

## **Sommario\***

*Il ciclo economico internazionale continua a peggiorare, soprattutto per i paesi emergenti e per quelli avanzati più orientati verso le esportazioni. Al naturale esaurimento della lunga fase espansiva si sovrappongono le tensioni commerciali, che si riflettono negativamente anche sull'incertezza e sulle attese. Il rallentamento dell'attività economica globale ha compresso i prezzi delle materie prime e le dinamiche inflazionistiche, a cui hanno risposto proattivamente le politiche monetarie.*

*In Italia, secondo le ultime stime di contabilità nazionale, nei primi due trimestri dell'anno il PIL è appena aumentato in termini congiunturali. La fase ciclica risente del minore traino esercitato dalla domanda estera e, principalmente, della debolezza di quella interna; alla sostanziale stagnazione dei consumi, pur sostenuti dal potere d'acquisto, si sono affiancati recuperi moderati nell'accumulazione di capitale.*

*L'incertezza di famiglie e imprese è elevata, nonostante le condizioni del mercato del lavoro siano complessivamente favorevoli, soprattutto per l'occupazione dipendente a tempo indeterminato. Il tasso di disoccupazione scende ma le pressioni salariali sono sostanzialmente modeste e l'inflazione resta nettamente inferiore a quella dell'area dell'euro. Sulla debolezza delle dinamiche dei prezzi dell'ultimo decennio avrebbero influito prevalentemente le determinanti relative al contesto globale.*

*Le stime aggiornate dei modelli di breve periodo dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) indicano che nel terzo trimestre il PIL avrebbe continuato a espandersi allo stesso ritmo, appena positivo, dei due periodi precedenti; le previsioni per il quarto trimestre, circondate da margini d'incertezza più ampi, sembrano confermare la stessa dinamica produttiva contenuta.*

*A sintesi di tali andamenti, l'espansione del PIL nella media del 2019 si attesterebbe allo 0,2 per cento, marginalmente al di sopra rispetto a quanto prefigurato nell'esercizio previsivo recentemente svolto per la validazione delle previsioni del Governo.*

*Tuttavia si prospettano forti rischi al ribasso, nel breve e nel medio termine, prevalentemente di matrice esterna. L'economia internazionale potrebbe indebolirsi ancora, in relazione alle tensioni commerciali, al rallentamento dell'economia cinese, alla Brexit e agli squilibri finanziari; in caso di uno scenario internazionale più sfavorevole l'avversione al rischio degli investitori aumenterebbe rapidamente e i margini d'intervento delle politiche economiche globali potrebbero risultare limitati.*

---

\* A cura del Servizio analisi macroeconomica; la Nota è stata completata con le informazioni disponibili il 22 ottobre 2019.

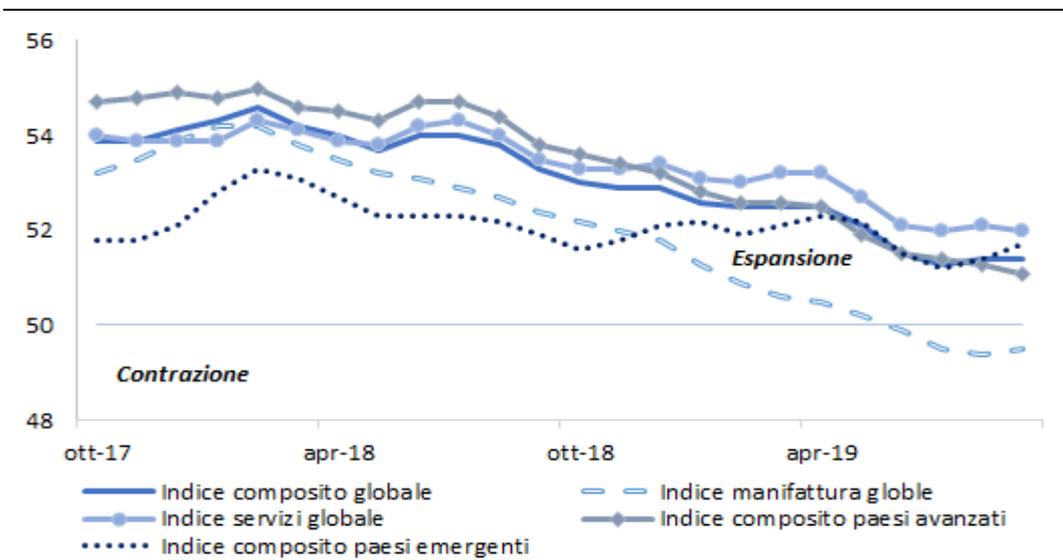
## Contesto internazionale

### Il rallentamento del ciclo internazionale è diffuso

Secondo i più recenti indicatori congiunturali prosegue la fase di decelerazione dell'economia mondiale, che riguarda sia i paesi emergenti sia gli avanzati. Gli indici di fiducia dei direttori acquisti (*Markit Purchasing Manufacturing Index*, PMI) in settembre sono scesi sui valori più bassi degli ultimi tre anni (fig. 1). Il settore manifatturiero globale risente particolarmente del rallentamento degli scambi, mentre i servizi sembrano ancora tenere il passo. Sebbene negli scenari di base non si preveda una recessione globale, molti analisti segnalano la fragilità dell'economia mondiale; gli stati con capacità fiscali vengono esortati dalle principali istituzioni internazionali a mettere in atto misure espansive, anche per trarre vantaggio della politica monetaria accomodante delle principali aree valutarie<sup>2</sup>.

Negli Stati Uniti il PIL è aumentato di appena il 2,0 per cento (congiunturale annualizzato) nel secondo trimestre dell'anno in corso, dal 3,1 nel periodo precedente. La contrazione repentina segnalata dagli indici dei direttori degli acquisti del settore manifatturiero (ISM) a settembre ha provocato tensioni sui mercati, rientrate con la pubblicazione dei dati sul tasso di disoccupazione, al 3,5 per cento, il minimo dal dicembre del 1969. Anche se allo stato attuale non ci sono segnali di recessione, nei prossimi trimestri è atteso un indebolimento congiunturale, coerente con l'attesa del Fondo Monetario Internazionale (FMI) di rallentamento nel 2020.

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



Fonte: IHS Markit.

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

<sup>2</sup> Si vedano ad esempio la conferenza stampa del 12 settembre 2019 del Presidente della BCE e il Capitolo 1 dell'ultimo WEO dell'FMI.

Nell'area dell'euro il PIL nel secondo trimestre ha decelerato allo 0,2 per cento in termini congiunturali, dopo essere cresciuto a un ritmo circa doppio nel trimestre invernale. Ha pesato la dinamica dei due maggiori paesi manifatturieri ed esportatori dell'area, la Germania e l'Italia, che hanno rispettivamente registrato una leggera riduzione e una marginale espansione del PIL.

Il rallentamento del commercio internazionale sta incidendo anche sull'attività economica del Giappone, sia direttamente sulle esportazioni sia riducendo il fabbisogno di nuovi investimenti. L'economia del Sol Levante sarebbe frenata anche del recente incremento delle imposte sui consumi.

Per limitare gli effetti del rallentamento e per stimolare le dinamiche nominali le banche centrali di diversi paesi emergenti (Brasile, Russia, Messico e Turchia), hanno recentemente allentato la politica monetaria, seguendo quanto fatto dalla Riserva Federale nei mesi di agosto e settembre.

#### ***...anche a causa delle politiche commerciali***

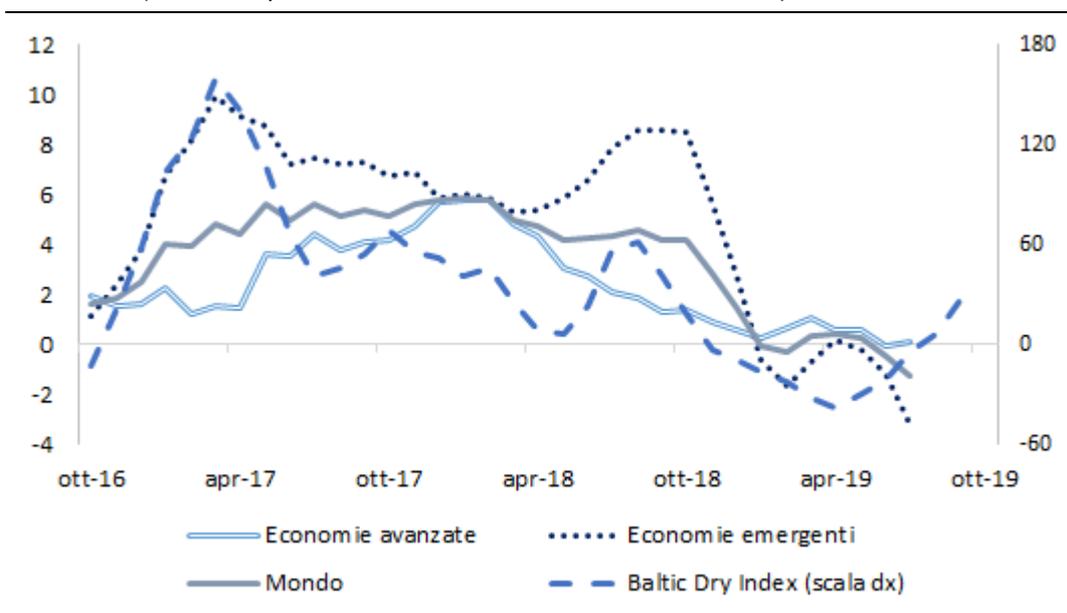
L'amministrazione americana ha annunciato ulteriori incrementi dei dazi che per metà dicembre dovrebbero arrivare a interessare la quasi totalità dei prodotti importati dalla Cina. Le recenti misure richieste dagli Stati Uniti nei confronti dell'Unione europea, approvate dall'Organizzazione mondiale del commercio, non sembrerebbero tali da avere un forte effetto diretto, essendo riferite a un paniere di beni del valore di 7,5 miliardi di euro, meno del 2 per cento del totale delle esportazioni di merci europee verso gli Stati Uniti.

Secondo i dati del *Central Plan Bureau* (CPB), la variazione del tasso di crescita del commercio mondiale nei mesi maggio-luglio è stata pressoché nulla rispetto ai tre mesi precedenti (fig. 2) e le maggiori istituzioni internazionali prevedono per l'intero 2019 un incremento modesto in confronto alla media storica. Secondo recenti simulazioni del FMI<sup>3</sup> il complesso delle misure di politica commerciale adottate dagli Stati Uniti, unitamente alle ritorsioni dei *partners* e agli effetti indiretti (sulla fiducia, sui tassi di interesse alle imprese e sulla produttività), potrebbero portare a una perdita di PIL nel 2021 di circa due punti percentuali per la Cina e mezzo punto per gli Stati Uniti, il Giappone e l'area dell'euro. Nel lungo periodo la riallocazione delle risorse e il ri-orientamento dei flussi commerciali attenuerebbero la perdita finale, soprattutto per la Cina.

---

<sup>3</sup> Per i dettagli si rimanda allo Scenario descritto nel Box 1.2 del WEO di ottobre 2019.

**Fig. 2** – Tasso di crescita delle importazioni e indice del costo del trasporto marittimo  
(variazione percentuale annua della media mobile a 3 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati CPB e Thomson Reuters Datastream.

### **Le previsioni del FMI**

Per la quinta volta consecutiva, l’FMI ha rivisto al ribasso le previsioni per l’economia mondiale (tab. 1). La crescita del PIL mondiale nel 2019, che a luglio era stimata al 3,2 per cento (a luglio dell’anno scorso era addirittura al 3,9 per cento), viene ora indicata al 3,0 per cento; la revisione delle attese rispetto allo scorso luglio è diffusa per il 2019 mentre riguarda il complesso delle economie emergenti per il 2020. Particolarmente ampia è stata la revisione delle proiezioni sul commercio internazionale, fortemente influenzate dall’inasprimento delle restrizioni agli scambi da parte dall’amministrazione americana. Secondo il FMI il commercio per quest’anno dovrebbe espandersi soltanto dell’1,1 per cento, con un’elasticità apparente rispetto all’attività economica di appena 0,37, decisamente inferiore alla media storica<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Per un approfondimento a questo riguardo si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2017), “Nota sulla congiuntura”, luglio.

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

	WEO ottobre 2019		Differenze da WEO luglio 2019	
	2019	2020	2019	2020
Prodotto mondiale	3,0	3,4	-0,2	-0,1
<i>Economie avanzate</i>	1,7	1,7	-0,2	0,0
<i>Stati Uniti</i>	2,4	2,1	-0,2	0,2
<i>Area dell'euro</i>	1,2	1,4	-0,1	-0,2
<i>Economie emergenti</i>	3,9	4,6	-0,2	-0,1
Commercio mondiale	1,1	3,2	-1,4	-0,5

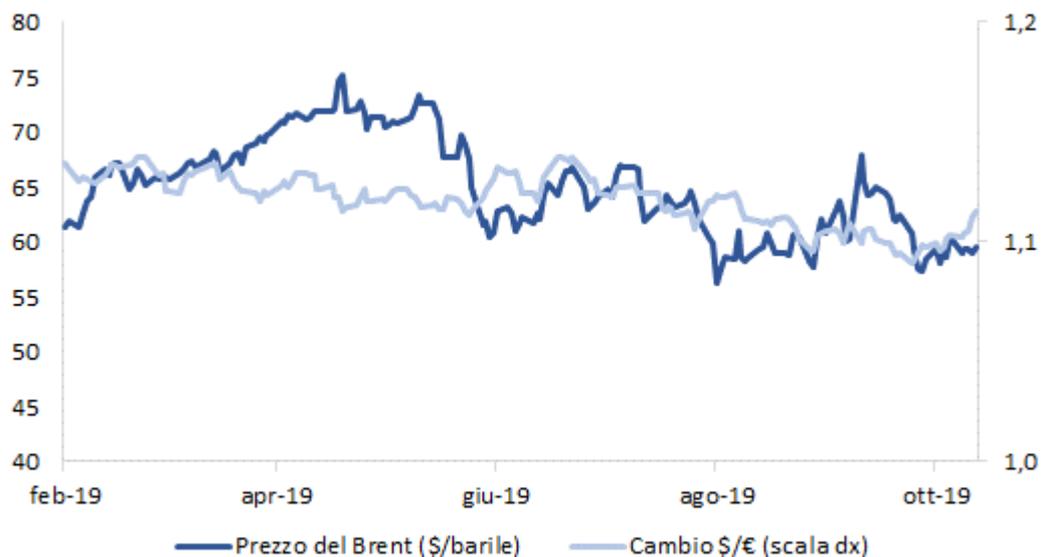
Fonte: FMI, World Economic Outlook, ottobre 2019.

### ***Petrolio stabile nonostante gli attacchi terroristici...***

Dal mese di giugno il prezzo del petrolio ha oscillato intorno ai 60 dollari per barile. Notizie contrastanti sull'evoluzione della domanda e dell'offerta hanno indotto un *trend* piatto delle quotazioni in quasi tutto il periodo estivo. Con gli attacchi terroristici alla produzione saudita di metà settembre i prezzi hanno registrato un balzo, che però si è rapidamente ridimensionato una volta appurato che l'offerta mondiale era stata intaccata solo marginalmente; gli Stati Uniti hanno infatti velocemente reagito con l'immissione sul mercato delle scorte strategiche e la domanda è rimasta debole per via del ciclo economico. Nella media dei primi 15 giorni di ottobre la quotazione del Brent è risultata di poco inferiore ai 59 dollari per barile (fig. 3).

All'inizio di settembre, per la prima volta da maggio del 2017, il cambio dollaro/euro è sceso sotto la quota 1,10; al deprezzamento della valuta europea ha contribuito l'orientamento più espansivo della politica monetaria. A metà settembre il consiglio della Banca centrale europea (BCE) ha deciso un taglio del tasso sui depositi di 10 punti base e ha annunciato l'avvio di un nuovo programma di acquisto di attività (20 miliardi mensili, a partire dal primo novembre), allo scopo di sostenere il sistema finanziario e quindi l'economia reale.

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

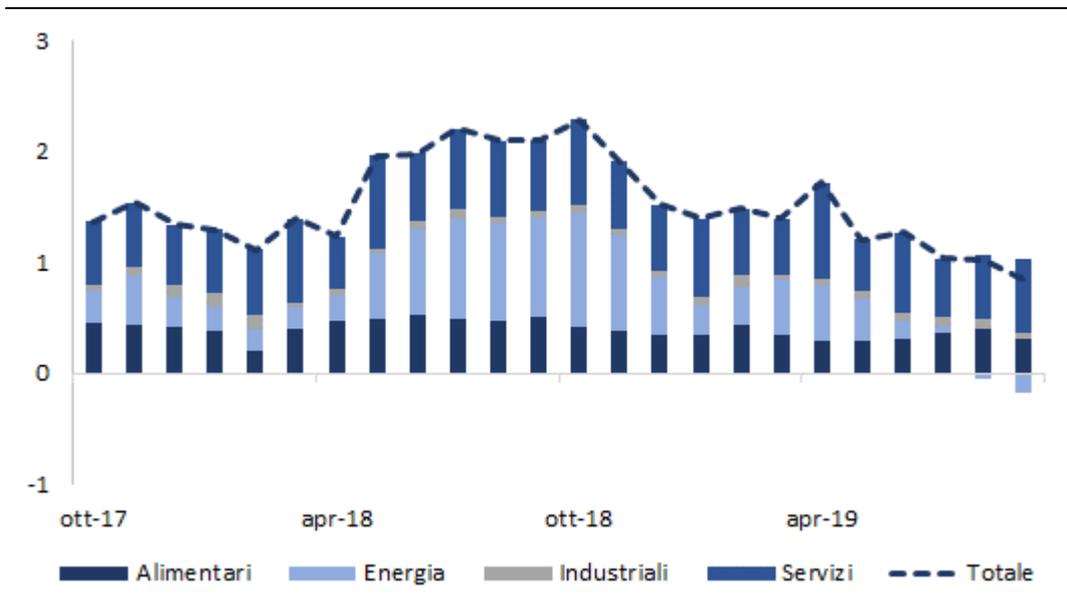


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

### ***Prosegue la flessione dell'inflazione europea***

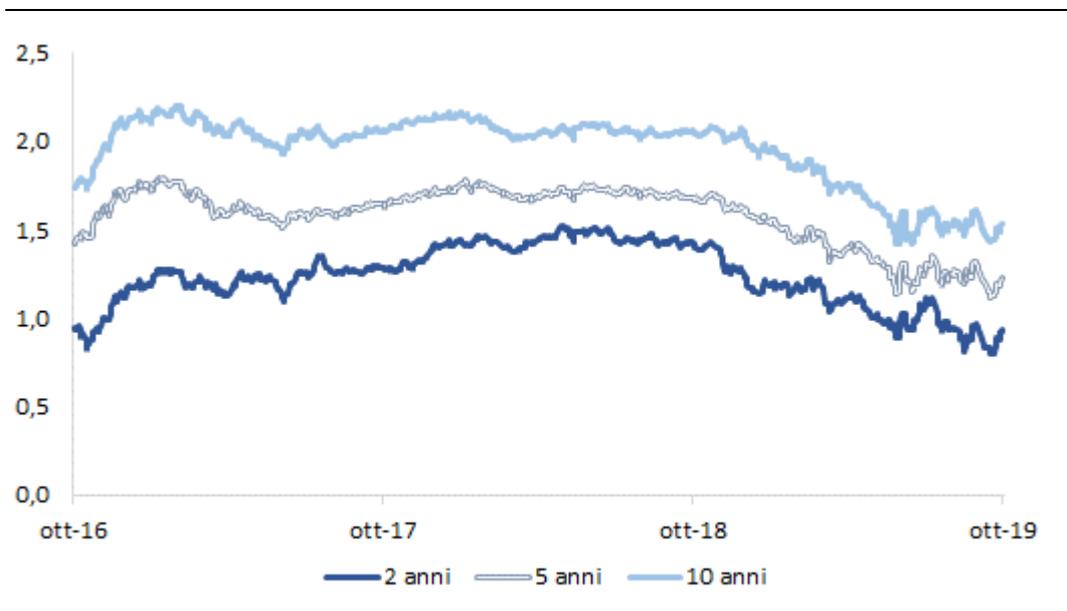
La dinamica dei prezzi nell'area dell'euro continua a ridursi; in settembre l'inflazione si è portata sotto il punto percentuale (0,8 per cento; fig. 4), come non avveniva dalla fine del 2016. Le componenti dei beni alimentari, bevande e tabacchi mostrano incrementi di poco inferiori al *target* della BCE, mentre quelle dei prodotti energetici stanno creando forti pressioni al ribasso sull'indice dei prezzi totale. L'inflazione *core* si mantiene stabilmente bassa, intorno all'1,0 per cento. La BCE, avviando un nuovo programma di acquisto di titoli ha ribadito che l'attuale politica di tassi sarà mantenuta a lungo, anche in considerazione del fatto che le aspettative degli operatori sono chiaramente al di sotto dell'obiettivo della politica monetaria anche nell'orizzonte di 10 anni (fig. 5).

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



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

**Fig. 5** – Aspettative di inflazione implicite negli *inflation swaps*  
(valori percentuali)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

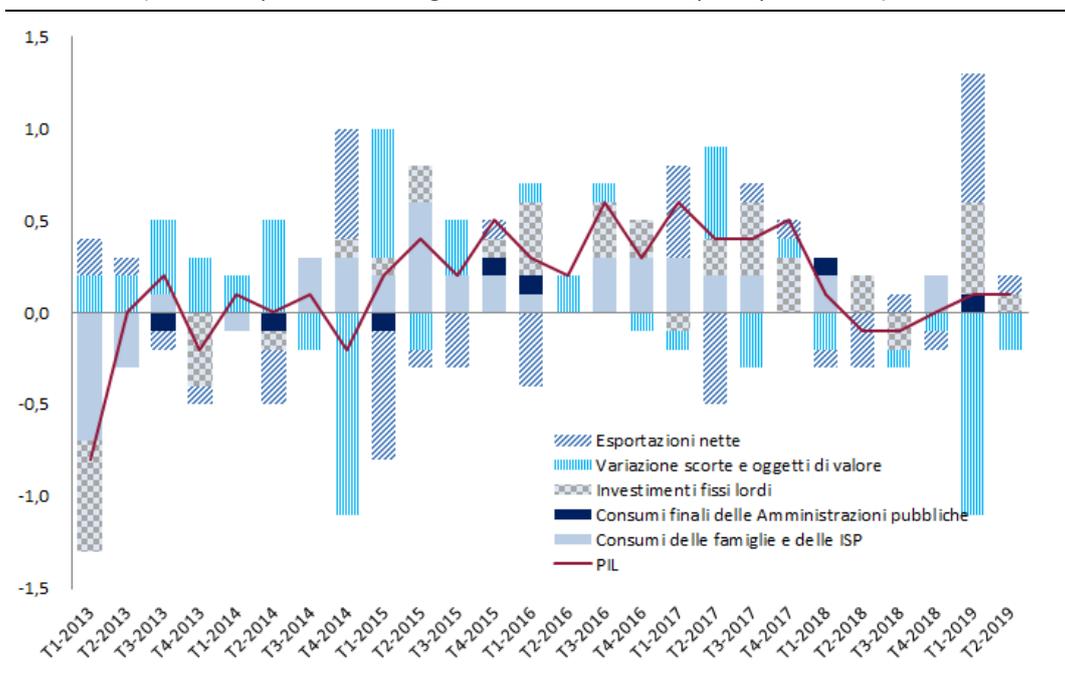
## Economia italiana

### L'attività economica si espande a ritmi modesti

Secondo i conti economici trimestrali pubblicati dall'Istat lo scorso 4 ottobre, coerenti con i conti annuali diffusi il 23 settembre, il PIL dell'Italia si è ridotto tra la primavera e l'estate dell'anno scorso, per poi stabilizzarsi nello scorcio finale del 2018. Nei primi due trimestri di quest'anno l'attività economica ha ripreso a espandersi, seppure moderatamente (0,1 per cento in termini congiunturali in entrambi i periodi). Tale dinamica, lievemente migliore di quella delineata dai precedenti conti, si riflette in una variazione tendenziale del PIL appena positiva nel secondo trimestre (0,1 per cento, dal -0,1 della precedente contabilità); è migliorata anche la crescita acquisita per il 2019, ora allo 0,1 per cento, mentre in precedenza era nulla.

Dal lato dell'offerta, all'aumento congiunturale del valore aggiunto dei servizi nel secondo trimestre (0,3 per cento) si sono contrapposte le flessioni nell'agricoltura e nel totale dell'industria (pari rispettivamente a -1,3 e -0,5 per cento). Con riferimento alle componenti di spesa, la crescita degli investimenti fissi lordi (0,4 per cento sul periodo precedente) è stata accompagnata da una variazione appena positiva dei consumi finali nazionali (0,1 per cento), mentre i flussi di esportazioni e importazioni hanno registrato aumenti più consistenti (rispettivamente dell'1,2 e dello 0,9 per cento). La variazione delle scorte ha sottratto alla crescita 0,2 punti percentuali, dopo il contributo negativo molto rilevante del periodo invernale (-1,1 punti percentuali; fig. 6).

**Fig. 6** – PIL e contributi alla crescita delle componenti di domanda  
(variazioni percentuali congiunturali e contributi in punti percentuali)



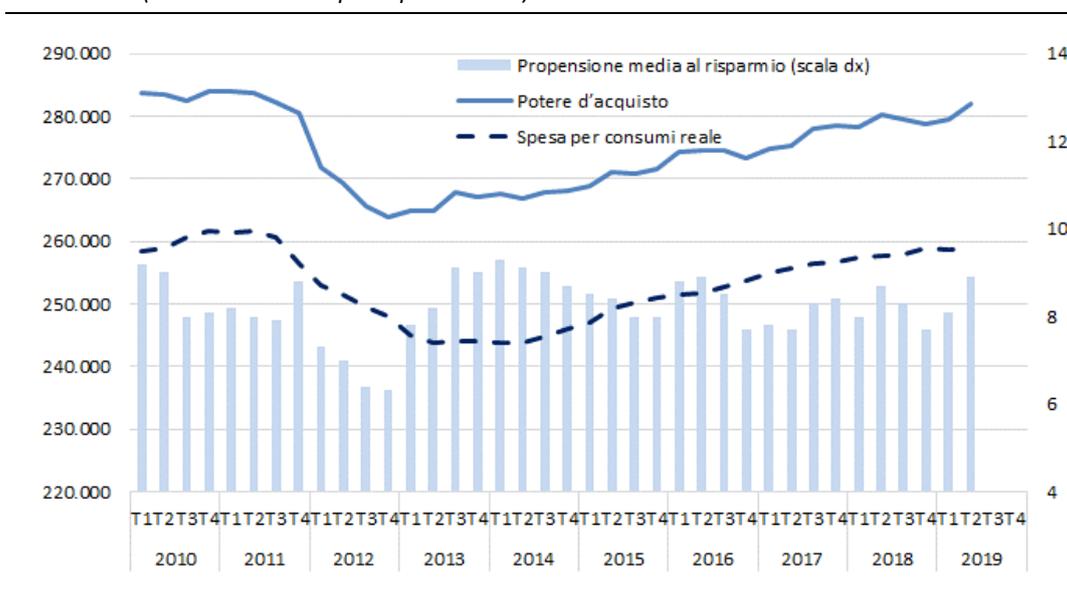
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### *I consumi privati ristagnano...*

La fase di debolezza congiunturale della spesa per consumi privati, che aveva caratterizzato larga parte del 2018, è proseguita anche nella prima metà dell'anno in corso. Nel secondo trimestre la spesa per consumi è cresciuta appena in termini congiunturali (0,1 per cento), a riflesso di un'espansione degli acquisti di servizi e di beni non durevoli cui hanno fatto riscontro le diminuzioni di quelli di beni durevoli e, soprattutto, semidurevoli. Il potere d'acquisto delle famiglie è aumentato in misura non trascurabile (0,9 per cento rispetto al primo trimestre del 2019) e la debolezza dei consumi ha indotto un nuovo aumento della propensione al risparmio (all'8,9 per cento del reddito disponibile; fig. 7).

Alla cautela negli orientamenti di spesa in primavera si sono associati peggioramenti del clima di fiducia delle famiglie. I dati più recenti, del terzo trimestre, segnalano tuttavia un recupero dell'indice complessivo, in particolare delle componenti relative al clima economico e al clima corrente. Le prospettive future dei consumi sono orientate a un cauto ottimismo, non solo per il miglioramento del clima di opinione ma anche per la possibilità che comincino a manifestarsi i primi effetti dei provvedimenti di sostegno ai redditi più bassi (reddito di cittadinanza).

**Fig. 7** – Reddito, consumi e risparmio delle famiglie  
(milioni di euro e quote percentuali)



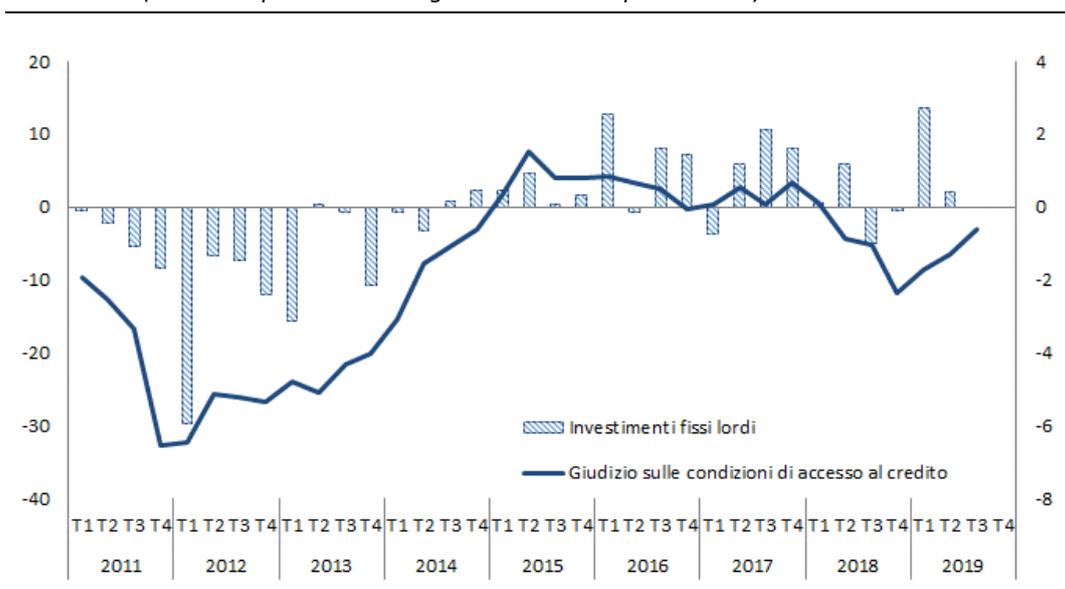
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

**... mentre gli investimenti in impianti e macchinari riprendono a espandersi**

Nel secondo trimestre la dinamica congiunturale dell'accumulazione di capitale è risultata in moderata espansione (0,4 per cento), dopo il balzo del trimestre precedente. La spesa per investimenti è stata trainata prevalentemente dagli acquisti di impianti, macchinari e armamenti (2,7 per cento) e, marginalmente, da quelli di prodotti di proprietà intellettuale (0,1 per cento); per contro, gli investimenti in costruzioni si sono contratti (-1,2 per cento quelli in abitazioni; -1,5 quelli in fabbricati non residenziali), sebbene in misura decisamente inferiore rispetto al forte recupero nel trimestre invernale.

L'indagine di agosto/settembre della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita delinea un moderato rafforzamento dei piani d'investimento per l'anno in corso e migliori giudizi sulle condizioni per investire. Nel secondo trimestre il tasso di investimento (ossia il rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto ai prezzi base) è rimasto pressoché stabile rispetto a gennaio-marzo (posizionandosi al 21,6 per cento dal precedente 21,5); nel trimestre estivo, secondo l'inchiesta Istat sulle imprese manifatturiere, vi sarebbe stato un lieve allentamento delle condizioni di accesso al credito (fig. 8), prevalentemente per le aziende medio-grandi. Indicazioni favorevoli emergono dalle statistiche sulle quantità e sui tassi praticati alle imprese, benché con qualche segnale di maggior cautela da parte delle banche nei criteri di erogazione dei prestiti per le piccole aziende. Per contro, la dinamica dei mutui erogati alle famiglie si mantiene solida, anche grazie a tassi d'interesse su livelli storicamente bassi. L'indagine armonizzata sugli operatori creditizi condotta dalla Banca d'Italia nel secondo trimestre indica il perdurare di una fase di espansione della domanda aggregata di credito e un lieve inasprimento dei criteri di offerta.

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

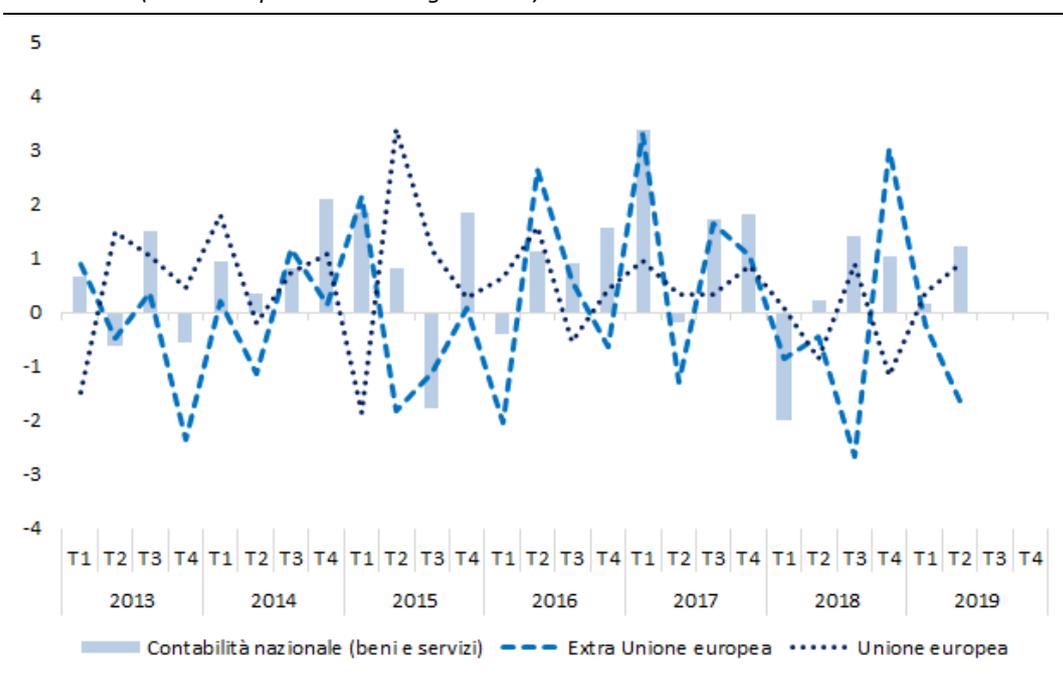
### ***Gli scambi con l'estero accelerano nonostante la debolezza del commercio globale***

Nel secondo trimestre dell'anno le vendite all'estero hanno proseguito lungo il sentiero di crescita iniziato nella primavera del 2018, nonostante l'indebolimento degli scambi globali: alla crescita congiunturale modesta delle esportazioni in inverno è seguita in aprile-giugno una decisa accelerazione (1,2 per cento; fig. 9).

Riguardo ai mercati di sbocco, i dati mensili sui beni indicano che il volume delle vendite all'esterno dell'Unione europea è stato particolarmente volatile, con un indebolimento nel secondo trimestre nonostante l'espansione in termini nominali. Le vendite all'interno dell'Unione europea, meno erratiche, hanno confermato la moderata dinamica positiva in atto dalla fine del 2018. Le informazioni desumibili dalle indagini sulle imprese esportatrici della manifattura condotte dall'Istat forniscono segnali incerti: i risultati dell'inchiesta condotta in settembre, riferiti al terzo trimestre, riportano un peggioramento dei giudizi sugli ordini dall'estero rispetto ad aprile-giugno, mentre le attese sul fatturato sui mercati internazionali hanno assorbito parzialmente la flessione segnata nel secondo trimestre.

Al buon andamento dell'*export* nel secondo trimestre si è accompagnato un recupero delle importazioni (0,9 per cento in aprile-giugno rispetto al primo trimestre del 2019), trainate anche dalla dinamica positiva della spesa per investimenti in impianti e macchinari. Il maggiore incremento delle esportazioni ha comunque determinato un contributo alla crescita della domanda estera netta lievemente positivo (0,1 punti percentuali).

**Fig. 9** – Variazioni delle esportazioni totali e per area geografica (1)  
(variazioni percentuali congiunturali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Gli istogrammi rappresentano le variazioni congiunturali dei valori concatenati delle esportazioni totali di fonte contabilità nazionale. Le linee mostrano le variazioni congiunturali dei volumi delle esportazioni di beni di commercio estero, destagionalizzati dall'UPB.

### *Le indicazioni congiunturali più recenti*

Gli indicatori congiunturali più recenti prospettano una dinamica produttiva molto moderata. All'andamento erratico della produzione industriale nei primi due trimestri del 2019 (con la variazione congiunturale positiva in gennaio-marzo erosa quasi interamente dalla flessione nel trimestre primaverile) è seguito un ulteriore calo in luglio (-0,7 per cento) e un modesto recupero in agosto (0,3 per cento). Secondo le stime dell'UPB nella media del terzo trimestre l'attività industriale sarebbe rimasta pressoché invariata; nello stesso periodo l'indice di diffusione è sceso a quota 51,1, segnalando comunque un'espansione per poco più della metà dei sotto-settori.

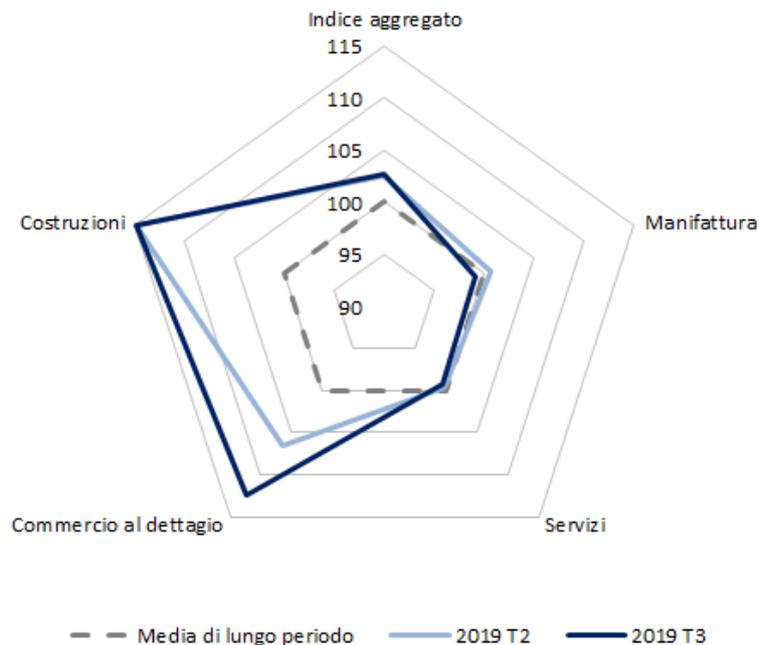
Gli indicatori qualitativi registrano andamenti eterogenei tra comparti: nel manifatturiero il PMI è diminuito nel terzo trimestre al valore di 48,3, circa un punto al di sotto della media aprile-giugno; anche l'indice Istat sulla fiducia delle imprese industriali è sceso in estate di circa un punto e mezzo, a riflesso del progressivo peggioramento della componente relativa ai giudizi sul livello degli ordini.

Nella media dei primi sette mesi dell'anno, la produzione delle costruzioni è aumentata su base tendenziale del 3,2 per cento, mostrando segni di ripresa rispetto all'andamento stagnante che aveva caratterizzato il triennio 2015-18; il clima di fiducia nell'edilizia, che negli ultimi tre anni si è differenziato da quello degli altri principali settori per la tendenza positiva, nel terzo trimestre è rimasto pressoché invariato. Il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa in giugno-luglio, segnala che le attese degli operatori sulle prospettive di breve e medio termine del mercato immobiliare permangono relativamente positive, sebbene orientate a maggiore prudenza.

L'attività del terziario è aumentata nel secondo trimestre dell'anno, soprattutto per i servizi professionali; nel commercio e trasporti la crescita è risultata invece moderata (0,2 per cento), in linea con la dinamica pressoché stagnante dei consumi privati. Gli indicatori qualitativi recenti delineano prospettive moderatamente favorevoli per la distribuzione; l'indice sulla fiducia dei servizi di mercato nel terzo trimestre si è lievemente ridotto, mentre quello del comparto del commercio al dettaglio ha decisamente recuperato. L'indicatore PMI sui servizi nel complesso dei mesi estivi è migliorato rispetto alla media del secondo trimestre.

Per quanto riguarda l'insieme dei settori produttivi, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, si è collocato nella media luglio-settembre su un valore analogo rispetto a quello del secondo trimestre (fig. 10); la flessione degli indici per l'industria e i servizi di mercato è stata compensata dal balzo di quello del commercio al dettaglio (nelle costruzioni non vi sono state rilevanti differenze).

**Fig. 10** – Fiducia nei comparti produttivi (1)  
(numero indice, media gennaio 1998 – settembre 2019=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*).

L'incertezza di famiglie e imprese continua ad aumentare. L'indicatore UPB, pur mantenendosi nel terzo trimestre dell'anno al di sotto dei massimi del biennio 2013-14, mostra a partire da fine 2018 una tendenza al peggioramento (fig. 11), determinata prevalentemente dalle sotto-componenti relative ai servizi e alla manifattura.

Gli indicatori sintetici del ciclo economico, elaborati da varie istituzioni, sono concordi nel segnalare la debole fase ciclica. L'indice coincidente della crescita di fondo elaborato dalla Banca d'Italia, ITA-coin, in settembre si è confermato ben al di sotto dello zero su un valore (-0,39) non distante dal minimo raggiunto in giugno; nello stesso mese l'indicatore anticipatore Istat ha proseguito la sua tendenza al ribasso, in atto dalla fine del 2017.

**Fig. 11** – Indice di incertezza  
(numero indice, 1993 T1=100)

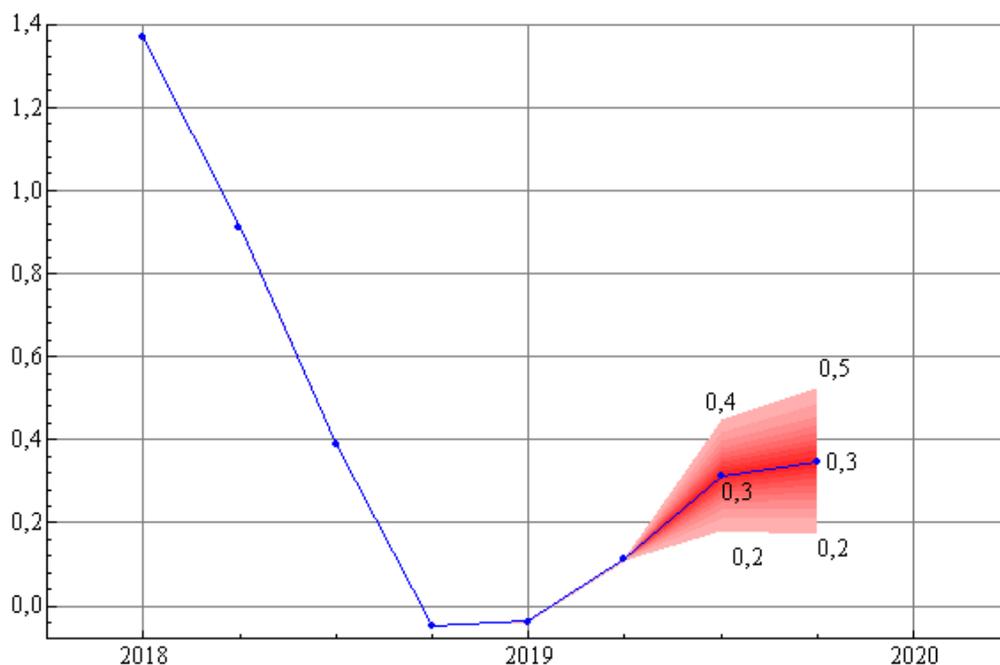


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### **Le stime di breve periodo**

Sulla base dei modelli di breve termine dell'UPB, l'attività economica nella seconda parte dell'anno confermerebbe il sentiero di crescita modesta registrato nel primo semestre. Nel terzo trimestre la variazione del PIL sarebbe stata dello 0,1 per cento in termini congiunturali (la variazione tendenziale sarebbe dello 0,3 per cento; fig. 12), in una banda di confidenza, compresa tra -0,1 e lo 0,2 per cento. La debolezza della produzione industriale in estate induce cautela sull'evoluzione del sistema manifatturiero, la cui fragilità potrebbe ripercuotersi anche sugli altri comparti produttivi; tuttavia nel periodo estivo potrebbero essersi attivati i primi effetti espansivi del reddito di cittadinanza. Anche nell'ultimo scorcio d'anno si vedrebbe confermata una fase ciclica debole (variazione congiunturale del PIL allo 0,1 per cento, per il quarto trimestre di seguito), a fronte di margini d'incertezza comunque più elevati. Tale profilo condurrebbe a un incremento del PIL nel 2019 dello 0,2 per cento, marginalmente al di sopra rispetto a quanto prefigurato nell'esercizio previsivo svolto di recente dall'UPB per la validazione delle previsioni del Governo contenute nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019. Le attese di bassa crescita nella seconda metà del 2019 incidono sul trascinarsi statistico per il prossimo anno, che risulterebbe molto contenuto (0,1 per cento).

**Fig. 12** – Previsioni della variazione tendenziale del PIL e intervalli di confidenza (1)



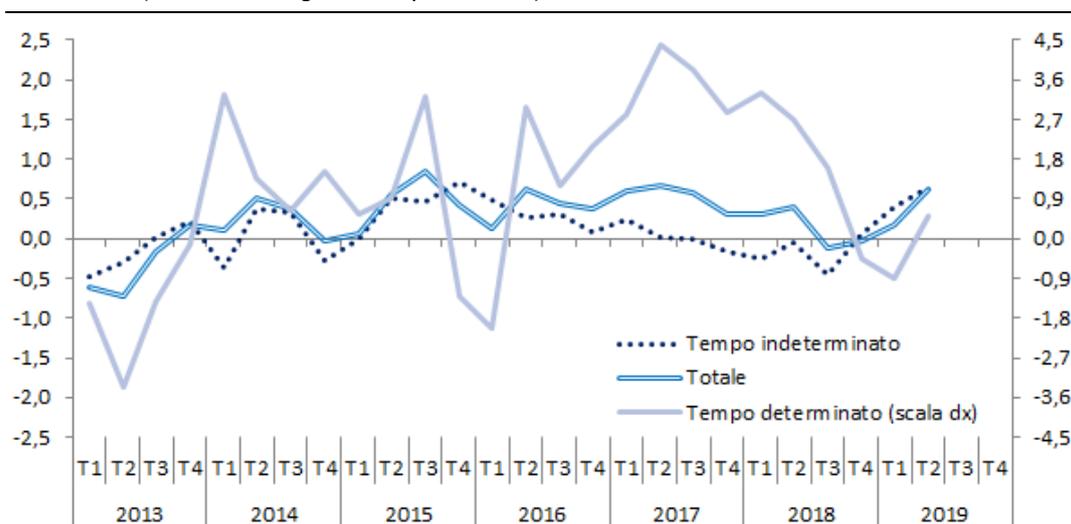
(1) Le bande di confidenza si riferiscono a un intervallo del 90 per cento rispetto allo scenario centrale.

### ***L'occupazione rallenta, prosegue la flessione del tasso di disoccupazione***

Il mercato del lavoro ha continuato a migliorare nonostante la debolezza dell'attività economica. Nel secondo trimestre, la domanda di lavoro, espressa dalle posizioni dipendenti sulla base dei contratti di lavoro in essere, è risultata in accelerazione (0,4 per cento su base congiunturale, da 0,2 nel primo trimestre), trainata dall'incremento nei servizi (0,7 per cento) a fronte di una flessione nell'industria. L'*input* di lavoro, misurato dalle ore complessivamente lavorate di contabilità nazionale, si è invece ridotto (-0,1 per cento, da 0,4 nel primo trimestre) diffusamente.

Sulla base della Rilevazione sulle forze di lavoro l'incremento congiunturale delle persone occupate è stato sostenuto sia dalla componente a tempo indeterminato (0,7 per cento) sia da quella a termine (0,5 per cento, dopo due flessioni consecutive; fig. 13); a tali andamenti si è associato un aumento del *part-time* involontario (64,8 per cento l'incidenza sul totale degli occupati a tempo parziale, da 64,1 nella media del 2018). Le informazioni preliminari sul periodo luglio-agosto delineano una stasi dell'occupazione: il contributo della componente alle dipendenze è compensato dalla riduzione degli indipendenti.

**Fig. 13** – Occupazione alle dipendenze  
(variazioni congiunturali percentuali)

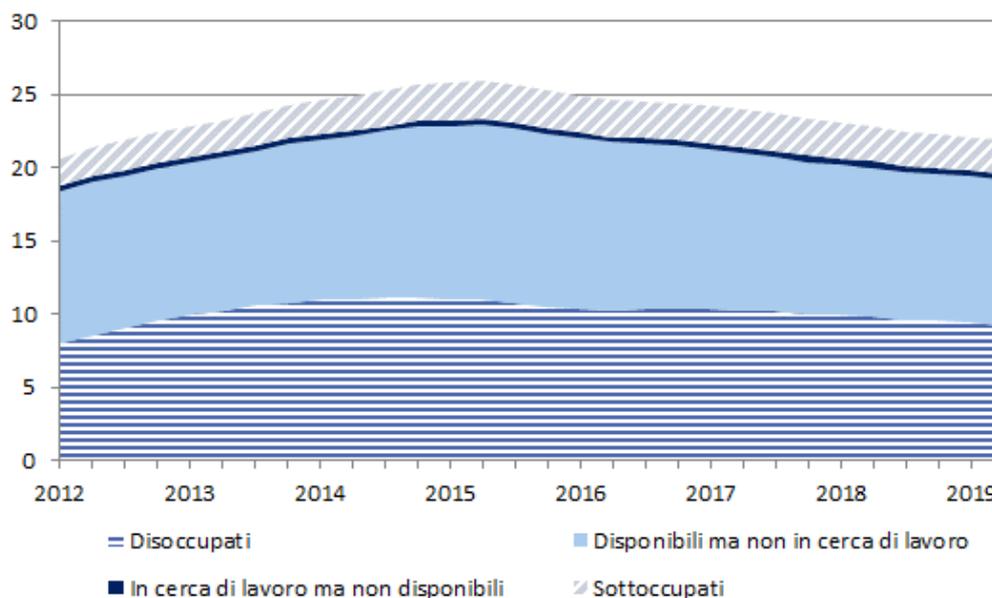


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Sono proseguite le trasformazioni a tempo indeterminato delle posizioni lavorative a termine. Secondo i dati amministrativi di fonte INPS relativi al periodo gennaio-luglio, l'aumento dei contratti a tempo indeterminato è ascrivibile a nuove assunzioni a carattere permanente (8,1 per cento rispetto all'analogo periodo del 2018, 62.000 contratti in più) e, in maggior misura, alle trasformazioni a tempo indeterminato di contratti a termine (57,5 per cento, oltre 160.000 posizioni lavorative). L'aumento delle trasformazioni potrebbe essere risultato da scelte degli imprenditori orientate, da un lato, a preservare l'*input* di lavoro, dall'altro, ad anticipare le trasformazioni a tempo indeterminato, alla luce delle regole introdotte dal "Decreto Dignità". Si è ridotta, al contempo, l'attivazione di nuovi contratti a tempo determinato (-8,7 per cento rispetto allo stesso periodo del 2018) e un'analogha tendenza ha riguardato le corrispondenti cessazioni (-5,9 per cento).

Nel secondo trimestre del 2019 si è accentuata la discesa del numero di persone in cerca di occupazione (113.000 persone in meno, quasi il doppio rispetto al primo trimestre). Ne è risultata una significativa riduzione del tasso di disoccupazione (al 9,9 per cento, 0,4 punti percentuali in meno rispetto al periodo gennaio-marzo), favorita anche dal contestuale aumento dell'occupazione. Resta tuttavia elevato il grado di sottoutilizzo delle forze di lavoro: l'indicatore, che accanto agli occupati e alle persone in cerca di occupazione include anche le forze di lavoro potenziali e i sottoccupati, è ancora intorno al 22 per cento (fig. 14). Secondo informazioni preliminari, il tasso di disoccupazione sarebbe ulteriormente sceso nei mesi estivi (9,6 per cento nel periodo luglio-agosto).

**Fig. 14** – Disoccupazione, sottoccupazione e forza lavoro potenziale (1)  
(medie mobili a quattro termini; incidenze percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Età di riferimento 15-74 anni.

La dinamica salariale, misurata sulla base delle retribuzioni di fatto, si è attenuata in misura considerevole nel secondo trimestre (0,7 per cento la variazione su base tendenziale, da 1,9 nel primo trimestre). Anche la variazione dei redditi da lavoro dipendente per ora lavorata (all'1,1 per cento) si è più che dimezzata rispetto al periodo precedente. Nel settore privato la variazione dei salari di fatto è risultata nettamente superiore a quella delle retribuzioni contrattuali orarie (0,8 per cento su base tendenziale); una tendenza opposta è emersa nella pubblica amministrazione. Secondo le informazioni più recenti il divario di crescita tra salari di fatto e retribuzioni contrattuali si sarebbe assorbito nei mesi estivi.

Il modesto incremento della produttività oraria (0,1 per cento in termini congiunturali nel secondo trimestre) è derivato dal lieve aumento del valore aggiunto (0,1 per cento) contestuale alla marginale flessione delle ore lavorate. Il rialzo della produttività nel comparto industriale (0,4 per cento) è interamente ascrivibile al settore delle costruzioni, a fronte di una stasi nell'industria in senso stretto. È invece proseguito, per il secondo trimestre consecutivo, il deterioramento nei servizi. Tenendo conto dell'evoluzione dei redditi da lavoro e della produttività, il CLUP ha registrato un rallentamento in termini tendenziali (1,2 per cento, dal 3,5 nel periodo precedente), a sintesi di andamenti eterogenei nei comparti produttivi: alla sostenuta dinamica nell'industria in senso stretto (3,4 per cento) ha corrisposto una moderazione nei servizi e una riduzione nelle costruzioni.

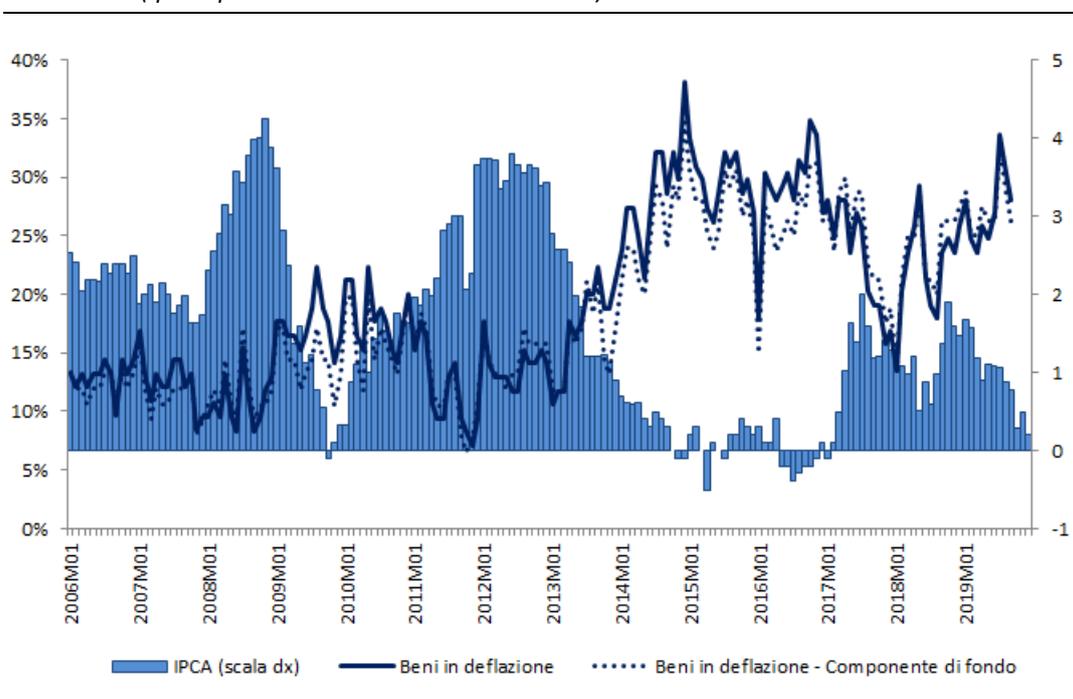
### *L'inflazione continua a ridursi*

La dinamica dei prezzi in Italia resta bassa, coerentemente con la debole fase ciclica. Dopo il moderato recupero in primavera, l'inflazione al consumo è tornata a scendere su valori molto contenuti, decisamente inferiori a quelli dell'area dell'euro anche con riferimento alla componente di fondo.

In settembre l'inflazione al consumo misurata con l'indice nazionale NIC è scesa allo 0,3 per cento (0,2 l'indice armonizzato), il valore più basso da novembre 2016 (fig. 15); la variazione della componente di fondo è appena aumentata, allo 0,6 per cento. Il calo dell'inflazione è quindi da ricondursi ai prezzi dei beni energetici non regolamentati (-2,6 per cento tendenziale), oltre che a quelli dei servizi di trasporto (0,4 per cento tendenziale), legati a fattori stagionali. Nel complesso, alla flessione dei listini nel comparto dei beni (-0,2 per cento da zero dell'anno prima) si associa un'accelerazione dei prezzi nei servizi (da 0,8 a 0,9 per cento tendenziale). L'inflazione acquisita per il 2019 è pari allo 0,6 per cento, sia per l'indice generale sia per la componente di fondo.

La debolezza dei prezzi è diffusa tra le voci di spesa. Dall'estate torna a salire la quota di beni e servizi che registrano flessioni dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo; la quota è salita al 31 per cento nella media degli ultimi tre mesi, quando era al 26 nei precedenti mesi dell'anno.

**Fig. 15** – Incidenza dei beni e servizi in deflazione nel paniere dei prezzi al consumo dell'indice armonizzato IPCA  
(quote percentuali e variazioni tendenziali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

L'inerzia dell'inflazione è anche il riflesso dell'assenza di spinte a monte del processo produttivo. Per quanto attiene alle componenti esterne i prezzi all'importazione si riducono dell'1,8 per cento su base annua in luglio, mentre erano aumentati fino a maggio. Anche i prezzi alla produzione nell'industria subiscono in agosto una decisa frenata (-1,4 per cento su base annua); al netto della componente energetica la dinamica è positiva ma bassa (0,5 per cento rispetto a un anno prima), in linea con l'inflazione al consumo di fondo. Nel settore delle costruzioni i prezzi degli edifici residenziali tornano a scendere, dello 0,4 per cento congiunturale (da 0,5 nella media dei precedenti tre mesi). Nei servizi i prezzi registrano un modesto aumento congiunturale (0,2 per cento nel secondo trimestre), in virtù del quale la serie storica comunque non eccede i livelli di fine 2018.

La moderazione dei prezzi registrata in Italia nell'ultimo decennio è il riflesso della combinazione di diversi elementi: fattori di domanda interna, specifici all'economia italiana; fattori esogeni di origine esterna (prezzi delle materie prime, del petrolio e tasso di cambio); fattori di offerta (efficienza dei processi produttivi e costi di produzione). Per un approfondimento su tali tematiche, con specifico riferimento alle componenti di offerta e di domanda del deflatore del PIL, si veda il Riquadro in calce a questa Nota.

Le aspettative di inflazione di imprese e famiglie, rilevate nelle inchieste sulla fiducia dell'Istat, restano caute. Sono sostanzialmente stabili le attese degli imprenditori sui prezzi nei successivi 12 mesi (solo il 4,2 per cento degli intervistati prefigura rincari), con modesti segnali di recupero soltanto per i beni destinati al consumo finale, mentre sul fronte delle famiglie emerge qualche indicazione di moderato miglioramento, con la percentuale di quanti si attendono incrementi di prezzo salita al 43 per cento in settembre (dal 38 nella media dei precedenti due mesi).

## Riquadro – Un esercizio controfattuale sulla bassa inflazione dell'ultimo decennio in Italia

Con la crisi globale finanziaria del 2008-09 si chiude la lunga fase di *“great moderation”* e si avvia un periodo caratterizzato dall'indebolimento dell'attività economica globale, definito da alcuni economisti come *“secular stagnation”*<sup>5</sup>. Anche le dinamiche nominali sono cambiate nell'ultimo decennio; le determinanti dell'inflazione sono divenute più difficili da identificare e l'inflazione stessa è risultata nel complesso molto bassa. Se in seguito alla crisi globale le variazioni dei prezzi non sono scese quanto ci si attendeva (mancata deflazione)<sup>6</sup>, la successiva fase di ripresa del ciclo internazionale non si è accompagnata a un parallelo recupero delle grandezze nominali (mancata inflazione)<sup>7</sup>. Diverse argomentazioni sono state addotte a giustificazione di questa inerzia dei prezzi, con riferimenti alla globalizzazione<sup>8</sup>, alla digitalizzazione, al ruolo delle aspettative<sup>9</sup>, che si ripercuotono anche sulla minore reazione dei prezzi alle tendenze del mercato del lavoro. Tuttavia non sembra esserci una teoria conclusiva.

La bassa inflazione ha inciso profondamente sulle politiche economiche. Le banche centrali hanno reagito proattivamente, superando il vincolo dei tassi a zero grazie all'introduzione di strumenti non convenzionali. L'inerzia dei prezzi pone una sfida anche ai Governi, specialmente per i paesi caratterizzati da un alto debito pubblico, per i quali l'evoluzione del PIL nominale nel medio termine è cruciale per determinare le condizioni di sostenibilità delle finanze pubbliche.

L'Italia è stata interessata dal processo di moderazione dei prezzi, non meno di altre economie avanzate. L'inflazione al consumo è scesa da una media annua del 2,5 per cento nel 2000-08, all'1,3 nel decennio scorso (tab. R1). Il calo è stato più pronunciato di quello osservato per l'area dell'euro; mentre negli ultimi dieci anni la dinamica del deflatore dei consumi è stata mediamente uguale a quella dell'area, nel periodo precedente era stata lievemente superiore (di 0,2 punti percentuali l'anno; tab. R1). Analizzando il contributo dei principali raggruppamenti dell'indice dei prezzi al consumo dell'Italia (fig. R1) si rileva un ruolo chiave dei prezzi dei beni energetici, che hanno orientato in particolare i punti di svolta della serie storica. Il costo dell'energia ha agito in misura rilevante anche nello spiegare la differenza tra i valori medi nei due sotto-periodi (la variazione media annua è scesa dal 5,0 all'1,5 per cento), ma anche la componente di fondo e quella domestica (soprattutto dei servizi, che passano dal 2,5 all'1,4 per cento) hanno inciso in maniera rilevante.

Anche osservando il fenomeno dal lato dell'offerta si rileva un generale indebolimento delle variabili nominali. La crescita media annua del deflatore del PIL si è ridotta nell'ultimo decennio di 1,4 punti percentuali rispetto al periodo precedente (fig. R2 e tab. R1). La flessione della dinamica del deflatore del PIL è stata chiaramente più marcata rispetto a quella registrata nell'area dell'euro (il differenziale era di 0,5 punti percentuali l'anno prima della crisi mentre si è annullato nel decennio scorso; tab. R1). In Italia il contributo dei salari alla crescita del deflatore del PIL (fig. R2) è passato dallo 0,9 per cento in media nel periodo 2000-08 a circa la metà nel decennio successivo, così come quello dei contributi sociali che tuttavia incidono poco (da 0,2 a

<sup>5</sup> Rachel, L. e Summers, L.H., (2019) “Public boost and private drag: government policy and the equilibrium real interest rate in advanced economies” *BPEA Conference Draft, Spring*.

<sup>6</sup> Si veda per gli Stati Uniti Hall, R. E. (2011). “The long slump” *American Economic Review*, 101(2):431–69 e per gli altri paesi avanzati Friedrich, C. (2016) “Global inflation dynamics in the post-crisis period: What explains the puzzles?” *Economics Letters*, 142(2):31–34

<sup>7</sup> Si veda Constancio, V. (2015), “Understanding inflation dynamics and monetary policy”, *Speech at the Jackson Hole Economic Policy Symposium* e International Monetary Fund (2016), Chapter 3, “Global disinflation in an era of constrained monetary policy” in *World Economic Outlook, October*, pages 121–170.

<sup>8</sup> Sull'impatto di fattori di origine esterna e interna sull'inflazione dell'area dell'euro si veda il lavoro e la bibliografia contenuta in Busetti, F., Caivano, M., e Delle Monache, D. (2019), “Domestic and Global Determinants of Inflation: Evidence from Expectile Regression,” *Temì di Discussione (Working Paper) 1225*, Banca d'Italia, *Economic Research and International Relations Area*.

<sup>9</sup> Busetti, F., Delle Monache, D., Gerali, A. e Locarno, A. (2017), “Trust, But Verify. De-Anchoring of Inflation Expectations Under Learning and Heterogeneity”, *January 25*, *ECB Working Paper No. 1994*.

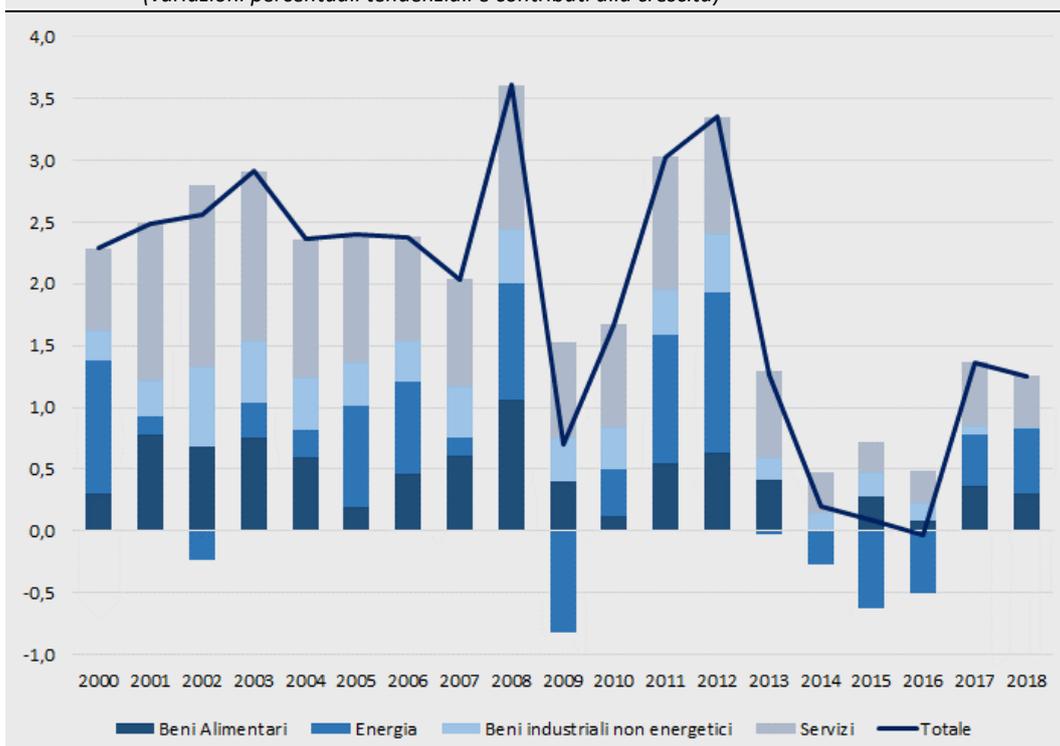
0,1 per cento). I margini di profitto e le imposte indirette hanno risentito dei provvedimenti di politica fiscale attuati nell'ultimo decennio, sia di aumento dell'IVA<sup>10</sup> sia di riduzione dell'IRAP. Nell'ultimo biennio la dinamica del deflatore del PIL è scesa su ritmi prossimi ai minimi storici sperimentati nel 2010, prevalentemente per via della compressione dei profitti. Si sta inoltre delineando una tendenza verso differenziali negativi con la serie dell'area dell'euro; la crescita del deflatore del PIL è stata inferiore a quella dell'area sia nel 2017 sia nel 2018, cumulando nei due anni un divario di 0,7 punti percentuali, come non era mai accaduto dall'avvio dell'unione monetaria.

**Tab. R1** – Indicatori dell'inflazione per sotto periodi  
(variazioni percentuali medie annue)

	A 2000-2008	B 2009-2018	B-A Differenza tra periodi
Deflatore dei consumi - Italia	2,5	1,3	-1,2
Deflatore dei consumi - Area dell'euro	2,3	1,3	-1,0
Deflatore del PIL - Italia	2,5	1,1	-1,4
Deflatore del PIL - Area dell'euro	2,0	1,1	-0,9

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

**Fig. R1** – Indice di prezzi al consumo totale e contributi delle sotto-componenti (1)  
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)

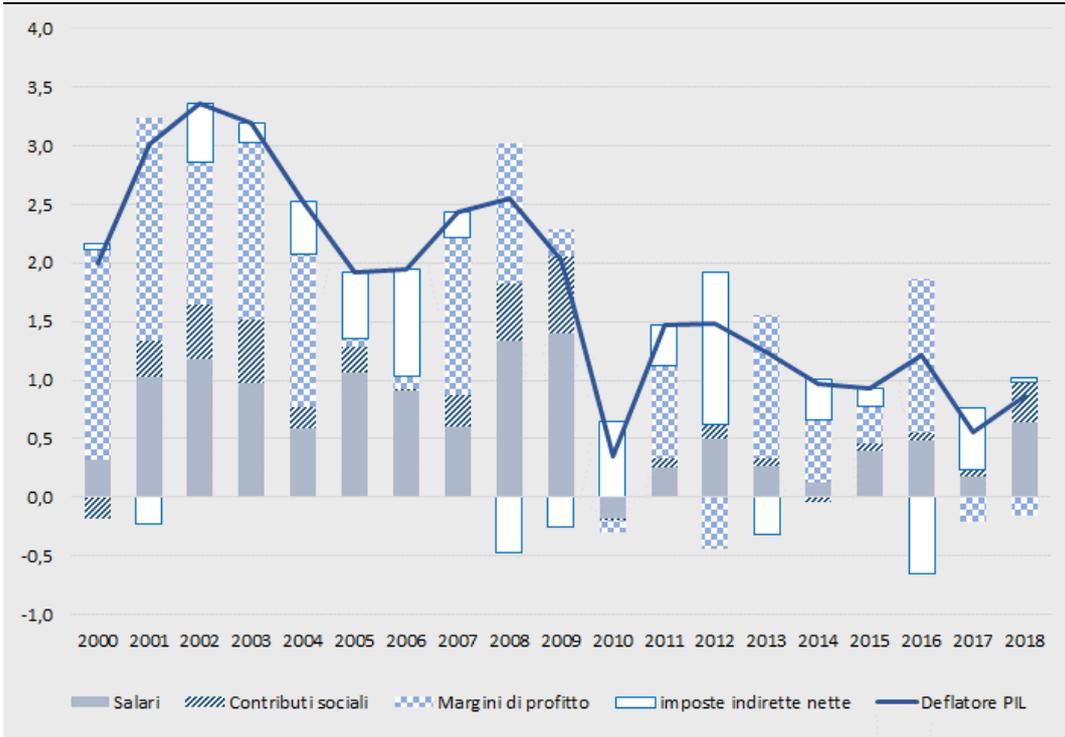


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Nel grafico si riportano i contributi alla crescita delle componenti settoriali all'indice generale dei prezzi al consumo armonizzato.

<sup>10</sup> Il 17 settembre 2011 l'aliquota IVA è stata incrementata di un punto percentuale, passando dal 20 al 21 per cento; il 1° ottobre 2013 si è aggiunto un altro punto, arrivando così al 22 per cento.

**Fig. R2** – Deflatore del PIL e componenti di costo  
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Nel valutare la flessione dell'inflazione italiana nel decennio 2009-2018, si possono individuare tre principali ambiti di determinanti. Una prima categoria è ascrivibile alla debolezza della domanda interna ("fattori di domanda"), che durante la doppia recessione si è manifestata soprattutto sulla fiducia e sulla spesa. Una secondo raggruppamento considera i "fattori esterni", che hanno interessato diversi mercati. Hanno inciso la minore domanda estera e il ribasso dei corsi delle materie prime energetiche, che si è trasmesso sui comportamenti e sulle attese di famiglie e imprese; occorre inoltre considerare il ruolo del tasso di cambio, sebbene la letteratura empirica<sup>11</sup> riporti evidenze di una diminuzione del *pass-through* dei prezzi esteri su quelli interni. Vanno infine considerati i "fattori di offerta", in virtù dei quali la maggiore efficienza dei processi produttivi avrebbe ridotto strutturalmente i costi di produzione. Si tratta di aspetti legati, ad esempio, al processo di innovazione tecnologica e alla partecipazione alle catene globali del valore, nonché al grado di concorrenza a cui sono esposte le imprese anche nel terziario.

In quanto segue, si presentano i risultati di un esercizio di stima dell'impatto dei menzionati fattori sulla variazione del deflatore del PIL dell'Italia, che nell'ultimo decennio è decisamente scesa più che nell'area dell'euro. L'analisi è basata su scenari controfattuali realizzati con il modello econometrico MeMo-It<sup>12</sup>. Si considerano *shock* alle principali variabili esogene del modello, tali per cui le serie mantengono nel periodo 2009-2018 la stessa dinamica media annua registrata nel precedente decennio (1999-2008).

Per quanto attiene ai "fattori di domanda" interna si considerano *shock* alla spesa pubblica; nel decennio 2009-2018 si è ipotizzato un aumento annuo dei consumi intermedi pari al 4,5 per cento in termini nominali (dall'1,4 per cento effettivamente osservato) e un incremento degli

<sup>11</sup> Ciccarelli e Osbat, *cit.*; Mikolajun I. e Lodge D. (2016), "Advanced economy inflation: the role of global factors", *ECB Working Paper* N. 1948; Eickmeier, S. e Pijnenburg, K. (2013), "The Global Dimension of Inflation – Evidence from Factor Augmented Phillips Curve", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol.75 n. 1.

<sup>12</sup> Una descrizione del modello è riportata nella nota "Gli strumenti di previsione macroeconomica dell'UPB". L'esercizio è effettuato utilizzando una banca dati del modello MeMo-It precedente a quella che incorpora la contabilità nazionale annuale diffusa il 23 settembre 2019.

investimenti pubblici del 4,8 per cento (a fronte della flessione del 2,3 per cento nei dati storici). I “fattori esterni” includono le principali variabili esogene internazionali del modello. Si ipotizza una crescita media del commercio mondiale del 6,5 per cento (dal 3,5 per cento effettivamente registrato), un apprezzamento del tasso di cambio dollaro/euro (dell’1,0 per cento, a fronte di un deprezzamento di circa il due per cento desumibile dai dati osservati), un incremento medio del prezzo del petrolio in dollari pari a circa il 15 per cento (a fronte della debole crescita dell’1,3 per cento), un aumento del prezzo in dollari dei manufatti internazionali di poco inferiore al quattro per cento (in presenza di una riduzione osservata di circa l’1,0 per cento). I “fattori di offerta” includono come unica variabile la componente di *trend* della produttività totale dei fattori, per la quale si ipotizza un rialzo annuo pari allo 0,4 per cento (dallo 0,1 per cento indicato nella serie storica della banca dati del modello)<sup>13</sup>.

L’effetto congiunto di tutti gli *shock* considerati determinerebbe, a parità di altre condizioni e in assenza di correlazioni tra i singoli scenari, una maggiore crescita media annua del deflatore del PIL di 1,2 punti percentuali (tab. R2). Ne consegue che se i fattori considerati avessero mantenuto le dinamiche pre-crisi, la variazione annuale del deflatore del PIL nel 2009-2018 (che nei dati storici si era ridotta dell’1,4 per cento; tab. R1) sarebbe rimasta simile a quella del decennio precedente.

Analizzando il contributo dei tre fattori all’evoluzione del deflatore del PIL l’esercizio indica che le determinanti esogene esterne avrebbero dominato su quelle nazionali. I “fattori di domanda” nel complesso spiegherebbero solo 0,2 punti percentuali. Gli stimoli di spesa interna favorirebbero moderatamente sia i margini di profitto sia la dinamica salariale; dal lato degli impieghi l’aumento del deflatore del PIL sarebbe interamente riconducibile alla componente di domanda interna (tab. R3), soprattutto per consumi, mentre gli effetti sulle ragioni di scambio sarebbero trascurabili.

**Tab. R2** – Impatti dei fattori esogeni sulle componenti del deflatore del PIL  
(scostamenti dallo scenario di base; contributi alla crescita medi annui nel 2009-2018)

	Redditi lavoro dipendente	Ributazioni lorde	Contributi sociali	Risultato lordo di gestione	Deflatore valore aggiunto	Imposte indirette nette	Deflatore del PIL
Fattori esterni	0,7	0,5	0,2	0,6	1,3	0,1	1,3
Fattori di offerta	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	0,0	-0,4
Fattori di domanda	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2
<b>Totale</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,2</b>

Fonte: elaborazioni con il modello econometrico MeMo-It.

**Tab. R3** – Impatti dei fattori esogeni sui deflatori di domanda del PIL  
(scostamenti dallo scenario di base; contributi alla crescita medi annui nel 2009-2018)

	Domanda interna	Consumi privati	Ragioni di scambio	Esportazioni	Importazioni	PIL
Fattori esterni	2,1	1,4	-0,7	0,7	1,4	1,3
Fattori di offerta	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,4
Fattori di domanda	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2
<b>Totale</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>

Fonte: elaborazioni con il modello econometrico MeMo-It.

<sup>13</sup> Poiché la serie è calcolata sulla base di filtri statistici bilaterali si è tenuto conto della fase del filtro slittando all’indietro il periodo (1995-04) su cui è stata calcolata la media pre-crisi.

I “fattori esterni” avrebbero inciso per 1,3 punti percentuali, imputabili a diversi canali. Il rialzo dei prezzi dei manufatti internazionali nello scenario controfattuale amplia i margini di profitto, spinti anche dal recupero del commercio internazionale; l’incremento controfattuale delle quotazioni petrolifere sostiene invece nettamente i salari (per l’indicizzazione ai prezzi al consumo), ma al tempo stesso contrae i margini di profitto; l’apprezzamento controfattuale del tasso di cambio riduce i margini di profitto (per la perdita di competitività) e al contempo attenua la dinamica salariale (tramite l’indicizzazione all’inflazione al consumo). Il marcato incremento delle componenti di prezzo dei redditi ascrivibile ai fattori esterni si riverbera sui deflatori di domanda interna, specialmente su quello dei consumi delle famiglie; per contro, il forte aumento dei prezzi esteri nello scenario controfattuale sostiene ampiamente il deflatore dell’*import* e pertanto peggiora le ragioni di scambio.

Infine, i “fattori di offerta” esercitano nello scenario controfattuale impatti deflattivi (per 0,4 punti percentuali) riconducibili ai guadagni di efficienza, che si riflettono sia sui margini di profitto sia sui redditi da lavoro dipendente. I minori redditi nominali si associano a flessioni nei deflatori di domanda, soprattutto per quella dei consumatori privati; i minori costi di produzione all’interno consentono politiche di prezzo più competitive all’esterno, quindi viene limato il deflatore delle esportazioni.

Occorre infine menzionare alcuni importanti *caveat* dell’esercizio controfattuale. Innanzitutto i risultati sono ottenuti sulla base di *shock* alle variabili esogene del modello strutturale MeMo-It, quindi risentono decisamente delle ipotesi di identificazione dello specifico strumento adottato. Inoltre, le simulazioni non tengono conto delle aspettative sui prezzi, non compiutamente rappresentate in MeMo-It, che invece hanno giocato un ruolo chiave negli ultimi anni<sup>14</sup>. Infine, l’esercizio qui proposto non tiene direttamente conto della politica monetaria dell’Eurosistema, se non tramite i riflessi sul tasso di cambio; recenti evidenze empiriche mostrano invece che essa ha agito in maniera determinante nel contrastare le tendenze disinflazionistiche<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> Si veda tra gli altri Coibion, O. e Gorodnichenko, Y. (2015), “Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation”. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(1):197-232. Per una valutazione degli andamenti recenti delle attese d’inflazione dell’area dell’euro si veda il Riquadro “I Rischi al ribasso per le aspettative di inflazione nelle analisi della Banca d’Italia”, contenuto nel Bollettino economico della Banca d’Italia di Ottobre 2019.

<sup>15</sup> Si vedano al riguardo le analisi citate in Neri S. e Siviero S. (2019), “The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivations, effectiveness and risks,” *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* 486, Banca d’Italia, *Economic Research and International Relations Area*.