



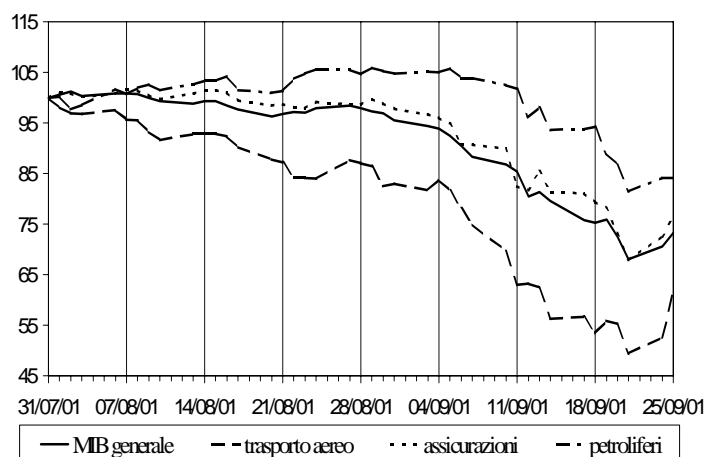
LE INCERTEZZE DELLA CONGIUNTURA ITALIANA DOPO LO SHOCK DI SETTEMBRE

L'attacco terroristico negli Stati Uniti e le conseguenze politiche a livello internazionale dovrebbero ridimensionare, non annullare, le prospettive di ripresa dell'Italia. Nella nostra valutazione, lo shock dell'11 settembre non costituisce "un punto a capo" per la situazione economica, ma si innesta su di essa peggiorando alcune tendenze, danneggiando specifici settori, ritardando le possibilità di recupero produttivo. Le informazioni congiunturali post-attacco sono ancora molto scarse, tra queste la reazione del clima di fiducia dei consumatori italiani risultata "a caldo" significativa, ma complessivamente limitata. In questa nota riprendiamo le fila dell'analisi congiunturale, facendo il punto sugli andamenti reali della nostra economia alla ripresa autunnale e in presenza di un forte aumento di incertezza.

Incertezze dopo lo shock terroristico

I tragici avvenimenti dell'11 settembre e le ripercussioni sulla situazione politica internazionale influiranno sull'evoluzione dell'economia mondiale e italiana. L'entità dell'impatto è tuttavia ancora aleatoria, né l'analisi congiunturale può contribuire a diradare in misura rilevante la situazione di forte incertezza che si è venuta a creare. Ciò per diversi motivi. In primo luogo, la base informativa di cui si può disporre incorpora in massima parte andamenti antecedenti gli eventi dell'11 settembre. In secondo luogo, le reazioni degli operatori, quali si desumono nelle inchieste che cominciano a includere le "risposte" immediatamente successive allo shock terroristico, non definiscono ancora comportamenti sufficientemente stabili e duraturi. Infine, le scelte politico-istituzionali che verranno adottate da tutti i

Andamento dei corsi azionari in Italia
(dati giornalieri, indici 31 luglio 2001=100)



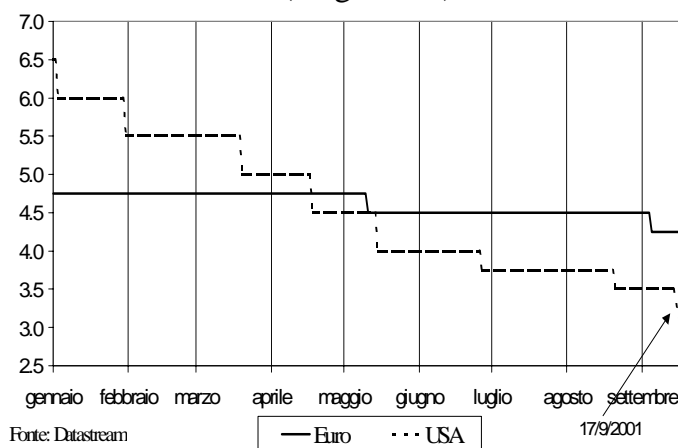
Fonte: Datastream

principali paesi avranno implicazioni economiche di sostegno del ciclo difficili, per ora, da quantificare.

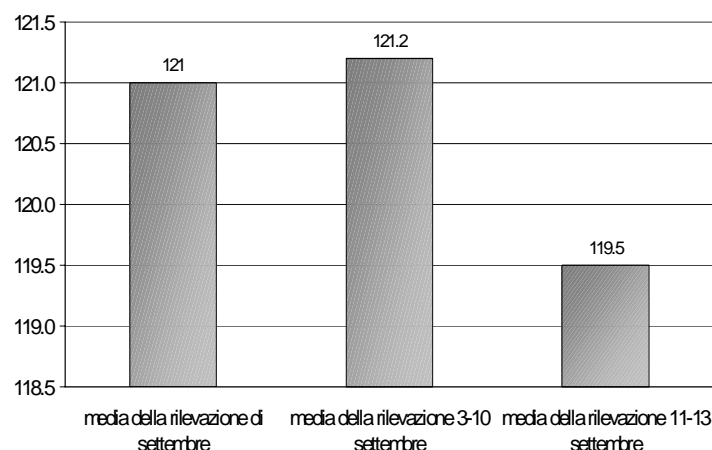
Date le informazioni disponibili e con riferimento all'Italia, è possibile riscontrare un aumento dell'incertezza e l'addensarsi di potenziali effetti negativi per la congiuntura, ma non una drastica involuzione del ciclo economico nazionale. Infatti, nelle settimane successive all'11 settembre, le quotazioni delle azioni alla borsa italiana hanno mostrato solo un'accentuazione del trend negativo insieme ad un'accresciuta volatilità molto evidente in alcuni settori (assicurazioni, trasporto aereo e prodotti petroliferi). Recuperi rapidi e significativi degli indici azionari si sono manifestati in risposta all'azione delle autorità monetarie e all'adozione di alcuni provvedimenti economici specifici. Inoltre, l'indice di fiducia dei consumatori, calcolato sulle risposte prima e dopo l'11 settembre, mostra una flessione significativa ma molto limitata, soprattutto in considerazione del fatto che le interviste sono state effettuate sull'onda emotiva delle ore immediatamente successive al drammatico evento.

Complessivamente, dunque, non riteniamo che l'11 settembre rappresenti un elemento di rottura che azzeri del tutto la situazione precedente. La congiuntura italiana dopo l'attacco terroristico agli Stati Uniti si caratterizza, nella nostra valutazione, per un ridimensionamento – non un annullamento – della prospettiva di ripresa, che potrà ora risultare più lenta e meno robusta di quella che si immaginava prima dei tragici eventi di settembre. In questa nota illustriamo la nostra interpretazione delle tendenze congiunturali che caratterizzano attualmente il nostro paese, su cui si innestano gli effetti dello shock terroristico, e che sono alla base dell'evoluzione a breve dell'economia italiana.

Tassi d'interesse ufficiali nel 2001
negli Stati Uniti e nell'area dell'Euro
(dati giornalieri)



Clima di fiducia dei consumatori
(indice grezzo 1980=100, rilevazione di settembre)



La frenata della crescita italiana

Nel secondo trimestre il prodotto interno lordo è rimasto invariato rispetto al periodo precedente. Dal punto di vista settoriale, tale risultato sintetizza una marcata caduta del valore aggiunto dell'industria in senso stretto (-1,6%) e dell'agricoltura (-1,2%), controbilanciata da un progresso dei servizi (+0,7%) e in particolare di quelli destinabili alla vendita. Cresce lentamente il comparto delle costruzioni (+0,2%).

Sull'attività produttiva ha influito sfavorevolmente anche la distribuzione delle giornate lavorative, con un contributo negativo sul PIL quantificabile in circa tre decimi di punto percentuale.

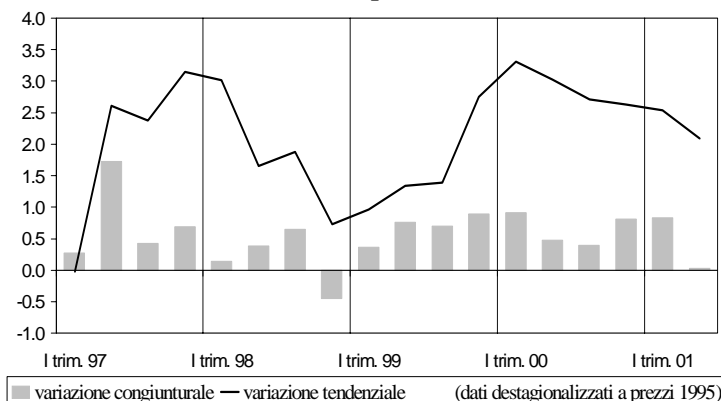
Le prospettive a breve termine

L'indicatore sintetico anticipatore elaborato dall'ISAE ha mostrato una flessione da ottobre 2000 a marzo 2001 che si è andata arrestando nei mesi successivi. La sua evoluzione non lascia dunque intravedere un ulteriore deterioramento dello scenario recessivo, che al momento resta limitato al settore industriale; a questo proposito è opportuno precisare che nessuna delle variabili che compongono l'indicatore è stata rilevata successivamente agli attentati terroristici dello scorso 11 settembre.

Dall'esame di tutte le informazioni disponibili emerge una netta divaricazione tra l'andamento del settore industriale, in particolare quello manifatturiero, e la dinamica dei servizi.

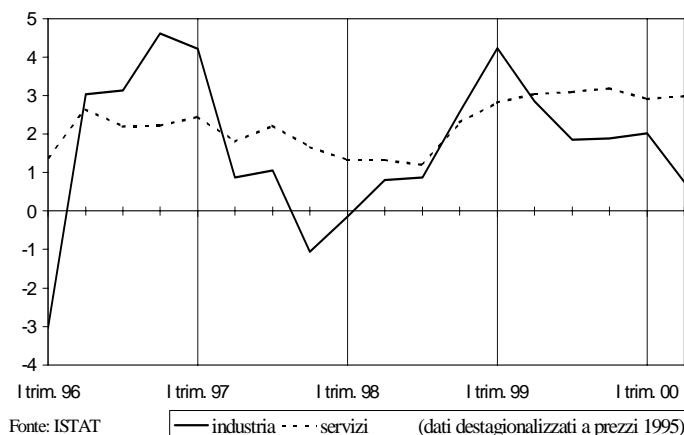
Per quanto riguarda l'industria, la produzione ha segnato regressi congiunturali sia nel primo che nel secondo trimestre. L'ISAE prevede una prosecuzione dell'andamento negati-

Prodotto interno lordo
(variazioni percentuali)



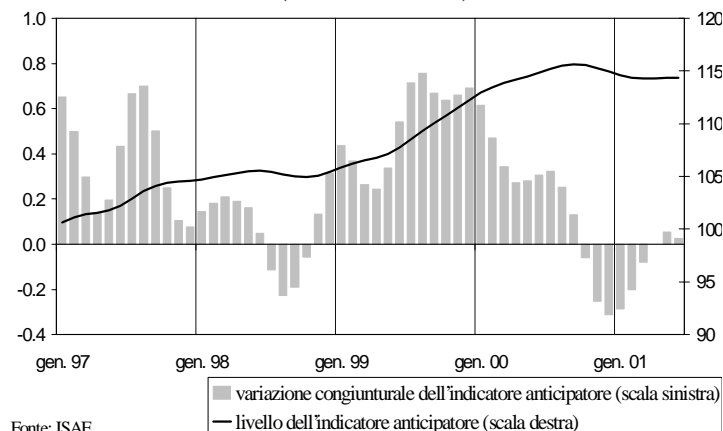
Fonte: ISTAT

Valore aggiunto settoriale
(variazioni tendenziali)



Fonte: ISTAT

Indicatore sintetico anticipatore
(indice 1995=100)



Fonte: ISAE

vo anche nel periodo luglio-settembre, seppure in misura meno accentuata. Un recupero è previsto solo nel quarto trimestre. Prescindendo dai possibili effetti negativi derivanti dalla crisi politica internazionale, nel complesso dell'anno la produzione industriale segnerebbe un regresso dello 0,5% rispetto al 2000.

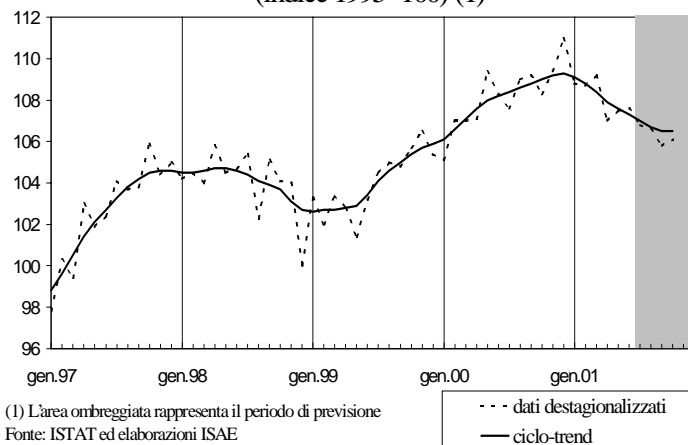
Per quanto riguarda i servizi, l'inchiesta ISAE sulle tendenze di alcuni settori più strettamente legati ai servizi alle imprese, evidenzia aspettative di crescita assai positive nel terzo trimestre (ad esclusione del settore pubblicitario). Tuttavia, il protrarsi della fase di debolezza dell'industria potrebbe avere un impatto negativo anche su tali settori.

Indicazioni sfavorevoli provengono dal traffico merci su ferrovia, che mostra un deciso regresso a luglio. Infine, l'inchiesta rapida ISTAT sul movimento alberghiero relativo alla settimana di ferragosto segnala un moderato incremento delle presenze legato soprattutto alla clientela italiana. Le opinioni degli operatori del settore per il periodo settembre-novembre sono lievemente negative; inoltre, è lecito attendersi che questo comparto possa essere tra i più colpiti dagli eventuali effetti economici derivanti dalla delicata situazione politica internazionale.

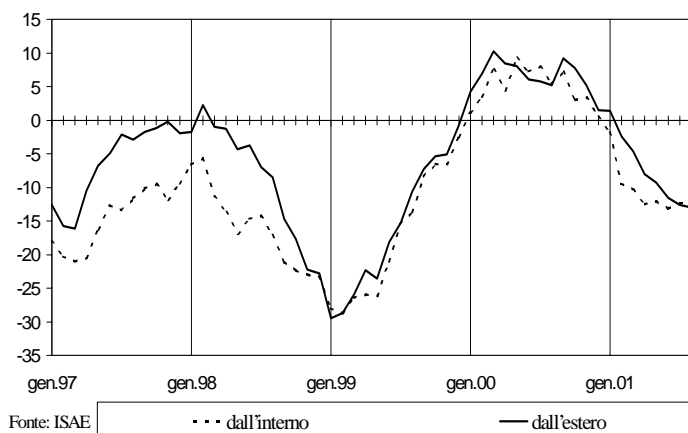
L'andamento dei consumi

A seguito della stasi sperimentata nei primi mesi dell'anno, nel secondo trimestre i consumi delle famiglie sono aumentati dello 0,6%, l'incremento congiunturale più elevato dal secondo trimestre dello scorso anno. Tale risultato è largamente influenzato da un brusco recupero dei consumi in beni non durevoli, che hanno contribuito complessivamente per circa

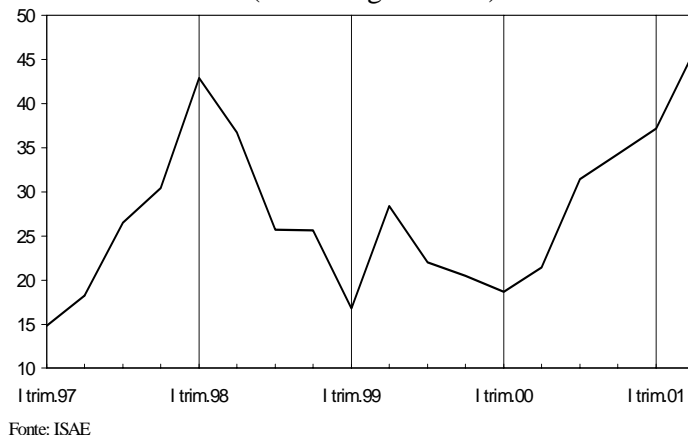
Indice della produzione industriale
(indice 1995=100) (1)



Livello degli ordini e della domanda
(saldi destagionalizzati)



Tendenze degli ordini nei servizi alle imprese
(saldi destagionalizzati)

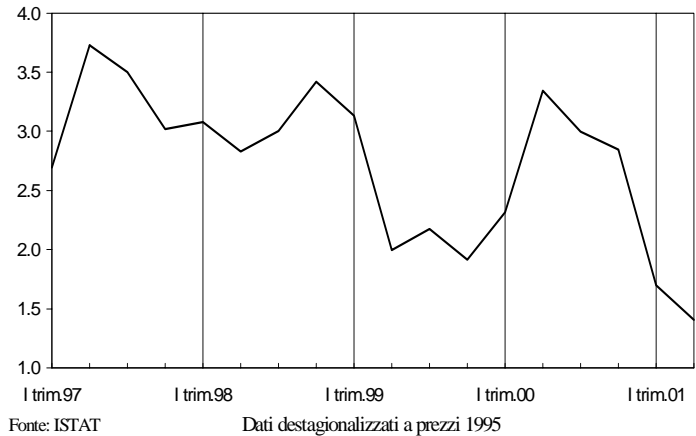


0,4 punti percentuali. La graduale discesa dell'inflazione, dopo il picco raggiunto in aprile, potrebbe aver concorso a sostenere la crescita congiunturale dei consumi nel secondo trimestre. Un secondo fattore positivo, in parte connesso al precedente, è la riduzione dei tassi di interesse, che non conosce interruzioni dal marzo scorso. Infine i consumi potrebbero aver risentito degli effetti positivi derivanti dagli interventi fiscali attuati con la legge finanziaria dello scorso anno a sostegno dei redditi delle famiglie.

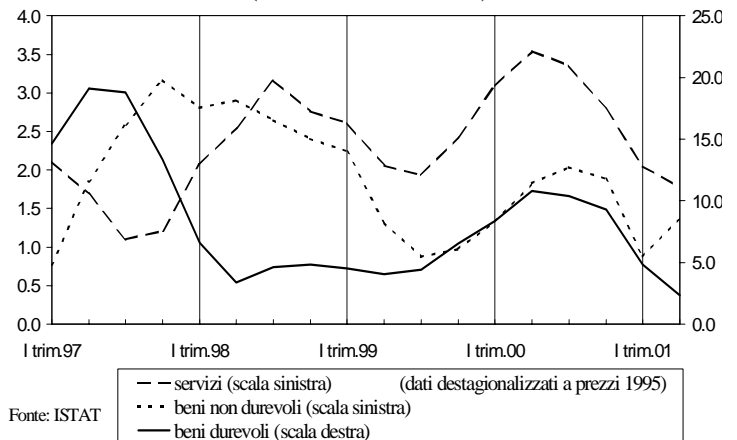
L'accelerazione registrata nel secondo trimestre non è stata tale da impedire il rallentamento dei tassi di crescita tendenziali dei consumi in beni durevoli e in servizi, mentre in controtendenza si sono mossi i consumi di beni non durevoli. In particolare, la spesa in beni durevoli ha fatto registrare un incremento tendenziale del 2,3%, il più basso degli ultimi cinque anni. Secondo le indicazioni più recenti, nei primi otto mesi dell'anno il flusso di immatricolazioni di automobili si mantiene sugli stessi livelli, storicamente elevati, registrati nel corso del 2000.

Per quanto riguarda le prospettive a breve termine, nel terzo trimestre il reddito disponibile nominale ha subito una flessione congiunturale che potrà incidere negativamente sulla dinamica dei consumi. Il clima di fiducia dei consumatori, crescente nel primo semestre, si è ridotto a partire da luglio. Nei mesi di agosto e settembre il livello del clima di fiducia è tornato sui valori di inizio anno. In particolare, la rilevazione di settembre, condotta in parte successivamente all'attacco terroristico agli Stati Uniti, ha mostrato flessioni significative relativamente alle attese circa l'evoluzione dell'economia in generale e della situazione finanziaria personale. Tuttavia, dai dati rilevati

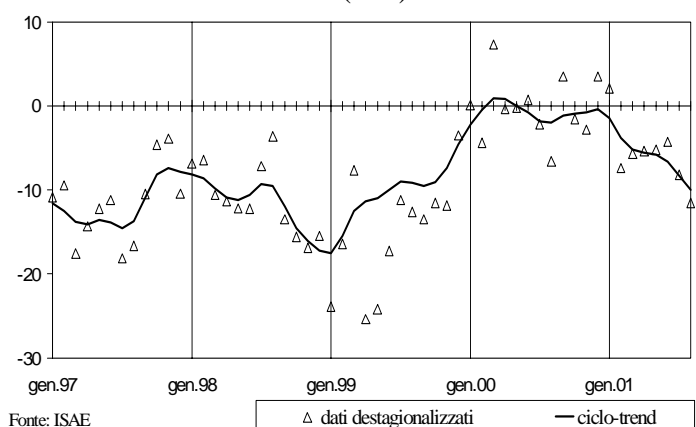
Consumi delle famiglie
(variazioni tendenziali)



Consumi di beni e servizi
(variazioni tendenziali)



Beni di consumo: livello degli ordini dall'interno
(saldi)



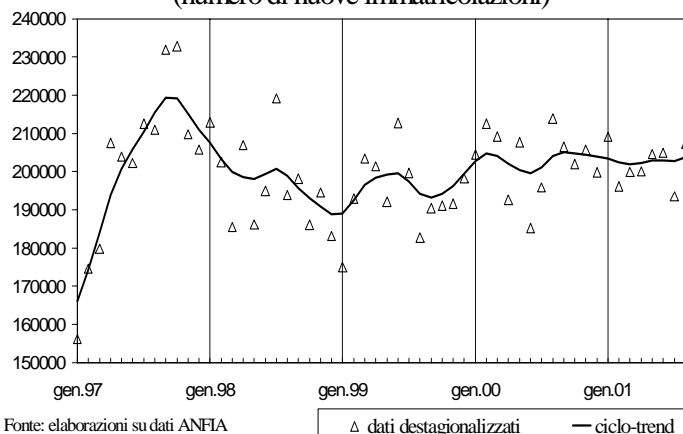
fra l'11 e il 13 settembre appare che la fiducia dei consumatori italiani ha manifestato un calo contenuto, e non il temuto crollo, rispetto ai giorni antecedenti gli attacchi terroristici agli Stati Uniti.

Il rallentamento degli investimenti

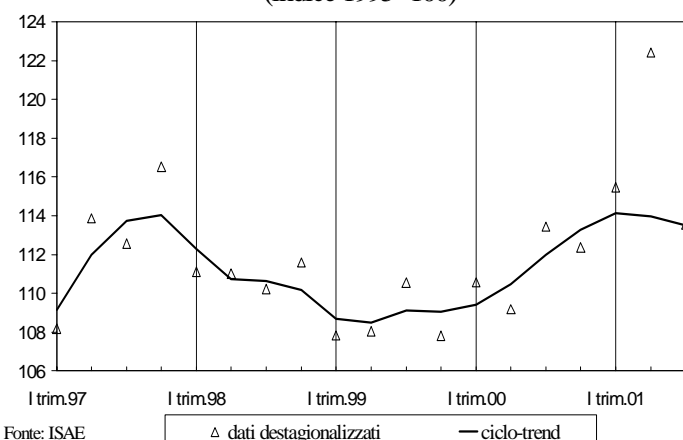
Nel secondo trimestre la domanda di investimenti fissi lordi si è ulteriormente indebolita (-0,3% rispetto al primo trimestre), portando la crescita tendenziale ad un deludente 1,3%. Complessivamente, nei primi sei mesi dell'anno gli investimenti sono aumentati, su base tendenziale, del 2,1%, a fronte di una crescita media nel 2000 circa tripla. Il rallentamento ha riguardato in particolare gli investimenti in mezzi di trasporto e in macchine e attrezzature, mentre la crescita degli investimenti in costruzioni è risultata più stabile. Su questi andamenti hanno inciso sia il diffuso clima di incertezza riguardo gli sviluppi della congiuntura internazionale sia le attese di un eccesso di capacità produttiva anche in considerazione dell'esaurimento del processo di riequilibrio delle scorte di prodotti finiti. Inoltre, nella prima parte dell'anno hanno probabilmente influito negativamente anche comportamenti "attendisti", da parte delle imprese, legati ad aspettative di nuovi incentivi fiscali.

Per quanto riguarda le prospettive a breve termine emergono segnali contrastanti. Da un lato il livello degli ordinativi dall'interno di beni d'investimento e, in misura minore, le immatricolazioni di veicoli commerciali, mostrano negli ultimi mesi segnali di inversione di tendenza; inoltre, gli incentivi fiscali recentemente introdotti potrebbero cominciare ad esplicare i propri effetti. Dall'altro, sugli svi-

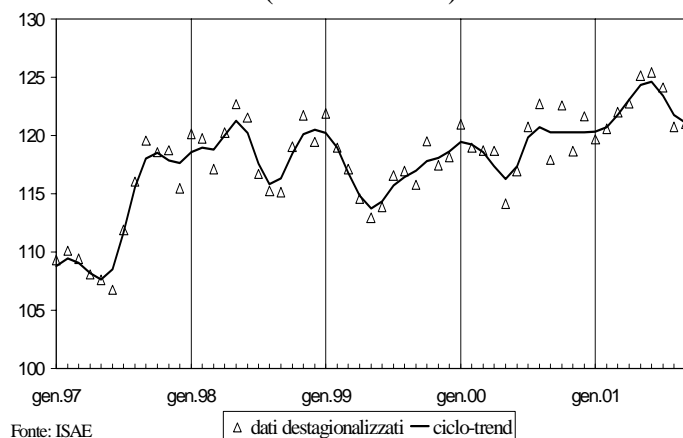
Immatricolazioni di autovetture
(numero di nuove immatricolazioni)



Reddito nominale disponibile
(indice 1995=100)



Clima di fiducia dei consumatori
(indice 1980=100)



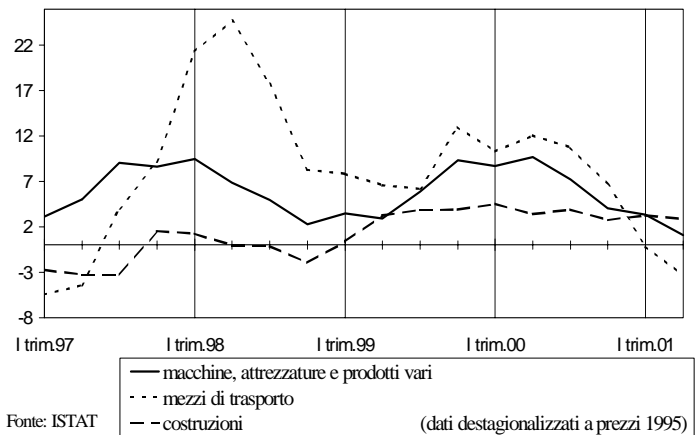
luppi futuri pesano le incognite legate alla delicatissima situazione politica internazionale che potrebbe indurre le imprese a rimandare l'attuazione dei propri piani d'investimento, oltre a renderne più difficoltoso il finanziamento.

Le quantità esportate si riducono...

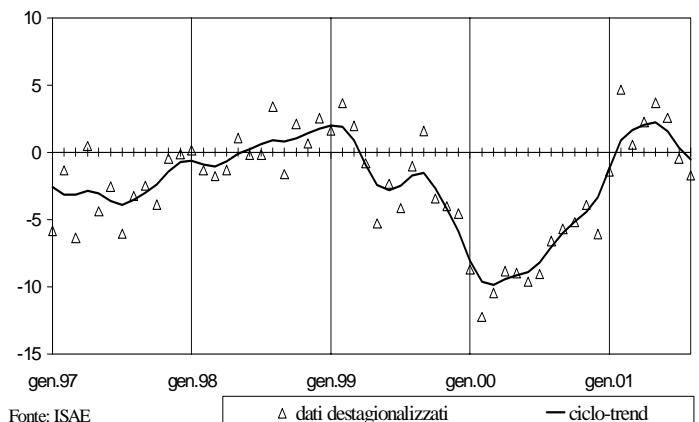
Le esportazioni di beni e servizi (fob), in moderata crescita negli ultimi tre mesi dello scorso anno ed in quelli iniziali di quest'anno (1,4%), hanno mostrato una netta riduzione nel trimestre seguente (-1,3%). L'incremento tendenziale risulta ancora elevato e pari all'8,8% (dal 13,4% del trimestre precedente). Nello stesso periodo, l'espansione dell'attività economica si è drasticamente ridotta negli Stati Uniti e nell'Unione Europea e il commercio mondiale ha subito un marcato rallentamento. In Italia la domanda interna (al netto delle scorte) ha registrato un incremento particolarmente contenuto (pari allo 0,3% rispetto al periodo precedente), tale da poter probabilmente stimolare il collocamento di quote produttive nazionali sui mercati esteri.

Per quanto riguarda la sola componente relativa ai beni, nel secondo trimestre l'indice complessivo delle quantità vendute all'estero, destagionalizzato, si è ridotto notevolmente (5%), con flessioni tanto nel mercato dell'Unione Europea (-5,6%), quanto nell'area extra-europea (-4,5%). Il livello complessivo degli ordini dall'estero delle imprese ha continuato a ridursi anche in luglio ed in agosto. Sul recente calo delle esportazioni italiane ha principalmente influito la dinamica negativa del commercio mondiale. Gli indicatori di competitività evidenziano invece un certo recupero delle nostre merci sui mercati internazionali. In

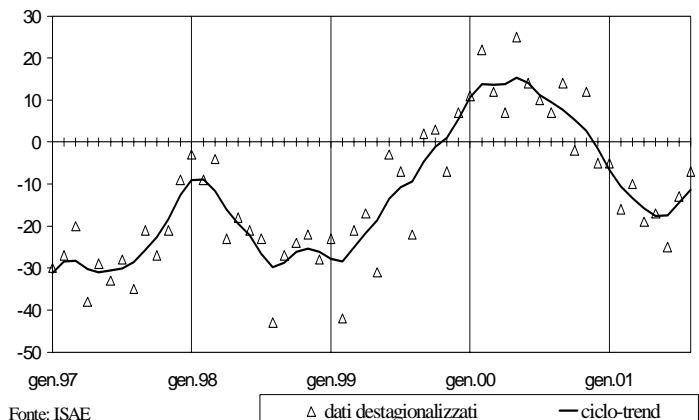
Investimenti fissi lordi
(variazioni tendenziali)



Giacenze di prodotti finiti
(saldi)



Beni d'investimento: livello degli ordini dall'interno
(saldi)



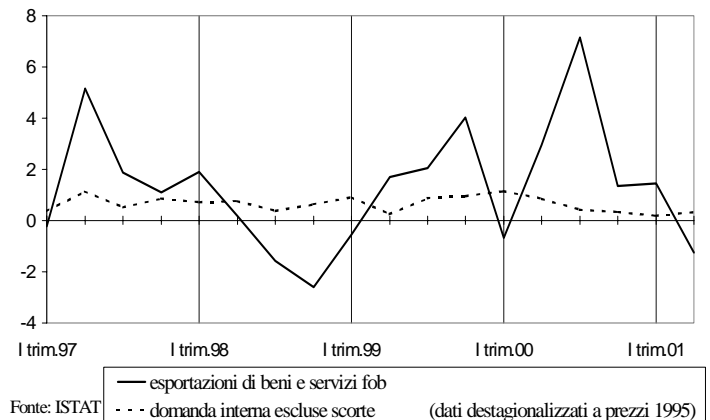
particolare, i risultati dell'inchiesta ISAE mostrano che la concorrenzialità delle imprese italiane, considerata come sintesi di molteplici aspetti, è in miglioramento sui mercati esteri e particolarmente su quelli europei. L'effetto sulla posizione concorrenziale dei movimenti di cambio è stato più che compensato da altri fattori di prezzo e non di prezzo.

Nel periodo aprile-giugno di quest'anno il deflatore delle esportazioni totali è aumentato dell'1,1%. L'indice dei valori medi unitari, riferito alla componente di beni, stazionario nei mesi iniziali dell'anno, si è ridotto significativamente nel secondo trimestre del 2001. La netta rivalutazione dell'euro nel primo trimestre, compensata solo in parte dalla svalutazione nei mesi successivi, e l'inasprimento della competitività, anche di prezzo, dovuto alle condizioni di debolezza dei mercati dell'area extra-UE, hanno provocato una notevole riduzione del corrispondente indice dei valori medi unitari.

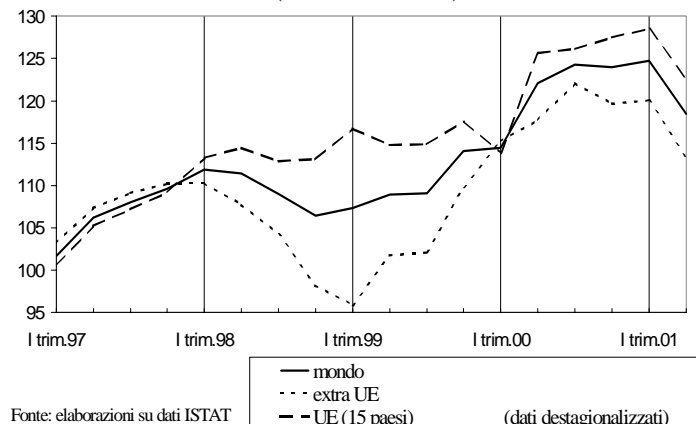
...e le importazioni rimangono stabili

Nel secondo trimestre di quest'anno le quantità importate di beni e servizi hanno mostrato un andamento pressoché stazionario (-0,2% rispetto al periodo precedente): la variazione tendenziale, pari all'8,3% ad inizio anno, è scesa al 2,6%. La componente relativa ai beni ha mostrato una drastica riduzione: l'indice di quantità si è ridotto dell'8%. Su questa dinamica ha presumibilmente influito la flessione della domanda totale (-0,3% nel secondo trimestre) e in particolare delle due componenti rappresentate da investimenti ed esportazioni. Nel secondo trimestre l'indice dei valori medi unitari dei beni importati si è ridotto del 2,2%,

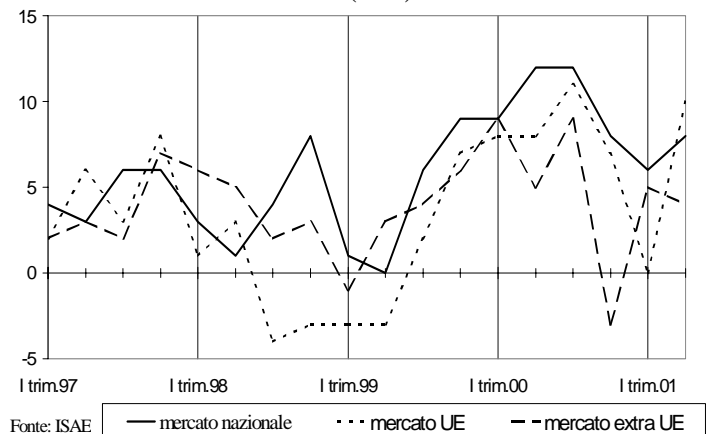
Esportazioni e domanda interna
(variazioni congiunturali)



Indici di quantità dei beni esportati
(indici 1995=100)



Posizione concorrenziale delle esportazioni
(saldi)



come nel trimestre precedente. La diminuzione riflette il calo dei prezzi dei beni importati dai paesi extra-europei, in particolare petrolio e altre materie prime energetiche.

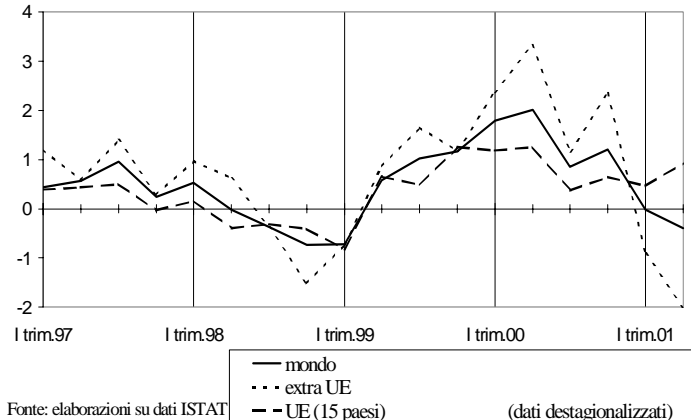
Occupazione

L'andamento del valore aggiunto e gli incrementi di occupazione concentrati nei settori ad alta intensità di lavoro, come i servizi e le costruzioni, sembrano aver favorito, a partire dalla metà del 2000, l'abbassamento della "soglia di occupazione", ovvero quel valore del tasso di crescita del PIL necessario affinché a uno sviluppo del prodotto si accompagni un accrescimento dell'*input* di lavoro. Secondo le stime della contabilità nazionale, nel primo trimestre del 2001 l'occupazione al netto del settore agricolo, valutata in termini di unità di lavoro *standard* (ULA), è aumentata del 3% in ragione d'anno in corrispondenza di un tasso di crescita del PIL del 2,5%. Negli anni settanta e ottanta, un incremento dell'occupazione di entità analoga a quella registrata nella prima parte di quest'anno si associava a una dinamica all'incirca tripla del PIL.

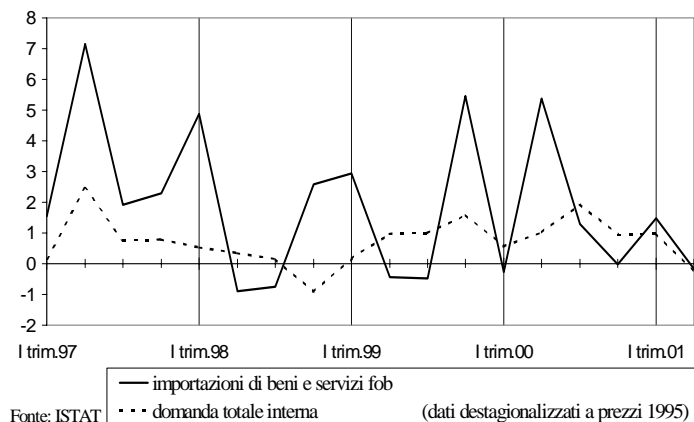
La maggiore capacità del sistema produttivo di generare nuova occupazione si è tradotta in un innalzamento dell'elasticità delle unità di lavoro rispetto al PIL. Dopo il picco registrato alla fine del 1998, l'elasticità si è ridotta per poi assumere nuovamente un valore superiore all'unità nel primo trimestre dell'anno in corso.

In quest'ultimo periodo, l'innalzamento del valore dell'elasticità è da attribuirsi all'aumento dei lavoratori cosiddetti tipici, a tempo pieno e a durata indeterminata. Viceversa, tra la fine del 1998 e l'inizio del 1999, a trainare la

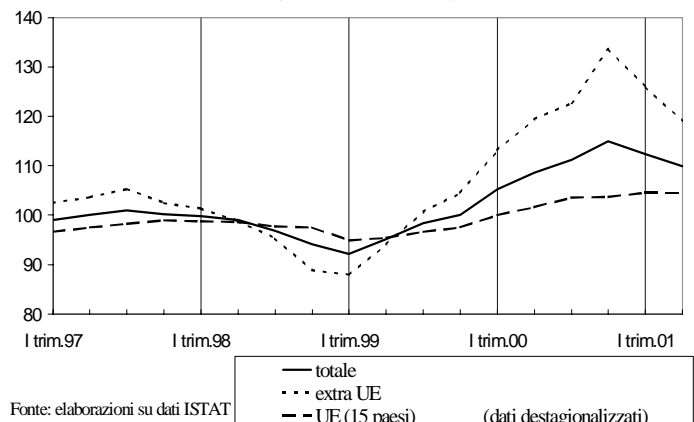
Valori medi unitari dei beni esportati
(variazioni congiunturali)



Importazioni e domanda totale interna
(variazioni congiunturali)



Valori medi unitari dei beni importati
(indici 1997=100)

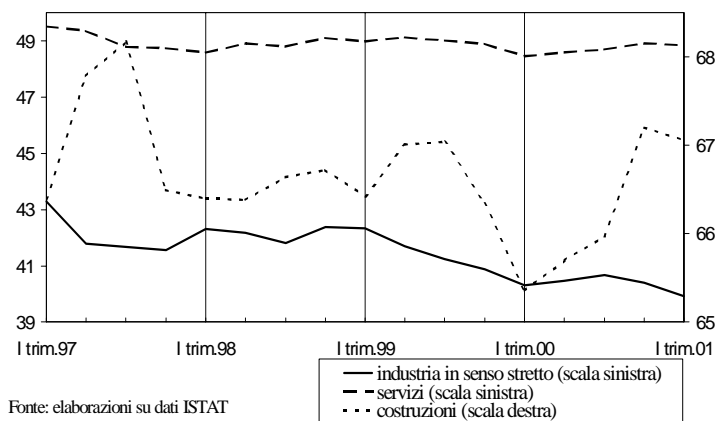


crescita dell'occupazione erano state esclusivamente le posizioni di lavoro atipiche, a termine e/o a tempo parziale.

L'aumentata reattività dell'occupazione all'andamento del prodotto si è riflessa in una maggiore omogeneità tra l'andamento ciclico del valore aggiunto e quello delle unità di lavoro *standard*. Nel periodo 1991-2001 il coefficiente di correlazione contemporanea tra la componente ciclica del PIL e quella dell'occupazione ha assunto un valore di 0,6 con una correlazione massima (0,7) in corrispondenza di un ritardo medio pari a due trimestri. Negli anni ottanta, il coefficiente di correlazione contemporanea tra il ciclo del PIL e quello dell'occupazione era pari a 0,4 ed il ritardo medio era di tre trimestri. A conferma della favorevole situazione del mercato del lavoro, il numero delle ore di Cassa integrazione guadagni (CIG), tipicamente anticiclico, si è ridotto ulteriormente contribuendo così ad accrescere il ritmo di incremento delle ULA. Queste ultime, secondo le definizioni della contabilità nazionale, misurano la quantità di lavoro che ha contribuito alla produzione del valore aggiunto ed escludono, dunque, quei lavoratori che sono stati temporaneamente sospesi dal processo produttivo e presi in carico dalla CIG.

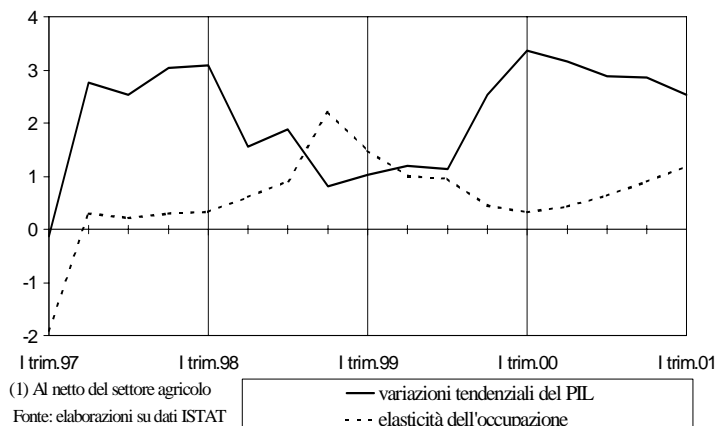
In luglio, secondo i dati dell'indagine ISTAT sulle forze di lavoro, pur in presenza di un rallentamento del ritmo di crescita della domanda di lavoro (1,8% su base annua), il numero degli occupati è cresciuto interessando prevalentemente la componente femminile e l'occupazione alle dipendenze tipica. Il nuovo calo del tasso di disoccupazione (attestatosi al 9,4% nei dati destagionalizzati) appare coerente anche con le aspettative delle famiglie desunte dalle indagini congiunturali dell'ISAE presso i consumatori (ultimo dato disponibile,

Intensità di lavoro per settore
(numero di ULA per unità di valore aggiunto)



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

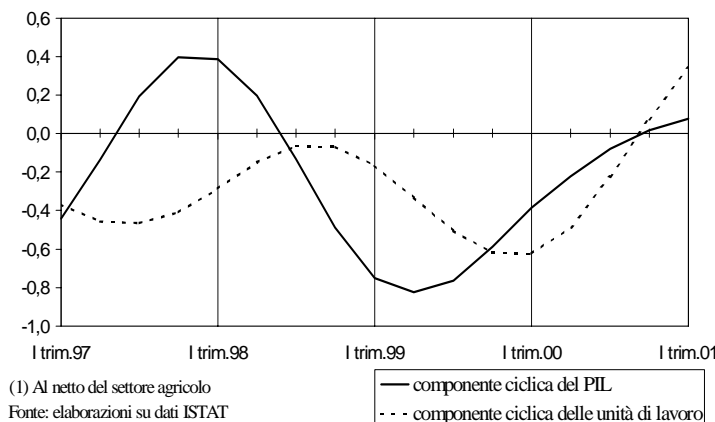
Elasticità dell'occupazione al prodotto e
variazione del PIL (1)



(1) Al netto del settore agricolo

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

Il ciclo del PIL e delle delle unità di lavoro
(valori percentuali) (1)



(1) Al netto del settore agricolo

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

agosto 2001), che indicano come prevalgano coloro che si attendono nei prossimi dodici mesi un'ulteriore riduzione del numero dei disoccupati.

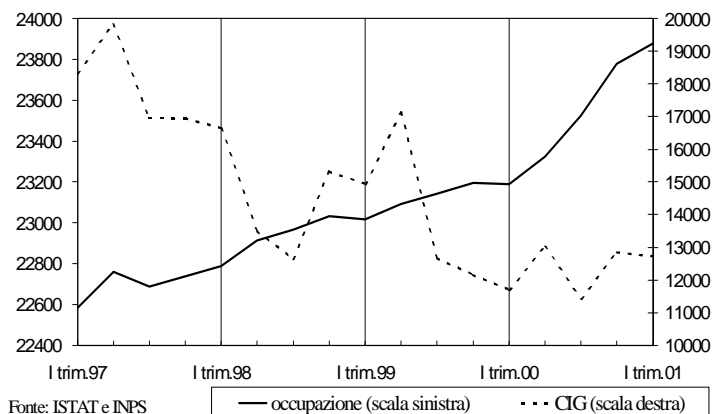
Inflazione in ulteriore discesa

A partire dall'estate si è assistito ad un progressivo ridimensionamento delle tensioni inflazionistiche, che ha portato ad una inversione di tendenza nella dinamica tendenziale dei prezzi al consumo. In settembre, in base alle anticipazioni dei comuni, il rallentamento dovrebbe risultare relativamente più marcato: per il secondo mese consecutivo la variazione congiunturale sarebbe nulla, comportando una discesa della crescita su base annua al 2,6% (era 3,1% ad aprile).

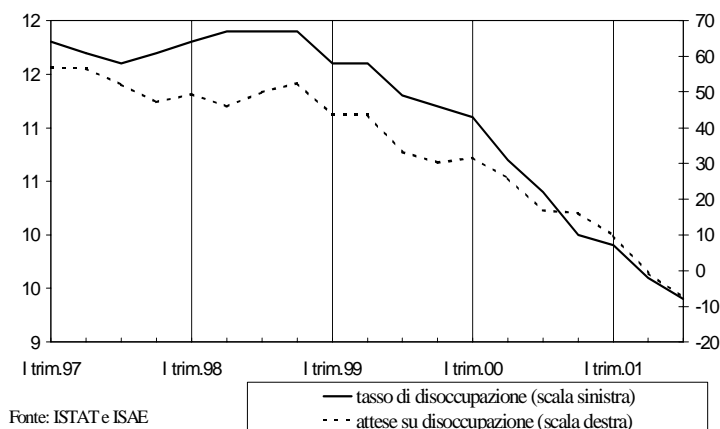
La più moderata evoluzione dei prezzi ha rispecchiato essenzialmente la scomparsa o la perdita di intensità di gran parte dei fattori di spinta che nella prima parte dell'anno avevano alimentato l'inflazione. Un contributo decisivo è, infatti, venuto dal riassorbimento degli *shock* di offerta (rincari di alimentari e petrolio) comuni alle altre economie europee; al tempo stesso sono venuti meno anche molti degli elementi di natura endogena che avevano concorso a mantenere alta l'inflazione nei primi mesi.

Al favorevole andamento dei prezzi al consumo ha contribuito una forte riduzione delle pressioni inflazionistiche sui prezzi industriali, che hanno mostrato, sempre nei mesi estivi, una dinamica tendenziale in consistente attenuazione. Soprattutto la stabilizzazione nella crescita dei prezzi dei beni destinati al consumo lascia intravedere la possibilità che il trasferimento a valle dei precedenti rincari dei prodotti intermedi si stia concludendo.

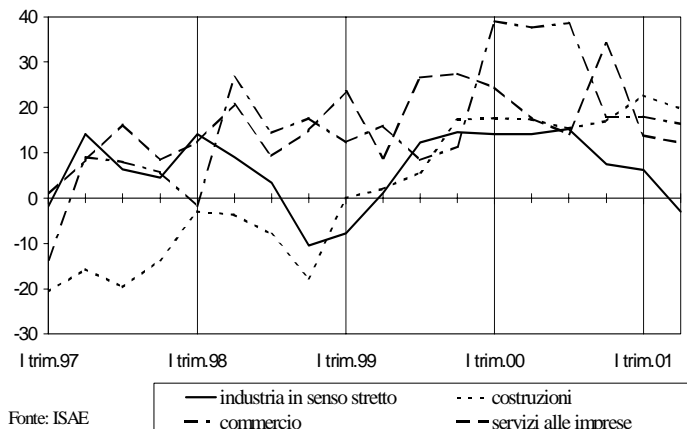
Occupazione e Cassa integrazione guadagni
(valori assoluti in migliaia)



Tasso di disoccupazione e attese delle famiglie
(valori percentuali e saldi)



Andamento atteso dell'occupazione per settore
(saldi)



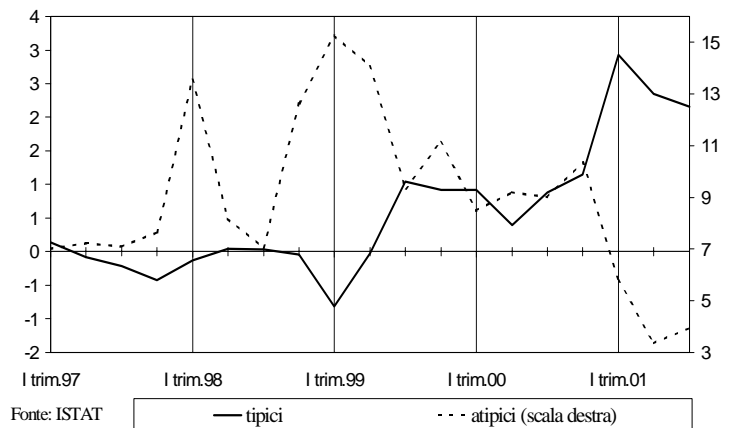
La core inflation si stabilizza grazie all'andamento dei prezzi dei beni

L'indicatore relativo alla *core inflation* (vale a dire al netto di energia e alimentari non trasformati in base ai dati Eurostat) dalla primavera ha messo in evidenza una evoluzione tendenziale stabile (al 2,5%). Tale circostanza potrebbe indicare che già dall'estate anche le pressioni originate dal lato della domanda si sono indebolite. La dinamica delle singole componenti di fondo dell'inflazione segnala che talune pressioni inflazionistiche permangono ancora nel settore dei servizi, mentre i prezzi dei beni industriali non energetici denotano una minore resistenza al rallentamento. All'interno del comparto, i prezzi del raggruppamento relativo ai beni semidurevoli, in risalita fino alla primavera e caratterizzati usualmente da una dinamica più pronunciata, si sono stabilizzati tra aprile e agosto su un tasso di crescita del 2,7%. Per i beni durevoli, il profilo tendenziale è risultato dall'estate in decelerazione, scendendo in agosto all'1,5% (era 1,8% in maggio).

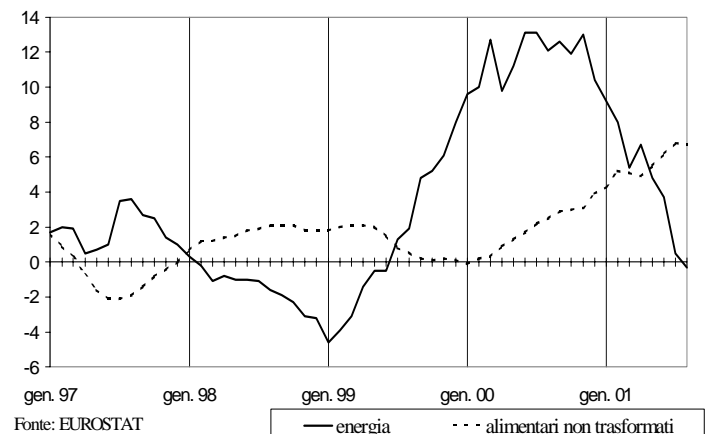
Ancora spinte al rialzo dal settore dei servizi privati

Il rientro della dinamica dei prezzi non coinvolge, viceversa, ancora in maniera piena il settore dei servizi, all'interno del quale permangono comparti caratterizzati da considerevoli spinte al rialzo. Per taluni di essi i rincari risentono ancora degli effetti indiretti dei passati aumenti dei prezzi energetici e dell'andamento del cambio. E' il caso dei servizi relativi ai trasporti, la cui dinamica tendenziale ha raggiunto in agosto un tasso di crescita del 4,3 per

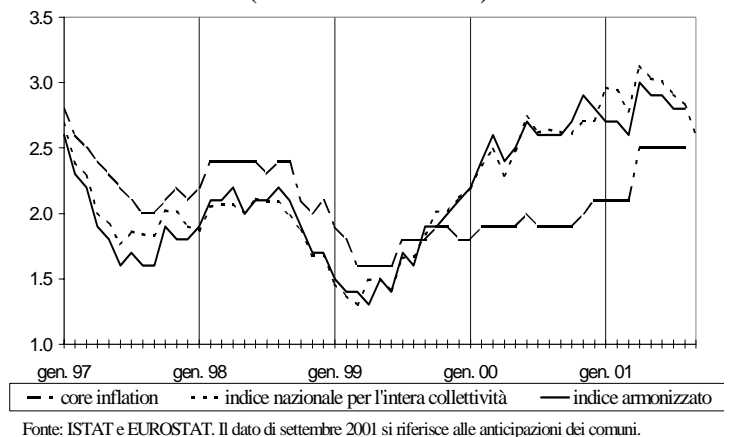
Occupazione alle dipendenze "tipica" e "atipica"
(variazioni tendenziali)



Prezzi al consumo
(variazioni tendenziali)



Prezzi al consumo
(variazioni tendenziali)



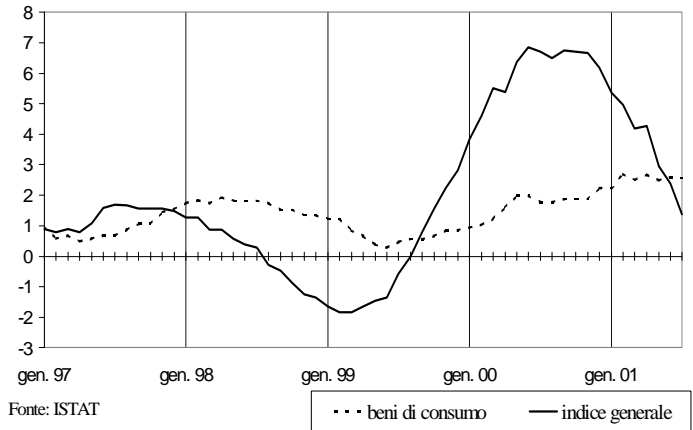
cento.

Altri comparti hanno riflesso in misura maggiore l'andamento più vivace della domanda. Le voci relative agli alberghi e pubblici esercizi e le spese relative al tempo libero e alla cura della persona in generale hanno, infatti, continuato a segnalare un andamento dei prezzi alquanto sostenuto e in tendenziale risalita ancora nei mesi estivi.

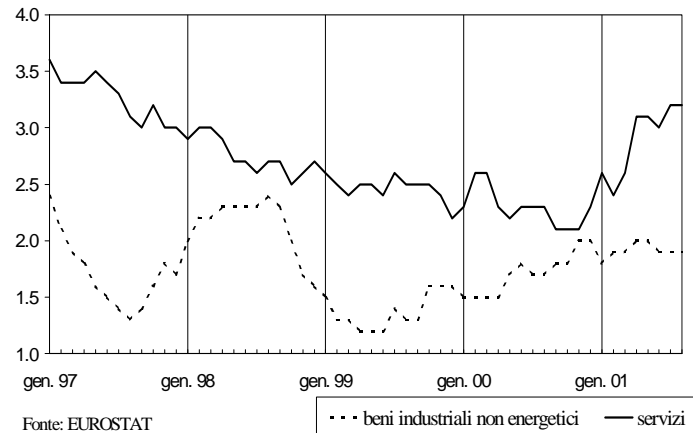
....mentre le tariffe rallentano

Un contributo alla moderazione dei prezzi dei servizi è comunque venuto dalla frenata delle tariffe, che avevano fornito soprattutto a inizio anno un impulso rilevante alla dinamica inflattiva. In particolare, le voci direttamente influenzate dai prezzi dei prodotti petroliferi (energia elettrica e gas) hanno segnato dalla fine della primavera, grazie alle più moderate quotazioni del petrolio, adeguamenti al ribasso. Nell'insieme, il tasso di crescita annuo del raggruppamento delle tariffe tra gennaio e agosto si è più che dimezzato, scendendo al 3 per cento.

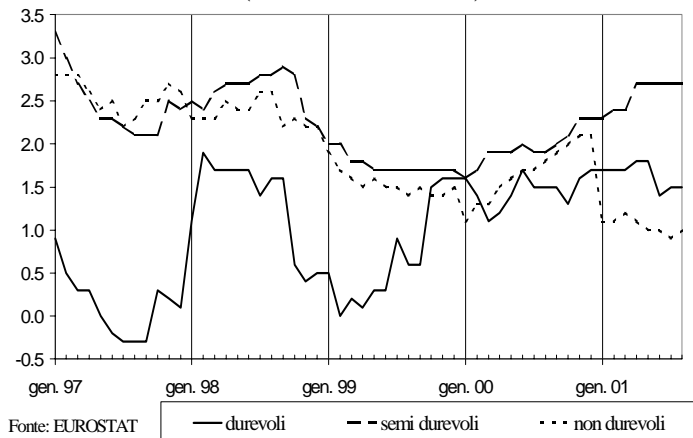
Prezzi alla produzione
(variazioni tendenziali)



Componenti della core inflation
(variazioni tendenziali)



Prezzi dei beni industriali non energetici
(variazioni tendenziali)



GLOSSARIO

clima di fiducia dei consumatori: è un indicatore sintetico derivato dall'inchiesta ISAE presso i consumatori, calcolato su nove serie ritenute particolarmente rappresentative ad esprimerne gli orientamenti.

componente di ciclo-trend: si tratta della componente di medio-lungo periodo della serie in esame ed esclude da questa la stagionalità, le oscillazioni di breve periodo ed eventuali dati anomali. Viene stimata attraverso l'approccio *ARIMA model-based* implementato nelle procedure TRAMO e SEATS ed è coerente con le serie destagionalizzate riportate in questo bollettino.

contributo: il contributo alla crescita congiunturale dell'aggregato x attribuibile alla componente y è calcolato come: $100 \times (y_t - y_{t-1})/x_{t-1}$. Il contributo alla crescita tendenziale, per dati trimestrali, è $100 \times (y_t - y_{t-4})/x_{t-4}$.

dati destagionalizzati: tutti i dati destagionalizzati riportati in questo bollettino sono stati depurati dalla stagionalità utilizzando le procedure TRAMO e SEATS.

saldo: si intende il saldo derivante dalle inchieste qualitative ISAE calcolato come differenza tra le percentuali di risposta corrispondenti alle modalità positive e negative. A seconda delle domande, le modalità positive possono corrispondere a "alto", "aumento", "superiore al normale", "favorevole"; le corrispondenti modalità negative sono "basso", "diminuzione", "inferiore al normale", "sfavorevole". Per le giacenze di prodotti finiti il saldo corrisponde alla differenza tra la modalità "superiore al normale" e le modalità "inferiore al normale" e "nessuna scorta".