

RAPPORTO CER

Aggiornamenti

17 Dicembre 2013

Indicatore di vulnerabilità alla deflazione



INDICATORE DI VULNERABILITÀ ALLA DEFLAZIONE

Illustriamo l'andamento dell'indice di vulnerabilità alla deflazione dell'economia italiana, seguendone la dinamica nel periodo 2009.I-2013.III ed evidenziandone le diverse determinanti nel tempo.

Sulla base della metodologia proposta dal Fondo monetario internazionale, costruiamo, per l'Italia, un indice di vulnerabilità al rischio di deflazione (*deflation vulnerability index*¹).

L'indicatore è dato dalla somma dei saggi di variazione di 11 serie economiche, rappresentative di sette diversi fenomeni, capaci di generare, se al di là una certa soglia, andamenti deflazionistici. La tavola 1 riporta le variabili considerate e le soglie adottate, che sono quelle suggerite dal Fmi.

Tavola 1. COMPONENTI DELL'INDICE

Variabili	Soglie	Fonti
1) Variazione dei prezzi		
- prezzi al consumo, aggregato totale	< 0.5%	Istat
- prezzi al consumo, componenti di fondo	< 0.5%	Istat
- deflatore del Pil	< 0.5%	Istat
2) Variazione outputgap		
- negli ultimi quattro trimestri	< -2%	Cer, modello econometrico
- nel trimestre corrente	< -2%	Cer, modello econometrico
3) Variazione del Pil nell'ultimo triennio	< alla media del decennio	Istat
4) Variazione indice azionario nell'ultimo triennio	< -30%	FTSE MIB
5) Variazione cambio effettivo reale nell'ultimo anno	> 4% (apprezzamento)	Bis
6) Variazione del credito		
- credito al settore privato nell'ultimo trimestre	< var. Pil nominale	Banca d'Italia
- credito al settore, var. cumulata ultimi tre anni	< 10%	Banca d'Italia
7) Variazioni offerta di moneta ultimi tre anni	var. M3 < var. circolante	Banca d'Italia

Fonte: Kumar (2003).

¹ Kumar, Manmohan, Taimur Baig, Jörg Decressin, Chris Faulkner-MacDonagh, and Tarhan Feyzioglu, 2003, Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options, IMF Occasional Paper 221 (Washington: International Monetary Fund).

A ogni variabile viene assegnato il valore 1 se viene superato il dato di soglia; il valore è posto uguale a zero se la soglia non è superata. L'indicatore è dato dalla somma dei valori assegnati alle singoli variabili, diviso per il numero delle osservazioni. Il valore dell'indicatore è dunque compreso fra 0 (assenza di rischio) e 1 (deflazione). Formalmente:

$$I = \sum_{i=1}^n \frac{1}{n} x_i$$

dove x_i è la singola domanda, $i = 1, \dots, 11$ con peso pari a $\frac{1}{n} = 0.09$ per tutte le x_i .

Una seconda versione dell'indicatore è costruita per tenere conto del peso del settore bancario all'interno del sistema finanziario. Un'elevata intermediazione creditizia è considerata, dal Fmi, un fattore di approfondimento del rischio deflazione. L'indicatore è, di conseguenza, aggiustato aumentando a 0.2 il coefficiente di ponderazione assegnato alle variabili creditizie e abbassando a 0.07 il coefficiente delle altre variabili.

Sempre seguendo il Fmi, definiamo il rischio di deflazione in base al valore assunto dall'indicatore, come riportato nella tavola 2.

Tavola 2. SOGLIE DI RISCHIO

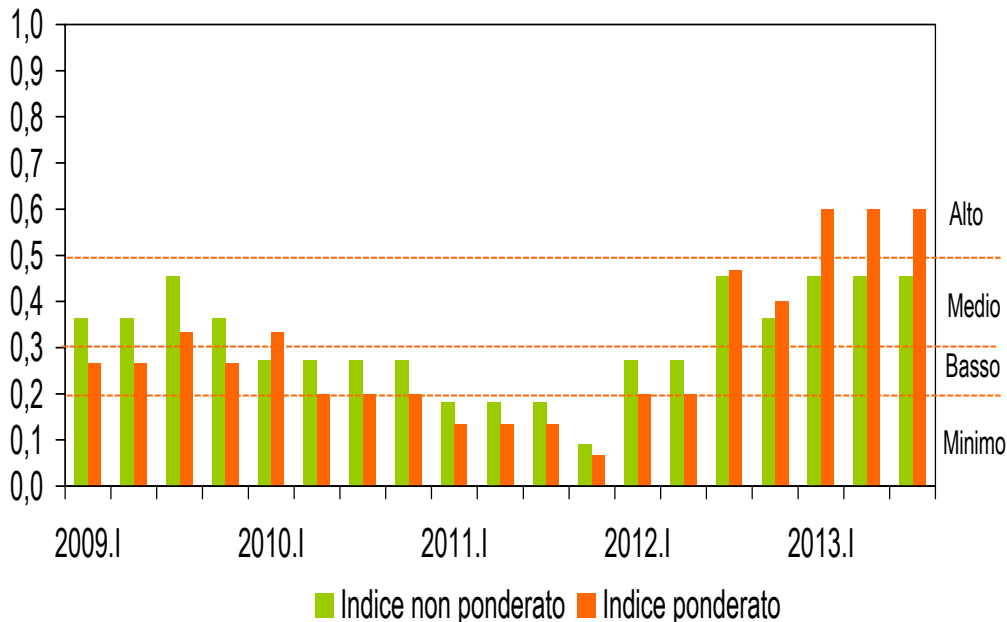
Valore indice	Rischio
< 0.2	minimo
0.2 - 0.3	basso
0.3 - 0.5	medio
> 0.5	alto

Fonte: Kumar et al. (2003).

L'indice per l'Italia, nel periodo 2009.I-2013.III è riportato nel grafico 1. Definiamo non ponderato l'indicatore che assegna uguale peso a tutte le variabili e ponderato quello dove è innalzato il peso delle variabili creditizie. Data la struttura banco-centrica dell'economia italiana,

l'indicatore ponderato è quello che presumibilmente meglio misura il rischio deflazione del nostro paese.

Grafico 1. INDICE DI RISCHIO DEFLAZIONE DELL'ECONOMIA ITALIANA

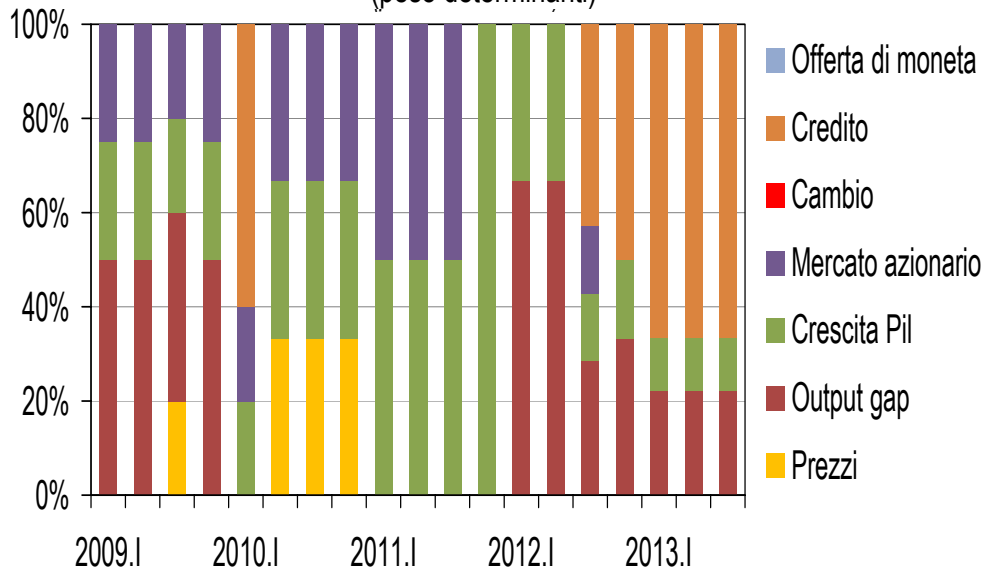


I due indicatori (non ponderato e ponderato) seguono una dinamica simile, ma piuttosto diversi sono i livelli. L'indicatore non ponderato segnala un "rischio medio" di deflazione a partire dalla seconda metà del 2012, in linea con quanto osservato nel corso del 2009. L'indice ponderato segnala invece come "alto" l'attuale rischio di deflazione, che si colloca sui livelli di massimo del periodo considerato.

Di particolare interesse è analizzare il contributo fornito dalle singole variabili all'andamento dell'indice. Questi contributi non sono infatti stabili nel tempo e la loro evoluzione ben descrive i diversi fenomeni che possono determinare andamenti deflazionistici.

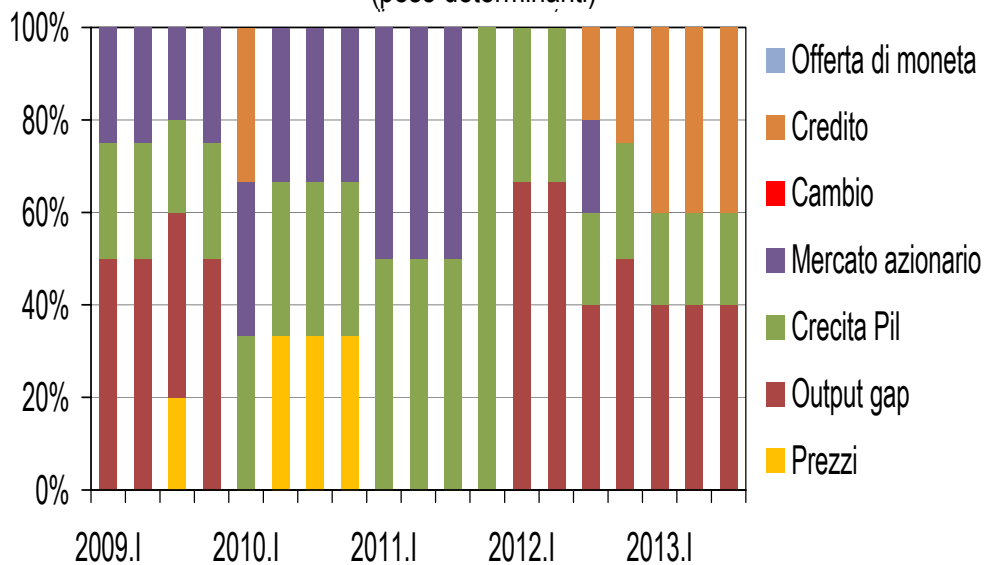
Nel grafico 2 sono illustrati i contributi all'indice non ponderato. Come si osserva, il "rischio medio" di deflazione è determinato oggi dalla compresenza di dinamiche negative del credito, di un elevato *output gap* e di una bassa crescita del Pil. Nel 2009, allo stesso livello di rischio, contribuivano, invece, l'andamento negativo del mercato azionario e la caduta dei prezzi (mentre simili erano i contributi del Pil e dell'*output gap*).

Grafico 2. INDICE NON PONDERATO
(peso determinanti)



Come si osserva dal grafico 3, l'indice ponderato segnala un "alto rischio" deflazione prevalentemente a causa degli andamenti del credito. La riduzione degli impieghi sarebbe dunque, oggi, il fattore che più di altri indebolisce l'economia italiana.

Grafico 3. INDICE PONDERATO
(peso determinanti)



É infine importante sottolineare che in nessuna delle due versioni dell'indicatore la dinamica dei prezzi riveste, in questo momento, alcun ruolo nel determinare le spinte deflazionistiche.

Bibliografia

Decressin, Jörg, and Douglas Laxton, 2009, "Gauging Risks for Deflation," IMF Staff Position Note No. 90/01 (Washington: International Monetary Fund).

Kumar, Manmohan, Taimur Baig, Jörg Decressin, Chris Faulkner-MacDonagh, and Tarhan Feyzioglu, 2003, Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options, IMF Occasional Paper 221 (Washington: International Monetary Fund).