



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA (TrEC)

PROVA FINALE

**"ASPETTATIVE: L'INFLUENZA DEL FUTURO SULLE DECISIONI CORRENTI
DI CONSUMO ED INVESTIMENTO"**

RELATORE:

CH.MO PROF. FORNI LORENZO

LAUREANDO: CARRARO ALBERTO

MATRICOLA N. 1113010

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

SOMMARIO

INTRODUZIONE.....	4
CAPITOLO 1 : EXCURSUS STORICO E TEORIE PRINCIPALI	6
1.1 TEORIE DELLE ASPETTATIVE	6
1.2 TEORIA DEL CONSUMO	8
1.3 RICCHEZZA UMANA	9
1.4 RICCHEZZA NON UMANA	10
1.5 INVESTIMENTO	11
CAPITOLO 2 : INDICI CLIMA DI FIDUCIA E METODI DI CALCOLO	12
2.1 ITALIA	12
2.2 FRANCIA.....	15
2.3 GERMANIA	18
2.4 SPAGNA	20
CAPITOLO 3: DATI EMPIRICI	23
3.1 PREMESSA	23
3.2 ITALIA	23
3.2.1 Consumi.....	23
3.2.2 Investimenti	25
3.3 FRANCIA.....	27
3.3.1 Consumi.....	27
3.3.2 Investimenti	30
3.4 GERMANIA	32
3.4.1 Consumi.....	32
3.4.2 Investimenti	34
3.5 SPAGNA	35
3.5.1 Consumi.....	36
3.5.2 Investimenti	39
CONCLUSIONE.....	41
BIBLIOGRAFIA	42
SITOGRAFIA	43

INTRODUZIONE

“Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as the result of animal spirits – a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities.

John Maynard Keynes, (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*.
Stellar Classics 2016. (p.161-162)

Alla base di questo approfondimento vi è lo studio del ruolo delle aspettative all'interno dell'economia, della loro correlazione con gli indicatori macroeconomici e finanziari e la loro utilità per fini previsivi. In particolare, si pone l'attenzione di tale analisi all'interno dei principali paesi europei: Germania, Francia, Spagna e Italia inclusa.

Le motivazioni che mi hanno spinto ad approfondire tale argomento vanno ricercate nell'interesse, suscitato durante il mio ciclo di studi, verso le influenze che le previsioni su possibili andamenti futuri delle variabili reali e finanziarie possano esercitare nei confronti degli individui, con riferimento alle loro convinzioni ed abitudini comportamentali che sono alla base delle loro decisioni.

L'ambiente economico che ci circonda è intrinseco di un alto grado di incertezza e rischio nel quale le famiglie ed imprese che lo compongono modificano le loro aspettative e i procedimenti necessari per comporle, alterando così in maniera significativa le risposte dell'economia a particolare avvenimenti.

L'obiettivo di questo elaborato è quello di fornire un'analisi dei dati empirici raccolti sulle diverse aspettative nei paesi precedentemente elencati, mettendone in evidenza i loro legami con le maggiori teorie esistenti e la loro correlazione con le scelte di consumo ed investimento dei principali agenti economici.

È stata condotta una ricerca sui valori dei principali indici di aspettative di variabili macroeconomiche e qualitative (come la fiducia dei consumatori e delle imprese) per ciascun paese, sintetizzati tramite grafici che ne mostrano l'andamento nel corso del tempo. L'analisi dei dati è stata svolta evidenziando le implicazioni più rilevanti in ambito reale e finanziario.

La tesi è articolata in tre capitoli: nel primo capitolo verrà fornita una breve introduzione teorica del fenomeno (partendo da un excursus storico) e una spiegazione dell'importanza che tale argomento ha nelle scelte economiche degli individui.

Nel secondo capitolo verranno analizzati gli indici di fiducia dei consumatori e delle imprese per ciascun paese preso in esame, evidenziandone caratteristiche e modalità di calcolo.

Il terzo capitolo, invece, ripercorrerà le influenze che le aspettative hanno nei confronti dei principali indici macroeconomici mostrandone la correlazione per ciascun paese.

Grazie a questo lavoro di ricerca è stato possibile analizzare alcuni importanti fattori legati alle scelte degli individui, non determinati da considerazione prettamente analitiche che verranno espresse dettagliatamente nelle conclusioni finali di questa tesi.

CAPITOLO 1

EXCURSUS STORICO E TEORIE PRINCIPALI

1.1 Teorie delle aspettative

L'aspettativa in economia viene definita come "il valore che si prevede assumerà una variabile in un momento (o periodo) successivo a quello in cui la previsione viene compiuta".¹

Per gli odierni macroeconomisti il ruolo delle aspettative degli individui nell'economia ricopre un peso sempre più preponderante, dal quale non ci si può sottrarre nel compiere l'analisi degli eventi economici che si manifestano e la previsione di quelli futuri.

Il primo studioso ad intuire la loro importanza fu John Maynard Keynes, il quale cercò di analizzare le cause della più grave crisi del capitalismo fino a quel periodo (ovvero la caduta della Borsa di Wall Street del 1929 e la conseguente Grande Depressione) provando a proporre così un nuovo approccio alle questioni economiche.

Il fenomeno delle aspettative venne affrontato da Keynes² in riferimento agli imprenditori e al ruolo che esse hanno sulla produzione ed occupazione.

In particolare egli definisce due tipi di aspettative:

- Le aspettative di breve termine, riferite ai piani di produzione dell'imprenditore e influenzate anche dai ricavi effettivi conseguiti.
- Le aspettative di lungo termine, considerate invece "come ipotesi ad Hoc, al di fuori dello schema analitico di determinazione della domanda effettiva"³

Per Keynes il ruolo fondamentale veniva ricoperto da quelle di lungo periodo, considerate come le variabili fondamentali che determinano le scelte, anche irrazionali, degli operatori di borsa.

¹ Andrea Boitani, 2012. *Dizionario di Economia e Finanza*. Disponibile su: http://www.treccani.it/enciclopedia/aspettativa_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/ [Data di Accesso: 19/4/2018]

² John Maynard Keynes, 1936. *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*. Edizione 2017. Torino: UTET. Capitolo quinto.

³ Ignazio Visco. Intervento al Convegno Internazionale su "Gli economisti postkeynesiani di Cambridge e l'Italia", Accademia Nazionale dei Lincei, Roma, 11-12 marzo 2009. Banca d'Italia, 2009 (p.3). *Sul ruolo delle aspettative nell'economia di Keynes e in quella di oggi*. Disponibile su https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2009/Visco_110309.pdf [Data di Accesso: 19/4/18]

Questa precisazione di Keynes scaturì dalla necessità di spiegare le variazioni del livello di investimento non riconducibili a variazioni nella variabile corrente.

In altre parole i cambiamenti nelle aspettative erano considerati rilevanti ma non venivano spiegati.

Dopo questa intuizione, il ruolo delle aspettative assunse un peso sempre maggiore all'interno del dibattito economico, tanto da indurre gli economisti successivi a Keynes a spiegare, anche in maniera analitica, quali fossero i processi decisionali alla base delle scelte degli individui.

Il primo ad avanzare un'ipotesi sul metodo di determinazioni delle aspettative fu Lloyd Metzler⁴, il quale con la sua teoria delle aspettative estrapolative affermava che gli individui attribuiscono un valore ad una variabile basandosi sul valore che essa aveva assunto al tempo $t-1$, il valore di un parametro di apprendimento e il valore della variabile tra il tempo $t-2$ e $t-1$.

$$X_t = X(t-1) + \lambda(X(t-1) - X(t-2)) \quad 5$$

Successivamente l'apporto all'argomento di Marc Nerlove⁶ portò alla formulazione delle teorie delle aspettative adattive, per cui se una particolare previsione passata di una variabile in un certo tempo si rivelava troppo bassa o troppo alta, gli individui "adattavano" di conseguenza le loro aspettative per il futuro.

Perciò l'aspettativa era determinata dalla differenza tra il valore atteso e tra il valore effettivamente raggiunto dalla variabile presa in esame.

$$x_t^e = x_{t-1}^e + \lambda(x_{t-1}^e - x_{t-1}) \quad 7$$

Un'altra ipotesi molto diffusa era quella delle aspettative statiche, per cui gli individui attendevano che il futuro fosse uguale al presente.

Successivamente ci si accorse però che queste teorie soffrivano di importanti imprecisioni⁸, tra cui:

⁴ Metzler, L, (1941).

⁵ R. De Santis, 2010. *Rivista Bancaria* (p.2). Roma: Minerva Bancaria.

⁶ M. Nerlove (1958)

⁷ R. De Santis, 2010. *Rivista Bancaria* (p.2). Roma: Minerva Bancaria.

⁸ R. De Santis, 2010. *Rivista bancaria* (p.2). Roma: Minerva Bancaria.

- venivano usate ipotesi arbitrarie
- non utilizzano in maniera corretta le informazioni disponibili
- sono soggette alla possibilità di eseguire errori sistematici nella formulazione delle previsioni sul futuro.

È dall'individuazione di questi "punti deboli" che John Fraser Muth⁹ formulò la teoria delle aspettative razionali, destinata a cambiare in maniera significativa il metodo di analisi della politica economica.

Per aspettative razionali si intende infatti, che gli agenti economici interpretino correttamente tutte le informazioni a loro disposizione, osservando il futuro e traendo le conclusioni più idonee.

Nel caso degli investitori, per esempio, "le aspettative sul futuro possono essere determinate a partire dai prezzi di mercato o dagli scambi di altri investitori".¹⁰

1.2 Teoria del Consumo¹¹

Per quanto riguarda le scelte di consumo da parte degli individui invece, l'apporto più significativo fu fornito dai premi Nobel Franco Modigliani¹² e Milton Friedman¹³.

Entrambi capirono che le scelte di consumo degli individui non dipendevano solamente dalla variabile temporale corrente, ma bensì anche delle aspettative che gli individui avevano del futuro.

Il livello di consumo degli individui da loro delineati può essere ricondotto, a due tipi di grandezze:

- la ricchezza umana, intesa come il valore attuale atteso, al netto delle imposte, del loro reddito da lavoro
- la ricchezza non umana, intesa invece come la somma tra ricchezza finanziaria ed immobiliare (con quest'ultima consideriamo tutti i beni di consumo durevoli nel tempo)

⁹ J.F.Muth (1961)

¹⁰ J.Becker, P. De Marzo 2014. *Finanza Aziendale I* (p.469). Terza ed. Milano-Torino: Pearson Italia.

¹¹ Si veda Olivier Blanchard, 2017. Settima ed. *Macroeconomia. Una prospettiva europea* (p. 390-397). Milano: Mulino Spa.

¹² F. Modigliani (1958)

¹³ M. Friedman (1957)

La somma tra ricchezza umana e non umana ci permette di ottenere la ricchezza totale del consumatore.

La formula che esprime le sue scelte di consumo può essere espressa come quanto segue:

$$C = C(\text{RICCHEZZA TOTALE}_t, Y_t - T_t)$$

Da qui si può dedurre come il consumo dipenda sia dalla ricchezza totale che dalla ricchezza corrente al netto delle imposte correnti(T)

1.3 Ricchezza umana

Il consumatore preso in esame in ogni periodo consuma una frazione del proprio reddito netto, considerata realisticamente non costante del tempo.

Intuitivamente se il consumo in un determinato momento eccede il reddito disponibile al netto delle imposte, l'individuo dovrà chiedere a prestito una somma pari alla differenza delle due variabili precedenti prendendo in considerazione anche il tasso d'interesse reale r .

Se il consumo invece, risulta essere minore del reddito netto disponibile, egli detterà una quota di risparmio pari alla differenza tra consumo e reddito netto.

Da qui si può dedurre come le aspettative per il futuro riguardanti tassi d'interesse reali e reddito da lavoro al netto delle imposte future, influenzino in maniera diretta, tramite la ricchezza umana, le scelte di consumo.

Tendenzialmente comunque, le aspettative sulla ricchezza umana nel futuro ricoprono un ruolo marginale per gli individui a basso reddito e con poche possibilità di ricevere credito, infatti essi saranno più concentrati sul reddito corrente poiché consapevoli di non potersi indebitare. D'altra parte invece gli individui ad alto reddito si baseranno di più sulle previsioni future, adeguando di conseguenza il loro livello di consumo.

Un altro aspetto molto importante è quello per cui gli individui che si aspettano che la riduzione del loro reddito corrente si prolunghi considerevolmente nel tempo, la riduzione di consumo corrente sarà al massimo dello stesso ammontare.

Nel caso in cui invece, gli individui si aspettano che la riduzione del reddito sia solamente temporanea, essi abbasseranno in misura minore il consumo corrente.

In sintesi si può dunque dichiarare che un aumento del reddito netto corrente e/o futuro atteso implica un aumento della ricchezza umana e un aumento del livello dei consumi.

Un aumento dei tassi d'interesse correnti e/o futuri attesi, comporta invece, una diminuzione della ricchezza umana e un minor livello di consumo.

1.4 Ricchezza non umana

Per quanto riguarda invece le aspettative sulle variabili economiche come dividendi reali futuri attesi, tassi di interesse reali e nominali futuri attesi, tipiche della ricchezza finanziaria; la loro influenza nei confronti del consumo risulta essere di tipo indiretto.

Questo si deduce in maniera chiara tramite la formulazione del prezzo di un'azione (nominale o reale), il quale si esprime come il valore scontato atteso dei dividendi (nominali o reali) scontati utilizzando i tassi d'interesse (nominali o reali) correnti e futuri attesi.

Dopo un'attenta analisi ci si accorge che vi è un rapporto di proporzionalità diretta tra il valore dei dividendi futuri attesi e il prezzo corrente dell'azione, di proporzionalità inversa invece, quella tra quest'ultimo e il valore dei diversi tassi nominali o reali, correnti e/o futuri attesi.

Ciò si intuisce nel momento in cui si detiene un'azione che promette dividendi che si prevede aumentino nel corso del tempo.

La conseguenza immediata di tale assunzione sarà una levitazione del prezzo delle azioni dovuta all'aumentare della domanda di acquisto di tale obbligazione.

Per quanto riguarda invece i tassi reali/nominali, un loro aumento implicherà un maggiore indebitamento, da parte dell'agente economico, per l'acquisto del titolo; determinando così una diminuzione del prezzo di quest'ultima.

Consegue quindi che un aumento dei dividendi futuri attesi e/o una riduzione dei tassi (nominali o reali) correnti e futuri attesi implica un aumento del prezzo delle azioni; che a sua volta implica un aumento della ricchezza non umana e quindi un maggior livello di consumo.

1.5 Investimento¹⁴

Anche la decisione da parte dell'imprenditore di acquistare un macchinario o no è influenzata dalle aspettative sul futuro.

Intuitivamente un individuo prenderà in considerazione di comprare un fattore produttivo nel momento in cui il valore atteso dei profitti generati da esso, calcolato in relazione al relativo tasso di deprezzamento¹⁵, sia maggiore dei corrispettivi costi.

La formula che ne esprime l'evoluzione nel tempo è la seguente:

$$V(\Pi e t) = \frac{1}{1+r} \Pi e(t+1) + \frac{1}{(1+r)(1+r \text{ atteso } (t+1))} (1-\delta) \Pi e(t+2) \dots^{16}$$

Da qui si evince che il valore corrente dei profitti attesi generati dal macchinario, in relazione al tasso di deprezzamento δ , sia uguale al valore scontato dei profitti attesi nel corso dei diversi anni in cui il fattore produttivo partecipa al processo produttivo.

Perciò si può concludere che la positività dell'investimento sia direttamente proporzionale ai profitti correnti o attesi ed inversamente proporzionale al tasso d'interesse reale corrente o atteso.

¹⁴ Si veda Olivier Blanchard, 2017. Settima ed. *Macroeconomia. Una prospettiva europea* (p. 397-406).

¹⁵ Tasso che esprime l'utilità ceduta dal macchinario nel corso del tempo

¹⁶ O. Blanchard. Settima ed. *Macroeconomia. Una prospettiva europea* (p.397). Milano: Mulino Spa.

CAPITOLO 2

INDICI CLIMA DI FIDUCIA E METODI DI CALCOLO

2.1 Italia

In Italia l'ente nazionale di statistica (ISTAT) elabora mensilmente un indice che esprime il clima di fiducia dei consumatori e delle imprese del territorio, cercando di evidenziare quali siano le diverse aspettative degli agenti economici presi in esame.

In particolare l'obiettivo di queste indagini è quello di raccogliere l'opinione dei diversi agenti economici cercando di analizzare di sintetizzare mutamenti dei comportamenti degli individui e delle scelte, correnti e future, degli operatori economici rispetto al segmento di mercato in cui operano.

Per quanto riguarda il clima di fiducia dei consumatori¹⁷, esso si basa su una misurazione statistica ottenuta tramite dei sondaggi, utilizzando come popolazione di riferimento solo individui con almeno diciotto anni d'età, contenenti nove domande che cercano di sintetizzare l'ottimismo o il pessimismo dei consumatori, più precisamente esprimendo giudizi e attese sulla situazione economica del loro paese e della loro famiglia, attese sulla disoccupazione, possibili opportunità di risparmio future ed attuali, opportunità all'acquisto di beni durevoli ed infine un giudizio sul bilancio familiare.

*I risultati delle nove domande vengono successivamente aggregati tramite una media aritmetica semplice, successivamente il risultato è portato ad indice (con base 2010=100) e destagionalizzato con il metodo diretto.*¹⁸

In particolare per destagionalizzati s'intende dati che sono stati raffinati tramite specifiche tecniche statistiche che ne hanno permesso la divisione con variabili riconducibili alla componente stagionale (fattori meteorologici, legislativi, consuetudini ecc ...) ed

¹⁷ Istat, 24 aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese*, p 8-14. Disponibile su: https://www.istat.it/it/files//2018/04/CS_fiducia_consumatori_imprese_aprile_2018.pdf
[Data di Accesso: 11/5/2018]

¹⁸ Istat, 24 aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese*, p 8. Disponibile su: https://www.istat.it/it/files//2018/04/CS_fiducia_consumatori_imprese_aprile_2018.pdf
[Data di Accesso: 11/5/2018]

eventualmente dagli effetti del calendario se vengono ritenuti significativi nella loro determinazione.

Questo tipo di approccio viene ritenuto il più oggettivo per cogliere l'andamento nel corso del tempo di tale indicatore.

Nella determinazione del clima di fiducia vengono definite alcuni termini¹⁹ riferiti a diverse componenti del clima totale come il *clima economico*, inteso come l'aggregazione dei del giudizio degli intervistati sulla situazione del paese in generale (come crescita ed occupazione), il *clima personale* riguardante la media della valutazione sulla condizione della famiglia di cui si appartiene (anche in termini finanziari), il *clima corrente* che si ottiene come media aritmetica dei giudizi riguardanti il periodo attuale, ed infine il *clima futuro* ottenuto come la media delle relative aspettative.

Le domande che vengono poste all'interno del questionario nei confronti degli intervistati sono per lo più di tipo qualitativo, prevedendo da tre a cinque possibilità di risposta (del tipo "Molto alto", "Alto", "Stazionario", "Basso", "Molto basso") con l'aggiuntiva opzione "non so" o "non risponde".

Le opinioni che vengono richieste devono fare riferimento a giudizi riguardanti i precedenti dodici mesi (nel momento in cui ci si riferisce alla situazione attuale), oppure nel caso delle attese sull'andamento del futuro dei successivi dodici mesi.

In particolare ogni tre mesi a partire da gennaio di ogni anno, vengono poste anche domande riguardanti l'intenzione d'acquisto di un'autovettura e di un'abitazione (per quest'ultima vengono poste anche domande sulle eventuali spese di manutenzione straordinaria).

In conclusione per la fiducia dei consumatori è importante l'analisi del saldo ponderato che si ottiene con la seguente formula (con riferimento a questionari avente cinque domande):

$$SALDO = FR(“+”) * W1 + FR(“”) * W2 + FR(“=”) * W3 - FR(“-”) * W4 - FR(“--”) * W5^{20}$$

¹⁹ Istat, 24 aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese*, p 8-14. Disponibile su: https://www.istat.it/it/files//2018/04/CS_fiducia_consumatori_impres_aprile_2018.pdf
[Data di Accesso: 11/5/2018]

²⁰ Istat, 24 aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese*, p 13. Disponibile su: https://www.istat.it/it/files//2018/04/CS_fiducia_consumatori_impres_aprile_2018.pdf
[Data di Accesso: 11/5/2018]

dove FR () rappresenta la frequenza percentuale della modalità, con “++” s’intende che la percezione della componente è aumentata/aumenterà certamente in modo significativo, “+” invece l’aumento è o sarà di poco più, “=” vuol dire che la componente è o rimarrà stabile nel tempo, “-” che è diminuita/diminuirà di poco ed infine “- -” vuol dire che il calo è stato o sarà significativo.

W1 ...W5 invece sono i pesi attribuiti a ciascuna risposta (rispettivamente 2,1,0,1,2).

Nel caso di domande con quattro modalità di risposta il saldo sarà:

$$SALDO = FR(++)*2 + FR(+) - FR(-) - FR(--)*2^{21}$$

per quelli a due domande infine

$$^{22}SALDO = FR(++)*2 - FR(--)*2$$

Nell’ottica dell’indice che misura il clima di fiducia delle imprese contestualizzate per il settore di appartenenza, anch’esso è elaborato tramite la media aritmetica delle valutazioni destagionalizzate in riferimento alle domande del questionario, selezionate in modo da esprimere in maniera più idonea l’ottimismo e il pessimismo individuato dalle diverse imprese. Anche in questo caso l’anno base per il calcolo dell’indice viene individuato nel 2010.

A differenza delle indagini sui consumatori, l’orizzonte di tempo su cui viene richiesto di esprimere un giudizio risulta essere solo di tre mesi, trascorsi se analizziamo la valutazione corrente, futuri se invece stiamo sintetizzando le loro aspettative.

Analizzando nello specifico il clima di fiducia delle imprese, divise per settore, si osserva che nelle imprese manifatturiere le domande che vengono poste fanno riferimento a giudizi sul livello degli ordini, sul livello delle scorte di magazzino (con segno opposto), ed attese sul livello di produzione.

²¹ Istat, 24 aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese*, p 13. Disponibile su: https://www.istat.it/it/files//2018/04/CS_fiducia_consumatori_imprese_aprile_2018.pdf
[Data di Accesso: 11/5/2018]

²² Istat, 24 aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese*, p 13. Disponibile su: https://www.istat.it/it/files//2018/04/CS_fiducia_consumatori_imprese_aprile_2018.pdf
[Data di Accesso: 11/5/2018]

*In questo caso la popolazione di riferimento è costituita dalle imprese con almeno cinque addetti nel settore manifatturiero, tre per quello delle costruzioni e servizi; per il commercio invece vengono prese in considerazione tutte le imprese operanti nel territorio nazionale*²³.

Per le imprese operanti nel settore dei servizi il clima fa riferimento a giudizi ed attese sugli ordini e sugli affari in generale.

Per quelle operanti nel settore delle costruzioni invece le domande poste riguardano i giudizi sul livello degli ordini e/o piani costruzione con riferimento anche alle attese sull'andamento dell'occupazione.

Per le imprese rivolte al commercio al dettaglio invece, l'indicatore di fiducia include i giudizi e attese sulle vendite ed infine i giudizi sulle scorte (con il segno opposto).

Come in precedenza, anche qui le domande risultano essere principalmente di tipo qualitativo dove il numero possibile di risposte risulta essere di un numero inferiore rispetto a quelle riferite ai consumatori ("Alto", "Normale", "Basso").

Nel caso delle imprese l'invarianza e la stazionarietà non vengono utilizzate nei processi di calcolo dei diversi saldi.

Infatti quest'ultimi vengono elaborati sulle frequenze percentuali con tutti i decimali e poi arrotondati al primo decimale.

2.2 Francia

Anche in Francia viene pubblicato mensilmente un resoconto statistico riguardante la fiducia dei consumatori (*Monthly consumer confidence survey*)²⁴ che ha lo scopo di monitorare i cambiamenti d'opinione delle famiglie e di indagare le aspettative dei consumatori in merito alla spesa ed ai risparmi fornendo un utile contributo per l'impostazione di un'analisi economica a breve termine.

²³ Istat, 24 aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese*, p 10. Disponibile su: https://www.istat.it/it/files//2018/04/CS_fiducia_consumatori_impresa_aprile_2018.pdf
[Data di Accesso: 11/5/2018]

²⁴ INSEE, aprile 2018. *Monthly consumer confidence survey (Methodology)*. Disponibile su: <https://www.insee.fr/en/statistiques/3539112#documentation>
[Data di Accesso: 12/5/2018]

In particolare questa survey ha lo scopo di analizzare le opinioni che le famiglie francesi hanno nei confronti della situazione economica generale in Francia (in termini di disoccupazione ed inflazione), della propria situazione finanziaria e loro intenzioni di risparmio e spesa.

Per ognuno di questi punti, agli intervistati viene chiesto di esprimere le loro valutazioni sull'andamento delle varie componenti passate e future, all'interno di un arco temporale di dodici mesi, prima e dopo il momento in cui avviene l'intervista.

Questo tipo d'indagine statistica avviene nelle prime tre settimane di ogni mese coinvolgendo circa duemila persona intervistate per telefono le cui risposte, come nel caso dell'ISTAT, vengono destagionalizzata per rendere i risultati i più oggettivi possibili.

Il saldo di ogni domanda qualitativa viene calcolato come differenza tra le percentuali di risposte positive e negative, all'interno del quale non vengono prese in considerazione per il calcolo le risposte "non so".

L'indice di fiducia del consumatore cerca di sintetizzare, in un'unica variabile, tutte le componenti comuni sopraindicate tramite una sintesi elaborata con l'analisi fattoriale.

Per analisi fattoriale va intesa una particolare tecnica di calcolo simile a quelle utilizzate per le indagini sulle prospettive aziendali, che permette ricavare il risultato di tale indagine per mezzo della media ponderata dei saldi individuati dalle risposte.

Per quanto riguarda il clima economico percepito dalle imprese, vanno individuati due tipi di indagine statistiche: quella riferita alle imprese che producono beni (*Monthly business survey goods-producing industry*)²⁵ quelle operanti nel settore dei servizi (*Monthly services survey*)²⁶.

Per quanto riguarda la prima misurazione essa si riferisce alle imprese manifatturiere che producono beni alimentari e bevande, apparecchiature elettroniche e macchine utensili, mezzi di trasporto, prodotti petroliferi e quelle che esercitano attività di estrazione.

²⁵ INSEE, aprile 2018. *Monthly business survey (goods-producing industries)- (Methodology)*. Disponibile su: <https://www.insee.fr/en/statistiques/3538640#documentation>

Data di Accesso: [1270572018]

²⁶ INSEE, aprile 2018. *Monthly survey of services (Methodology)*. Disponibile su: <https://www.insee.fr/en/statistiques/3538723#documentation>

Data di Accesso: [1270572018]

L'indagine comprende circa quattromila imprese alle quali viene posto un questionario contenente domande qualitative a scelta tripla.

Anche in questo caso le risposte sono intese come saldo d'opinione considerate come differenza percentuale tra le risposte "aumento" o "sopra la norma" contro le risposte "diminuzione" o "inferiore alla norma".

In questo modo il responso che si ricava dall'indagine dovrebbe coerentemente rappresentare l'andamento del cambio di opinione degli intervistati senza incorrere in significative perdite d'informazioni.

I dati che vengono sintetizzati alla fine di ogni indagine vengono tendenzialmente confrontati con i valori che tali componenti dovrebbero assumere nel medio lungo periodo al fine di analizzare l'andamento del comportamento degli imprenditori.

Sostanzialmente il questionario che viene fatto recapitare ai soggetti dell'indagine è composto da domande divise per settore di argomento, più precisamente:

- due domande riguardo alla variazione del livello di produzione, una riguardante i tre mesi precedenti all'intervista ed una riferita alle aspettative di questa variabile nei prossimi tre mesi
- due domande sul livello della domanda totale ed internazionale (entrambe con riguardo al periodo corrente)
- una domanda sul loro giudizio nei confronti del livello delle scorte di magazzino correnti
- due domande sulle loro aspettative per i prossimi tre mesi sul livello di produzione e cambiamento dei prezzi dell'industrie francesi
- ed infine una domanda sulle loro aspettative tra tre mesi sul cambiamento dei prezzi dei loro prodotti (al netto delle tasse).

Per quanto riguarda invece i dati pubblicati nel *Monthly services survey*, hanno come obiettivo quello di fornire informazioni nella maniera più veloce possibile, riguardo alle tendenze decisionali degli agenti economici operanti nel settore dei servizi al fine di osservare le prospettive e previsioni di breve termine dell'attività economica del settore preso in esame, sia a livello nazionale che europeo.

Questa survey ha lo scopo di monitorare l'opinione degli imprenditori sulla loro attività corrente ed aspettative per quella futura.

Questo tipo di indagine si basa su un questionario contenente diverse domande che hanno lo scopo di fornire giudizi riguardo a variabili relative alla loro attività commerciale come l'andamento dei prezzi, una valutazione sulla domanda corrente ed una previsione su quella futura, l'utile operativo e le eventuali variazioni della forza lavoro.

Oltre a ciò gli imprenditori offrono un parere sul livello attuale e futuro dei loro cash flow, sulle loro difficoltà di reclutamento della forza lavoro, un giudizio sull'andamento generale della loro azienda e su alcuni fattori che se presentati potrebbero limitare la loro attività commerciale.

Come precedentemente la maggior parte del questionario sono di tipo qualitativo con tre risposte possibili del genere “su, giù e uguale” oppure “più alto del normale, normale e inferiore al normale”.

L'orizzonte temporale soggetto all'analisi da parte dell'INSEE risulta essere, come per le imprese manifatturiere, i tre mesi precedenti e successivi (per le aspettative) al momento in cui viene eseguita l'intervista.

Per le domande qualitative in cui le risposte possibile risultano appartenenti al set indicato precedentemente, anche i qui i risultati sono aggregati come saldi d'opinione, ovvero la differenza percentuale tra risposte positive e negative.

Successivamente tali risposte vengono aggregate tra di loro calcolandone la media ponderata, dove i pesi risultano essere il numero dei dipendenti dell'azienda nelle domande che riguardano i giudizi correnti e futuri sull'occupazione; per le altre invece, i pesi risultano essere i singoli fatturati delle aziende.

Ciò serve per fornire un equilibrio sui saldi d'opinione che tenga conto del peso economico di ciascuna impresa.

2.3 Germania

Nell'ambito della fiducia dei consumatori tedeschi va segnalato come elemento statistico di riferimento il GfK Consumer Climate²⁷, il quale è basato sull'intervista mensile di un campione

²⁷ GfK, aprile 2018. *GfK Consumer Climate Study for April 2018*, p.4-5. Disponibile su: http://www.gfk.com/fileadmin/user_upload/dyna_content/Global/documents/Press_Releases/2018/20180426_PR_Consumer_Climate_Germany_efin.pdf. [Data di Accesso: 13/5/2018]

di duemila consumatori (rappresentativo della popolazione), condotto per conto della Commissione Europea.

Questo tipo di indagine oltre a fornire indicazione sul clima di fiducia dei consumatori, cerca di offrire anche informazioni riguardo alle decisioni sulla spesa degli intervistati nelle venti aree di beni di consumo e di servizi.

Detto ciò l'indicatore sopracitato fa riferimento a tutte le componenti della spesa privata dei consumatori evidenziando però che il commercio al dettaglio rappresenta solamente il 30% della quota totale dei consumi, poiché la restante parte è rappresentata dai servizi, viaggi, affitti, servizi sanitari e tutte le spese riguardanti il wellness.

Sostanzialmente l'indicatore di fiducia si basa su un questionario composto da domande riguardanti le aspettative degli intervistati sull'economia in generale, sul loro reddito futuro atteso.

Insieme a ciò viene individuata anche la propensione all'acquisto dei consumatori, il quale risulta essere un indicatore di sentimento che esprime, rispondendo "sì" o "no", la presa in considerazione da parte degli intervistati di eseguire acquisti aventi un "maggiore" peso economico.

Questo tipo di analisi riguarda solo i beni di consumo durevoli che richiedono un significativo sforzo economico.

La sintesi di tutte queste componenti permette di ottenere il Consumer Climate che esprime il clima di fiducia complessivo in un determinato momento dei consumatori tedeschi.

Per quanto riguarda l'analisi del clima di fiducia delle imprese invece, in questo elaborato viene utilizzato come punto di riferimento l'Ifo Business Climate Index del Center for Economic Studies di Group Munich ²⁸.

Tale indice è basato su circa 9000 risposte mensili espresse da aziende operanti nel settore manifatturiero, dei servizi e delle costruzioni.

²⁸ ifo Institute Center for Economic Studies, aprile 2018. Ifo Business Climate Index. Disponibile su: <https://www.cesifo-group.de/ifoHome/facts/Survey-Results/Business-Climate/Geschaeftsklima-Archiv/2018/Geschaeftsklima-20180424.html>
[Data di Accesso: 13/5/2018]

Alle imprese viene chiesto di esprimere valutazioni sulla loro situazione aziendale attuale e quella prevista nei sei mesi successivi all'intervista.

Le risposte alle domande riguardanti la componente corrente del clima di fiducia hanno come set possibile di alternative le forme “buona”, “soddisfacente” o “povera”, per quanto riguarda invece i quesiti riguardanti le aspettative commerciali per i prossimi sei mesi le risposte possono essere del tipo “più favorevoli”, “immutate” o “più sfavorevoli”.

Anche per questo indicatore le risposte sia per la situazione corrente che futura, vengono successivamente elaborate come saldi d'opinione ottenute tramite la differenza tra risposte positive e negative senza contare quelle intermedie (soddisfacente e immutate).

Dopo aver misurato ciò, il clima di fiducia aziendale si ottiene come media dei saldi riguardante la situazione aziendale attuale e futura.

Ai fini delle operazioni di calcolo tutti i saldi sono normalizzati considerando come anno base il 2015.

2.4 Spagna

In Spagna il Centro de Investigaciones Sociológicas mensilmente elabora il proprio indice di fiducia del consumatore (ICC) ²⁹ calcolato tramite una media dei pareri degli intervistati riguardo la situazione economica personale, dell'economia spagnola e dell'andamento dell'occupazione nazionale corrente (riferita da sei mesi a questa parte) e futura (aspettative per i prossimi sei mesi).

Gli indici riferiti alla componente attuale o di lungo periodo possono assumere valori compresi tra 0 e 200, dove un giudizio superiore a 100 indica una percezione positiva di tale variabile, sotto al 100 invece negativa.

L'ICC cerca di offrire una panoramica complessiva sulle intenzioni di consumo degli intervistati cercando di interpretare e monitorare l'evoluzione di tale componente basandosi su un'indagine mensile effettuata tramite un campione di circa 1.510 individui, rappresentativi della società, con età superiore ai sedici anni.

²⁹Centro de Investigaciones Sociológicas. *Nota De Investigacion*. Disponibile su: http://www.cis.es/cis/export/sites/default/-Archivos/NotasdeInvestigacion/NI006_ICC_Informe.pdf
[Data di Accesso: 14/5/2018]

Sostanzialmente l'ICC è composto da due indicatori parziali:

- l'indicatore della situazione attuale che fa riferimento alla valutazione che gli intervistati elaborano nei confronti della loro situazione personale e dell'economia in generale (riferita al periodo corrente), rispetto a quella da loro individuata nei sei mesi precedenti all'intervista.

Le domande che vengono poste sono di tipo qualitative e riguardano il giudizio su un'eventuale miglioramento o peggioramento della loro percezione su questa componente.

- l'indicatore delle aspettative, che riprende gli argomenti delle domande poste in precedenza ma trasladole verso l'orizzonte futuro dei prossimi sei mesi.

Per attribuire un valore alle risposte del questionario, per ogni indicatore viene determinato il saldo d'opinione riferito a ciascuna domanda che lo compone (senza contare le risposte intermedie come "uguale", "non so" o "non risponde").

Successivamente viene aggiunto 100 al risultato ottenuto per ogni domanda e per ogni indicatore si esegue la media aritmetica dei saldi ottenuti.

In conclusione per individuare l'ICC complessivo si esegue la media aritmetica dei due valori complessivi degli indicatori (quello del periodo corrente e delle aspettative).

In riferimento al clima di fiducia percepito dalle imprese spagnole, l'Harmonised Business Confidence Index (HBCI)³⁰ pubblicato con cadenza trimestrale e misurato dall'INE, l'ente statistico nazionale spagnolo, raccoglie le opinioni degli imprenditori spagnoli sulla loro situazione aziendale corrente (con riferimento alla loro situazione nei tre mesi precedenti) e sulle loro aspettative per i prossimi tre mesi.

La metodologia di calcolo è basata sul modello giapponese TANKAN, secondo il quale i risultati non vengono ponderati a seconda della grandezza dell'impresa ma valutati tutti alla stessa maniera.

³⁰INE, aprile 2018. *Business Confidence Indicators (BCI)*, p.6. Disponibile su: http://www.ine.es/en/daco/daco42/ice/ice0218_en.pdf
[Data di Accesso: 14/5/2018]

Anche in questo caso l'indicatore può essere scomposto in due componenti (aspettative e situazione corrente) che ne descrivono l'andamento complessivo.

Il primo include tutti i saldi d'opinione delle singole domande del questionario che riguardano le prospettive degli intervistati nei prossimi tre mesi, oscillando tra un valore compreso tra 100 (ovvero tutti gli intervistati sono ottimisti riguardo al futuro) e -100 (tutti gli imprenditori sono pessimisti).

Intuitivamente le aspettative per il futuro possono ritenersi positive se la percentuale degli ottimisti supera quella dei pessimisti.

Lo stesso ragionamento di calcolo viene ricondotto anche per la misurazione dell'indicatore della variabile corrente, utilizzando questa volta però le domande riferite al confronto tra la situazione attuale e quella percepita nei tre mesi antecedenti all'intervista.

Il clima di fiducia complessivo è costruito tenendo conto di entrambe le componenti e l'anno base utilizzato per la sua misurazione risulta essere il primo trimestre del 2013 che di conseguenza assumerà un valore uguale a 100.

CAPITOLO 3

DATI EMPIRICI

3.1 Premessa

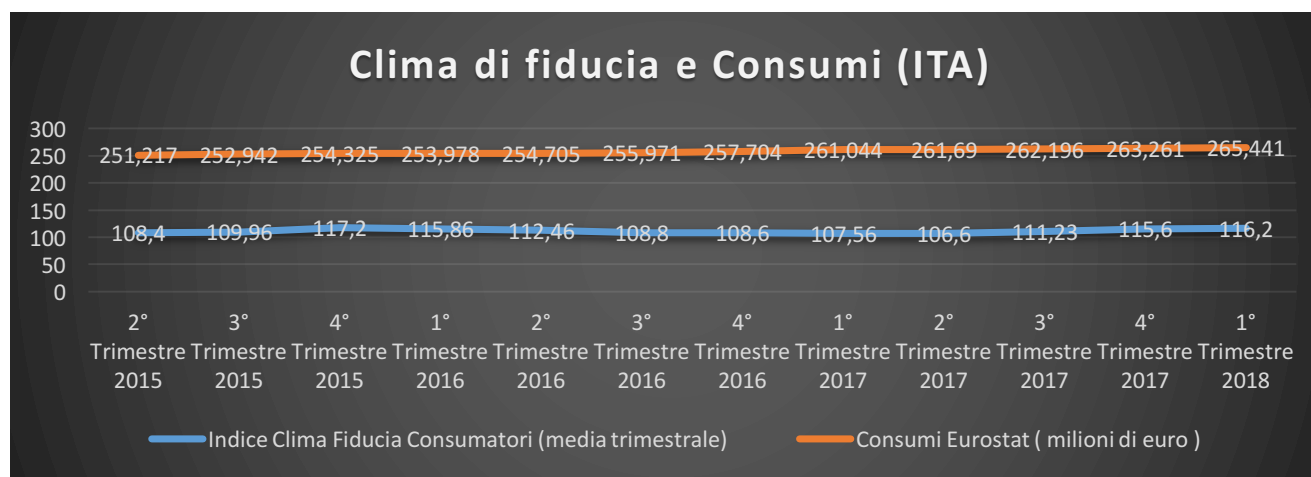
I dati di ciascun paese in termini di consumo delle famiglie e d'investimento delle imprese vengono reperiti dall'elaborazioni statistiche svolte dall'Eurostat nella voce “*National accounts (including GDP)*”³¹ per conto della Commissione Europea.

In particolare i valori destagionalizzati a cadenza trimestrale riguardanti la spesa per i consumi si riferiscono alle spese finali sostenute per l'acquisto di beni e servizi da parte delle famiglie per il soddisfacimento dei bisogni individuali o le esigenze collettive dei membri della famiglia.

Per quanto concerne invece gli investimenti fissi eseguiti delle imprese, i dati, anche in questo caso trimestrali, ritengono conto dell'acquisizione meno le cessioni di beni immobiliari e mobiliari utili alla loro attività produttiva.

3.2 Italia

3.2.1 Consumi



Partendo dal secondo quarto del 2015, possiamo analizzare come fino all'inizio del 2016 i consumi delle famiglie siano aumenti costantemente, passando da un valore di 251,217.7 milioni di euro di spesa a 254,325.1 milioni alla fine dell'ultimo quarto.

³¹ EUROSTAT, 2018. *National accounts (including GDP) (Main tables)*. Disponibile su: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/main-tables>
[Data di Accesso: 19/6/2018]

Questo trend risulta essere in linea con i valori dell'indicatore di fiducia dei consumatori estraibili nella pubblicazione dell'Istat³², dove tale indicatore cresce in tutto il periodo preso in esame, passando da un valore medio di circa 108,4 fino a raggiungere a fine anno un valore di quasi 117,2.

I motivi di questo fenomeno vanno ricercati nel fatto che i giudizi correnti sulla situazione economica personale e del proprio paese crescono in maniera continua durante l'anno, sovrastando così l'andamento altalenante delle attese sulla situazione economica familiare e la caduta delle previsioni dell'economia italiana soprattutto nel terzo quarto dell'anno (raggiunge un valore di 0) che si ripercuote nei consumi delle famiglie che incrementano marginalmente la loro spesa rispetto all'ultimo quarto dell'anno (da 251,217.7 milioni a 252,942.6 milioni).

Nel primo trimestre del 2016 invece vediamo una sostanziale caduta della spesa per consumo delle famiglie (253,978.8) anche in questo caso in linea con l'indicatore di fiducia che registra un calo (115,86) rispetto alla fine del 2015 dovuto alla caduta di tutti parametri correnti e futuri sulla situazione personale e del paese, fatta eccezione per il leggero aumento del giudizio corrente personale che comunque non riesce ad arginare il fenomeno.

Analizzando tutta la restante parte del 2016 però, osserviamo che l'andamento dei consumi (aumentano progressivamente da circa 254,705 milioni nel secondo trimestre fino a raggiungere 257,704.9 alla fine dell'anno) non segue quello dell'indicatore che invece si riduce per tutto il corso dell'anno, fino a raggiungere un valore medio di 108,6 verso la fine del 2016.

La spiegazione può essere ricondotta al fatto che l'indicatore subisca l'effetto negativo delle valutazioni sulle attese personali e generali fra dodici mesi le quali si riducono drasticamente durante tutto l'anno.

Questo generale pessimismo dei consumatori è però controbilanciato da un giudizio corrente stabilmente positivo nel corso del tempo, soprattutto con riferimento alla loro situazione nei dodici mesi antecedenti all'intervista, che perciò ha permesso di ottenere un bilancio familiare sempre non negativo durante l'anno.

³² Istat, aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese (Serie storiche.xls)*. Disponibile su: <https://www.istat.it/it/archivio/213179>
[Data di Accesso: 19/6/2018]

Quindi le famiglie italiane possono aver individuato maggiori opportunità di consumo e di acquisto di beni durevoli rispetto a quanto accaduto negli anni scorsi.

Il 2017 segue il buon andamento del 2016 in termini di consumi, evidenziano un aumento progressivo della spesa dei consumi (da 261,044.7 a 263,261.3 milioni) con un leggera flessione di incremento percentuale tra il primo e terzo trimestre rispetto agli altri due.

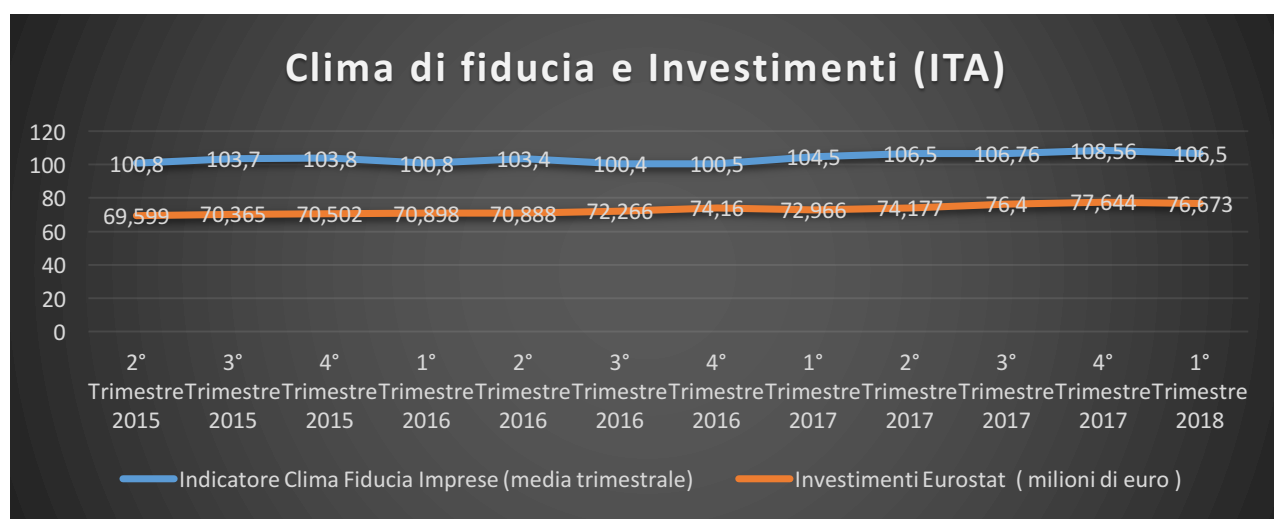
In questo caso l'indicatore accompagna il trend dei consumi poiché si registra una riduzione nei primi due trimestri (da 107,56 a 106,6 punti percentuali) per poi aumentare costantemente fino a raggiungere 116,2 ed eguagliando quasi i valori di fine 2015.

Da qui si evince che la ridotta percentuale di crescita dei consumi è determinata dalla riduzione delle attese sul futuro, in particolare sulla situazione economica italiana (soprattutto in termini occupazionali) e anche, seppur in minor parte; dalle previsioni economiche future personali.

Per questo motivo un clima economico futuro incerto ed una valutazione corrente stabile hanno pesato sulle decisioni di consumo facendone diminuire l'aumento percentuale ma attestandosi comunque a livelli superiori agli anni precedenti.

La seconda parte del 2017 invece registra un aumento costante della spesa dei consumi sorretta da una valutazione sul futuro dell'economia del paese estremamente positiva e al suo massimo dal 2013 (arriverà a 0) che ha permesso di creare un clima di ottimismo che ha avuto ripercussioni sulle decisioni correnti degli individui.

3.2.2 Investimenti



Per quanto concerne la quota di investimenti delle aziende italiane, il fenomeno non è lineare come nel caso dei consumi.

Partendo dal secondo quarto del 2015 notiamo come tale variabile parta da un valore di 69,599.4 milioni di euro per poi crescere anche nei restanti trimestri (rispettivamente 70,365.6 e 70,502.5 milioni di euro).

Confrontando questi dati con i valori dell'indice che esprime il clima di fiducia percepito dalle imprese italiane³³ divise per settore si può notare come l'indice complessivo nel secondo quarto aumenti in maniera consistente passando da un valore di 100 fino a raggiungere 102,6 nel mese di giugno.

Analizzando i diversi dati notiamo come l'aumento della spesa per investimenti in questo trimestre sia dovuto principalmente, comunemente a tutte le imprese, ad un incremento delle attese sugli ordini, sulla situazione economica del paese e percentuale di occupazione in Italia, che come naturale conseguenza ha portato i titolari d'impresa ad aggiustare al rialzo le loro aspettative sui profitti futuri determinando così anche l'aumento della quota d'investimento in beni capitali ed attrezzature.

Nell'ultimo trimestre dell'anno (2015), la diminuzione dell'aumento percentuale degli investimenti è dovuto alla riduzione del clima di fiducia delle imprese attive nel settore delle costruzioni (da 123.3 a 114.8 a dicembre 2015) e del commercio al dettaglio (da 115.6 a ottobre fino a 107,5 a dicembre 2015) dovuta per entrambe ad una drastica riduzione dei volumi di produzione e vendita attesa dei loro beni e servizi.

Il 2016 invece vede una leggerissima riduzione tra la quota d'investimento del primo trimestre dell'anno con il secondo (da 70,898.5 a 70,888.7 milioni di euro) per poi crescere costantemente fino alla fine dell'anno (74,160.1 milioni di euro).

³³ Istat, aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese (Serie storiche.xls)*. Disponibile su: <https://www.istat.it/it/archivio/213179>
[Data di Accesso: 19/6/2018]

Questo fenomeno empirico non rispecchia i valori complessivi dell'indice di fiducia individuati nel 2016 poiché il suo valore medio alla fine del primo trimestre è di 100,8 contro un valore di 103.4 nel secondo trimestre, per poi scendere durante tutta la seconda metà dell'anno.

I motivi che vanno ricondotti come spiegazione a questa situazione riguardano il fatto che l'indice risulta essere composto sia della valutazione sull'attività economica corrente dell'impresa e dell'economia italiana sia dalle attese sulle componenti economiche future.

Analizzando nel dettaglio notiamo che fatta eccezione per i primi due trimestri dell'anno, le attese su vendite e volumi di ordine risultano in continua crescita manifestandosi nella realtà con un aumento della quota d'investimento nella seconda parte del 2016 ma controbilanciati con giudizi negative sulla componente corrente che riducono quindi il valore dell'indice.

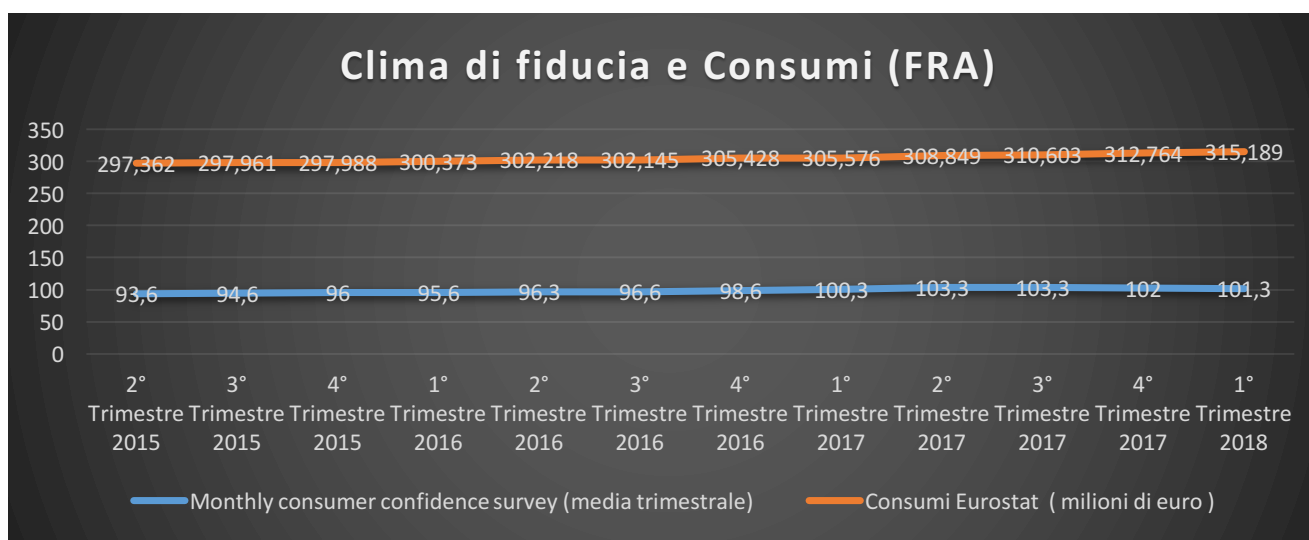
Infatti nonostante l'indice mediamente tra i primi due trimestri dell'anno cresca in valore, le aspettative sul futuro si riducono mese per mese portando empiricamente ad una riduzione degli investimenti.

Il 2017 invece segna un periodo di espansione in termini d'investimenti poiché in tutti i trimestri dell'anno la quota ad esso dedicata aumenta considerevolmente fino a raggiungere nell'ultimo quarto dell'anno il più alto valore di 77,664.8 milioni di euro.

In questo caso l'indice segue questo andamento poiché il suo valore, complessivo di tutte le imprese divise per settore, cresce mese per mese, sostenuto sia da un giudizio positivo sulla situazione economica corrente e futura.

3.3 Francia

3.3.1 Consumi



Osservando i dati relativi alla spesa per consumi delle famiglie francesi si nota fin da subito come l'andamento di tale valore risulti essere tendenzialmente lineare aumentando progressivamente seppure con tassi di crescita differenti.

L'unica eccezione risulta essere una leggerissima riduzione tra il secondo e terzo trimestre del 2016 (da 302,2180.0 a 302,145.0 milioni di euro).

Partendo dai primi dati disponibili, ovvero il secondo trimestre del 2015, osserviamo come la crescita dei consumi fino alla fine dell'anno sia costante nonostante tale aumento sia di ridotta entità (da 297,362.0 a 297,998 milioni di euro a fine anno).

Confrontando questi dati con gli andamenti mensili dell'indice di fiducia dei consumatori³⁴, possiamo affermare come la relazione tra i due dati sia abbastanza consistente poiché l'indicatore rimane stabilmente e progressivamente su valori compresi tra 93 e 96 dovuto al fatto che le opinioni degli intervistati sulle condizioni attuali sia in termini finanziari che di condizioni di vita rimangano stabili nel corso di tutto l'anno e le aspettative per il futuro invece aumentano, timidamente nel caso delle condizioni finanziarie future e in maniera robusta invece per le aspettative sulle condizioni di vita, che hanno permesso ai consumatori di aumentare la propria spesa corrente in causa ad un leggero ottimismo in termini di reddito futuro e dell'economia del paese in generale.

³⁴INSEE, luglio 2018. *Monthly consumer confidence survey – Summary indicator of households' confidence (first factor among the opinion survey balances)*. Disponibile su: <https://www.insee.fr/en/statistiques/serie/001587668>
[Data di Accesso: 27/7/2018]

Partendo dal 2016 invece la Francia registra una spesa per consumo che raggiunge i 300,373 milioni di euro per poi nel corso degli anni riuscire a non ridursi a valori inferiori a questa soglia.

I primi due quarti dell'anno registrano un aumento di circa di 2,000 milioni di euro in termini di consumo rispecchiando tutto sommato l'andamento dell'indicatore di fiducia individuato dall'INSEE, che mediamente passa da un valore medio di 95,6 nel primo quarto dell'anno ad un valore medio di 96,3 nel secondo.

Il dato più significativo però viene registrato, come affermato in precedenza, tra il secondo e terzo trimestre dell'anno dove verrà individuato l'unico calo della quota di consumi delle famiglie francesi nel periodo preso in esame.

L'indicatore del clima di fiducia non rispecchia invece questo andamento in termini di valore complessivo, perché tendenzialmente rimane stabile nel corso dei due trimestri.

I motivi di tale risultato vanno ricercati nel fatto che l'indicatore che tiene conto sia della situazione corrente che di quella futura, riesce a controbilanciare l'effetto negativo della lieve diminuzione delle aspettative di reddito future delle famiglie e di un calo di giudizio di quelle passate, con un drastico aumento delle previsioni economiche del paese.

Per questo motivo la diminuzione della spesa risulta molto lieve, poiché interconnessa con una valutazione economica personale futura inferiore ed una generale sempre più ottimistica.

Analizzando l'ultimo trimestre del 2016 fino alla fine del 2017 osserviamo che l'indicatore accompagna l'andamento dei consumi, superando il valore soglia di 100 come risultato di aumento di tutte le componenti che lo caratterizzano.

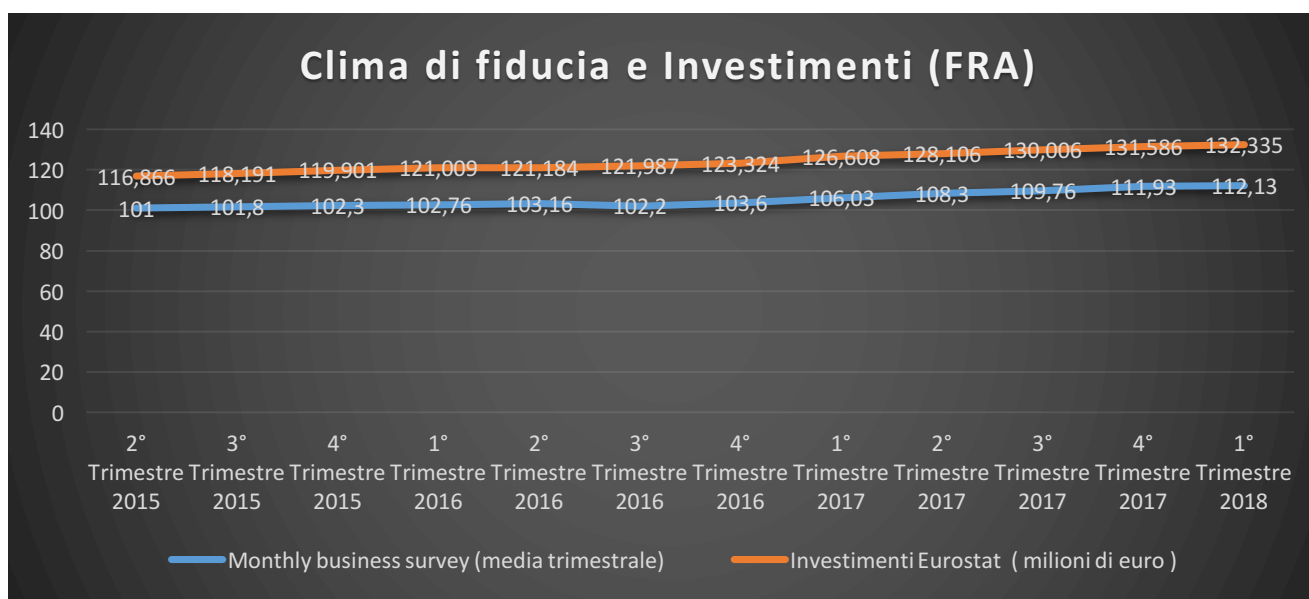
L'unica nota risulta essere che tra il secondo e terzo trimestre dell'anno la variazione risulta essere minima, poiché l'indicatore si attesta su un valore medio di 103,3, dovuto ad un peggioramento della componente futura riguardante l'economia del paese ma allo stesso da un notevole miglioramento sulla situazione attuale confrontata con i dodici mesi precedenti.

Il 2018 secondo i dati dell'Eurostat inizia con un incremento della spesa per consumi da parte delle famiglie francesi rispetto alla fine dell'anno precedente, portando tale variabile a raggiungere la quota di 315,189.0 milioni di euro.

Se confrontato con il valore medio che assume l'indicatore di fiducia (101,3) ci accorgiamo che l'evoluzione dei pareri dei consumatori segue l'andamento opposto.

Nonostante il lieve andamento negativo degli intervistati francesi sulle loro attese nei confronti del loro reddito futuro, occupazione ed andamento dell'economia francese, i consumi rimangono elevati, probabilmente dovuto al fatto che il periodo passato, caratterizzato da un ottimismo costante e persistente tra la popolazione francese, ha permesso che il peggioramento delle loro prospettive individuato in questo trimestre risulti secondo le loro considerazioni passeggero e non prolungato nel periodo, tanto da non indurre i consumatori a ridurre la buona propensione al consumo già avviata precedentemente.

3.3.2 Investimenti



Per quanto riguarda invece la quota d'investimenti da parte delle imprese francesi, i valori se confrontati con paesi come l'Italia, risultano essere massicciamente superiori.

Analizzando l'evoluzione della variabile osserviamo che l'entità della quota aumenta progressivamente, trimestre dopo trimestre, in tutto il periodo analizzato.

Questo risultato è sintomo di una ripresa economica molto più massiccia rispetto a quella di altri paesi europei evidenziando come l'economia francese risulti molto dinamica ed orientata all'innovazione e allo sviluppo industriale.

Se confrontato con l'indice che misura il clima economico percepito dalle imprese che producono beni (*Monthly business survey goods-producing industry*)³⁵ prodotta anch'essa dall'INSEE, possiamo osservare che tale elemento statistico risulta confermare i risultati empirici individuati precedentemente.

Infatti anche l'indicatore risulta aumentare tra il secondo e terzo quarto dall'anno progressivamente insieme alla quota d'investimento, poiché dal 2015 in poi le aspettative della domanda, della propria attività aziendale, della facilità di reclutamento e dell'economia in generale crescono in maniera omogenea in tutti i settori analizzati dall'ente statistico.

L'unica precisazione va effettuata con riferimento al secondo e terzo trimestre del 2016.

In questo periodo di tempo gli investimenti eseguiti dai titolari d'impresa aumentano con un tasso di crescita minore rispetto a tutti gli altri periodi (da 121,009.0 a 121,184.00 milioni di euro).

D'altro canto invece, nello stesso periodo l'indicatore del clima di fiducia registra l'unico calo dal 2015 in poi (da una media di 103,16 nel secondo trimestre ad un valore di 102,2 nel terzo).

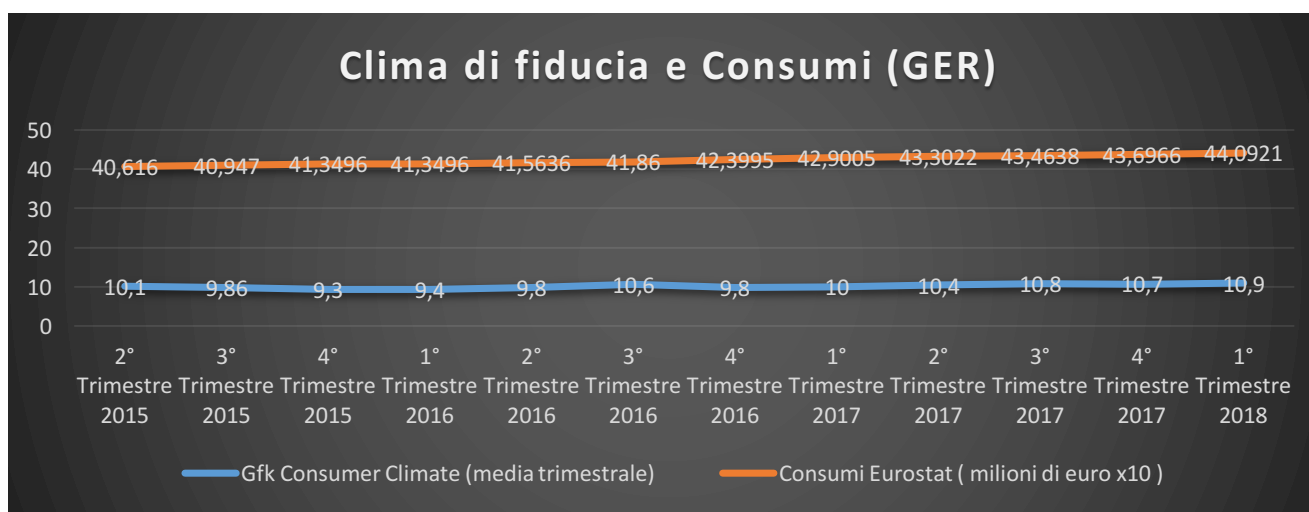
In questo lasso di tempo le imprese hanno rivisto i loro giudizi a ribasso riguardo variabili relative alla loro attività commerciale futura, l'utile operativo ed un parere sul livello attuale e futuro dei loro cash flow.

Questo tipo di situazione ha portato come naturale conseguenza la riduzione degli investimenti da parte delle imprese manifestandosi con un tasso di crescita minore rispetto ai periodi precedenti ma con una quantità comunque superiore ai trimestri antecedenti, poiché bilanciati da pareri positivi sull'andamento generale dell'economia francese fino a quel momento che ha permesso quindi di limitare la riduzione di tale variabile.

³⁵INSEE, luglio 2018. *Monthly business survey in goods-producing industries- Manufacturing industry- Business climate summary indicator*. Disponibile su: <https://www.insee.fr/en/statistiques/serie/001585934>
[Data di Accesso: 27/7/2018]

3.4 Germania

3.4.1 Consumi



Secondi i dati pubblicati dall'Eurostat, la Germania risulta essere il paese dell'Unione Europea con i più alti valori registrati per quanto riguarda la spesa per consumi.

Infatti dal secondo trimestre del 2015 in poi, i consumi delle famiglie tedesche si attestano su cifre dell'ordine dei 400 milioni per poi aumentare costantemente trimestre per trimestre senza mai registrare una diminuzione in valore.

Iniziando a confrontare questi dati con l'evoluzione dell'indice di fiducia dei consumatori espresso dal GfK Consumer Climate³⁶, ci accorgiamo che tale indicatore in questo lasso di tempo non segue l'andamento dei consumi delle famiglie tedesche.

Infatti dal secondo trimestre dell'anno in poi i consumi, a differenza dell'indicatore, crescono progressivamente passando da un valore di 406,616.0 a 413,496.0 milioni di euro.

Il clima di fiducia percepito dal GfK invece, si riduce trimestre per trimestre passando da un valore medio di 10,1 nel secondo quarto dell'anno, a rispettivamente 9,86 e 9,3 nei restanti trimestri.

I motivi di tale riduzione vanno ricercati in una drastica riduzione da parte degli intervistati sulle prospettive economiche del paese ma che influenzano solo marginalmente le prospettive di reddito futuro e di propensione al consumo.

³⁶ Invensting.com, 2018. *GfK Consumer Climate*. Disponibile su: <https://www.investing.com/economic-calendar/gfk-german-consumer-climate-359>
[Data di Accesso: 13/6/2018]

Infatti analizzando nel dettaglio ci accorgiamo che le aspettative sul reddito si riducono solamente nell'intervista del mese di ottobre 2015 per poi crescere fino a circa 50,8 punti percentuali alla fine dell'anno.

Empiricamente quindi, l'incertezza economica dal paese ha solamente influenzato marginalmente il comportamento d'acquisto dei consumatori, trainati soprattutto in termini di decisioni economiche dalle maggiori aspettative di reddito futuro.

Per quasi tutto il 2016 invece il l'indice cresce di pari passo con i consumi delle famiglie dato che le componenti principali dell'indice, come ricchezza finanziaria futura e propensione al consumo crescono di pari passo, manifestandosi quindi nella realtà con una crescita di quest'ultima componente.

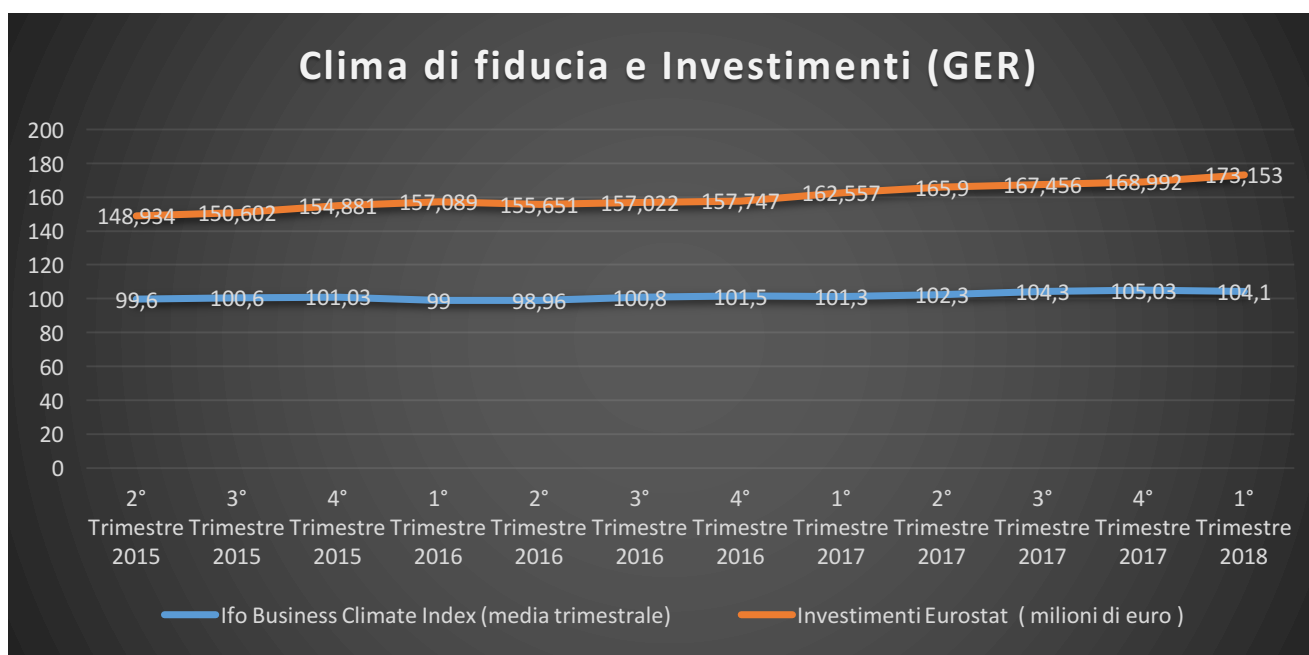
L'unica eccezione risulta essere l'ultimo trimestre dell'anno che vede una crescita dei consumi da 418,600.0 a 423,995.0 milioni di euro contro una riduzione media dell'indice di 10.6 a 9.8 punti.

Anche in questo caso i motivi vanno ricercati dalle preoccupazioni degli intervistati sull'andamento dell'economia, soprattutto in termini di politica estera vista la campagna elettorale per la presidenza americana che si ebbe alla fine del 2016 con la preoccupazione che il commercio internazionale avviasse politiche economiche protezionistiche.

Tutto il 2017 (fatta eccezione per una leggerissima riduzione nell'ultimo trimestre dell'anno) e l'inizio del 2018, segnano un incremento sostanziale dell'indice di fiducia che si attesterà sempre su valori superiori ai 10 punti percentuali sintomo di un ottimismo generale e protratto nel tempo soprattutto per quanto riguarda le aspettative sui loro redditi futuri.

Infatti i consumi delle famiglie tedesche aumenteranno costantemente e in maniera massiccia in tutto questo periodo di tempo arrivando a raggiungere quota 440,921.0 milioni di euro nel primo trimestre del 2018.

3.4.2 Investimenti



Per quanto concerne invece la quota di investimenti sostenuta dalle imprese tedesche, osserviamo come i valori risultano seguire un trend simile a quello dei consumi, ovvero un aumento prolungato e costante in quasi tutto il periodo di tempo analizzato.

Partendo come precedentemente dal secondo trimestre del 2015, possiamo osservare come la quota d'investimento aumenti da un valore di 148,934.0 milioni di euro fino a 154,881.0 alla fine dell'anno.

Confrontando con l'indicatore di fiducia delle imprese, possiamo osservare come anch'esso cresca nel periodo analizzato passando da un valore medio di 99,6 nel secondo trimestre a 101,03 alla fine del 2015.

Infatti nelle statistiche effettuate nell'Ifo Business Climate ³⁷Index si evince come sia il clima corrente che quello futuro crescono di pari passo, soprattutto quest'ultimo che riesce a superare il valore di 100 punti percentuali nella parte finale dell'anno.

³⁷ifo Institute Center for Economic Studies, 2018. *Long time-series for the ifo Business Climate*. Disponibile su: <https://www.cesifo-group.de/ifoHome/facts/Time-series-and-Diagrams/Zeitreihen/Reihen-Geschaeftsklima-Deutschland.html> [Data di Accesso: 23/6/2018]

Come descritto nel capitolo 1, maggiori aspettative di profitto percepito da parte degli imprenditori si traducono in un aumento della quota d'investimento corrente, ed è ciò effettivamente si osserva in questa situazione.

Per quanto riguarda l'indicatore di fiducia c'è da segnalare come il 2016 parta con una sostanziale diminuzione del suo valore rispetto al 2015.

Osserviamo infatti che il primo trimestre dell'anno registra un valore medio di 99 punti percentuali che si ridurrà anche nel trimestre successivo (98,96).

I motivi vanno ricercati nel fatto che entrambe le componenti correnti e future si ridurranno sotto valori mensili inferiori a 100.

Questo significa che le imprese tedesche nella prima metà dell'anno abbiano ritenuto che ci sia stato un peggioramento per quanto concerne la loro performance aziendale corrente rispetto ai mesi scorsi, ma soprattutto che le previsioni in termini di ordini, facilità di reclutamento e andamento dell'economia in generale siano diventate più pessimiste rispetto al 2015.

Nella realtà queste considerazioni si sono tradotte in una riduzione della quota degli investimenti in beni capitali e attrezzature poiché si osserva come si la ricchezza destinata a questa componente si riduca da 157,089.0 a 155,561.0 milioni di euro.

Dalla seconda metà del 2016 fino alla fine del 2017 sia l'indice di fiducia, sia la quota d'investimenti crescono mese dopo mese.

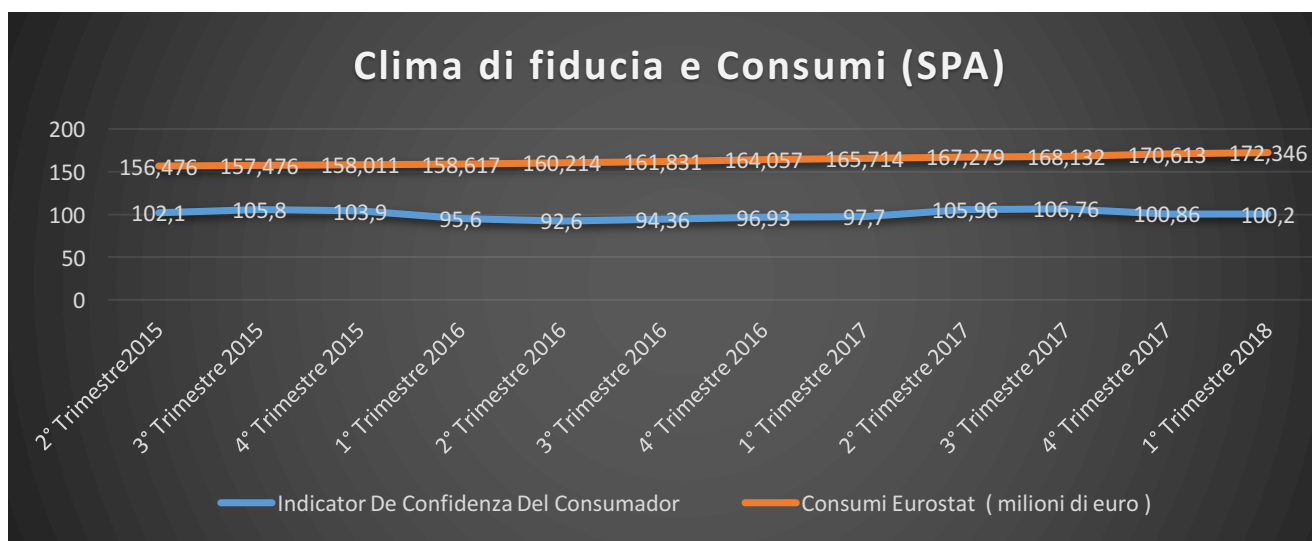
Anche in questo caso la spiegazione va ricercata nell'aumento di entrambe le componenti, precisando come la variabile futura cresca periodicamente per poi stabilizzarsi a metà del 2017 intorno ad un valore di 100 punti percentuali, sintomo di come prosegua l'ottimismo sul futuro aziendale in termini di profitti da parte degli imprenditori.

Il giudizio sulla componente corrente risulta invece aumentare in maniera significativa mese dopo mese a testimonianza della valutazione positiva sul miglioramento percepito della performance economica dell'impresa.

Questo fenomeno si traduce in una crescita della ricchezza destinata al comparto degli investimenti, nonostante una leggerissima diminuzione della fiducia delle imprese, tanto da portare la Germania a raggiungere la quota di 173,153.0 milioni di euro.

3.5 Spagna

3.5.1 Consumi



I dati sui consumi con riferimento alla Spagna che vengono pubblicati dall'Eurostat per il periodo preso in esame, risultano essere non ancora definitivi e quindi comprensivi di una piccola percentuale di errore sulla misurazione finale.

Detto ciò, partendo l'analisi dal secondo trimestre del 2015 osserviamo come il valore medio dell'indicatore di fiducia passi da 102,1 punti percentuali a rispettivamente 105,8 e 103,9 punti alla fine del 2015.

Se confrontati con i valori di consumo dell'Eurostat osserviamo che per il secondo e terzo quarto dell'anno le due variabili risultano essere allineate per quanto concerne il loro andamento nel corso del tempo.

Dalla pubblicazione di aprile 2016 del CIS ³⁸si evince infatti che l'aumento del valore degli indici è dovuto, oltre all'aumento dell'indicatore della situazione attuale, principalmente dalla crescita di quello riguardanti le prospettive future.

I miglioramenti quindi dei giudizi sulla propria posizione finanziaria corrente e sulle attese nei confronti dell'economia spagnola e del mercato del lavoro nazionale hanno influenzato in maniera significativa le decisioni correnti di consumo degli agenti economici spagnoli.

³⁸Centro de Investigaciones Sociológicas, aprile 2016. *Evolución de indicadores*, p.3. Disponibile su: http://www.cis.es/cis/export/sites/default/-Archivos/ICC/2016/ICC_04-16_3136.pdf
[Data di Accesso: 17/6/2018]

Per quanto concerne però l'andamento il trend dei consumi tra il terzo trimestre del 2015 e l'ultimo periodo dell'anno osserviamo che l'aumento dei consumi (da 157,476 a 158,011 milioni di euro) non è correlato positivamente con l'andamento dell'indici di fiducia. Difatti quest'ultimo diminuisce da un valore medio di 105,8 a 103,9.

Analizzando nel dettaglio però, ci accorgiamo che ciò che ha maggiormente influenzato questo calo non risulta essere l'indicatore delle aspettative che rimane sostanzialmente stabile ma bensì la drastica riduzione dell'indicatore della variabile corrente soprattutto nell'ottobre 2015 (89,4 punti percentuali).

Per questo motivo possiamo affermare come nonostante la valutazione delle famiglie spagnole nei confronti della loro situazione attuale rispetto alla stessa sei mesi prima sia diminuita in valore, il protratto ottimismo delle famiglie nei confronti del loro reddito futuro tra sei mesi hanno fatto sì che la variabile corrente non influenzi significativamente le loro scelte di consumo, individuandola come una situazione temporanea che non giustifichi quindi una riduzione della spesa corrente.

Il 2016 inizia invece con una riduzione continua dell'indicatore nei primi due trimestri dell'anno (rispettivamente da 103,9 punti a fine 2015, e 95,6 e 92,6 punti percentuali all'inizio del 2016).

Se confrontati con i dati della spesa delle famiglie notiamo che il calo del primo trimestre del 2016 influenzi anche le decisioni di consumo corrente poiché si nota come nonostante l'aumento dei consumi il tasso di crescita rispetto al trimestre precedente risulta essere molto lieve.

Il motivo va fatto ricondurre al fatto che l'indicatore sulle aspettative future si riduce mese per mese nel primo quarto del 2016 (105,7; 102,7 e 99,6) come anche l'indicatore della variabile corrente.

L'effetto negativo dei giudizi sull'andamento dell'economia spagnola, opportunità di consumo e posizione finanziaria futura nei sei mesi successivi all'intervista, ha influenzato le decisioni dei consumatori riducendo il tasso di crescita dei consumi ma non riducendone il valore assoluto poiché controbilanciati e sostenuti dall'andamento continuo e positivo della variabile futura nel corso di tutto il 2015 che continua ad influenzare ancora in piccola parte le loro scelte.

Come già anticipato anche nel corso del secondo quarto del 2016 ³⁹individuiamo un calo dell'indice (92,6) che però non si manifesta empiricamente con una riduzione dei consumi.

Anche in questo la motivazione dell'aumento dei consumi (164,057 milioni di euro) non bilanciata da un incremento dell'indice va individuata nel fatto che la componente futura continua a crescere nonostante la diminuzione di quella corrente, facendo così individuare maggiori opportunità di spesa giustificandone a sua volta l'aumento dei consumi.

Dalla seconda metà del 2016 fino al penultimo quarto del 2017, la correlazione tra l'indicatore di fiducia e la spesa dei consumi risulta essere strettamente positiva.

Individuiamo infatti come tale periodo analizzato sia caratterizzato da un aumento di entrambi gli indici, con particolare riferimento sempre alle aspettative future che nel corso del tempo crescono sempre di più come di conseguenza i rispettivi consumi.

L'ultima analisi su tale argomento va eseguita con riferimento all'ultimo e primo trimestre del biennio 2017 e 2018.⁴⁰

In questo arco temporale i consumi aumentano raggiungendo rispettivamente di 170,613.0 e 172,346.0 milioni di euro nonostante l'indicatore passi da un valore di 100,86 e 100,2 nello stesso periodo.

In questo caso però la variabile che subisce il maggior calo risulta essere quella futura che però empiricamente non rispecchia una riduzione dei consumi correnti.

La spiegazione in questo caso, come precedentemente, va ricercata dal fatto che nonostante ci sia questa leggera diminuzione in termini di aspettative, i consumatori siano ancora influenzati dall'ottimismo persistente del periodo precedente durato quasi un anno, che ha permesso quindi di contenere l'effetto negativo dei giudizi a ribasso effettuati nelle ultime interviste.

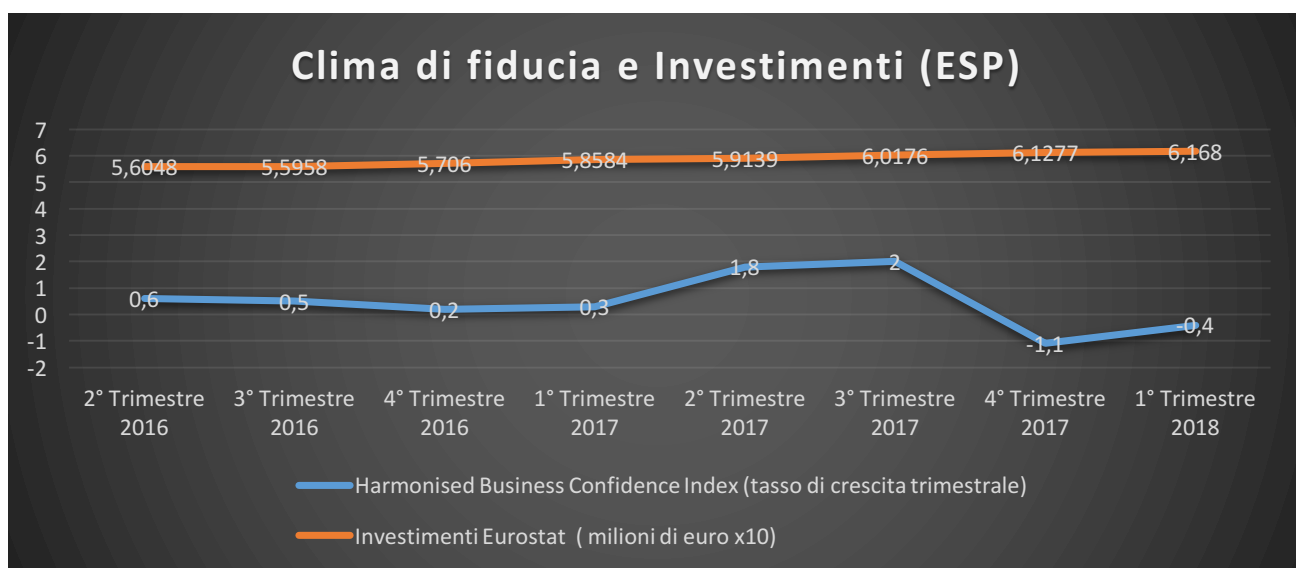
³⁹Centro de Investigaciones Sociológicas, aprile 2017. *Evolución de indicadores*, p.3. Disponibile su: http://www.cis.es/cis/export/sites/default/-Archivos/ICC/2017/ICC_04-17_3174.pdf

[Data di Accesso: 17/6/2018]

⁴⁰Centro de Investigaciones Sociológicas, aprile 2018. *Evolución de indicadores*, p.3. Disponibile su: http://www.cis.es/cis/export/sites/default/-Archivos/ICC/2018/ICC_04-18_3211.pdf

[Data di Accesso: 17/6/2018]

3.5.2 Investimenti



Dal lato delle imprese vediamo invece, divisi per componente, l'andamento dei saldi d'opinione della situazione corrente e di quella futura scomposte per i trimestri in cui avvengono le indagini.

C'è da precisare comunque che come nel caso dei consumi, i dati riguardante la Spagna ricavati dall'Eurostat risultano essere ancora dati provvisori.

Partendo dal secondo trimestre del 2016⁴¹ osserviamo come il saldo d'opinione delle aspettative (differenza tra ottimisti e pessimisti) si riduca progressivamente fino al primo quarto del 2017 rispettivamente da 1,9 a -1,1 -1,7 -3,1).

Questo effetto negativo non è bilanciato in maniera consistente da un aumento massiccio del giudizio sulla situazione aziendale corrente (fatta eccezione per il primo trimestre del 2017 dove il saldo d'opinione corrente arriva a 2,7).

I dati sugli investimenti in un primo momento confermano questo andamento poiché osserviamo come tra il secondo trimestre del 2016 ed il successivo tale quota si riduca (da 56,048 a 55,958.0 milioni di euro).

⁴¹INE, 16 aprile 2018. *Business Confidence Indicators (BCI)*, p.1. Disponibile su: http://www.ine.es/en/daco/daco42/ice/ice0218_en.pdf
[Data di Accesso: 14/5/2018]

Anche in questo caso come nelle altre casistiche analizzate la motivazione risultano essere le ridotte attese da parte dei titolari d'impresa nei confronti di profitti e quantità di ordini futuri inducendo quindi ad una riduzione della spesa per gli acquisti di macchinari e attrezzature.

Dalla prima parte del 2017 fino al terzo trimestre dell'anno la quota d'investimenti aumenta trimestre dopo trimestre dovuto in primis ad un aumento sostanziale del saldo delle aspettative (9,3 nel secondo trimestre) che nonostante la riduzione progressiva nel corso dell'anno sarà bilanciata da alti valori della valutazione corrente.

La corrispondenza positiva con il trend degli investimenti dimostra come in primo momento l'aumento della ricchezza destinata a questa variabile sia dovuto al fatto che le maggiori attese sulle performance aziendali abbiano indotto gli imprenditori a considerare che i costi dovuto all'acquisto di impianti e macchinari al netto del loro tasso di deprezzamento siano minori rispetto all'aumento della domanda futura attesa.

La riduzione invece del tasso di crescita degli investimenti tra la fine del 2017 e l'inizio del 2018 (da 61,277.0 a 61,688 milioni) è dovuta al fatto che nonostante il maggior risultato del saldo delle aspettative (10,7) il saldo di giudizio sulla variabile corrente (0,4) risulta essere molto basso limitando quindi l'effetto positivo delle attese sul futuro.

CONCLUSIONE

Con questo elaborato si è cercato di analizzare e determinare una correlazione tra le aspettative sul futuro che gli agenti economici, che operano nel mercato, proiettano nell'orizzonte temporale davanti a sé e le loro effettive decisioni di consumo ed investimento corrente al tempo della loro elaborazione di tali previsioni.

Introducendo l'argomentazione con un excursus storico riguardante i diversi studi che si sono succeduti nel corso del tempo all'interno del dibattito accademico, si è potuto prendere in esame i principali indicatori internazionali, specifici per ciascuno dei quattro paesi europei analizzati, evidenziandone soprattutto la struttura compositiva.

Nonostante le evidenti differenze di calcolo tra le diverse survey, nel secondo capitolo si è osservato come vi siano anche elementi comuni tra le parti; come le diverse domande che si pongono agli intervistati sulla loro valutazione economica corrente e futura ed in ultima istanza anche l'importanza, ai fini dell'elaborazione dell'indice, dei saldi d'opinione.

Con l'ultimo capitolo invece, si è notato sia in termini descrittivi che quantitativi, la stretta relazione in termini economici della componente previsiva con quella comportamentale.

Alla conclusione di tale studio, si è mostrato come vi sia effettivamente un'elevata correlazione tra un'elevata percezione positiva del futuro con un aumento sostanziale dei consumi o investimento al tempo corrente e viceversa.

Questo risultato è coerente sia con l'aspettativa inizialmente indicata nel titolo dell'elaborato, sia con i risultati ottenuti dagli studi accademici effettuati da illustri economisti sulla materia, come elencato nel primo capitolo di tale scritto.

Tuttavia, è importante precisare come le domande che vengono poste all'interno delle interviste per potere elaborare degli indicatori che mostrino nella maniera più veritiera il reale andamento delle opinioni degli individui, tengono conto o fanno riferimento solo ad un set limitato e prestabilito di argomenti con risposte multiple senza quindi, anche per ovvi motivi di difficoltà di calcolo, tenere conto di un numero maggiore di variabili decisionali future che possano influenzare le decisioni degli agenti economici.

BIBLIOGRAFIA

John Maynard Keynes, (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Stellar Classics 2016. (p.161-162)

John Maynard Keynes, 1936. *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*. Edizione 2017. Torino: UTET. Capitolo quinto.

Metzeler, L, 1941. *The Nature and Stability of Inventory Cycles*. In: R. De Santis, 2010. *Rivista Bancaria* (p.1). Roma: Minerva Bancaria

R. De Santis, 2010. *Rivista Bancaria* (p.2). Roma: Minerva Bancaria.

M. Nerlove, 1958. *The dynamics of supply*. In: R. De Santis, 2010. *Rivista Bancaria* (p.2). Roma: Minerva Bancaria

R. De Santis, 2010. *Rivista Bancaria* (p.2). Roma: Minerva Bancaria.

R. De Santis, 2010. *Rivista bancaria* (p.2). Roma: Minerva Bancaria.

J.F.Muth, 1961. *Rational expectations and the theory of price movements*. In: R. De Santis, 2010. *Rivista Bancaria* (p.2). Roma: Minerva Bancaria

J.Becker, P. De Marzo 2014. *Finanza Aziendale I* (p.469). Terza ed. Milano-Torino: Pearson italia.

Olivier Blanchard, 2017. Settima ed. *Macroeconomia. Una prospettiva europea* (p. 390-406). Milano: Mulino Spa.

F. Modigliani, 1958. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. In: Olivier Blanchard, 2017. Settima ed. *Macroeconomia. Una prospettiva europea* (p.389). Milano: Mulino Spa.

M. Friedman, 1957. *A theory of the consumption function*. In: Olivier Blanchard, 2017. Settima ed. *Macroeconomia. Una prospettiva europea* (p.389). Milano: Mulino Spa

O. Blanchard. Settima ed. *Macroeconomia. Una prospettiva europea* (p.397). Milano: Mulino Spa.

SITOGRAFIA

Andrea Boitani, 2012. *Dizionario di Economia e Finanza*. Disponibile su: http://www.treccani.it/enciclopedia/aspettativa_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/. [Data di Accesso: 19/4/2018]

Ignazio Visco. Intervento al Convegno Internazionale su “Gli economisti postkeynesiani di Cambridge e l’Italia”, Accademia Nazionale dei Lincei, Roma, 11-12 marzo 2009. Banca d’Italia, 2009 (p.3). *Sul ruolo delle aspettative nell’economia di Keynes e in quella di oggi*. Disponibile su https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2009/Visco_110309.pdf. [Data di Accesso: 19/4/18]

Istat, 24 aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese*, p 8-14. Disponibile su: https://www.istat.it/it/files//2018/04/CS_fiducia_consumatori_imprese_aprile_2018.pdf [Data di Accesso: 11/5/2018]

Istat, 24 aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese*, p 8. Disponibile su: https://www.istat.it/it/files//2018/04/CS_fiducia_consumatori_imprese_aprile_2018.pdf [Data di Accesso: 11/5/2018]

Istat, 24 aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese*, p 13. Disponibile su: https://www.istat.it/it/files//2018/04/CS_fiducia_consumatori_imprese_aprile_2018.pdf [Data di Accesso: 11/5/2018]

Istat, 24 aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese*, p 10. Disponibile su: https://www.istat.it/it/files//2018/04/CS_fiducia_consumatori_imprese_aprile_2018.pdf [Data di Accesso: 11/5/2018]

INSEE, aprile 2018. *Monthly consumer confidence survey (Methodology)*. Disponibile su: <https://www.insee.fr/en/statistiques/3539112#documentation> [Data di Accesso: 12/5/2018]

INSEE, aprile 2018. *Monthly business survey (goods-producing industries)- (Methodology)*. Disponibile su: <https://www.insee.fr/en/statistiques/3538640#documentation>
Data di Accesso: [1270572018]

INSEE, aprile 2018. *Monthly survey of services (Methodology)*. Disponibile su: <https://www.insee.fr/en/statistiques/3538723#documentation>
Data di Accesso: [1270572018]

GfK, aprile 2018. *GfK Consumer Climate Study for April 2018*, p.4-5. Disponibile su: http://www.gfk.com/fileadmin/user_upload/dyna_content/Global/documents/Press_Releases/2018/20180426_PR_Consumer_Climate_Germany_efin.pdf. [Data di Accesso: 13/5/2018]

ifo Institute Center for Economic Studies, aprile 2018. Ifo Business Climate Index. Disponibile su: <https://www.cesifo-group.de/ifoHome/facts/Survey-Results/Business-Climate/Geschaeftsklima-Archiv/2018/Geschaeftsklima-20180424.html>
[Data di Accesso: 13/5/2018]

Centro de Investigaciones Sociológicas. *Nota De Investigacion*. Disponibile su: http://www.cis.es/cis/export/sites/default/-Archivos/NotasdeInvestigacion/NI006_ICC_Informe.pdf
[Data di Accesso: 14/5/2018]

INE, aprile 2018. *Businees Confidence Indicators (BCI)*, p.6. Disponibile su: http://www.ine.es/en/daco/daco42/ice/ice0218_en.pdf
[Data di Accesso: 14/5/2018]

EUROSTAT, 2018. *National accounts (inclunding GDP) (Main tables)*. Disponibile su: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/main-tables>
[Data di Accesso: 19/6/2018]

Istat, aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese (Serie storiche.xls)*. Disponibile su: <https://www.istat.it/it/archivio/213179>
[Data di Accesso: 19/6/2018]

Istat, aprile 2018. *Fiducia dei Consumatori e delle Imprese (Serie storiche.xls)*. Disponibile su: <https://www.istat.it/it/archivio/213179>. [Data di Accesso: 19/6/2018]

INSEE, luglio 2018. *Monthly consumer confidence survey – Summary indicator of households' confidence (first factor among the opinion survey balances)*. Disponibile su: <https://www.insee.fr/en/statistiques/serie/001587668>
[Data di Accesso: 27/7/2018]

INSEE, luglio 2018. *Monthly business survey in goods-producing industries- Manufacturing industry- Business climate summary indicator*. Disponibile su: <https://www.insee.fr/en/statistiques/serie/001585934>
[Data di Accesso: 27/7/2018]

Invensting.com, 2018. *GfK Consumer Climate*. Disponibile su: <https://www.investing.com/economic-calendar/gfk-german-consumer-climate-359>
[Data di Accesso: 13/6/2018]

ifo Institute Center for Economic Studies, 2018. *Long time-series for the ifo Business Climate*. Disponibile su: <https://www.cesifo-group.de/ifoHome/facts/Time-series-and-Diagrams/Zeitreihen/Reihen-Geschaeftsklima-Deutschland.html>
[Data di Accesso: 23/6/2018]

Centro de Investigaciones Sociológicas, aprile 2016. *Evolución de indicadores, p.3*. Disponibile su: http://www.cis.es/cis/export/sites/default/-Archivos/ICC/2016/ICC_04-16_3136.pdf
[Data di Accesso: 17/6/2018]

Centro de Investigaciones Sociológicas, aprile 2017. *Evolución de indicadores, p.3*. Disponibile su: http://www.cis.es/cis/export/sites/default/-Archivos/ICC/2017/ICC_04-17_3174.pdf
[Data di Accesso: 17/6/2018]

Centro de Investigaciones Sociológicas, aprile 2018. *Evolución de indicadores, p.3*. Disponibile su: http://www.cis.es/cis/export/sites/default/-Archivos/ICC/2018/ICC_04-18_3211.pdf. [Data di Accesso: 17/6/2018]

INE, 16 aprile 2018. *Business Confidence Indicators (BCI)*, p.1. Disponibile su: http://www.ine.es/en/daco/daco42/ice/ice0218_en.pdf. [Data di Accesso: 14/5/2018]

INE, aprile 2018. *Business Confidence Indicators (BCI)*, p. 6. Disponibile su:
http://www.ine.es/en/daco/daco42/ice/ice0218_en.pdf
[Data di Accesso: 14/5/2018]⁴²