



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Tra il dire e il fare: il divario tra giudizi degli imprenditori
e andamenti della produzione nell'industria

di Antonio M. Conti e Concetta Rondinelli

Gennaio 2015

Numero

258



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Tra il dire e il fare: il divario tra giudizi degli imprenditori
e andamenti della produzione nell'industria

di Antonio M. Conti e Concetta Rondinelli

Numero 258 – Gennaio 2015

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

Stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

TRA IL DIRE E IL FARE: IL DIVARIO TRA GIUDIZI DEGLI IMPRENDITORI E ANDAMENTI DELLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

di Antonio M. Conti* e Concetta Rondinelli**

Abstract

Tra la metà del 2013 e l'estate del 2014 gli indicatori qualitativi comunemente impiegati a fini di analisi della congiuntura economica avevano fornito segnali coerenti con un progressivo rafforzamento della ripresa ciclica. Nello stesso periodo, gli indicatori quantitativi avevano invece continuato a mostrare una persistente debolezza. Il lavoro presenta dapprima evidenza statistica a sostegno dell'ipotesi di un indebolimento della relazione tra le variabili *soft* e *hard* per l'economia italiana nel corso della crisi dei debiti sovrani. Successivamente, valuta il fondamento di alcune ipotesi interpretative. I dati individuali dell'indagine trimestrale Banca d'Italia – Sole 24 Ore sulle aspettative di crescita e inflazione inducono a escludere l'ipotesi che il divario tra indicatori qualitativi e quantitativi derivi da effetti di selezione dovuti alla progressiva eliminazione dal campione delle imprese più in difficoltà. La prolungata fase recessiva sembra invece aver contribuito a modificare le aspettative delle imprese, comportando una revisione al ribasso dei piani di produzione da esse considerati "normali". Le imprese potrebbero perciò avere espresso attese favorevoli sulle condizioni cicliche, anche in una fase di debolezza generalizzata dell'attività produttiva.

JEL Classification: E32, C40, C80.

Keywords: indicatori qualitativi, fiducia, produzione industriale, *new normal*.

Sommario

1. Introduzione e principali risultati.....	5
2. Indicatori <i>soft</i> e <i>hard</i>	6
3. La relazione tra le serie storiche degli indicatori <i>soft</i> e <i>hard</i>	9
3.1 <i>Granger causality</i>	10
3.2 <i>Rolling windows</i>	11
3.3 <i>Structural VAR</i>	12
4. Le principali ipotesi per la spiegazione del divario tra indicatori <i>soft</i> e <i>hard</i>	14
4.1 Effetti di selezione del campione.....	14
4.2 L'effetto " <i>new normal</i> ".....	17
5. Sintesi e conclusioni.....	18
Bibliografia.....	20

*Bank of Italy, Economic Outlook and Monetary Policy Directorate, via Nazionale, 91, 00184 Roma Italy. E-mail: antonomaria.conti@bancaditalia.it. Corresponding author.

**Bank of Italy, Economic Outlook and Monetary Policy Directorate, via Nazionale, 91, 00184 Roma Italy. E-mail: concetta.rondinelli@bancaditalia.it

Desideriamo ringraziare S. Siviero, R. Zizza e F. Zollino per i commenti a una versione preliminare del lavoro e P. Minzera e E. Picchio per l'aiuto fornito nella preparazione del dataset. Le opinioni espresse in questo paper sono quelle degli autori e non riflettono necessariamente quelle della Banca d'Italia.

1. Introduzione e principali risultati

A partire dalla metà del 2013, gli indicatori *soft* dell'attività economica nell'area dell'euro (PMI e clima di fiducia delle imprese manifatturiere) sono apparsi coerenti con un progressivo intensificarsi della ripresa ciclica. A fronte di tali sviluppi, gli indicatori quantitativi hanno mostrato una persistente debolezza. Il divario, trascurabile in Germania, è stato accentuato in Italia e in Francia e più contenuto nel complesso dell'area; ha tuttavia iniziato a ridursi diffusamente nel corso dell'estate del 2014, a seguito del peggioramento dei dati *soft*.

Dopo una breve descrizione della divergenza tra indicatori qualitativi e quantitativi, il lavoro valuta, con riferimento all'Italia, se la relazione statistica tra i primi e i secondi si sia indebolita nel corso della crisi, e sottopone a verifica due possibili spiegazioni: (i) la recessione potrebbe aver provocato effetti di selezione nel campione delle aziende intervistate; (ii) il protrarsi della debolezza ciclica potrebbe aver indotto una revisione al ribasso del *reference-point* dei livelli produttivi (cosiddetto "*new normal*") nelle valutazioni delle imprese.

Le principali conclusioni del lavoro sono le seguenti. I risultati del test di causalità à la Granger e l'evidenza basata su regressioni *rolling* mostrano che per l'Italia e la Francia il contenuto informativo del clima di fiducia delle imprese ai fini della previsione della produzione industriale, particolarmente rilevante prima della crisi finanziaria del 2008-09, è progressivamente venuto meno durante la crisi dei debiti sovrani (2011-14); il clima di fiducia continua invece a tracciare correttamente le tendenze dell'attività industriale in Germania e, anche se in misura meno netta, nell'area dell'euro. La minore capacità informativa delle indagini qualitative negli ultimi anni è confermata, per l'Italia, anche dalla stima di un modello VAR strutturale.

Inoltre, sulla base dei dati individuali dell'indagine trimestrale Banca d'Italia – Il Sole 24 Ore sulle aspettative di inflazione e crescita, non trova conferma l'ipotesi che lo scollamento tra indicatori qualitativi e quantitativi derivi da effetti di selezione dovuti alla progressiva eliminazione dal campione delle imprese più in difficoltà: non vi sono differenze nelle valutazioni espresse dalle aziende a lungo presenti nell'indagine e quelle intervistate solo in alcuni trimestri.

Infine, la prolungata fase recessiva potrebbe aver strutturalmente ridotto le aspettative delle imprese, comportando una revisione al ribasso dei loro piani di produzione considerati "normali" e implicando che attese positive sulle condizioni cicliche possano essere compatibili con una persistente debolezza dell'attività produttiva. Nell'Indagine trimestrale Banca d'Italia – Il Sole 24 Ore di settembre 2014 il 42 per cento delle imprese ha dichiarato che il livello di attività ritenuto "normale" è diminuito nel corso dell'ultimo biennio; circa un quarto degli operatori intervistati ritiene di non averlo modificato e una quota analoga indica di averlo incrementato.

2. Indicatori *soft* e *hard*

Gli esiti delle indagini qualitative condotte mensilmente presso le imprese e i consumatori (gli indicatori *soft*) sono monitorati dagli analisti per estrarre segnali tempestivi sulle condizioni cicliche di un'economia e anticipare l'andamento di variabili *hard* quali il PIL e la produzione industriale. Il ruolo degli indicatori *soft* nell'analisi congiunturale è stato a lungo oggetto di dibattito in letteratura e, nonostante il crescente interesse da parte degli analisti, non è stato ancora raggiunto un consenso unanime circa il loro contenuto informativo. In letteratura si distinguono due principali ipotesi circa i meccanismi che potrebbero sottostare a una eventuale relazione tra indicatori *soft* e *hard*: i) la tesi dell'*informazione*, secondo cui gli indici di fiducia contengono informazioni sull'evoluzione futura dell'economia e ii) la tesi degli *animal spirits*, in base alla quale shocks alla fiducia generano ondate di pessimismo e ottimismo che alimentano le fluttuazioni cicliche (Beaudry e Portier, 2006 e 2015; Barsky e Sims, 2012).

Gli indici di fiducia nei maggiori paesi dell'area dell'euro mostrano andamenti fortemente correlati; questa tendenza si è accentuata con l'avvio della crisi finanziaria globale, durante la quale essi hanno adeguatamente anticipato la produzione industriale¹.

Per contro, nel corso degli ultimi due anni si è manifestato un andamento spesso divergente tra indicatori *soft* e *hard*. In particolare, dalla metà del 2013 in Italia gli indicatori qualitativi (clima di fiducia delle imprese manifatturiere e PMI²) hanno mostrato sviluppi apparentemente coerenti con l'avvio di una ripresa ciclica³. Nello stesso periodo l'attività economica, misurata con la produzione industriale, ha invece continuato a ristagnare (Figura 1a). La divergenza tra le due classi di indicatori si è ampliata nella prima parte del 2014, per poi rientrare gradualmente a partire dalla scorsa estate, quando la fiducia delle imprese ha iniziato a peggiorare e il PMI è tornato a oscillare intorno alla "soglia 50" (valori al di sopra di tale soglia sono in genere considerati compatibili con l'espansione dell'attività, Aprigliano, 2011). Nell'area dell'euro lo scollamento tra indicatori *hard* e *soft* è risultato nel complesso contenuto (Figura 1b); fra gli altri maggiori paesi, il divario è stato e

¹ La correlazione *pairwise* tra il clima di fiducia delle imprese manifatturiere nei diversi paesi è pari a circa 0,80 sul campione 1999:m1 – 2007:m12; sale a 0,92 nel periodo 2008:m1 – 2014:m9.

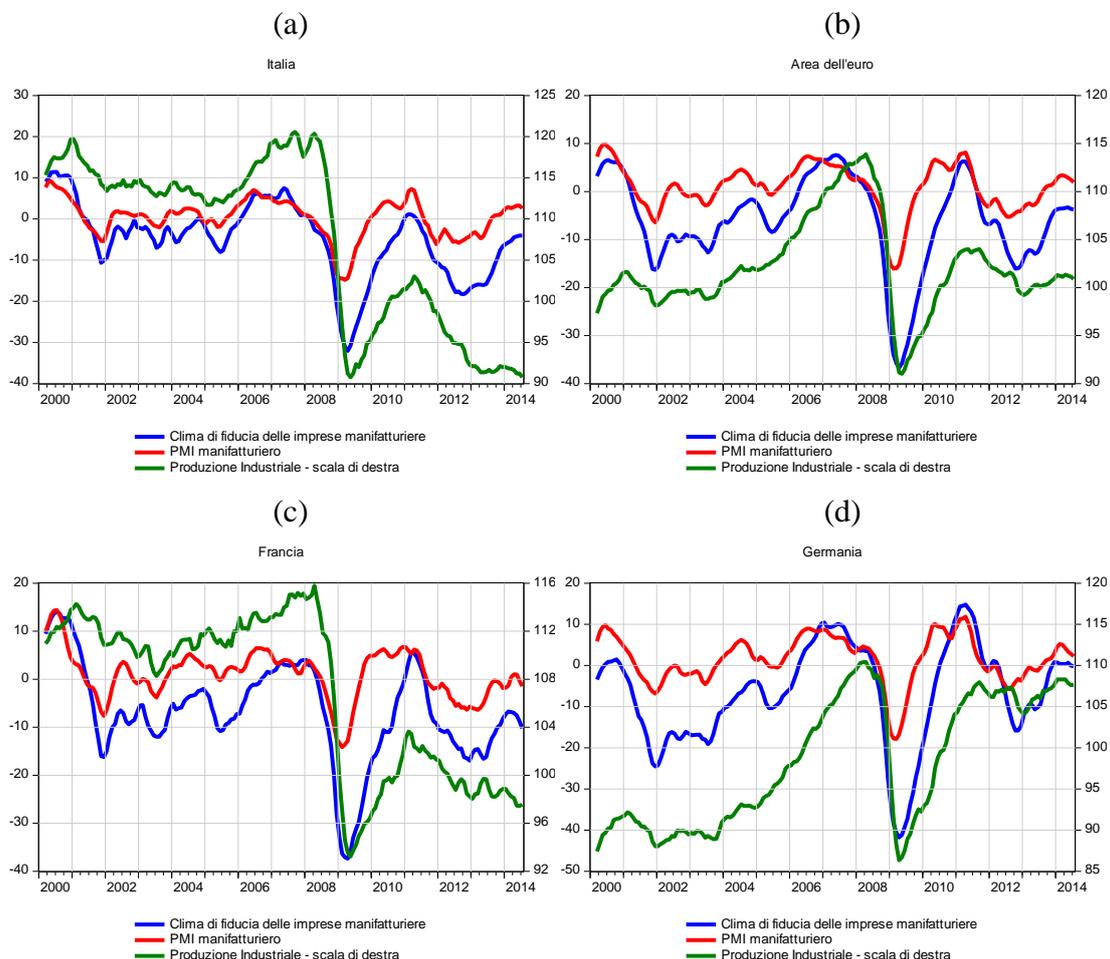
² Il clima di fiducia delle imprese manifatturiere è pubblicato mensilmente dall'Istituto di Statistica Nazionale (Istat); la versione armonizzata a livello europeo dell'indicatore, basata su un insieme ristretto di domande, è diffusa dalla Commissione Europea. I dati sui PMI sono rilasciati mensilmente da Markit.

³ I climi di fiducia riassumono la *percezione* degli intervistati circa l'evoluzione economica presente e futura, e sono costruiti come media semplice dei saldi delle valutazioni di miglioramento/peggioramento di tre componenti: giudizi sugli ordini, livello delle scorte (con segno negativo) e attese di produzione. I PMI rappresentano degli *indici di diffusione*, costruiti come media ponderata della frequenza di risposte degli operatori intervistati circa la *direzione* (aumento, invarianza o diminuzione) del fenomeno rilevato (produzione, nuovi ordini, occupazione, scorte, tempi di consegna dei fornitori). La struttura di ponderazione delle risposte comporta che i valori dell'indice superiori (inferiori) a 50 siano coerenti con l'espansione (riduzione) dell'attività.

continua a essere accentuato in Francia (Figura 1c), mentre è sempre rimasto pressoché nullo in Germania (Figura 1d).

Figura 1. Indicatori qualitativi e quantitativi per l'area dell'euro e i suoi maggiori paesi.

(medie mobili di tre termini)



Fonte: Reuters e ISTAT.

Note: PMI ottenuti sottraendo la “soglia 50”, compatibile con un’espansione dell’attività. I PMI e gli indicatori della fiducia sono riportati sulla scala di sinistra; l’indice di produzione industriale su quella di destra.

Da una prima analisi di carattere descrittivo (Tavola 1) emergono alcuni aspetti di rilievo: *i*) la varianza del clima di fiducia e della produzione industriale è aumentata con la crisi finanziaria globale del 2008-09; *ii*) durante la crisi dei debiti sovrani la volatilità del clima di fiducia si è riportata sui livelli del 2000-07; quella della produzione industriale è diminuita ben al di sotto dei livelli antecedenti la crisi nell’area dell’euro e in Germania, mentre è rimasta pressoché invariata per la Francia ed è leggermente aumentata in Italia; *iii*) nel periodo 2011-14 la correlazione tra indicatori qualitativi e quantitativi è rimasta sostanzialmente stabile per l’area e la Francia mentre si è ridotta per la Germania e l’Italia; nella fase più acuta della crisi del debito sovrano (a partire dal

2012) è divenuta negativa in Francia e Italia (-0,31 e -0,43, rispettivamente), mentre è aumentata a 0,60 in Germania⁴.

Tavola 1. Volatilità e correlazione tra indicatori *soft* e *hard*.

Volatilità - Clima di fiducia imprese manif.			
	<i>2000-2007</i>	<i>2008-2014</i>	<i>2012-2014</i>
Area dell'euro	6,80	10,80	3,94
Francia	7,63	10,44	3,52
Germania	9,51	14,53	4,63
Italia	5,86	8,45	4,87

Volatilità - Produzione industriale			
	<i>2000-2007</i>	<i>2008-2014</i>	<i>2012-2014</i>
Area dell'euro	4,45	5,21	0,73
Francia	1,77	5,24	0,88
Germania	6,31	6,81	1,40
Italia	2,55	8,19	0,49

Correlazione (Clima fiducia, Produzione industriale)			
	<i>2000-2007</i>	<i>2008-2014</i>	<i>2012-2014</i>
Area dell'euro	0,66	0,70	0,76
Francia	0,53	0,57	-0,54
Germania	0,80	0,76	0,74
Italia	0,72	0,47	-0,13

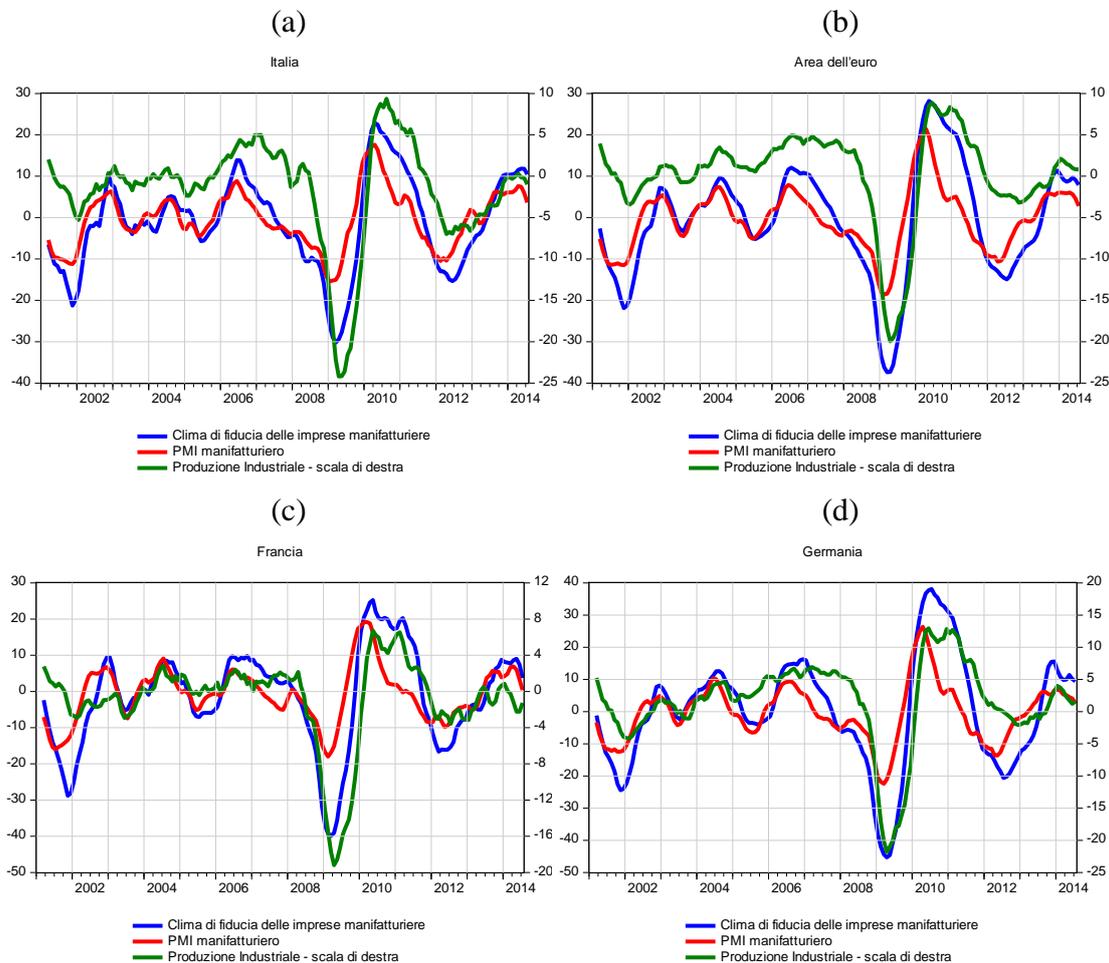
Note: la volatilità è calcolata come deviazione standard non condizionata della variabile di interesse.

La dinamica degli indicatori qualitativi (climi di fiducia e PMI) tende a cogliere con maggiore precisione il segno della fase ciclica piuttosto che la sua intensità. Applicando agli indicatori *soft* un opportuno filtro che consenta di smorzare le oscillazioni di breve periodo (le medie mobili di tre termini delle variazioni annuali) si osserva una maggiore sintonia tra gli indicatori qualitativi e quelli quantitativi (Figura 2). Tuttavia questa trasformazione delle variabili in termini *tendenziali* preclude la possibilità di valutare tempestivamente l'evoluzione del quadro

⁴ Queste elaborazioni sono eseguite su un campione più ristretto, pari a 31 osservazioni: vanno quindi considerate con un maggiore grado di cautela.

ciclico *congiunturale*, che rappresenta invece la principale motivazione per il monitoraggio degli indicatori qualitativi.

Figura 2. Indicatori qualitativi e quantitativi per l'area dell'euro e i suoi maggiori paesi.
(variazioni sui dodici mesi; medie mobili di tre termini)



Fonte: Reuters e ISTAT.

Note: PMI ottenuti sottraendo la “soglia 50”, compatibile con un’espansione dell’attività. I PMI e gli indicatori della fiducia sono riportati sulla scala di sinistra; l’indice di produzione industriale su quella di destra.

3. La relazione tra le serie storiche degli indicatori *soft* e *hard*

Al fine di valutare se il recente scollamento manifestatosi tra gli indicatori qualitativi e la produzione industriale rifletta un effettivo *break* statistico nella relazione fra le rispettive serie storiche, in questa sezione sono presentati i risultati di diverse verifiche statistiche: (i) un test di causalità *à la* Granger, per esaminare il contenuto previsivo degli indicatori qualitativi ai fini della proiezione della produzione industriale; (ii) la stima della medesima equazione impiegata per l’analisi di causalità su finestre temporali di ampiezza costante e pari a 36 mesi (*rolling windows*);

(iii) la stima di un modello VAR bivariato per quantificare la quota della varianza spiegata da uno shock esogeno agli indici di fiducia.

3.1 Granger causality

Si stima la seguente equazione, con il metodo dei minimi quadrati ordinari, per l'area dell'euro e per i tre maggiori paesi:

$$\Delta y_t^i = \alpha(L)\Delta y_{t-1}^i + \beta(L)\Delta x_t^i, \quad t = 1, 2, \dots, T; i = 1, \dots, 4 \quad (1)$$

dove Δ rappresenta l'operatore differenza prima, y_t è il logaritmo naturale della produzione industriale e $\alpha(L)$ e $\beta(L)$ sono polinomi funzione dell'operatore ritardo di ordine p e q rispettivamente; x_t rappresenta il livello della variabile indipendente (alternativamente, il clima di fiducia delle imprese manifatturiere o il PMI dello stesso comparto). Per ciascun paese, p e q sono stati scelti in maniera tale da ottenere parametri statisticamente significativi e residui omoschedastici, normali e non autocorrelati. La Tavola 2 riporta i risultati del test di causalità à la Granger, che valuta l'importanza della variabile indipendente per prevedere l'andamento della dipendente, controllando per i ritardi di quest'ultima.

Tavola 2. Test di causalità à la Granger.

x_t : clima di fiducia delle imprese manifatturiere			
	<u>2000-2007</u>	<u>2008-2014</u>	<u>2011-2014</u>
Area dell'euro	12,52 0,00	61,28 0,00	8,69 0,01
Francia	5,00 0,00	8,00 0,00	0,39 0,76
Germania	3,91 0,01	11,40 0,00	2,41 0,02
Italia	6,09 0,02	12,25 0,00	1,66 0,20
x_t : PMI manifatturiere			
	<u>2000-2007</u>	<u>2008-2014</u>	<u>2011-2014</u>
Area dell'euro	15,23 0,00	15,77 0,00	3,62 0,06
Francia	2,60 0,11	3,83 0,05	0,42 0,52
Germania	21,00 0,00	9,92 0,00	1,40 0,17
Italia	5,16 0,00	3,31 0,01	1,37 0,27

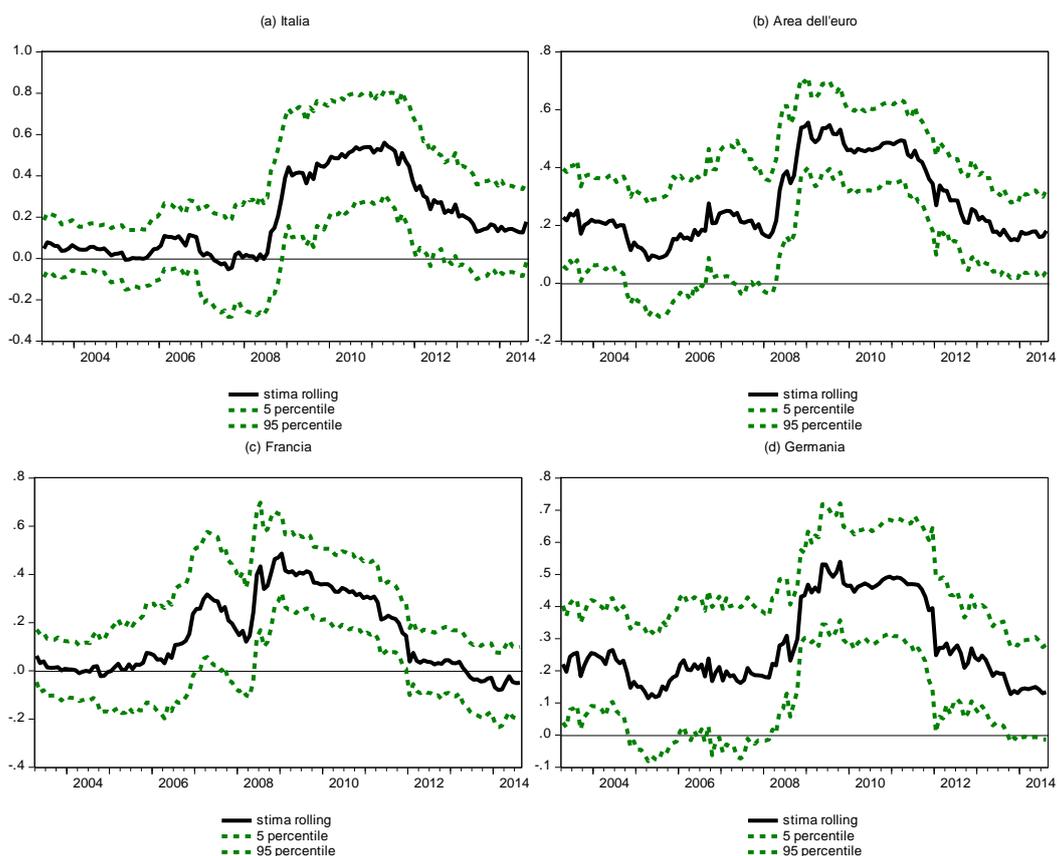
Note: per ciascun paese sono riportati il valore della statistica F e, in basso, il corrispondente p -value. I valori in grassetto denotano significatività al 10% almeno. Ipotesi nulla: i ritardi della variabile indipendente sono privi di contenuto informativo incrementale rispetto ai ritardi della variabile dipendente. Ipotesi alternativa: i ritardi della variabile indipendente presentano contenuto informativo incrementale rispetto ai ritardi della variabile dipendente ($H_0: \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_q = 0$; $H_1: \exists \beta_i \neq 0$). La regressione ausiliaria cambia da periodo a periodo ed è specificata in termini di ordine ottimale del ritardo e di significatività dei coefficienti, secondo la metodologia *general to specific*.

I test di causalità *à la* Granger mostrano che per l'Italia e la Francia il contenuto informativo del clima di fiducia delle imprese, particolarmente rilevante sia prima della crisi finanziaria del 2008 sia nel complesso del periodo 2008-14, è tendenzialmente venuto meno a partire dalla crisi dei debiti sovrani; la fiducia ha tuttavia continuato a fornire indicazioni utili sulla produzione industriale in Germania e nell'area dell'euro.

3.2 Rolling windows

Nel secondo esercizio l'equazione (1) è stimata su finestre di 36 osservazioni per ottenere una stima variabile nel tempo del coefficiente di interesse, ovvero della semi-elasticità della produzione industriale alla variabile qualitativa⁵.

Figura 3. Stime su diverse finestre temporali della semi-elasticità della produzione industriale al clima di fiducia.



Note: la linea nera rappresenta la stima puntuale del coefficiente ottenuto su diverse finestre di ampiezza fissa pari a $T = 36$; le linee blu denotano il relativo intervallo di confidenza al 95%.

⁵ Rispetto ai risultati dei test riportati in (3.1), l'esercizio (3.2) consente di valutare l'evoluzione dinamica della semi-elasticità della produzione industriale al clima di fiducia delle imprese manifatturiere, fornendo quindi un'informazione aggiuntiva e basata su finestre temporali di ampiezza costante.

La Figura 3 mostra come negli ultimi sei anni la variabilità dei coefficienti sia fortemente aumentata e, come già riscontrato nei test sulla Granger-causality, si conferma la trascurabile significatività statistica del clima di fiducia per la previsione della produzione industriale italiana e francese, a partire dalla metà del 2011.

3.3 *Structural VAR*

Nel terzo esercizio viene stimato un modello VAR bivariato per l'Italia al fine di identificare l'effetto di uno shock alla variabile *soft* sulla produzione industriale⁶. In particolare, l'interesse si concentra sulle risposte all'impulso della produzione industriale e sulla quota della varianza del relativo errore previsivo spiegata da una variazione esogena del clima di fiducia. Il modello stimato è il seguente:

$$\mathbf{Z}_t = C(L)\mathbf{Z}_{t-1} + \mathbf{u}_t, \quad t = 1, 2, \dots, T, \quad \mathbf{u}_t \sim n.i.d.(\mathbf{0}, \mathbf{\Omega}) \quad (2)$$

dove $\mathbf{Z}_t = [\Delta clima \ \Delta ip]_t$, $C(L)$ è una matrice funzione dell'operatore ritardo, \mathbf{u}_t sono i residui, aventi una matrice di varianza e covarianza piena $\mathbf{\Omega}$; gli \mathbf{u}_t sono una combinazione lineare degli shock strutturali non osservabili $\boldsymbol{\varepsilon}_t \sim n.i.d.(\mathbf{0}, \mathbf{\Sigma})$, dove $\mathbf{\Sigma}$ è una matrice diagonale. Lo shock esogeno è identificato in maniera ricorsiva, assumendo che il clima di fiducia non risponda contemporaneamente alla produzione industriale, coerentemente con quanto ipotizzato in letteratura (Barsky e Sims, 2011; Leduc e Sill, 2013).

Tavola 3. Scomposizione della varianza.

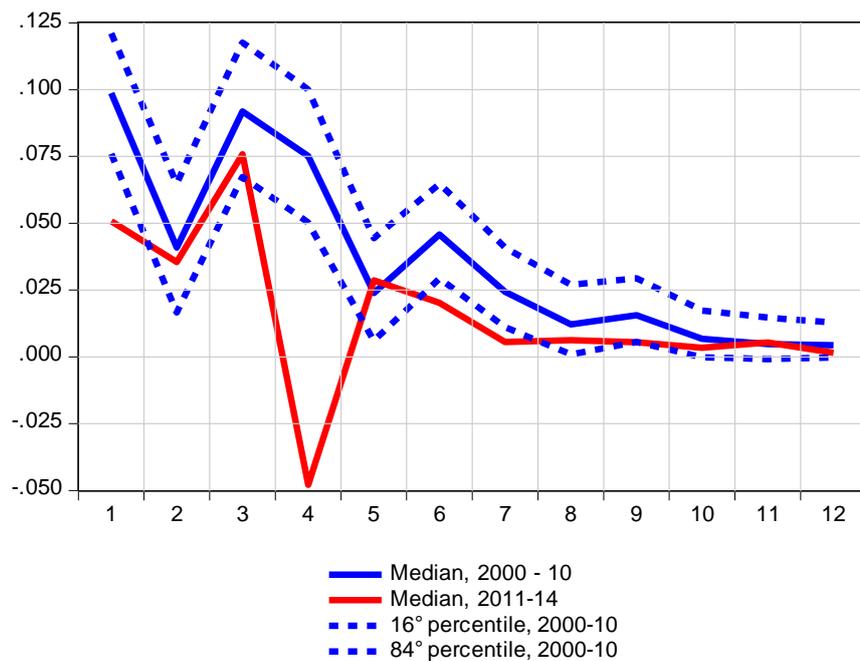
Periodi	Clima di fiducia	Produzione industriale
<i>2000-2010</i>		
1	12,9	87,1
4	25,6	74,4
8	27,9	72,1
12	28,0	72,0
<i>2011-2014</i>		
1	2,6	97,4
4	7,9	92,1
8	8,6	91,4
12	8,6	91,4

Note: Quota di varianza dell'errore di previsione della produzione industriale spiegata dal clima di fiducia delle imprese manifatturiere (seconda colonna) e dalla produzione industriale stessa (terza colonna). La prima colonna riporta il numero dei periodi successivi allo shock.

⁶ L'eventuale inserimento di ulteriori variabili non altera sensibilmente i risultati. Come controllo di robustezza la specificazione (2) è stata estesa includendo la variazione congiunturale della produzione industriale nell'area dell'euro, una variabile che approssima il ciclo economico al di fuori dell'Italia e consente, in maniera parsimoniosa, di tener conto di possibili variabili omesse. I risultati mostrano che la quota di varianza spiegata dallo shock al clima di fiducia passa da un massimo di circa il 12% nel periodo 2000-10 al 3% nel periodo 2011-14.

La Tavola 3 mostra che la quota della varianza spiegata è diminuita di oltre due terzi nel periodo 2011-14; inoltre, l'ampiezza della reazione della produzione industriale allo shock nell'ultimo triennio (Figura 4, linea rossa) è statisticamente inferiore rispetto al decennio precedente (linea blu continua), con riferimento agli effetti di impatto e a tre mesi dopo lo shock. Lo shock esogeno al clima di fiducia considerato nella simulazione dinamica rappresenta una combinazione lineare di due possibili diverse determinanti, quella relativa all'informazione riguardo alla produttività futura e quella attribuibile agli *animal spirits*. La corretta separazione di questi due shocks richiederebbe la soluzione di un problema di *non-fundamentalness* — connesso con la non invertibilità della rappresentazione *Moving Average* del VAR — che è oggetto di analisi da parte della letteratura contemporanea; tale estensione va al di là dell'obiettivo di questo lavoro⁷.

Figura 4. Risposte ad impulso della produzione industriale italiana a uno shock esogeno al clima di fiducia delle imprese manifatturiere nei diversi sottoperiodi campionari.



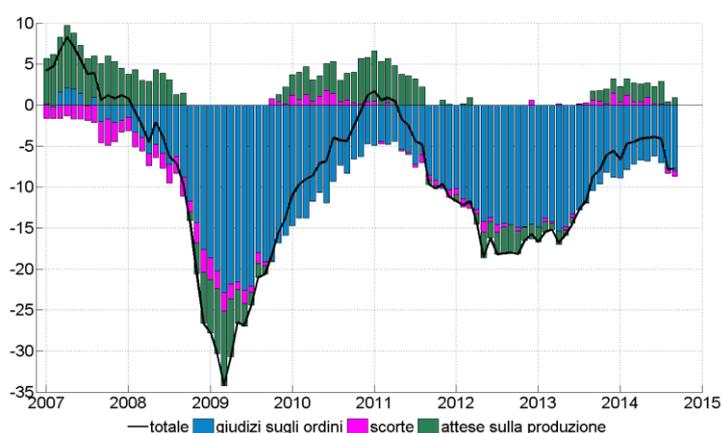
Note: la linea blu continua rappresenta la mediana della funzione di risposta ad impulso (Impulse Response Function) nel periodo 2000:m1-2010:m12, le linee blu puntinate rappresentano il 16esimo e l'84esimo percentile, mentre la linea rossa la mediana della IRF nel periodo 2011m1-2014:m7.

Per tentare di valutare la rilevanza delle due possibili determinanti dello shock al clima di fiducia delle imprese manifatturiere, è utile esaminare le componenti dell'indice riferite ai giudizi sugli ordini, alle attese sulla produzione e alle scorte (Figura 5). Gran parte della volatilità

⁷ Per il problema della *non-fundamentalness* nei modelli VAR si veda Lippi e Reichlin (1994). Un'analisi empirica sull'identificazione dinamica di *news* e *animal spirits shocks* è stata condotta per gli Stati Uniti da Forni *et al.* (2014).

dell'indicatore dipende dall'evoluzione dei giudizi sugli ordini (barre blu); ciò vale in particolare per la recessione del 2008-09 e per quella dei debiti sovrani. Tuttavia, dalla metà del 2013 l'indice è stato sospinto soprattutto dalle attese sulla produzione (barre verdi). Tale evidenza corrobora l'ipotesi che l'ottimismo rilevato nelle opinioni delle aziende a partire dalla metà del 2013 discendesse principalmente dalla componente degli *animal spirits*, probabilmente attribuibile anche alle aspettative sull'attuazione di un'agenda di incisive riforme strutturali, piuttosto che a una maggiore *informazione* da parte delle imprese sull'andamento della produzione futura; nelle aziende si sarebbe alimentata quindi una componente psicologica di *ottimismo*, non successivamente tradottosi in una svolta ciclica. Questo risultato è coerente anche con la dinamica delle risposte all'impulso della produzione industriale nel triennio 2011-14 stimate nel modello VAR illustrato dall'equazione (2): è presumibile che shock al clima di fiducia originati da *news* riguardo alla produttività futura abbiano un impatto sulla produzione marcato e persistente; nel periodo più recente l'effetto è stato invece più breve e attenuato nel confronto con il passato.

Figura 5. Contributi delle singole componenti della fiducia delle imprese.



Fonte: Commissione europea.

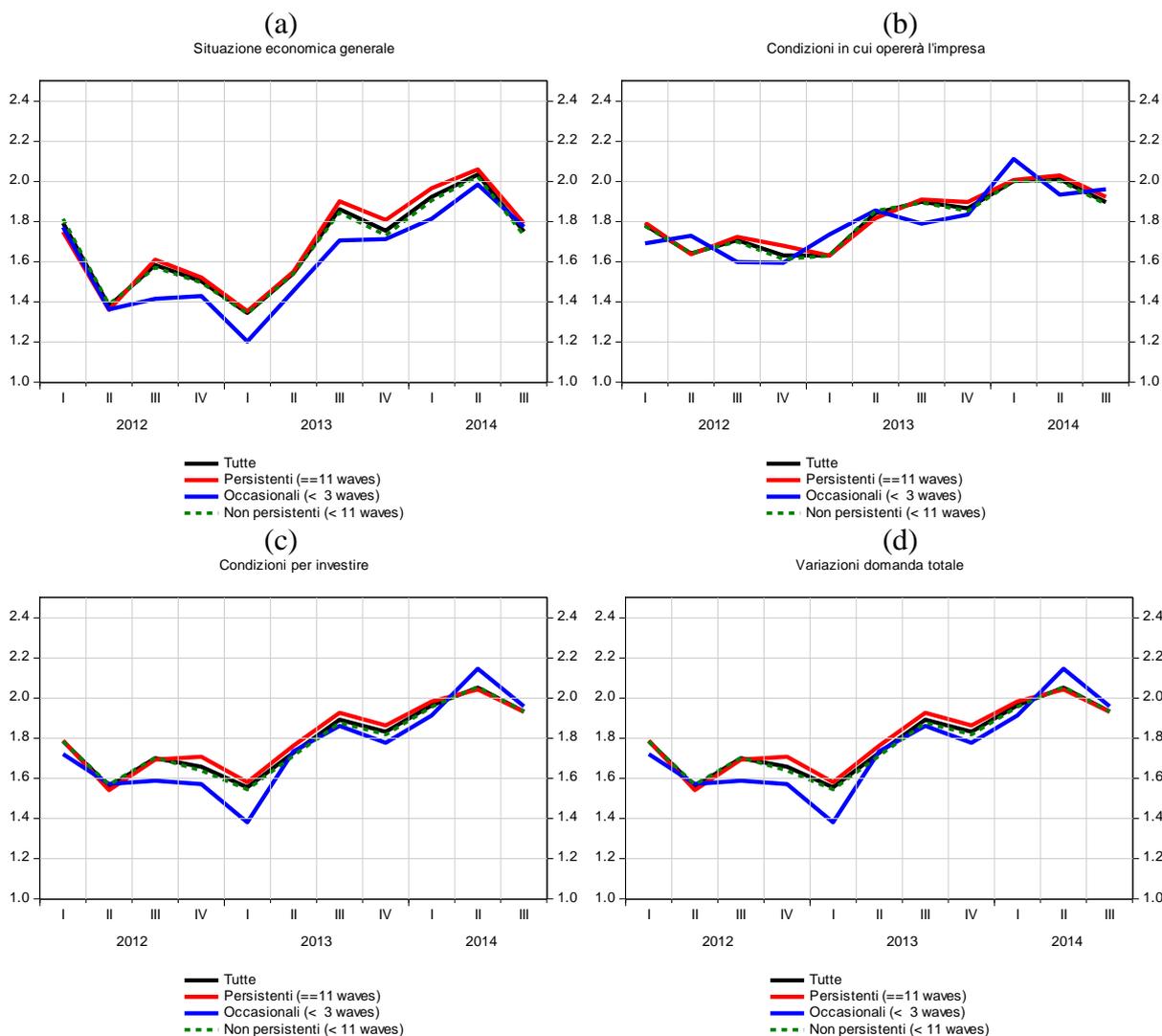
4. Le principali ipotesi per la spiegazione del divario tra indicatori *soft* e *hard*

4.1 Effetti di selezione del campione

Al fine di verificare se l'eccessivo ottimismo delle imprese italiane nel periodo compreso tra la metà del 2013 e l'estate del 2014 rifletta la progressiva uscita dal campione delle aziende più in

difficoltà abbiamo utilizzato i micro-dati dell'indagine trimestrale Banca d'Italia – Il Sole 24 Ore sulle aspettative di inflazione e crescita (Banca d'Italia, 2014). L'indagine include informazioni di natura qualitativa assimilabili e quelle pubblicate dall'Istat nell'ambito del clima di fiducia⁸.

Figura 6. Saldo dei giudizi delle imprese secondo la permanenza nel campione.



Fonte: Indagine trimestrale Banca d'Italia – Il Sole 24 Ore sulle aspettative di inflazione e crescita.

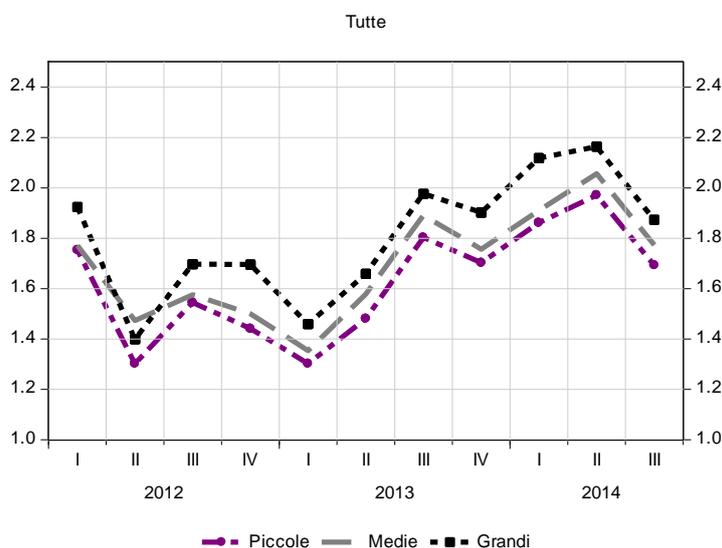
Note: *Persistenti*: nel campione da 11 rilevazioni (*non persistenti* meno di 11 rilevazioni). *Occasionali*: nel campione da meno di 3 rilevazioni. Saldi relativi alle domande: (a) “Ritenete che la situazione economica generale dell’Italia rispetto a 3 mesi fa sia 1.peggiora, 2.uguale, 3.migliore?”; (b) “Ritenete che le condizioni economiche in cui opererà la vostra impresa nei prossimi 3 mesi saranno 1.peggiori, 2.uguali, 3.migliori?”; (c) “Ritenete che rispetto a 3 mesi fa le condizioni per investire siano 1.peggiori, 2.uguali, 3.migliori?”; (d) “In che modo è variata la domanda totale dei vostri prodotti rispetto a 3 mesi fa? 1.diminuita, 2.invariata, 3.aumentata”. Coefficiente di ponderazione: espansione all’universo.

⁸ Si ringrazia Giordano Zevi per il contributo all’analisi dei micro-dati.

Considerando i sondaggi degli ultimi tre anni, abbiamo definito *persistenti* le imprese presenti nel campione in tutte e undici le rilevazioni (*non-persistenti* se meno di 11 volte) e *occasional* le aziende intervistate per meno di tre trimestri. Il confronto tra le imprese *persistenti* e quelle *non persistenti* non riflette una componente di rotazione *random* nella composizione del campione; quest'ultimo, infatti, include tutte e sole le aziende la cui attività economica non è cessata o variata settorialmente da una rilevazione all'altra. La Figura 6 illustra la media dei saldi relativi a) alla situazione economica generale dell'Italia rispetto agli ultimi tre mesi (Figura 6a), b) alle condizioni economiche in cui l'impresa opererà nei prossimi tre mesi (Figura 6b), c) alle attuali condizioni per investimenti rispetto ai tre mesi precedenti (Figura 6c), d) alle variazioni della domanda totale dei prodotti/lavori rispetto ai tre mesi precedenti (Figura 6d).

La Figura 6 riporta un miglioramento dei saldi dei giudizi relativi alle quattro domande dalla primavera del 2013, comune a tutte le tipologie di imprese identificate. Una discrepanza tra le opinioni espresse dalle imprese *persistenti* e quelle *occasional* è visibile solo con riferimento alla domanda sulla situazione economica generale dell'Italia negli ultimi tre mesi e alle condizioni per investire nel passato trimestre. Tuttavia, il test statistico di uguaglianza delle medie non rifiuta l'ipotesi, a livello di confidenza standard, secondo cui le imprese *persistenti* sono uguali i) alle *non persistenti* e ii) alle *occasional*⁹.

Figura 7. Saldo dei giudizi delle imprese secondo la classe dimensionale nel campione.



Fonte: Indagine trimestrale Banca d'Italia – Il Sole 24 Ore sulle aspettative di inflazione e crescita.

Note: Saldi relativi alla domanda “Ritenete che la situazione economica generale dell'Italia rispetto a 3 mesi fa sia 1.peggior, 2.uguale, 3.migliore?”. Coefficiente di ponderazione: espansione all'universo.

⁹ Queste considerazioni rimangono valide al variare della soglia che definisce le imprese *persistenti* e *non persistenti*. Risultati analoghi si ottengono se si utilizza il coefficiente di ponderazione delle imprese riproporzionato in base al numero di addetti.

L'analisi per classe dimensionale rivela che le aziende grandi (con più di 1000 addetti) hanno sistematicamente espresso giudizi più positivi rispetto a quelle medie (200-999) e piccole (50-199; Figura 7). All'interno di ciascuna classe non sussistono, tuttavia, differenze tra imprese *persistenti, non persistenti e occasionali*.

In sintesi, l'analisi condotta sull'indagine Indagine trimestrale Banca d'Italia – Il Sole 24 Ore suggerisce che la discrepanza nei giudizi forniti dalle imprese dipende dalla classe dimensionale di appartenenza più che dal tempo di permanenza nel campione.

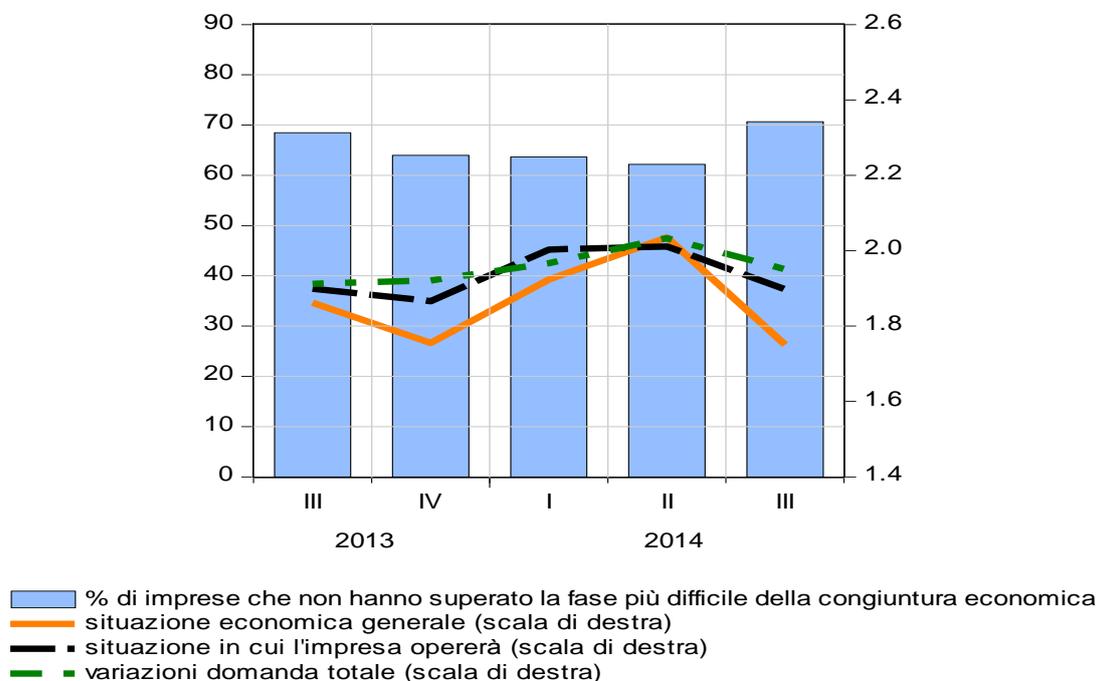
4.2 L'effetto “new normal”

La prolungata fase recessiva potrebbe aver portato le imprese a rivedere le proprie aspettative, modificando il livello di produzione da esse percepito come “normale”. Nell'Indagine trimestrale Banca d'Italia – Il Sole 24 Ore di settembre 2014 abbiamo chiesto per la prima volta alle imprese se il livello di attività ritenuto “normale” è diminuito nel corso dell'ultimo biennio: il 42 per cento delle aziende ha risposto affermativamente; la quota sale al 45 per cento per le imprese dei Servizi e del Nord-Est e raggiunge il 48 per cento per quelle di grandi dimensioni (più di 1000 addetti) e localizzate al Centro. Circa un quarto degli operatori intervistati ritiene di non aver subito modifiche nei livelli di attività; la stessa percentuale dichiara di aver incrementato il livello di attività “normale”.

Ulteriore evidenza a supporto di un ridimensionamento del livello “normale” di produzione da parte delle imprese può essere desunta dal confronto tra le valutazioni delle aziende in merito al superamento o meno della fase più difficile della crisi (a partire dal terzo trimestre del 2013) e quelle sulla situazione economica generale (entrambe desunte dall'Indagine trimestrale Banca d'Italia – Il Sole 24 Ore). La quota di imprese che dichiaravano di non aver superato la fase più difficile della congiuntura economica si è attestata intorno al 65 per cento a partire dalla seconda metà del 2013 (Figura 8, barra celeste). La media dei giudizi sulla situazione economica generale (che riassumono l'evoluzione congiunturale percepita dalle imprese) segnala invece un chiaro miglioramento sino alla primavera del 2014 e un peggioramento nel corso della successiva estate (Figura 8, linea arancione). Tale andamento sembra suggerire che le imprese, avendo rivisto progressivamente al ribasso le proprie aspettative di produzione considerate “normali”, hanno continuato a esprimere valutazioni positive circa le proprie condizioni anche in un momento di stagnazione dell'attività economica. Queste valutazioni restano confermate anche quando come indicatori degli andamenti effettivi si considerino (*i*) le condizioni in cui l'impresa opererà nei

prossimi tre mesi e (ii) la variazione della domanda totale dei propri prodotti (Figura 8, linee tratteggiate in nero e verde, rispettivamente).

Figura 8. Percentuale di imprese che ritengono di non aver superato la fase più difficile della congiuntura e media dei giudizi.



Fonte: Indagine trimestrale Banca d'Italia – Il Sole 24 Ore sulle aspettative di inflazione e crescita (dati individuali).

Note: Saldi relativi alle domande: (a) “Ritenete che la situazione economica generale dell’Italia rispetto a 3 mesi fa sia 1.peggiora, 2.uguale, 3.migliore?”; (b) “Ritenete che le condizioni economiche in cui opererà la vostra impresa nei prossimi 3 mesi saranno 1.peggiori, 2.uguali, 3.migliori?”; (c) “In che modo è variata la domanda totale dei vostri prodotti rispetto a 3 mesi fa? 1.diminuita, 2.invariata, 3.aumentata”. Coefficiente di ponderazione: espansione all’universo.

In conclusione, nei mesi più recenti le valutazioni qualitative delle imprese sarebbero tornate gradualmente più in linea con la debolezza di fondo delle condizioni cicliche riflesse dalle variabili quantitative. La progressiva convergenza degli indicatori *soft* verso quelli *hard* discenderebbe prevalentemente dalla revisione al ribasso dei piani di produzione considerati “normali”.

5. Sintesi e conclusioni

Il lavoro descrive la divergenza osservata tra la metà del 2013 e l’estate del 2014 tra gli indicatori qualitativi e quelli quantitativi nei maggiori paesi dell’area dell’euro, concentrandosi sugli andamenti per l’Italia. Dopo aver mostrato che l’evidenza statistica segnala un indebolimento della relazione tra le variabili *soft* e *hard* nel corso della crisi, viene valutato il fondamento delle seguenti ipotesi interpretative per l’economia italiana: (i) la recessione ha provocato effetti di selezione nel

campione delle aziende intervistate; (ii) il protrarsi della debolezza ciclica ha indotto una revisione al ribasso del *reference-point* dei livelli produttivi (cosiddetto “*new normal*”) nelle valutazioni delle imprese. L’utilizzo dei micro dati dell’Indagine sulle Aspettative di Inflazione e di Crescita Banca d’Italia – Sole 24 Ore induce a escludere la presenza di effetti di selezione nel campione di imprese intervistate e suggerisce che le imprese, avendo rivisto al ribasso i livelli di attività di medio periodo, potrebbero avere espresso attese positive sulle condizioni cicliche anche in una fase di persistente debolezza dell’attività economica. Nei mesi più recenti le valutazioni qualitative delle imprese sarebbero tornate gradualmente più in linea con la debolezza di fondo delle condizioni cicliche riflesse dalle variabili quantitative. La progressiva convergenza degli indicatori *soft* verso quelli *hard* discenderebbe prevalentemente dalla revisione al ribasso dei piani di produzione considerati “normali”.

Bibliografia

- Aprigliano V. (2011), The relationship between the PMI and the Italian index of industrial production and the impact of the latest economic crisis. Tema di discussione, Banca d'Italia, n. 820.
- Aprigliano V. (2012), *Un'analisi descrittiva della relazione fra PMI, produzione industriale e PIL*, mimeo, Banca d'Italia.
- Banca d'Italia (2014), *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Supplementi al Bollettino Statistico, settembre 2014, n. 52.
- Barsky R., Sims E. (2011), News shocks and business cycles, *Journal of Monetary Economics*, 58(3), pp. 273-289.
- Barsky R., Sims E. (2012), Information, animal spirits and the meaning of innovations in consumer confidence, *American Economic Review*, 102, pp. 1343 – 1377.
- Beaudry P., Portier F. (2006), Stock Prices, News, and Economic Fluctuations, *American Economic Review*, vol. 96(4), pp. 1293-1307.
- Beaudry P., Portier F. (2015), News-Driven Business Cycles: Insights and Challenges, di prossima pubblicazione su *Journal of Economic Literature*.
- Forni M., Gambetti L., Lippi M., Sala L. (2014), Noisy news in the business cycle, presentato alla IV Conferenza Internazionale in Memoria di Carlo Giannini, Pavia (marzo 2014).
- Leduc S., Sill K. (2013), Expectations and Economic Fluctuations: An Analysis Using Survey Data, *The Review of Economics and Statistics*, 95(4), pp. 1352-1367.
- Lippi M., Reichlin L. (1994), The dynamic effects of aggregate demand and supply: Comment, *American Economic Review*, 83, pp. 644-52.