), si rileva che a fronte di un valore negativo dell'indicatore basato sul metodo CE dai primi anni duemila ad oggi, il modello con la CIG delinea una sostanziale stagnazione nel primo quinquennio e valori negativi solo in seguito alla crisi globale.

Un trend della PTF meno negativo nell'ultima parte del campione si traduce in una stima del prodotto potenziale (ottenuta utilizzando la procedura concordata in sede europea) più favorevole di quella ufficiale (fig. R4) e in un *output gap* più ampio dopo la recente crisi economica.

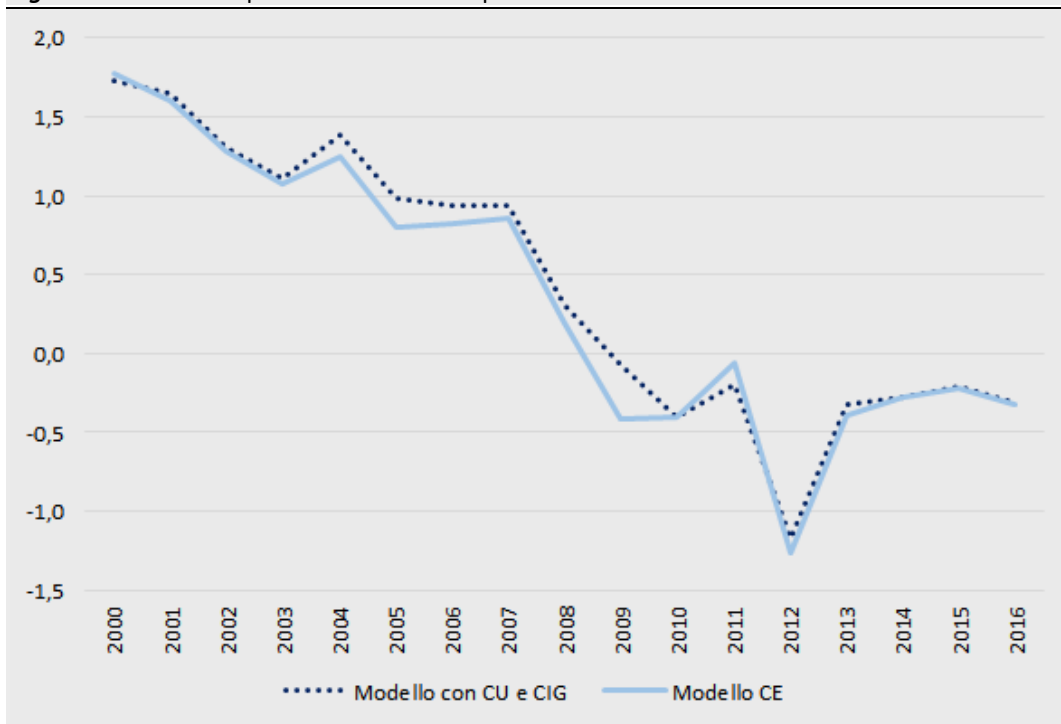
**Fig. R2** – Gap e trend della PTF



**Fig. R3** – Crescita della PTF e pendenza del trend secondo i due modelli di stima



**Fig. R4** – Prodotto potenziale nelle due specificazioni del modello



In conclusione il Riquadro mostra che modificando le misure utilizzate per valutare l'intensità d'uso dei fattori della produzione, in particolare il lavoro, si ottiene una dinamica della produttività italiana più elevata di quella desunta con il modello della CE. Tali evidenze hanno un impatto non trascurabile sulla stima del potenziale e dell'output gap, utilizzati per il calcolo dei saldi strutturali, impiegati nella formulazione delle regole di bilancio europee.