

## Sommario

*Prosegue tra fine 2015 e inizio 2016 la fase di moderata ripresa dell'economia italiana. Nelle stime UPB, il PIL sarebbe aumentato di circa 0,3 per cento tanto nel quarto trimestre 2015 che nel primo 2016. La crescita del 2015, corretta per i giorni di lavoro, si sarebbe così attestata a 0,7 per cento (0,8 al lordo dell'effetto dei giorni lavorativi in più rispetto al 2014, la stima del Governo è 0,9). Sulla base di queste valutazioni, la crescita acquisita per il 2016 (ovvero quella che si realizzerebbe se il PIL rimanesse fermo ai livelli stimati per il primo trimestre) sarebbe 0,7 per cento; se così fosse, per conseguire una crescita dell'1,6 per cento, quale quella ipotizzata dal Governo, occorrerebbe che il PIL aumentasse in media di 0,5/0,6 per cento dal secondo trimestre.*

*I servizi e un lento risveglio delle costruzioni sostengono l'attuale fase congiunturale. La ripresa dell'industria si è attenuata; essa è peraltro stata finora contenuta e non molto diffusa: poco più del 50 per cento delle attività manifatturiere risulta in espansione. Si è moderato, rispetto alla prima metà del 2015, il miglioramento del mercato del lavoro, pur confermando la forte reattività ciclica alla crescita dell'economia (gli occupati aumentano nel 2015 in una percentuale simile al PIL). Gli effetti delle innovazioni normative, evidenziati dalle fonti amministrative, cominciano a emergere anche dalle informazioni Istat: è aumentata la quota di occupati a tempo determinato che è transitata verso il tempo indeterminato. Caduta del petrolio e debolezza delle pressioni dal lato della domanda determinano una dinamica dei prezzi praticamente nulla; oltre la metà delle voci del paniere è in regime di bassa inflazione (inferiore a 0,5 per cento).*

*La ripresa italiana, come quella dell'area euro, è esposta ai rischi del quadro internazionale. I timori sulla Cina e la caduta del greggio hanno alimentato l'instabilità finanziaria e valutaria, intensificando le spinte deflative globali. Un prezzo del barile sostanzialmente più basso, nelle attuali condizioni delle politiche monetarie, può non essere interamente una buona notizia per i paesi importatori. Abbattendo le aspettative di inflazione, in presenza di tassi nominali di policy a zero, il controshock spinge al rialzo quelli reali, inasprendo le condizioni monetarie. L'azione di contrasto della BCE, attraverso il QE, è in simili condizioni resa ancor più difficoltosa, come mostra la flessione delle attese di inflazione, nonostante il potenziamento dello stimolo monetario. Il calo del greggio peggiora, inoltre, la situazione finanziaria dei produttori determinando intensi rallentamenti che impattano sull'economia globale. Gli organismi internazionali hanno preso ad abbassare le previsioni di crescita mondiale dalla scorsa estate. In questa tendenza, il FMI ha nuovamente ridotto a gennaio le stime del commercio mondiale 2016-17 a 3,4 e 4,1 per cento nei due anni (4,5 e 5,2 nelle previsioni del Governo).*

*A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili al 21-01-2016.*

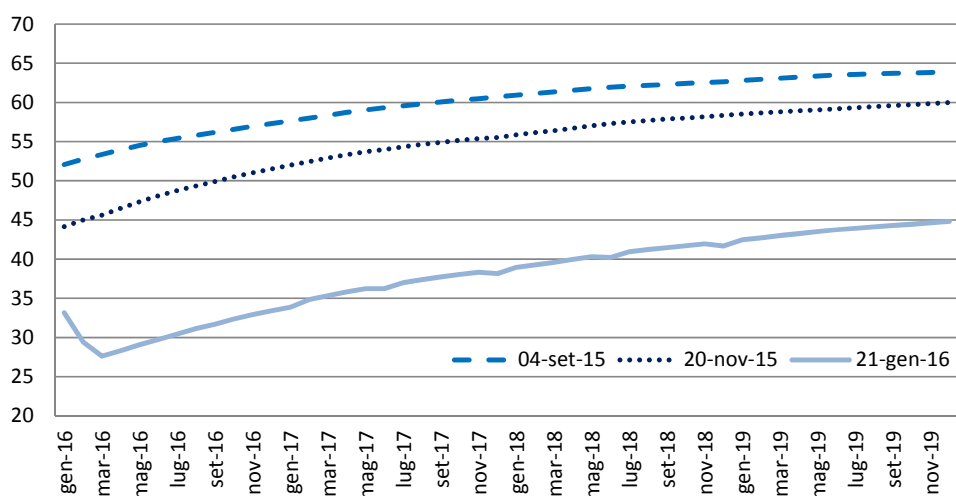
## Contesto internazionale

### Impulsi di deflazione

Si sono intensificate nelle ultime settimane le spinte deflative presenti nel quadro globale. Il rallentamento della Cina si è accompagnato al riaccendersi dell'instabilità finanziaria e valutaria, alimentando i timori di una frenata di questa economia più forte delle attese con ripercussioni per il contesto mondiale. Al contempo, l'acutizzarsi delle tensioni in Medio-oriente e la prospettiva dell'imminente ritorno del petrolio iraniano non hanno modificato la politica dell'OPEC di mantenimento dei livelli produttivi, nonostante l'ampio eccesso di offerta che caratterizza il mercato. Nell'insieme, tali sviluppi hanno favorito una nuova caduta del prezzo del barile. Nel corso del mese di gennaio la quotazione del Brent è scesa sotto i 30 dollari, il livello più basso degli ultimi dodici anni. Tenuto conto della flessione verificatasi da metà 2014, il ridimensionamento di prezzo nell'ultimo anno e mezzo ammonta a circa il 70 per cento, al 63 per cento se espresso in euro. Sull'onda dei timori per la Cina e dei segnali di indebolimento globale insiti nella caduta del greggio, le piazze finanziarie dei paesi avanzati sono state investite da forte volatilità, sperimentando marcate cadute degli indici di borsa.

L'ulteriore calo del petrolio ha comportato un sostanziale abbassamento delle aspettative di mercato circa i livelli futuri delle quotazioni. Le previsioni della NADEF, incorporate nel DPB (54 dollari nel 2016, 59 nel 2017, 62 nel 2018, 64 nel 2019), si basavano sui prezzi dei contratti *future* rilevati a fine agosto-inizio settembre. Rispetto a quelle valutazioni, le quotazioni a termine rilevate alla fine della seconda decade di gennaio, pur conservando un profilo di graduale rialzo, appaiono inferiori di un 35-40 per cento (fig. 1).

**Fig. 1** – Quotazione del Brent nei contratti *future*  
(Dollari per barile)



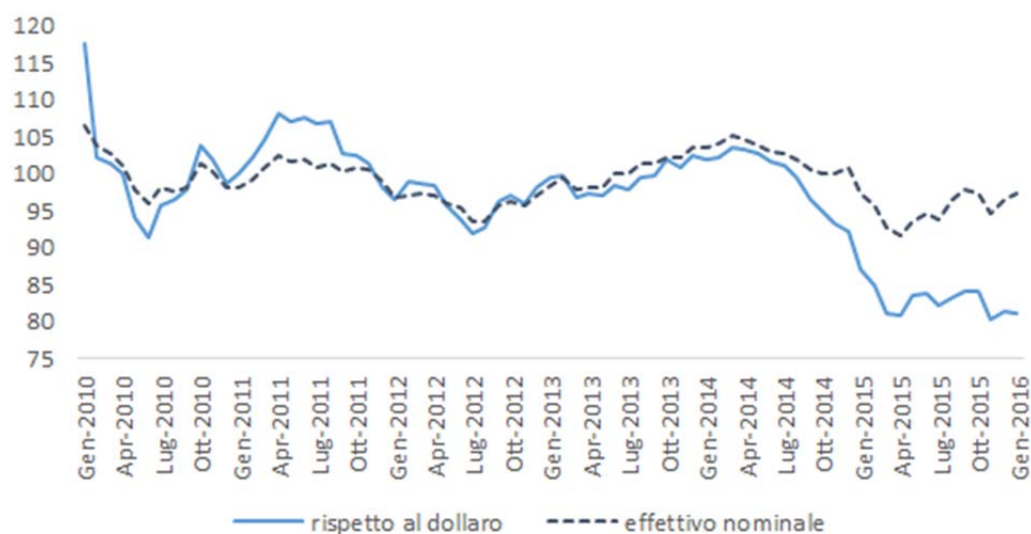
Fonte: elaborazioni su dati Barchart.

Un petrolio più basso costituisce, in condizioni normali, un univoco fattore di stimolo della domanda interna per i paesi importatori, quale è l'Italia; tale impulso più che compensa la perdita di export verso i paesi produttori di greggio, con impatto favorevole per la crescita del PIL. Tuttavia, in situazioni come l'attuale nell'area euro, in cui i tassi di interesse di *policy* sono al livello minimo possibile, la caduta dell'inflazione corrente e, soprattutto, di quella attesa rischia di tradursi in un aumento dei tassi di interesse reali con conseguenze avverse per la crescita che si contrappongono a quelle positive del guadagno di ragioni di scambio. Ciò, in particolare, può verificarsi se l'azione espansiva di politica monetaria di tipo non convenzionale (*quantitative easing*) non riesce a far crescere adeguatamente le aspettative di inflazione, contrastando gli impulsi al ribasso esercitati dalla caduta del greggio. Oltre a questo rischio, si deve tenere presente che un'inflazione prossima a zero (inferiore a quella che era attesa quando si sono contratti prestiti) appesantisce le posizioni di debito, siano esse di operatori privati o pubblici, rendendo più difficoltosi i processi di rientro e riducendo, di conseguenza, le possibilità di spesa dei settori con elevate passività.

Accanto a questi fattori di attenuazione dello stimolo alla domanda interna nei paesi importatori, occorre considerare la possibilità che il peggioramento delle condizioni finanziarie indotto dall'ulteriore calo del greggio nelle economie produttrici si traduca in rallentamenti più intensi di quest'ultime rispetto a quelli previsti, con conseguenti impatti per la domanda mondiale.

Nel mercato valutario, la divergenza nell'impostazione delle politiche monetarie tra Banca centrale europea (BCE) e Federal Reserve ha favorito, a partire dall'estate, un deprezzamento del tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro (-3,2 per cento tra settembre e le prime due decadi di gennaio). Date le svalutazioni che hanno interessato diverse economie emergenti, la moneta unica è invece rimasta, nello stesso arco di tempo, sostanzialmente stabile rispetto a un ampio paniere di valute (fig. 2). In prospettiva, i contratti *future* scontano una stabilizzazione del cambio dollaro/euro nel corso del 2016, seguita da un moderato rafforzamento della valuta europea a ritmi annuali dell'1,5-2 per cento tra il 2017 e il 2020.

**Fig. 2** – Tasso di cambio dell'euro  
(2010=100)

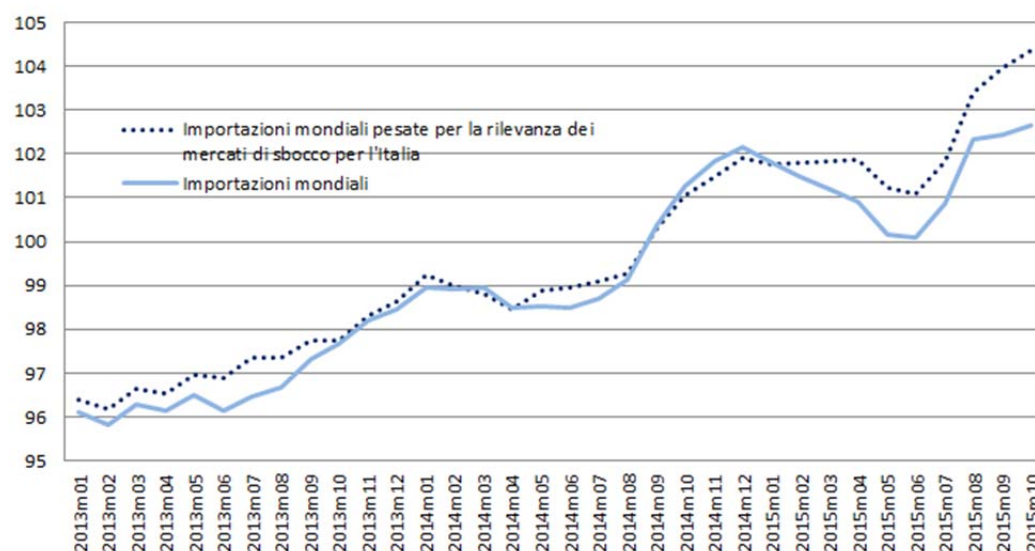


Fonte: BCE, Banca dei regolamenti internazionali e stime UPB.

### ***Recupero del commercio a fine 2015, ma previsioni di crescita corrette al ribasso***

Pur nel contesto di elevata volatilità e incertezza, la dinamica dell'economia mondiale si è mantenuta negli ultimi mesi del 2015 su una traiettoria moderatamente espansiva, risultando trainata dall'andamento delle economie avanzate. Il commercio internazionale, dopo la flessione verificatasi nella prima metà del 2015, ha mostrato dall'estate segni di rimbalzo (fig. 3). Il recupero degli ultimi mesi non è, però, valso a evitare una decelerazione consistente in media d'anno: si stima, sulla base dei dati CPB, che le importazioni mondiali siano cresciute nel 2015 di circa il 2 per cento (+3 per cento nel 2014), mentre quelle dei paesi maggiormente rilevanti per l'export italiano sarebbero aumentate del 2,5-3 per cento (+3,5 per cento circa nel 2014). In prospettiva, il Fondo monetario internazionale (FMI) continua a scontare, nelle sue più recenti previsioni (gennaio), un'accelerazione degli scambi mondiali, ma a ritmi sensibilmente più bassi rispetto alle valutazioni di ottobre: il commercio globale crescerebbe del 3,4 per cento nell'anno in corso (-0,7 punti rispetto alla precedente previsione) e del 4,1 per cento nel 2017 (-0,5 punti). Tali stime disegnano una dinamica nel biennio inferiore a quella ipotizzata in novembre da Commissione europea e OCSE (+3,6 per cento per il 2016 e +4,5/4,8 per cento nel 2017), oltre che di quella assunta a settembre dal Governo per l'elaborazione del quadro di previsione italiano (+4,5 e +5,2 per cento rispettivamente nei due anni).

**Fig. 3** – Importazioni mondiali e dei mercati rilevanti per l'Italia  
(2014=100, medie mobili trimestrali di dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati Central Plan Bureau.

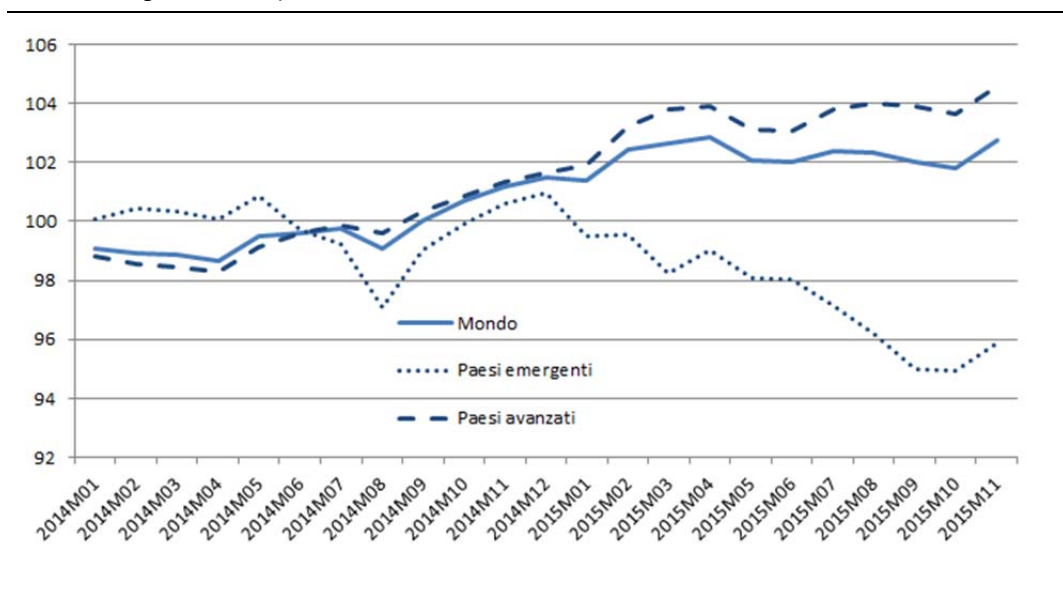
### **Segnali di moderazione della ripresa nell'area avanzata**

Il maggiore sostegno alla congiuntura internazionale è ancora provenuto dagli Stati Uniti. L'attività economica in tale paese ha continuato a espandersi nel terzo trimestre (+0,5 per cento, dopo l'incremento dell'1 per cento nel secondo), risultando trainata dalle componenti interne della domanda. Gli indicatori congiunturali evidenziano la prosecuzione della fase favorevole nel quarto trimestre, pur in presenza di alcuni segnali di indebolimento. Appare, in particolare, in rallentamento l'industria manifatturiera, dove si risentono gli effetti dell'apprezzamento del dollaro e dell'indebolimento della domanda dei paesi emergenti. Accanto a ciò, la sostanziale stasi delle vendite al dettaglio a dicembre suggerisce un'attenuazione della spinta dei consumi. In linea con le attese, la Federal Reserve ha operato a metà dicembre un primo rialzo dei tassi di interesse (+25 punti base) che erano fermi da sette anni (dicembre 2008) al livello zero. Ha inciso sulla decisione il miglioramento del mercato del lavoro. In prospettiva, il processo di normalizzazione della politica monetaria statunitense dovrebbe realizzarsi con gradualità, anche in considerazione delle deboli spinte che caratterizzano le dinamiche salariali e dei prezzi.

Nella zona euro, il PIL è aumentato nel terzo trimestre dello 0,3 per cento (+0,4 per cento nel secondo trimestre, +0,5 nel primo). L'attività economica è stata sospinta dal buon andamento dei consumi privati e dall'accumulo di scorte, a fronte di una sostanziale stasi degli investimenti e del calo delle esportazioni. L'allentamento delle condizioni finanziarie, determinato dall'azione della BCE, favorisce il processo di ripresa, che rimane tuttavia esposto ai rischi di frenata internazionale e agli effetti avversi della bassa inflazione. Gli

indici anticipatori e quelli di fiducia degli operatori hanno continuato, nelle rilevazioni di dicembre, a essere orientati in senso positivo, ma segni di rallentamento si sono manifestati nell'industria (-0,7 per cento a novembre), a riflesso del calo delle esportazioni nei paesi emergenti (fig. 4). Nelle stime diffuse a gennaio, il FMI sconta una crescita dell'area euro dell'1,7 per cento nel 2016, effettuando una marginale correzione al rialzo (+0,1) rispetto alla sua valutazione di ottobre e allineandosi alle previsioni di CE e OCSE effettuate a novembre. Tali previsioni ipotizzano che il traino della domanda interna europea compensi l'indebolimento della spinta della domanda estera.

**Fig. 4** – Area euro: esportazioni in volume per mercati di destinazione  
(2014=100, medie mobili trimestrali di dati mensili destagionalizzati e corretti per i giorni lavoro)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

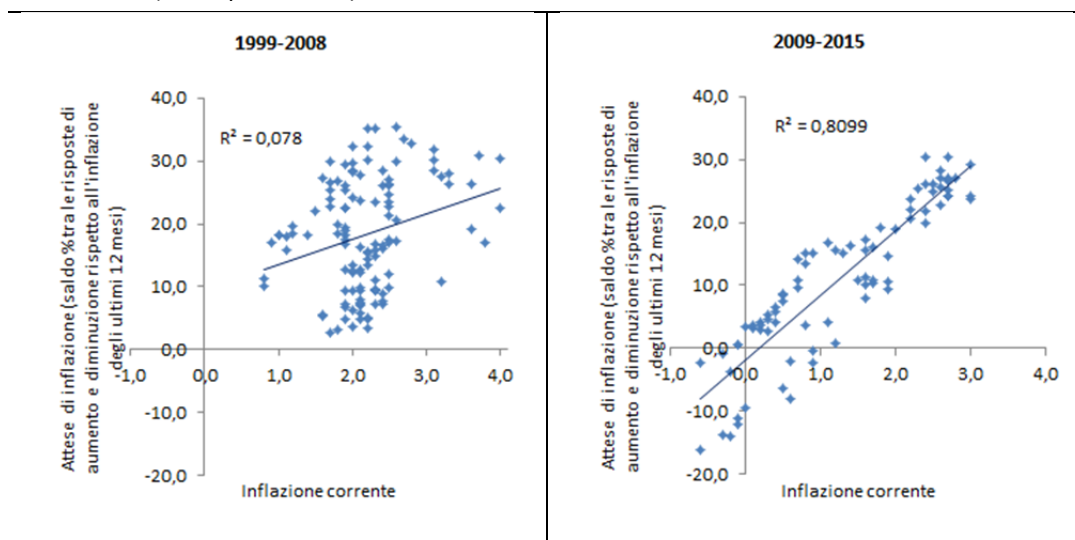
### **Inflazione e politica monetaria nell'area euro**

L'inflazione rimane molto bassa nell'area euro, riflettendo gli impulsi negativi esterni e il persistere di margini di capacità produttiva inutilizzata. A dicembre, la dinamica dei prezzi al consumo è stata dello 0,2 per cento (come a novembre), quella delle componenti di fondo (escludendo energetici e alimentari non lavorati) si è attestata allo 0,8 per cento (0,9 a novembre). A fronte degli insoddisfacenti risultati nel rivitalizzare l'inflazione, la BCE ha deciso, il 3 dicembre, di incrementare lo stimolo monetario attraverso l'ulteriore abbassamento (da -0,2 a -0,3 per cento) della remunerazione sui depositi detenuti dalle banche presso l'Eurosistema, l'estensione temporale (da settembre 2016 fino ad almeno marzo 2017) del programma di acquisto di titoli, l'ampliamento del *range* di quelli eleggibili (con l'inclusione di quelli emessi dalle Amministrazioni locali), il reinvestimento del capitale rimborsato alla scadenza dei titoli acquistati. Già nella successiva riunione del 21 gennaio, la BCE ha annunciato che, considerati il nuovo calo del greggio e i rischi di rallentamento dell'economia globale,

revisorerà a marzo (quando saranno disponibili le nuove previsioni) l'adeguatezza delle misure adottate, essendo pronta a rafforzarle se ciò sarà necessario

Le difficoltà per la politica monetaria nello stimolare l'inflazione e soprattutto le aspettative sembrano riflettere un cambio di comportamento degli operatori, intervenuto con la crisi, nella formulazione delle attese. Considerando le previsioni d'inflazione a breve (un anno) dei consumatori, quali emergono dalle inchieste congiunturali mensili, si può osservare che prima del 2009, vi era un legame relativamente debole tra dinamica dell'inflazione corrente ed evoluzione delle aspettative rilevate dalle indagini campionarie<sup>1</sup>. Invece, negli ultimi anni, in corrispondenza della sistematica smentita al ribasso delle previsioni di inflazione, la formazione delle attese sembra essere diventata di tipo maggiormente adattivo: più legata all'osservazione delle dinamiche correnti e, quindi, meno influenzata dall'obiettivo della BCE (inflazione prossima al 2 per cento) che da quelle dinamiche è andato progressivamente distanziandosi (fig. 5)<sup>2</sup>. Questo cambiamento implica che risulti problematico per la politica monetaria ancorare le aspettative degli operatori, soprattutto quando si verificano *shock* esogeni (calo del petrolio) che, deprimendo l'inflazione corrente, finiscono per incidere sulle attese sulla dinamica futura dei prezzi. Una conferma di queste difficoltà si ricava dall'evoluzione delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine misurate dalla *break-even inflation* che non sembrano avere risentito delle decisioni di dicembre della BCE, calando in gennaio in prossimità dei picchi minimi che erano stati osservati a inizio 2015 (fig. 6).

**Fig. 5** – Area euro: inflazione e aspettative dei consumatori  
(valori percentuali)



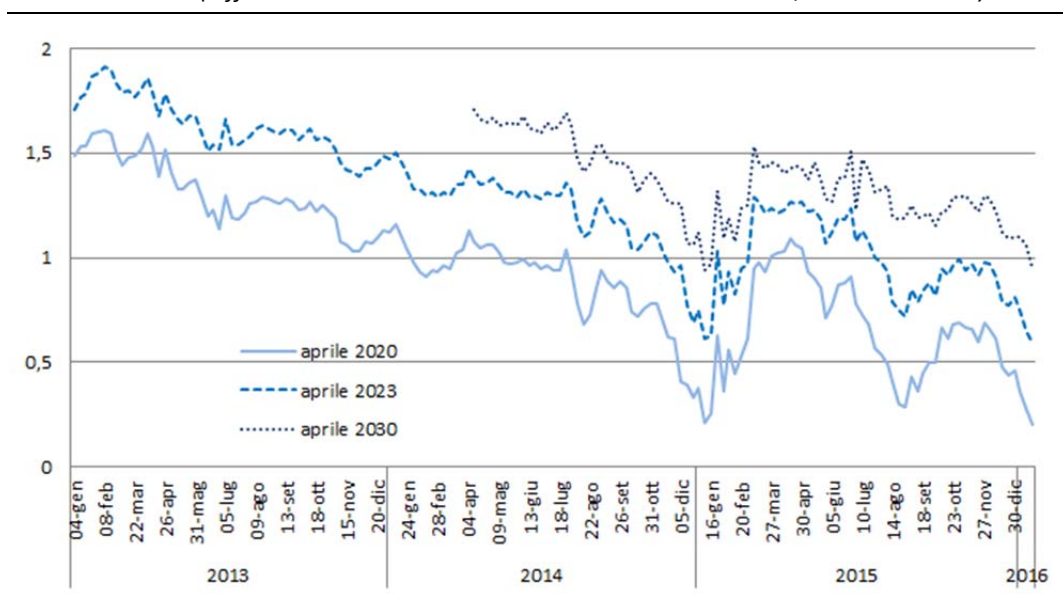
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Commissione europea.

<sup>1</sup> Le indagini congiunturali quantificano le attese di inflazione dei consumatori per i dodici mesi successivi a quello della rilevazione come differenza tra la percentuale di coloro che si attendono un incremento dei prezzi più rapido e la quota di coloro che si attendono un incremento più debole rispetto alla dinamica dei prezzi dei dodici mesi precedenti.

<sup>2</sup> Su questo mutamento si veda anche Buseti F., D. Delle Monache, A. Gerali e A. Locarno, (2015) "Trust but verify, De-anchoring of inflation expectations under learning and heterogeneity", mimeo Banca d'Italia.



**Fig. 6** – Aspettative di inflazione nell'area euro: *break-even inflation*  
(differenza di rendimento tra bund ordinari e indicizzati, dati settimanali)



Fonte: elaborazioni su dati Bundesbank.

## ***Economia italiana***

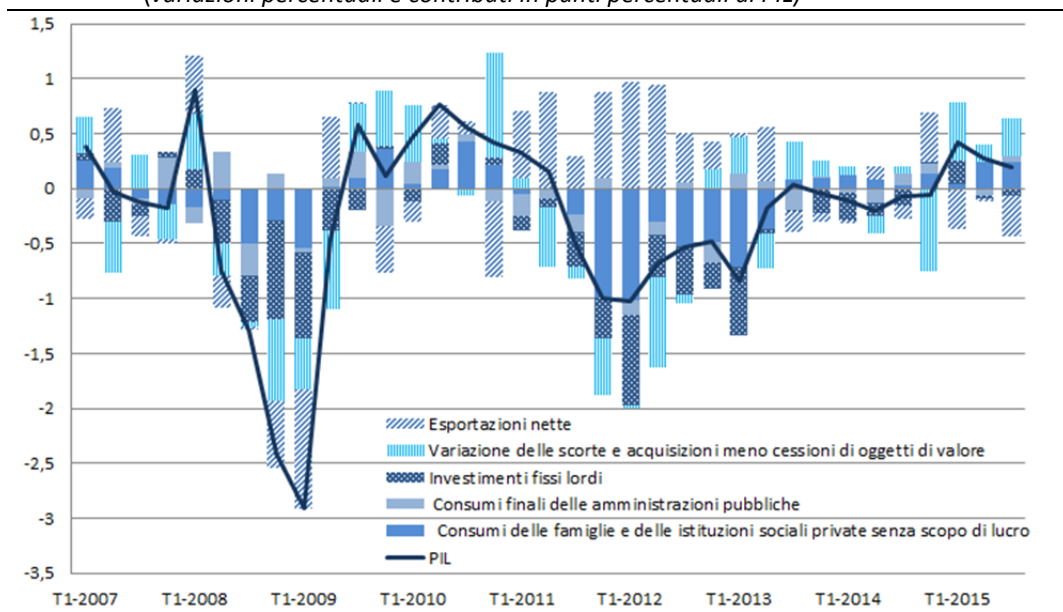
### ***La ripresa prosegue nel terzo trimestre, ma a ritmi più lenti***

La ripresa italiana è proseguita negli ultimi mesi a ritmi moderati, leggermente inferiori a quelli medi del primo semestre. Il PIL è aumentato in luglio-settembre dello 0,2 per cento (dopo incrementi dello 0,4 e 0,3 per cento rispettivamente nel primo e secondo trimestre), venendo trainato, come nella prima parte dell'anno, dalla domanda interna (con un contributo di 0,6 punti alla variazione dell'attività economica), a fronte di una flessione di quella estera netta (-0,4 punti, fig. 7).

Tra le componenti della domanda domestica, la spinta alla crescita è provenuta ancora dal processo di accumulo di scorte (il cui apporto al PIL è stato pari allo 0,3 per cento) e dai consumi delle famiglie (aumentati dello 0,4 per cento come nel secondo trimestre), mentre gli investimenti totali hanno sperimentato una nuova flessione (-0,4 per cento, dopo -0,1 nel secondo trimestre). Al netto del contributo delle scorte, la domanda finale (interna ed estera netta) è diminuita dello 0,1 per cento proseguendo nel profilo complessivamente statico che ha contrassegnato la prima metà dell'anno (-0,1 e +0,1 per cento rispettivamente nel primo e secondo trimestre).



**Fig. 7** – Variazione del PIL sul trimestre precedente e contributi delle componenti della domanda alla variazione del PIL titolo  
(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali di PIL)

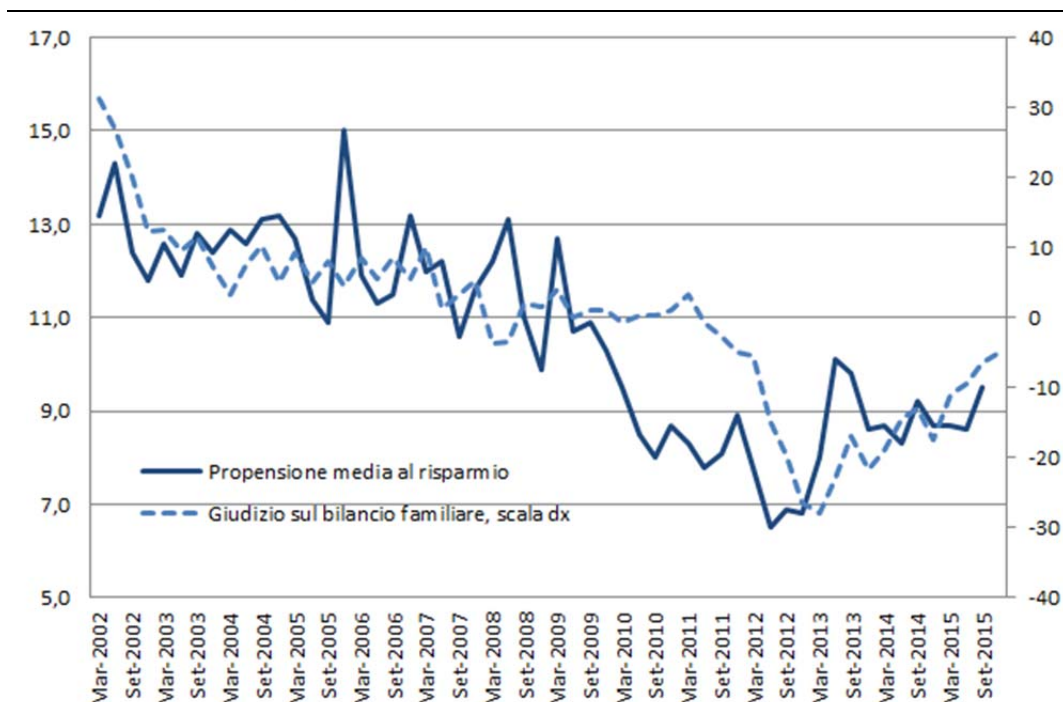


Fonte: Istat.

La dinamica dei consumi è stata favorita dal rialzo del clima di fiducia e dall'aumento del reddito disponibile, su cui ha, a sua volta, inciso il miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Il potere d'acquisto delle famiglie nel secondo trimestre si è incrementato in misura significativa (+1,4 per cento sui precedenti tre mesi), traducendosi, però, solo in parte in maggiore spesa e andando ad alimentare principalmente la formazione di risparmio. Quest'ultimo è salito in rapporto al reddito di quasi un punto percentuale (al 9,5 per cento) tra il secondo e terzo trimestre. Il tendenziale aumento della propensione al risparmio delle famiglie riflette tanto elementi di precauzione in un quadro di persistenti incertezze, quanto l'esigenza di ricostituire i livelli erosi negli anni della crisi (fig. 8).

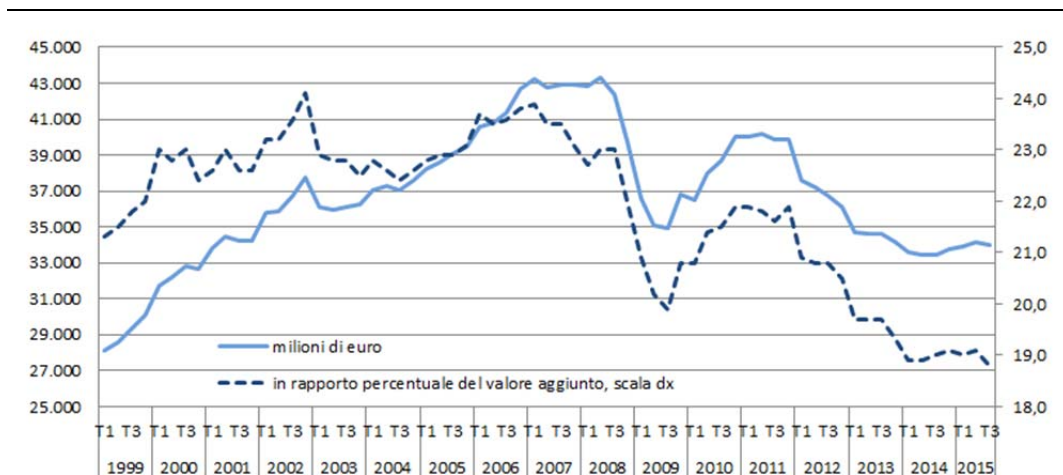
Una accentuata irregolarità ha continuato a contrassegnare gli investimenti in impianti e macchinari, tornati a scendere nel terzo trimestre (-0,6 per cento), dopo la graduale risalita avviata a partire da inizio 2014. Gli investimenti in mezzi di trasporto (+0,4 per cento) hanno solo parzialmente recuperato la flessione dei precedenti tre mesi, evidenziando una dinamica sostanzialmente più contenuta rispetto alla prima metà del 2015, quando hanno inciso anche fattori di natura temporanea (EXPO). Si sono, invece, stabilizzati in luglio-settembre gli investimenti in costruzioni, tanto nella componente delle abitazioni che in quella non residenziale. La lentezza della ripresa del processo di accumulazione è confermata dalle spese per investimenti fissi lordi delle società non finanziarie, che nel terzo trimestre hanno superato di appena l'1,8 per cento il minimo toccato nel secondo trimestre 2014 e si trovano ancora sotto tale livello in rapporto al valore aggiunto del settore (fig. 9).

**Fig.8** – Propensione al risparmio e giudizio delle famiglie sul proprio bilancio  
(quote e saldi percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

**Fig.9** – Investimenti fissi lordi delle società non finanziarie  
(milioni euro e valori percentuali)



Fonte: Istat.

Sul fronte estero, gli effetti del rallentamento dei paesi emergenti si sono fatti sentire nel terzo trimestre sulle esportazioni (-0,8 per cento). Sono diminuite le vendite in Cina, America latina e Russia, mentre si è osservato un moderato aumento di quelle verso l'area della moneta unica e, soprattutto, Stati Uniti. Gli autoveicoli hanno continuato a

costituire la componente più dinamica dell'export. Anche le importazioni si sono indebolite, decelerando (+0,5 per cento) rispetto ai ritmi della prima metà del 2015.

A livello settoriale, la ripresa è stata trainata in luglio-settembre dall'industria (+0,4 per cento) a cui si è affiancata una dinamica lievemente positiva dei servizi (+0,1 per cento) e una leggera flessione delle costruzioni (-0,1 per cento) che appaiono in via di progressiva stabilizzazione dopo la prolungata discesa degli ultimi anni.

### ***Le indicazioni sul periodo più recente: ripresa industriale in moderazione e poco diffusa***

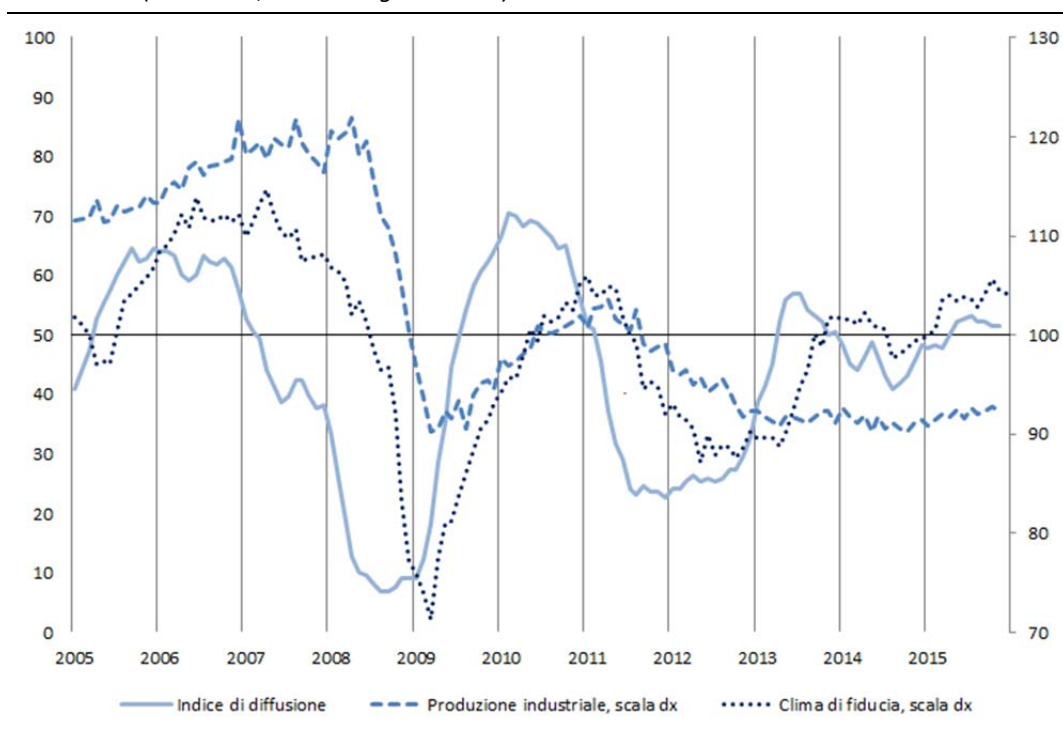
Le informazioni congiunturali relative al quarto trimestre 2015 segnalano una moderazione della contenuta fase di ripresa manifatturiera. In novembre l'attività industriale è scesa dello 0,5 per cento, una flessione che ha coinvolto la generalità dei comparti (beni di consumo -1,3 per cento, strumentali -0,8 per cento, energia -0,7 per cento e intermedi -0,4 per cento). Il settore dei mezzi di trasporto si è confermato in espansione. Sulla moderazione dell'evoluzione dell'industria incide il rallentamento della congiuntura internazionale. Il buon dato sulle esportazioni in novembre (+3,5 per cento su ottobre), trainato dal rimbalzo nel commercio mondiale, sembra attenuare, ma non eliminare la perdita di velocità delle vendite all'estero nell'ultimo trimestre del 2015.

Il recupero della manifattura si conferma, peraltro, concentrato in pochi settori. Se si considera un indice di diffusione<sup>3</sup> della ripresa (fig. 10), si osserva che esso si mantiene distante dai valori tipici che caratterizzano le fasi di espansione ciclica. Per esempio, dopo il crollo del 2009, che aveva interessato oltre il 90 per cento dei comparti industriali, l'indice si è impennato verso quota 70. Nell'attuale fase di ripresa si è, invece, solo leggermente sopra il valore soglia 50 che separa espansione e recessione. L'evoluzione dell'indice di diffusione appare, inoltre, correlarsi con le oscillazioni dell'indicatore di fiducia. Ciò può suggerire che la sconnessione, rilevata nell'ultimo periodo, tra andamenti della produzione industriale (in ripresa modesta) e del clima di opinione (in più consistente rialzo) rifletta essenzialmente l'aumento della diffusione del ciclo positivo, ma dai valori estremamente bassi, prossimi al 20 per cento, a cui era caduta la quota di imprese che si potevano considerare in fase favorevole. Il miglioramento della fiducia in atto, pur con alti e bassi, da fine 2013 indicherebbe, quindi, che è andato riducendosi il numero di attività manifatturiere in recessione, ma l'estensione e l'intensità della ripresa industriale rimangono molto contenute.

---

<sup>3</sup> L'indice di diffusione è calcolato considerando la quota di sotto settori del manifatturiero (186 settori Ateco a 4 cifre, escludendo gli energetici) in espansione, ovvero con tasso di crescita positivo del trend (ottenuto con un filtro di Kalman in un modello a componenti inosservate con trend, *slope* e stagionalità). Quindi un valore pari a 50 indica che il 50 per cento dei sotto settori è in espansione. Per costruzione, nell'indice di diffusione tutti i sotto-settori sono considerati con un uguale peso (1/186).

**Fig. 10** – Diffusione della ripresa nel settore manifatturiero  
(2010=100, dati destagionalizzati)



Fonte: Istat ed elaborazioni su dati Istat.

### ***Segni di miglioramento nelle costruzioni e nei servizi***

Quanto ai settori non manifatturieri, quello delle costruzioni ha evidenziato, negli ultimi mesi, segnali meno sfavorevoli. La fiducia degli imprenditori, pur con accentuate irregolarità, è rimasta su un trend crescente, mentre l'indice di produzione ha interrotto la prolungata fase negativa, registrando a novembre un significativo incremento (+2,5 per cento) che potrebbe far chiudere l'ultimo trimestre del 2015 in territorio positivo. Indicazioni relativamente favorevoli vengono, in particolare, dal settore immobiliare, dove le compravendite appaiono in recupero e i prezzi delle abitazioni hanno registrato nel terzo trimestre un rialzo per la prima volta in quattro anni (+0,2 per cento, +1,4 per cento per quelle nuove). Le migliorate condizioni del credito e del potere di acquisto delle famiglie dovrebbero favorire la prosecuzione della graduale ripresa di tale settore.

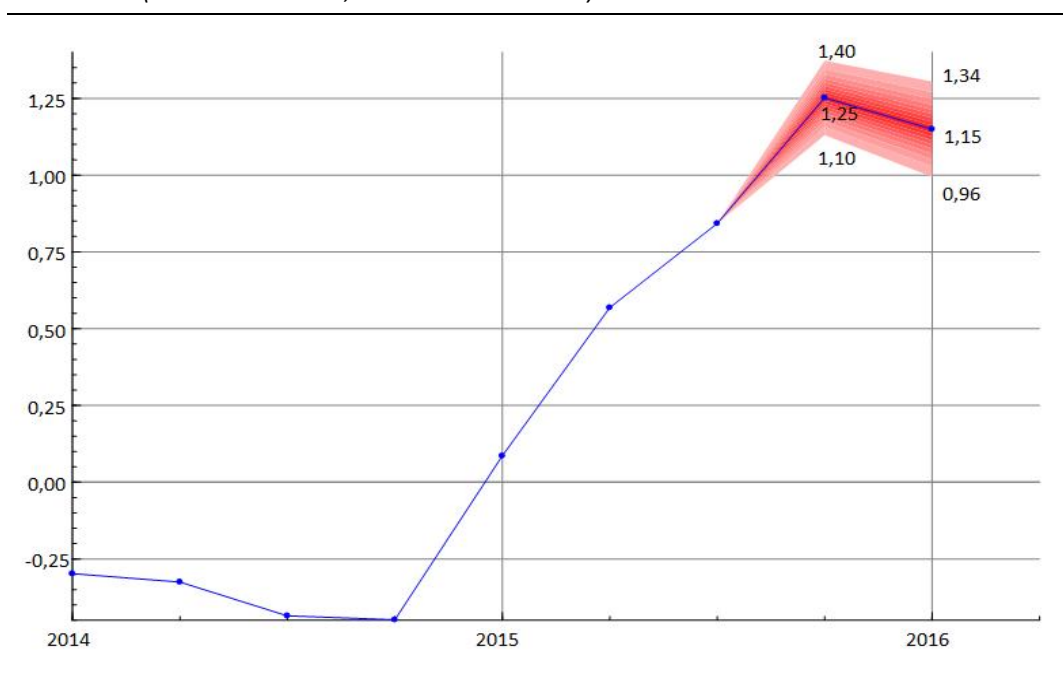
Anche i servizi forniscono segnali di recupero produttivo, pur in presenza di persistenti eterogeneità tra i vari comparti. Il clima di opinione delle imprese ha continuato a migliorare nel quarto trimestre tanto nei servizi di mercato, quanto nel commercio al dettaglio. Indicazioni di debolezza vengono, invece, dalle vendite al dettaglio (scese in volume dello 0,2 e 0,6 per cento rispettivamente in settembre e ottobre). Secondo l'indicatore dei consumi di Confcommercio, si sarebbe verificato un rialzo in novembre dopo gli andamenti sfavorevoli dei precedenti tre mesi.

### **PIL ancora in graduale ripresa a fine 2015 e inizio 2016**

Complessivamente, queste tendenze sembrano indicare la prosecuzione della ripresa italiana a ritmi trimestrali lievemente inferiori a quelli che hanno contrassegnato la prima metà del 2015 e con una composizione settoriale maggiormente spostata verso servizi e costruzioni. I modelli di previsione a breve termine impiegati dall'UPB<sup>4</sup> indicano un aumento congiunturale del PIL dello 0,3 per cento tanto nel quarto trimestre 2015 che nel primo 2016. L'incremento sul corrispondente periodo dell'anno precedente si porterebbe all'1,25 e 1,15 per cento rispettivamente nei due trimestri (fig. 11).

La dinamica stimata per l'ultimo trimestre dello scorso anno condurrebbe a una crescita 2015, corretta per i giorni di lavoro, dello 0,7 per cento. In termini grezzi, ovvero al lordo dell'effetto giorni (tre in più sul 2014), il rialzo dell'attività economica potrebbe attestarsi allo 0,8 per cento (0,9 per cento nelle stime NADEF/DPB). Tenuto, inoltre, conto della stima ipotizzata per il primo trimestre di quest'anno, la crescita acquisita del 2016 sul 2015 (ovvero quella che si realizzerebbe se il PIL rimanesse fermo al livello di gennaio-marzo) risulterebbe dello 0,7 per cento. Se l'acquisito fosse effettivamente tale, per conseguire una crescita dell'1,6 per cento, quale quella ipotizzata dal Governo, occorrerebbe che il PIL aumentasse in media di 0,5/0,6 per cento a partire dal secondo trimestre.

**Fig. 11** – PIL, previsioni ed errore standard  
(valori concatenati, variazioni tendenziali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e stime UPB.

<sup>4</sup> La metodologia utilizzata per la previsione del PIL e sue componenti fa riferimento ai modelli a frequenza mista e ai modelli MIDAS (vedi Frale, C., M. Marcellino, G. Mazzi, and T. Proietti (2011): "EUROMIND: A monthly indicator of the Euro Area economic conditions", Journal of the Royal Statistical Society, Series A, 174, 439-470 e Frale, C., Monteforte, L. (2011), FaMIDAS: a mixed frequency factor model with MIDAS structure, Temi di discussione della Banca d'Italia, n. 788).

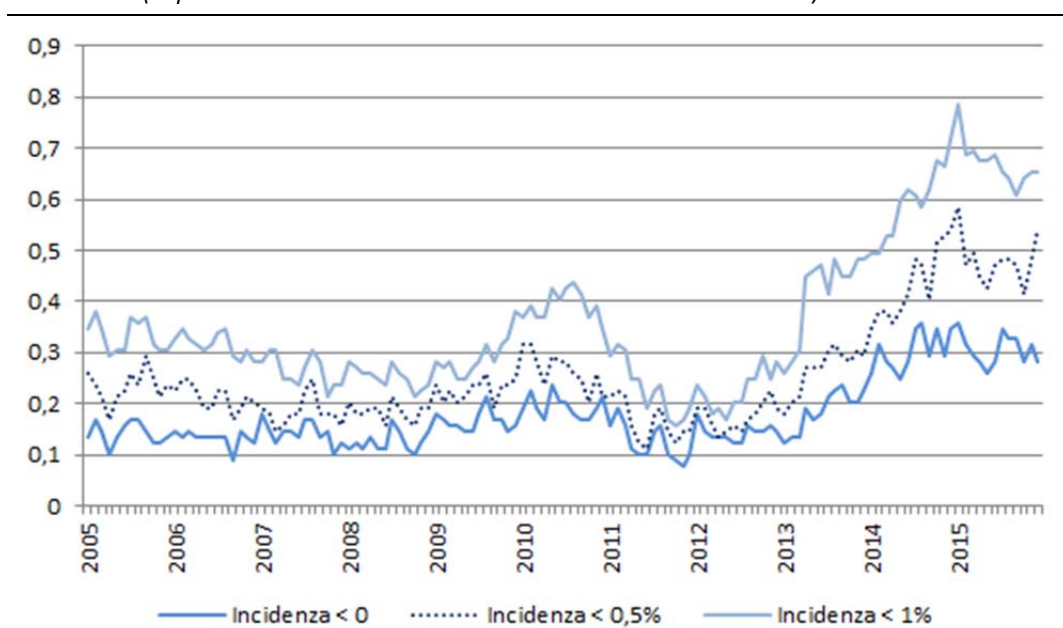
## Inflazione zero

Nei mesi finali del 2015, l'inflazione al consumo ha continuato a mantenersi eccezionalmente debole. Vi ha soprattutto concorso la caduta del prezzo del petrolio; anche le pressioni dal lato della domanda sono, tuttavia, rimaste molto contenute. In dicembre 2015, la crescita su base annua dell'indice armonizzato ha mostrato un'ulteriore lieve attenuazione (+0,1 per cento). L'incremento in media d'anno nel 2015 è stato dello 0,1 per cento (+0,2 per cento nel 2014).

Nel quarto trimestre, l'evoluzione dei prezzi al consumo (+0,2 per cento) è stata condizionata dal progressivo deterioramento della componente energetica (-6,7 per cento). All'opposto, è proseguito il rialzo dei beni alimentari (+1,7 per cento), trainato dalla componente dei non trasformati. A sintesi di tali andamenti, l'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, è risultata in decelerazione per il secondo trimestre consecutivo (+0,6 per cento).

Nel complesso, le spinte al rialzo dell'inflazione al consumo appaiono deboli e limitate a una quota relativamente ristretta di beni e servizi. Con riferimento al paniere di voci elementari dell'IPCA, l'incidenza di quelle che hanno presentato una variazione negativa è risultata in calo nel trimestre finale del 2015 (29 per cento, erano circa il 33 per cento nei precedenti tre mesi). Al contrario, l'incidenza dei beni e servizi contrassegnati da un'inflazione particolarmente bassa (inferiore allo 0,5 per cento) ha mostrato un rialzo, comprendendo oltre la metà delle voci complessive; è risultata stazionaria e pari a quasi due terzi la quota di voci elementari con una dinamica inferiore all'1 per cento (fig. 12).

**Fig. 12** – Incidenza dei beni in deflazione o a bassa inflazione  
(in percentuale sul totale delle voci elementari dell'indice IPCA)



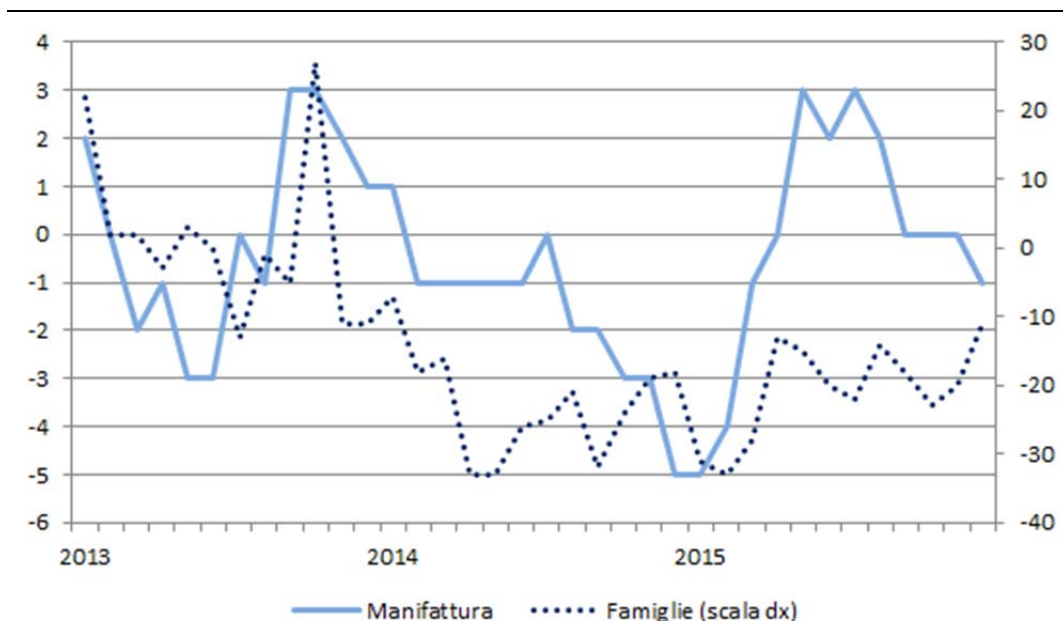
Fonte: elaborazioni su dati Istat.



L'evoluzione delle componenti di prezzo nelle fasi a monte del processo inflazionistico ha continuato a presentarsi complessivamente debole. Ciò ha soprattutto riguardato i prezzi dei prodotti industriali venduti sul mercato interno (-4,7 per cento a novembre), per la marcata contrazione della componente energetica (-10,7 per cento), parzialmente compensata dal modesto aumento dei beni di consumo durevoli e dei beni intermedi. La flessione dei prezzi dei prodotti industriali importati (-4,7 per cento in novembre) è invece da attribuirsi interamente ai ribassi dei prodotti energetici e dei beni intermedi.

Nella prospettiva dei prossimi mesi, l'evoluzione dei prezzi è attesa proseguire secondo ritmi molto bassi. Il miglioramento delle condizioni di domanda interna eserciterebbe solo deboli impulsi, a fronte delle pressioni al ribasso provenienti dal lato dei prodotti energetici. Le aspettative delle imprese, desunte dalle inchieste congiunturali dell'Istat, segnalerebbero un indebolimento nella formazione dei prezzi di vendita per i prossimi mesi, in particolare nei settori della manifattura e nei servizi; un lieve rialzo delle attese ha invece contrassegnato gli operatori delle costruzioni. Secondo la *survey* relativa ai consumatori, le aspettative di inflazione sarebbero orientate a una sostanziale stabilità (fig. 13).

**Fig. 13** – Aspettative sui prezzi delle imprese manifatturiere e delle famiglie  
(saldi percentuali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

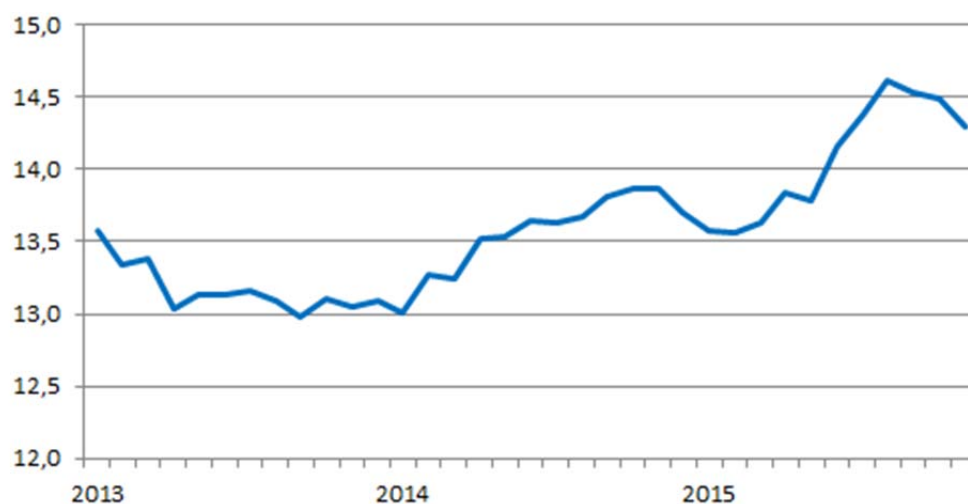


### *Si modera il miglioramento nel mercato del lavoro, più assunti a tempo indeterminato*

Nella seconda metà del 2015 si è moderato il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Nel terzo trimestre, secondo la Rilevazione sulle forze di lavoro, l'occupazione netta complessiva è aumentata dello 0,2 per cento, in decelerazione rispetto ai precedenti tre mesi (quando si era incrementata dello 0,5 per cento). L'evoluzione dei livelli occupazionali ha poi evidenziato una flessione nei mesi autunnali (-0,2 per cento nella media del periodo ottobre-novembre rispetto ai precedenti tre mesi), per la stasi dell'occupazione dipendente e la riduzione di quella di tipo autonomo (-0,7 per cento). La stazionarietà dell'occupazione alle dipendenze è il risultato di un rialzo della componente a carattere permanente (+0,2 per cento, dopo la flessione dei precedenti tre mesi), che ha compensato la riduzione di quella a tempo determinato (-0,8 per cento, dopo i significativi incrementi nei trimestri centrali dello scorso anno). Nel complesso, nei primi undici mesi del 2015, il recupero dell'occupazione dipendente (+1,1 per cento) è stato sostenuto sia dall'aumento delle assunzioni a tempo indeterminato (+0,5) sia dal considerevole incremento di quelle a termine (+5 per cento, fig. 14).

Il tasso d'incremento delle persone occupate (+0,8 per cento) appare in linea col ritmo di sviluppo dell'economia reale. La disaggregazione per classi di età ha continuato a descrivere una crescita dell'occupazione concentrata nelle fasce di età più elevate (50 anni e oltre, come conseguenza dell'innalzamento dell'età pensionabile). Un primo miglioramento del segmento giovanile si è osservato a partire dal terzo trimestre (+3,2 per cento nella classe di età tra i 15 e i 24 anni), ed è proseguito anche nei mesi autunnali (+0,2 per cento nel bimestre ottobre-novembre sui precedenti tre mesi).

**Fig. 14** — Incidenza dell'occupazione a termine sul complesso dell'occupazione dipendente (valori percentuali)

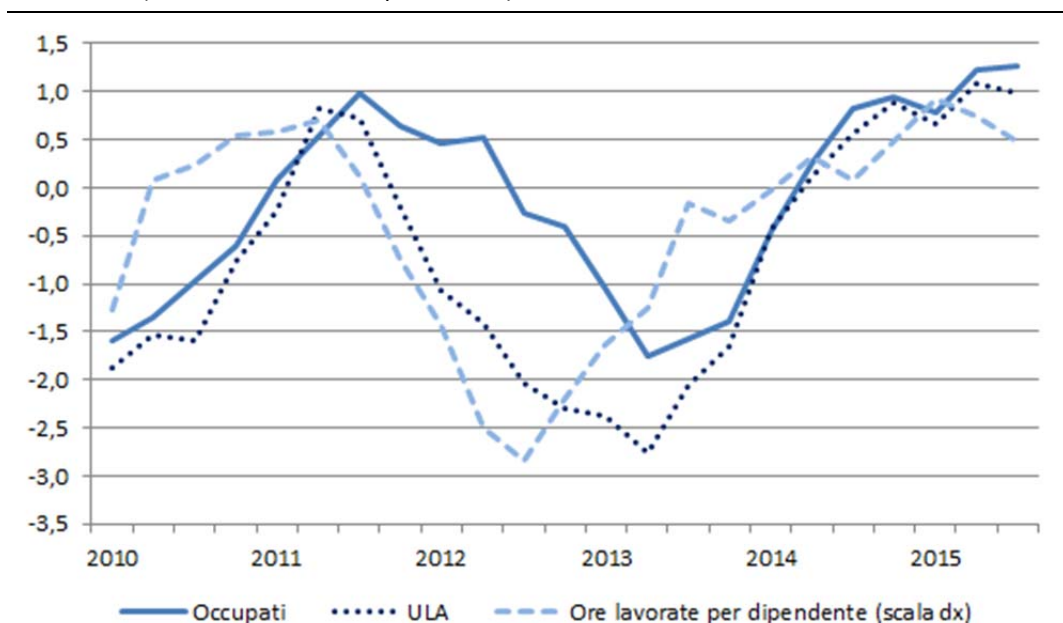


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Il favorevole andamento dell'occupazione dipendente ha beneficiato della ripresa ciclica in corso. Hanno presumibilmente influito anche gli effetti riconducibili alla decontribuzione per le assunzioni a tempo indeterminato (in vigore da gennaio 2015) e alla modifica della disciplina sul licenziamento individuale (Jobs act). Indicazioni in tal senso, per quanto parziali, si desumono dalle informazioni tratte dall'Osservatorio sul precariato istituito dall'INPS, che rende disponibili su base mensile i movimenti dei rapporti di lavoro dipendente del settore privato (assunzioni, cessazioni, trasformazioni) al netto dei lavoratori domestici e degli operai agricoli. Nel periodo gennaio-novembre 2015, il numero di rapporti di lavoro a tempo determinato trasformati a tempo indeterminato è risultato superiore a 469.000 unità (+25,7 per cento rispetto all'analogo periodo di un anno prima); nello stesso periodo, i nuovi rapporti di lavoro a tempo indeterminato del settore privato sono aumentati del 37 per cento. Indicazioni simili si desumono anche dalle Comunicazioni obbligatorie diffuse dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali. In questa direzione sembrano andare anche i dati di flusso relativi alle transizioni nel tempo tra gli stati del mercato del lavoro (occupazione, disoccupazione, inattività), recentemente resi disponibili dall'Istat. Essi mostrano che dall'inizio del 2015 sono riprese le transizioni dall'occupazione a termine verso l'occupazione a tempo indeterminato: nel periodo compreso tra il terzo trimestre 2014 e il terzo trimestre 2015, il 19,3 per cento degli occupati a termine è transitato verso il tempo indeterminato; nel corrispondente periodo di un anno prima, la quota delle transizioni era stata pari al 18,5 per cento.

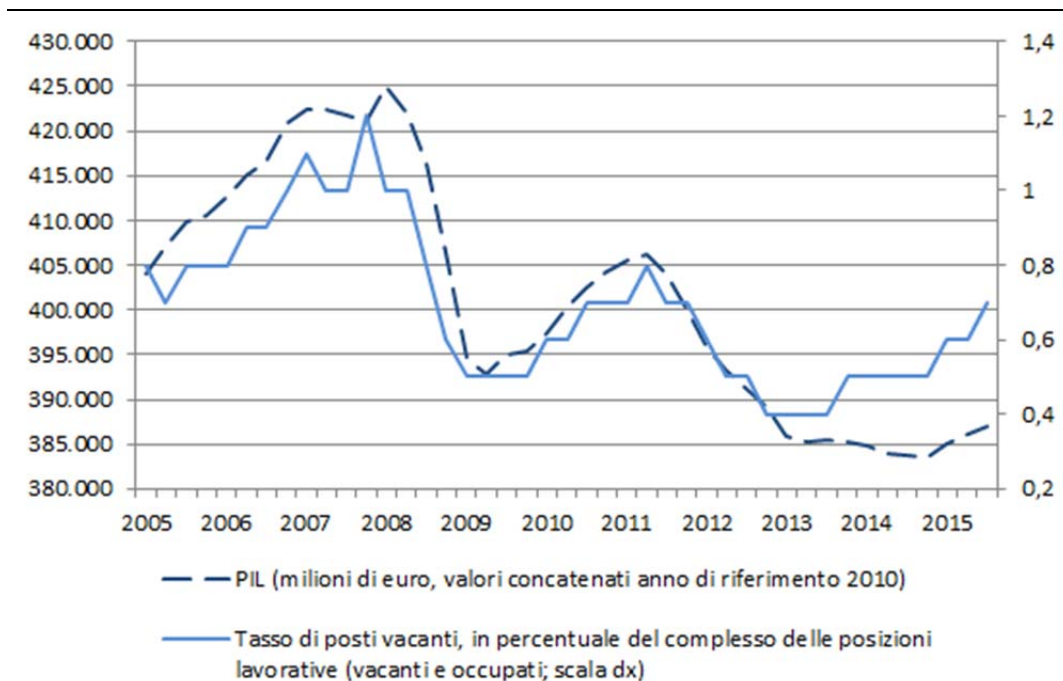
E' proseguito il miglioramento della domanda di lavoro. Nel terzo trimestre del 2015, secondo la contabilità nazionale, l'input di unità di lavoro dipendente equivalente al tempo pieno ha segnato un aumento (+0,2 per cento, pur in decelerazione rispetto ai precedenti tre mesi), sospinto dai rialzi nel comparto manifatturiero e nei servizi. Il forte deterioramento nelle costruzioni (-1,5 per cento) ha eroso i miglioramenti conseguiti in tale settore nella prima metà dell'anno. Il netto calo del ricorso alla Cassa integrazione guadagni si è riflesso in un incremento delle ore lavorate (+0,3 per cento), inferiore, però, alla crescita dell'occupazione in termini di "teste". Ciò si è tradotto in una modesta flessione delle ore lavorate per occupato; una simile evoluzione suggerirebbe che l'introduzione degli incentivi fiscali alle nuove assunzioni avrebbe favorito la convenienza da parte delle imprese ad aggiustare la base occupazionale in misura maggiore rispetto alle ore lavorate in straordinario (risultate stazionarie nel secondo e nel terzo trimestre) (fig.15). La positiva evoluzione della domanda di lavoro ha trovato riscontro nell'ulteriore incremento del tasso di posti vacanti, tornato nel terzo trimestre sui livelli del quarto trimestre 2011 (fig. 16).

**Fig. 15** – Occupazione dipendente, unità di lavoro standard e ore lavorate per dipendente  
(variazioni tendenziali percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

**Fig. 16** – PIL e posti vacanti  
(milioni di euro, valori concatenati anno di riferimento 2010 e valori percentuali)



Fonte: Istat.

Nel terzo trimestre del 2015, il numero di persone in cerca di occupazione è diminuito in misura considerevole (-5,2 per cento su base congiunturale), riportandosi sui livelli di fine 2012. Sulla base dei dati di flusso, a distanza di un anno, si è ridotto il tasso di permanenza nella disoccupazione e, contestualmente, è risultata ancora in salita la probabilità di transitare tanto nell'occupazione (pari al 21,8 per cento tra il terzo trimestre 2014 e il terzo del 2015) quanto, seppure in misura più contenuta, nello stato di inattività. Accanto all'aumento delle persone occupate, il terzo trimestre si è caratterizzato anche per l'incremento degli individui inattivi (+0,7 per cento rispetto ai precedenti tre mesi): ne è risultata una nuova caduta delle forze di lavoro (-0,5 per cento, che è seguita a quella registrata nel primo trimestre). A sintesi di tali andamenti, il tasso di disoccupazione è sceso all'11,7 per cento (-1,2 punti percentuali rispetto al massimo toccato un anno prima) e, nei mesi autunnali (ottobre-novembre), è ripiegato all'11,4 per cento, per l'ulteriore calo dei disoccupati (-2,6 per cento nel bimestre ottobre-novembre rispetto ai precedenti tre mesi) e la sostanziale stasi dell'offerta di lavoro. La riduzione del tasso di disoccupazione ha riguardato anche il segmento compreso tra i 15 e i 24 anni (diminuito nel bimestre ottobre-novembre di 0,8 punti percentuali, al 38,7 per cento). Pur in diminuzione, l'incidenza dei disoccupati di lunga durata si è attestata su valori ancora elevati (57,1 per cento del totale dei disoccupati nel terzo trimestre del 2015).