



## Sommario

*I risultati del primo semestre e le informazioni sul secondo portano a stimare per il 2015 un aumento del PIL, corretto per i giorni di lavoro, dello 0,8 per cento, con incrementi trimestrali di 0,3 per cento nel terzo e quarto trimestre. In termini grezzi, ovvero al lordo dell'effetto giorni, il rialzo potrebbe avvicinarsi allo 0,9 per cento stimato nella NADEF. Segnali positivi arrivano dal mercato del lavoro che mostra una marcata reattività al ciclo economico. I dati indicano che, contrariamente alle esperienze passate, le imprese rispondono alla ripresa con "più persone" anziché "più ore". La riduzione degli organici dopo due recessioni consecutive e l'aumento della convenienza ad assumere, grazie alla decontribuzione, possono spiegare questo fenomeno. È al contempo da rilevare che la crescita degli occupati a tempo determinato si è mantenuta in questi mesi elevata, risultando anche più rapida di quella, in accelerazione, del tempo indeterminato.*

*La sostanziale conferma delle stime di crescita per l'anno in corso sottende un aumento dei rischi, soprattutto in prospettiva. Si conferma il rallentamento delle economie emergenti. I paesi avanzati si mantengono in ripresa per il sostegno della domanda domestica, ma risentono della minore dinamica mondiale. L'inflazione è compressa dagli impulsi depressivi esterni, si complica la condotta delle politiche monetarie. In questo contesto, i previsori rivedono al ribasso le stime di crescita internazionale. Quelle per il commercio mondiale si collocano attualmente al di sotto della previsione adottata dal Governo nella NADEF (3 per cento nel 2015 e 4,5 per cento nel 2016). Tali correzioni non compromettono la ripresa europea e italiana, ma ne riducono la velocità.*

*Anche in Italia la fase di moderata ripresa è sospinta dalla domanda interna. La performance delle esportazioni è stata positiva nella prima metà del 2015, ma mostra ora segni di frenata per il calo delle vendite negli emergenti. L'industria manifatturiera, che ha sostenuto il ciclo economico nel primo semestre, appare particolarmente esposta al rallentamento internazionale. Inoltre, la ripresa di tale settore è estremamente concentrata in poche attività. Al netto dei due comparti maggiormente in crescita (autoveicoli ed energia, 15 per cento dell'industria) non è riscontrabile una effettiva ripresa manifatturiera. Se si verificassero quindi rallentamenti in tali settori (ad esempio, per ripercussioni del caso Volkswagen), potrebbe risentirne il ciclo economico.*

*L'inflazione rimane a livelli prossimi a zero per la flessione del prezzo del petrolio e la dinamica moderata dei consumi. Le spinte alla bassa inflazione risultano diffuse nel paniere del consumo: un terzo dei beni e servizi è in deflazione, quasi la metà ha una dinamica dei prezzi inferiore allo 0,5 per cento, circa due terzi è sotto l'1 per cento.*

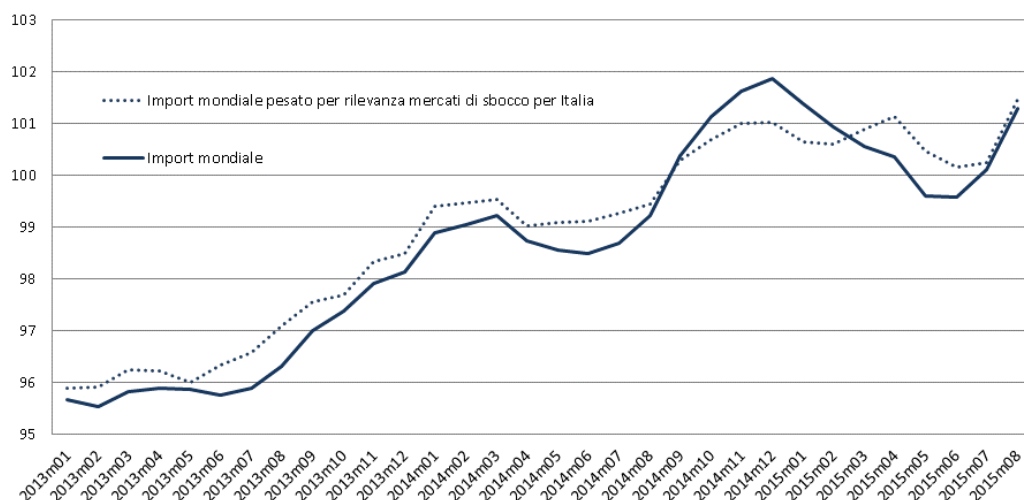
*A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili al 26-10-2015.*

## Contesto internazionale

### Rallenta l'economia mondiale

Si sono intensificati negli ultimi mesi i segnali di rallentamento della crescita globale. Mentre i paesi avanzati restano su un sentiero di ripresa, si sono accentuate le difficoltà delle economie emergenti. La Cina sta sperimentando una decelerazione forse superiore a quanto indicato dalle statistiche ufficiali, Russia e Brasile sono in forte recessione, le economie del Medio Oriente e del Nord Africa risentono della nuova flessione dei prezzi energetici e delle altre materie prime industriali. Il commercio internazionale ha registrato una netta frenata. Data la minore rilevanza dei mercati emergenti per l'export italiano, la domanda che si rivolge alle nostre merci è risultata nella media dei primi otto mesi più sostenuta, ma pur sempre in significativa decelerazione (fig. 1).

**Fig. 1** – Importazioni mondiali e dei mercati rilevanti per l'Italia  
(2014=100, medie mobili trimestrali di dati mensili destagionalizzati)



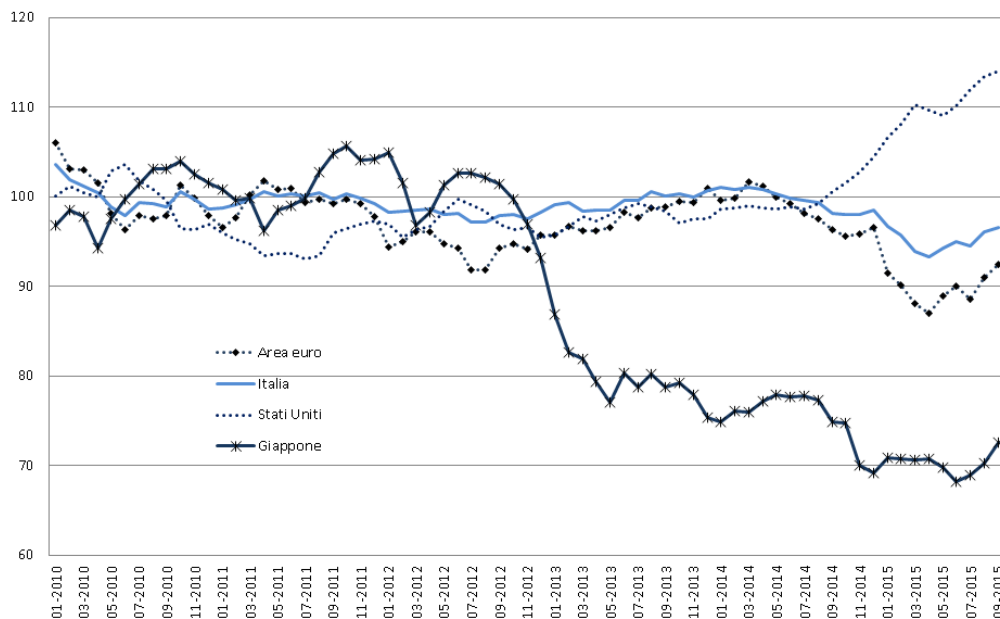
Fonte: elaborazioni su dati CPB

A riflesso di queste dinamiche, le previsioni FMI sono state corrette, in ottobre, al ribasso tanto per il prodotto lordo mondiale (+3,1 e +3,2 per cento nel 2015 e 2016, due decimi in meno in entrambi gli anni rispetto alle stime di luglio), quanto per il commercio di beni e servizi (+3,2 e +4,1 per cento, nove decimi in meno quest'anno e tre decimi in meno nel 2016); nella bilancia dei rischi sono stati accentuati quelli negativi. Le previsioni di ottobre degli istituti italiani (Prometeia e Ref) scontano un quadro estero più debole di quello prospettato da FMI (il commercio internazionale cresce per i due istituti rispettivamente dell'1 e 1,5 per cento quest'anno e del 2 e 3,8 per cento nel 2016). La Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF), pur riducendo le previsioni rispetto ad aprile, si colloca sopra queste stime (il commercio internazionale cresce del 3 per cento nel 2015 e del 4,5 per cento il prossimo anno).

La frenata cinese, ripercuotendosi sui mercati delle *commodities* e delle valute, immette impulsi depressivi in un quadro di inflazione globale già molto contenuto. La quotazione del petrolio, salita nei primi sei mesi a 64 dollari dai minimi di gennaio, è calata nuovamente in estate, riportandosi in prossimità dei livelli di inizio anno (sotto i 50 dollari in settembre e ottobre). Le evoluzioni degli ultimi mesi concorrono a portare il prezzo del greggio del 2015 verso livelli medi in linea con quelli ipotizzati nella NADEF (53,7 dollari a barile).

Il rallentamento dei paesi emergenti si è accompagnato a un aumento dell'instabilità finanziaria, diffuse flessioni delle borse, uscite di capitali e significativi deprezzamenti nei confronti delle monete dei paesi industriali. Tali tendenze, da un lato, accrescono il peso del debito in valuta estera del settore privato nelle aree emergenti, dall'altro inducono perdite di competitività nell'area avanzata (fig. 2).

**Fig. 2** – Tassi cambio effettivi reali dei paesi industriali  
(2010=100, aumento = perdita di competitività)



Fonte: elaborazioni su dati BIS

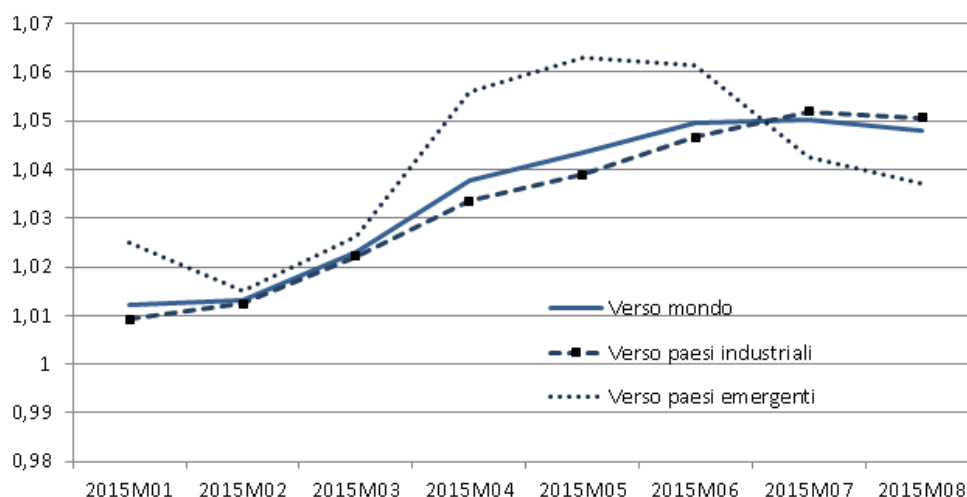
Il tasso di cambio della moneta unica, dopo aver toccato un minimo in aprile, si è apprezzato nei successivi sei mesi di circa l'8 per cento in termini nominali rispetto a un ampio paniere di valute, del 4,5 per cento sul dollaro. La stima della NADEF circa la quotazione dollaro/euro del 2015 (1,118) sembra in linea con questi andamenti.

### Le economie avanzate si confermano in ripresa

L'indebolimento della congiuntura internazionale si è riflesso finora solo in modo parziale sull'attività economica dei paesi avanzati, sospinti anche dal traino della domanda interna. Dopo la frenata di inizio anno, gli Stati Uniti sono tornati a espandersi nel secondo trimestre (+1 per cento sui precedenti tre mesi). Le indicazioni congiunturali segnalano che la crescita sarebbe continuata nel terzo trimestre, ma a tassi più moderati risentendo dell'apprezzamento del dollaro e della frenata degli emergenti. Pur in presenza di un tasso di disoccupazione ai minimi storici, le pressioni salariali e sui prezzi rimangono complessivamente contenute. Questo scenario interno, insieme all'aumento di incertezza indotto dai recenti sviluppi internazionali circa l'intensità della ripresa e le prospettive dell'inflazione, hanno concorso alla decisione della Federal Reserve di rinviare l'avvio della fase di rialzi dei tassi ufficiali di interesse statunitensi, fermi da sette anni (dicembre 2008) al livello zero.

Nella zona euro, è proseguita nel secondo trimestre la fase di graduale ripresa, con ritmi (+0,4 per cento) leggermente più bassi di quelli sperimentati nei precedenti tre mesi (+0,5 per cento). Ai forti aumenti del PIL trimestrale di Spagna e Grecia si sono contrapposte dinamiche più moderate in Germania e Italia e una sostanziale stasi in Francia. L'attività economica nei paesi europei è stata sospinta dal migliore andamento della domanda interna che ha beneficiato dell'allentamento delle condizioni finanziarie nell'area. Anche le esportazioni hanno avuto nella prima metà dell'anno una dinamica positiva, ma hanno frenato negli ultimi mesi risentendo del rallentamento delle vendite nei mercati emergenti (fig. 3).

**Fig. 3** – Esportazioni in valore dell'Area euro per mercati di destinazione  
(2014=100, medie mobili trimestrali di dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat

Le informazioni congiunturali segnalano la prosecuzione del sentiero di moderato recupero produttivo nel terzo trimestre. Si evidenziano, però, elementi di rischio in

prospettiva. Alcuni segnali emersi in estate in Germania (frenata dell'industria, contrazione dell'export e calo dei nuovi ordini esteri) indicano una possibile perdita di velocità di questa economia, su cui pesa peraltro l'incertezza per le ripercussioni della vicenda Volkswagen. Un eventuale rallentamento della produzione tedesca di auto potrebbe incidere sul settore italiano di parti e componenti, data l'elevata integrazione produttiva tra i due sistemi realizzatasi negli ultimi anni. Le previsioni IMF di ottobre non incorporano del tutto questi rischi, lasciando invariata, rispetto a luglio, la stima di crescita per l'area euro nel 2015 (+1,5 per cento) e abbassandola solo di un decimo nel 2016 (al +1,6 per cento).

### ***Sfide per la politica monetaria europea***

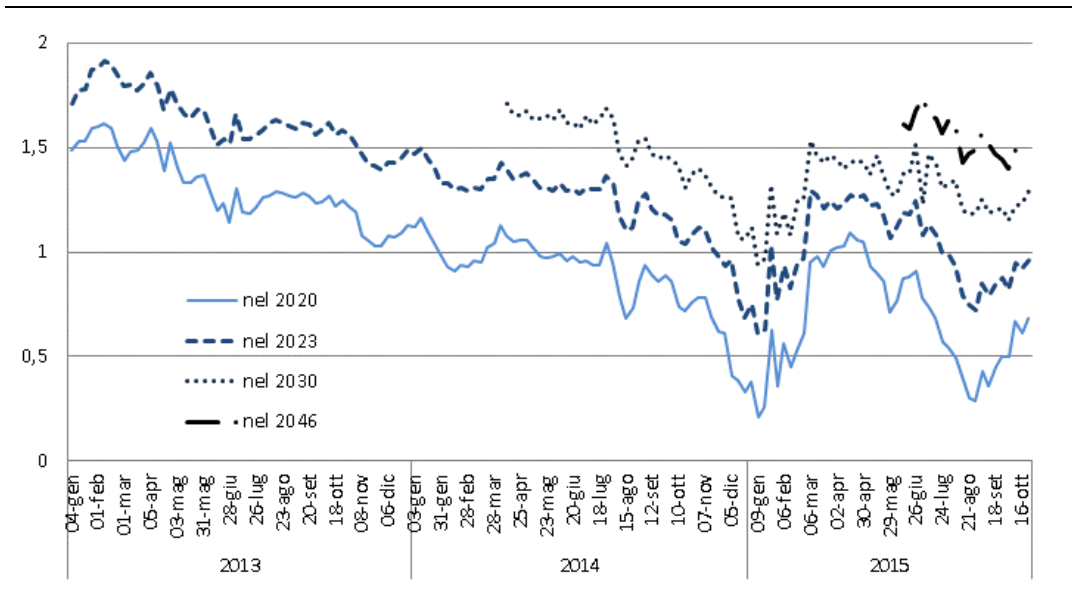
La ripresa nell'area della moneta unica è stata favorita dal cambio di tono delle politiche macroeconomiche. Sul lato delle politiche di bilancio, l'impostazione è divenuta meno restrittiva rispetto al recente passato. Sul lato della politica monetaria, l'azione della BCE ha assunto un segno decisamente espansivo con l'ampio programma di acquisti di titoli pubblici e privati avviato in marzo. Gli effetti finanziari di tale intervento si sono resi visibili con l'avvio di un rapido processo di riduzione dei tassi di interesse, compressione degli *spread*, e, nella prima parte dell'anno, deprezzamento del cambio dell'euro.

Oltre alla necessità di ridurre la frammentazione finanziaria, scopo centrale della decisione della Bce è, però, quello di promuovere l'innalzamento delle aspettative di inflazione e recuperare così capacità di influire sul ciclo attraverso gli strumenti monetari convenzionali. Su questo fronte i progressi sono molto meno visibili. L'inflazione dell'area è tornata negativa a settembre (-0,1 per cento da +0,1 di agosto), quella al netto delle componenti più volatili rimane molto bassa (+0,8 per cento contro +0,9 del mese precedente). Le attese di inflazione, dopo aver mostrato un iniziale rafforzamento nei primi mesi di attuazione del programma, sono tornate a diminuire in estate per poi segnare lievi rialzi in settembre-ottobre, mantenendosi sempre lontane dall'obiettivo del 2 per cento (fig. 4).

Nel considerare queste dinamiche si deve tenere conto della difficoltà per la BCE di trasmettere l'aumento della base monetaria, determinato dall'acquisto di titoli, all'offerta di moneta effettivamente in circolazione nel sistema economico. Dall'inizio del *quantitative easing*, la base monetaria nell'area euro si è incrementata di quasi il 30 per cento, mentre l'aggregato di moneta più ampio, M3, è cresciuto solo del 2 per cento, venendo sospinto soprattutto dai depositi in conto corrente a riflesso della persistente preferenza per impieghi liquidi (e sicuri) che caratterizza in questa fase gli operatori. Tale disconnessione si è riflessa nella nuova, marcata caduta del moltiplicatore monetario (dato dal rapporto tra stock di moneta esistente e base monetaria, fig. 5) che ha contrassegnato l'avvio del programma di acquisti: le iniezioni di liquidità della BCE si sono tradotte soprattutto in accumulo di riserve in eccesso degli istituti di credito presso

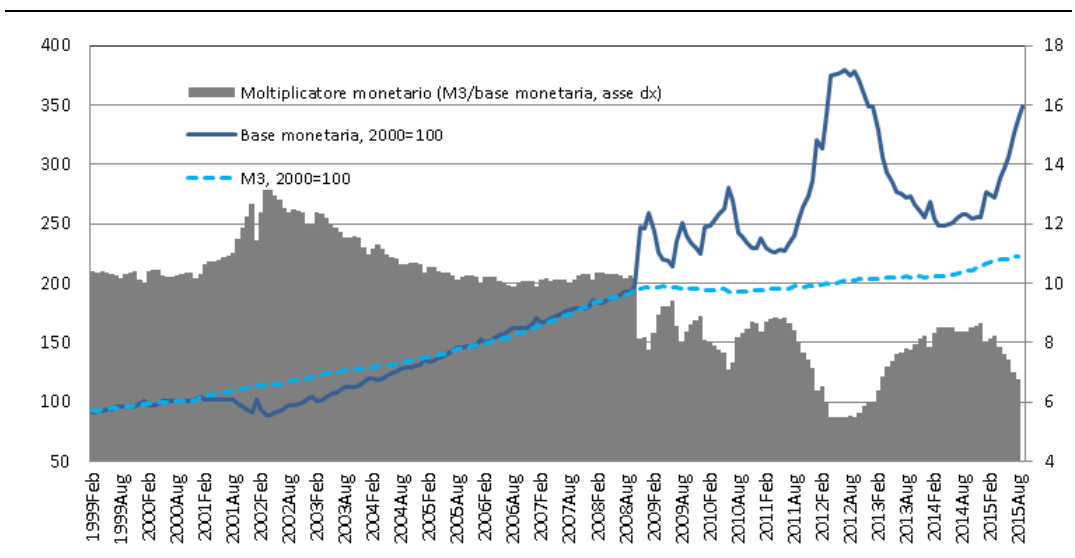
la banca centrale e solo in misura parziale in aumento dello stock di moneta in circolazione. Alla luce di queste dinamiche e in considerazione del potenziale impatto deflativo del rallentamento dei paesi emergenti, la BCE ha annunciato nel meeting del 22 ottobre la possibilità di tornare a intervenire a dicembre, quando disporrà dell'aggiornamento del proprio quadro previsivo, rafforzando il programma di acquisto di titoli e, nel caso, abbassando ulteriormente la remunerazione dei depositi detenuti dalle banche (attualmente a -0,2 per cento).

**Fig. 4** – Aspettative di inflazione nell'area euro: *break-even inflation* (differenza di rendimento tra bund ordinari e indicizzati, dati settimanali)



Fonte: elaborazioni su dati Bundesbank

**Fig. 5** – Area euro: base monetaria, M3 e moltiplicatore monetario



Fonte: elaborazioni su dati ECB

## ***Economia italiana***

### ***Domanda interna e scorte spingono la ripresa nella prima metà 2015***

I dati diffusi dall'Istat il 2 settembre (aumento congiunturale del PIL dello 0,4 e 0,3 per cento rispettivamente nel primo e secondo trimestre dell'anno, con un incremento complessivo dello 0,5 per cento nella media del semestre rispetto ai precedenti sei mesi) hanno segnato il ritorno dell'Italia, dopo tre anni e mezzo, su un sentiero di moderata ripresa. La crescita dell'attività economica è stata trainata dal recupero della domanda interna che ha più che compensato l'indebolimento di quella estera netta. Pur con una accentuata irregolarità nelle dinamiche trimestrali, i consumi delle famiglie sono cresciuti in misura contenuta (+0,2 per cento rispetto ai precedenti sei mesi), in presenza di una debole dinamica del potere d'acquisto (-0,2 per cento nel confronto col precedente semestre) e di una lieve compressione della propensione media al risparmio (passata all'8,9 per cento dal 9,1 della seconda metà del 2014). La spesa delle famiglie è stata trainata dalla forte accelerazione dei beni durevoli, a riflesso dell'aumento del clima di fiducia soprattutto per quanto riguarda la situazione generale dell'economia, delle migliori condizioni creditizie e delle necessità di rinnovamento di un parco beni invecchiati per i rinvii di acquisto operati negli anni della crisi.

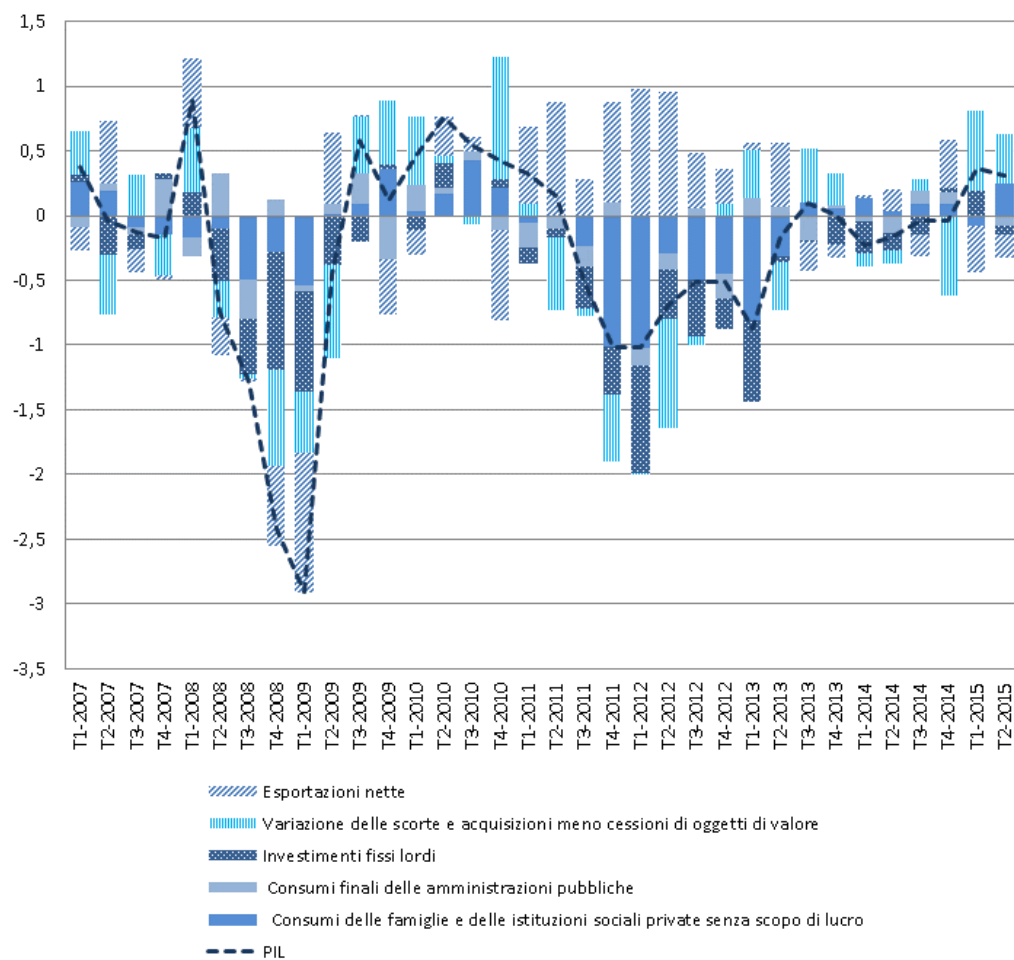
Una marcata volatilità trimestrale ha contrassegnato anche gli investimenti produttivi (macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto), il cui recupero nella prima metà del 2015 è stato comunque consistente (+3,7 per cento sul secondo semestre dello scorso anno). Esso ha beneficiato del forte apporto della componente dei mezzi di trasporto (+32,5 per cento nel semestre), concretizzatosi nei primi mesi anche in relazione alla favorevole influenza di fattori temporanei (ultimazione dei lavori per l'EXPO). Quest'ultimi hanno presumibilmente inciso nel primo trimestre anche sugli investimenti in costruzioni, tornati poi a indebolirsi in aprile-giugno (la variazione congiunturale nei primi sei mesi è stata pari a -0,2 per cento).

Le esportazioni (+2,1 per cento nel semestre, +2,7 per cento per le sole merci) sembrano non avere risentito del rallentamento dei paesi emergenti, beneficiando del deprezzamento del cambio e del maggiore orientamento geografico verso i mercati in crescita del Nord America e dell'Europa. Il contributo della domanda estera netta all'aumento del PIL è risultato tuttavia negativo, per l'accelerazione delle importazioni (+3,4 per cento) su cui in parte si sono scaricati gli impulsi della maggiore domanda interna e dell'accumulazione delle scorte.

Quest'ultime, dopo la riduzione operata nella parte finale del 2014, hanno fornito un impulso determinante alla crescita del PIL nei primi sei mesi (il contributo congiunturale è stato di 0,6 e 0,4 punti percentuali rispettivamente nel primo e secondo trimestre). Se si esclude la variazione delle scorte, la domanda aggregata finale si è ridotta tanto nel primo che nel secondo trimestre 2015.

A livello settoriale, la ripresa economica nella prima metà dell'anno è stata principalmente trainata dall'accelerazione della manifattura e dal graduale miglioramento nel settore dei servizi (in particolare, commercio, attività finanziarie e servizi professionali).

**Fig. 6** – Variazione del PIL sul trimestre precedente e contributi della domanda (variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Istat

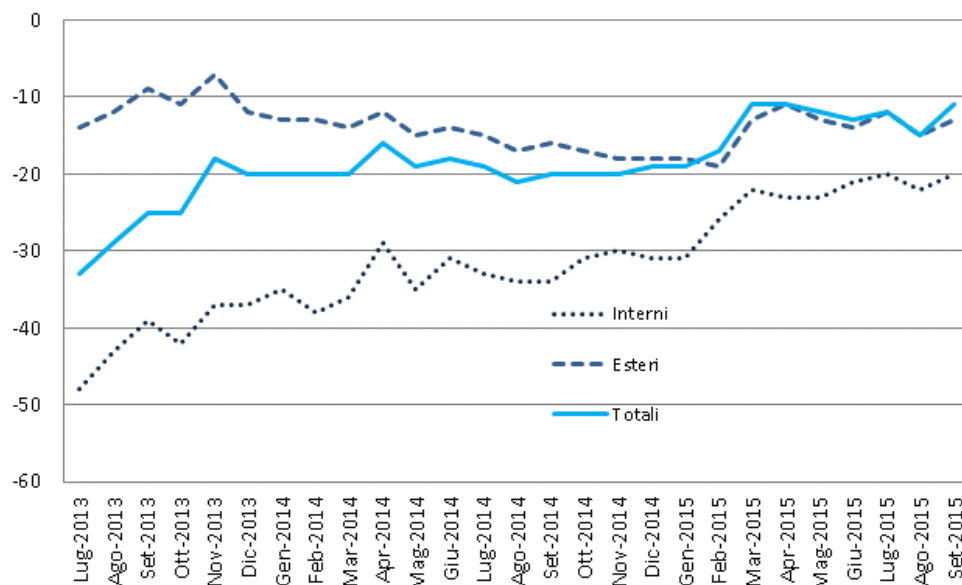
### **Le indicazioni sul III trimestre, industria esposta al rallentamento internazionale**

Le informazioni congiunturali relative al terzo trimestre segnalano il proseguimento della moderata fase di ripresa. L'indice di produzione industriale ha corretto solo in parte ad agosto (-0,5 per cento) il buon rialzo del mese precedente (+1,1 per cento), risentendo della volatilità indotta dell'“effetto giorni” e dal clima particolarmente caldo (fattori che hanno entrambi favorito il balzo di luglio) e prospettando così un'evoluzione ancora favorevole nel terzo trimestre. Indicazioni in parte diverse vengono dal fatturato manifatturiero, apparso in flessione in entrambi i mesi (nel bimestre luglio-agosto esso è sceso in volume dell'1 per cento rispetto al secondo trimestre).



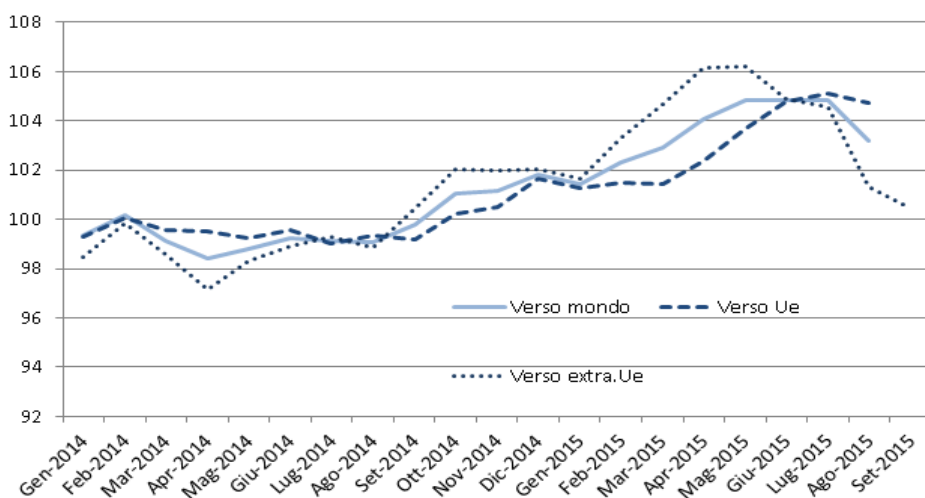
La dinamica discordante tra fatturato (in calo) e produzione (in aumento) potrebbe indicare che quest'ultima è andata ancora ad alimentare, nei mesi estivi, il processo di ricostituzione delle scorte in atto dall'inizio dell'anno. Con riferimento agli indicatori della domanda finale che si rivolge all'industria, i giudizi delle imprese sul portafoglio ordini appaiono ancora in moderata crescita per quanto riguarda il mercato interno, ma in relativa stabilizzazione in quello estero (fig. 7).

**Fig. 7** – Giudizio delle imprese industriali sul portafoglio ordini  
(saldi percentuali tra risposte positive e negative, dati destagionalizzati)



Fonte: Istat

**Fig. 8** – Esportazioni in valore per mercati di destinazione  
(2014=100, medie mobili trimestrali di dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati Istat

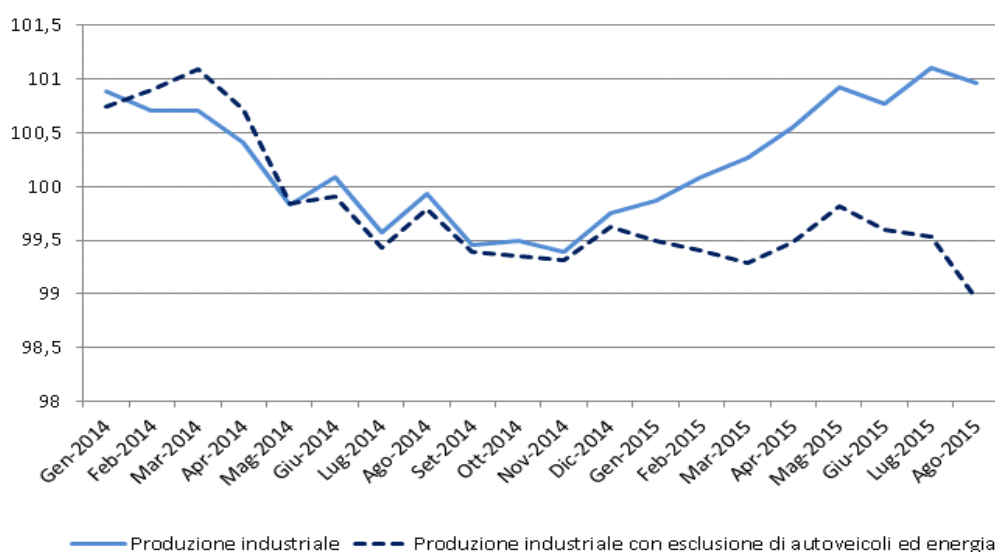
In effetti, una progressiva stasi dell'export a partire dall'estate è evidenziata anche dai dati di commercio estero: le esportazioni in valore hanno smesso di espandersi nel secondo trimestre, risentendo della marcata caduta delle vendite nei mercati extra-Ue, in particolare in quelli emergenti (fig. 8).

### **Una ripresa industriale poco diffusa**

Un'ulteriore considerazione riguarda l'insufficiente grado di diffusione della ripresa industriale che continua a caratterizzarsi, a un anno dall'avvio, per una forte concentrazione in un numero limitato di comparti. Se si escludono, in particolare, gli autoveicoli (circa 4 per cento dell'industria) e la fornitura di energia (circa 10 per cento), risulta difficile riscontrare una effettiva ripresa dell'attività produttiva: rispetto al punto di minimo del terzo trimestre 2014, la produzione industriale è in luglio-agosto più elevata dell'1,8 per cento; al netto dei due settori in cui si è concentrata la crescita, la produzione della parte restante dell'industria (85 per cento del totale) risulta più bassa rispetto ai valori di un anno prima (fig. 9). L'inadeguata diffusione del ciclo positivo può costituire un elemento di fragilità per la ripresa industriale, qualora si attenuasse il contributo dei settori trainanti.

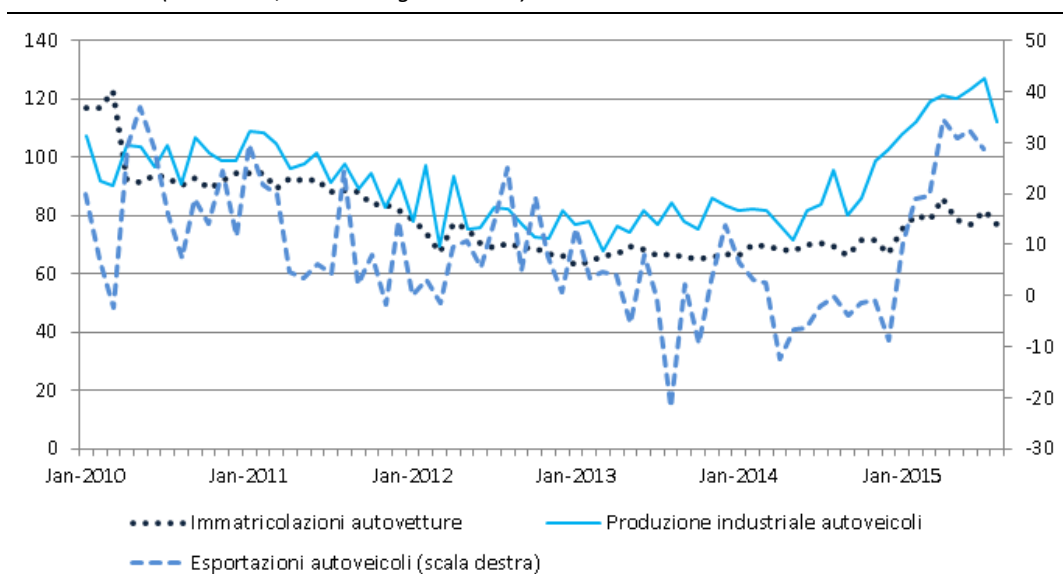
Con riferimento all'auto, le indicazioni sono ancora complessivamente positive, seppure in via di moderazione. Dopo il balzo dei primi mesi dell'anno, le immatricolazioni di autovetture viaggiano a ritmi mensili (destagionalizzati) più contenuti; in agosto si è avuto un indebolimento. Resta, d'altra parte, sempre molto rilevante per questo settore il contributo del mercato estero (+36 per cento di export ad agosto rispetto ad un anno prima), soprattutto con destinazione Stati Uniti (fig. 10).

**Fig. 9** – Produzione industriale complessiva e con esclusione dei settori trainanti (2014=100, medie mobili trimestrali di dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati Istat

**Fig. 10** – Il mercato dell'auto  
(2010=100, dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati Istat

### **Costruzioni deboli, servizi in ripresa**

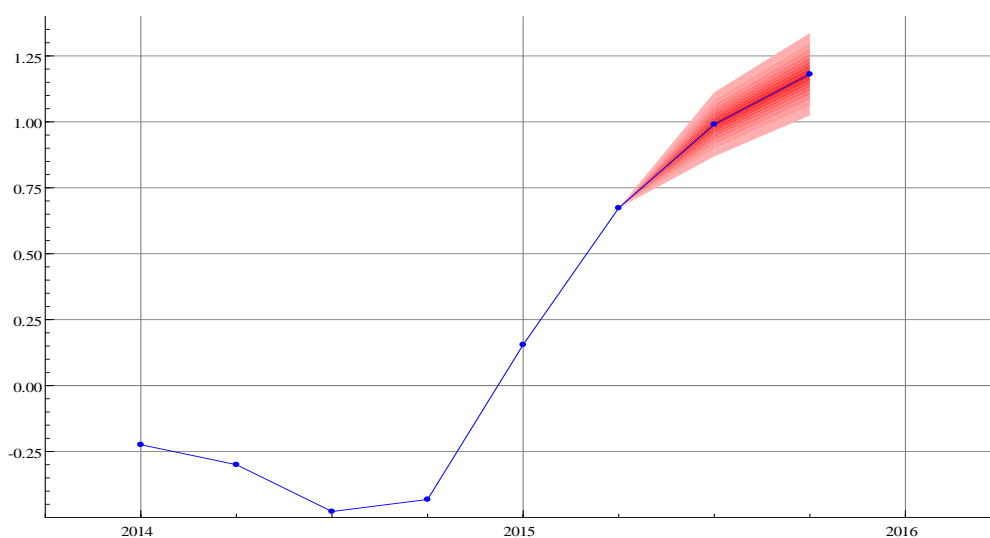
Quanto ai settori non manifatturieri, quello delle costruzioni rimane contrassegnato da debolezza, come confermato dall'indice di produzione praticamente stagnante nei mesi estivi sui valori minimi toccati nel secondo trimestre. Si è tuttavia evidenziata nel recente periodo qualche indicazione meno sfavorevole. Il clima di opinione degli imprenditori appare da alcuni mesi in sensibile miglioramento. La prolungata discesa dei prezzi delle abitazioni si sta attenuando, soprattutto per quanto riguarda le nuove costruzioni. Grazie anche all'allentamento delle tensioni nel mercato del credito, si osservano segnali di ripresa delle compravendite nel comparto residenziale (+8,2 per cento nel secondo trimestre rispetto a un anno prima), partendo comunque da livelli di interscambio assai contenuti. Nel complesso queste informazioni sembrano indicare che la fase di caduta del settore si sta esaurendo, ma non emergono ancora segnali di una effettiva svolta ciclica.

Appare, invece, in via di consolidamento il recupero produttivo nei servizi, a riflesso del più positivo andamento della domanda interna e, in particolare, dei consumi. Ad agosto le vendite al dettaglio hanno proseguito lungo il sentiero di moderata crescita che ha contrassegnato gli ultimi mesi (+0,3 per cento, dopo +0,4 di luglio). A ciò si aggiunge la favorevole evoluzione del turismo, dall'Italia e dall'estero, durante i mesi estivi. A conferma del miglioramento in corso, il clima di fiducia appare in sostanziale risalita dalla fine del 2014 tanto per le imprese del commercio quanto per quelle dei servizi alle imprese.

### **PIL verso lo 0,8 per cento nella media 2015**

Nell'insieme, queste tendenze sembrano coerenti con la prosecuzione di una crescita dell'attività economica complessiva nella seconda metà del 2015 a ritmi simili a quelli osservati nel primo semestre, ma con una composizione settoriale probabilmente meno incentrata sull'espansione dell'industria manifatturiera. I modelli di previsione a breve termine impiegati dall'UPB<sup>1</sup> indicano un aumento congiunturale del PIL pari a 0,3 per cento per entrambi i trimestri restanti dell'anno; l'incremento sul corrispondente periodo del 2014 si porterebbe a circa l'1 per cento nel terzo trimestre e sopra questo livello nel quarto (fig. 11). Queste dinamiche condurrebbero a un aumento del PIL, corretto per i giorni di lavoro, dello 0,8 per cento nella media del 2015. In termini grezzi, ovvero al lordo dell'effetto giorni, il rialzo dell'attività economica potrebbe avvicinarsi allo 0,9 per cento ipotizzato nella previsione della NADEF.

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat e stime UPB

### **L'inflazione rimane bassa**

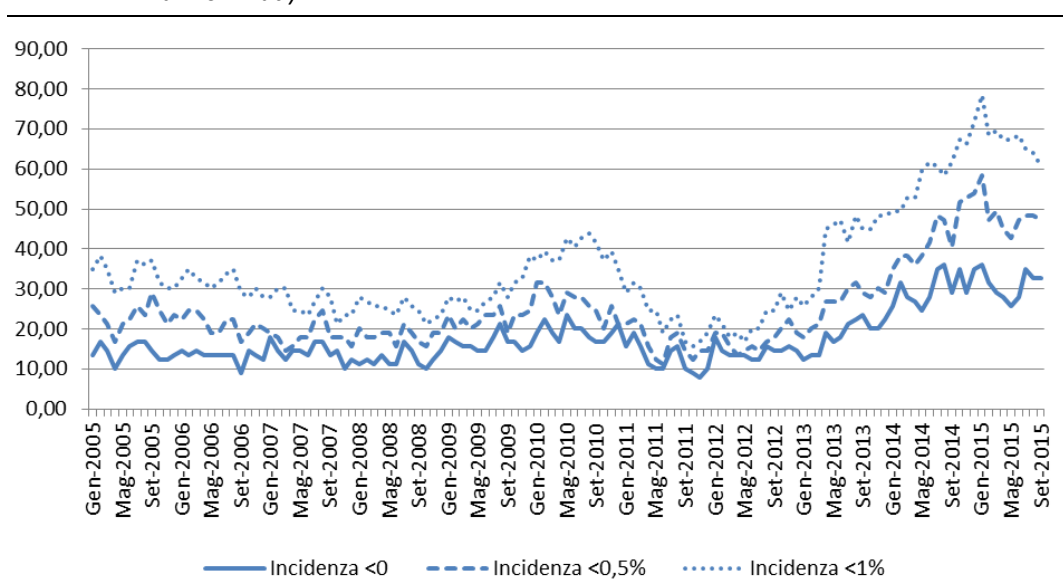
La flessione del prezzo del petrolio, in un quadro di dinamica moderata dei consumi interni, contribuisce a mantenere l'inflazione su valori bassi. Nel periodo luglio-settembre, l'aumento tendenziale dell'indice armonizzato è stato lievemente positivo (+0,3 per cento), risultando leggermente più elevato di quello dei precedenti tre mesi

<sup>1</sup> La metodologia utilizzata in questa nota per la previsione del PIL fa riferimento ai modelli a frequenza mista e ai modelli MIDAS (vedi C. Frale, 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).

(+0,1 per cento), grazie ai rialzi di luglio (+0,3 per cento) e agosto (+0,4 per cento) a cui è seguito un rallentamento in settembre (+0,2 per cento). Una sostanziale moderazione si riscontra anche escludendo le componenti più volatili: al netto di beni energetici e alimentari freschi, la crescita tendenziale dei prezzi al consumo armonizzati è stata nel terzo trimestre dello 0,9 per cento (+0,8 in settembre). Il rialzo rispetto al periodo aprile-giugno (+0,6 per cento) ha riflesso il recupero della componente dei servizi dai valori minimi toccati in primavera, a riflesso anche della spinta proveniente dal lento recupero dei consumi. L'evoluzione dei prezzi dei beni industriali è risultata, invece, in attenuazione, risentendo del contenimento delle quotazioni dei prodotti manufatti sui mercati internazionali.

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 settembre pari a circa un terzo (erano sotto questa quota un anno fa). L'incidenza dei beni e servizi contrassegnati da un'inflazione particolarmente bassa, inferiore allo 0,5 per cento, arriva a coprire quasi la metà delle voci complessive; pari a quasi due terzi è la quota con una dinamica tendenziale sotto l'1 per cento (fig. 12).

**Fig. 12** – Incidenza di beni e servizi in deflazione o a bassa inflazione  
(in percentuale sul totale delle voci elementari dell'indice dei prezzi al consumo armonizzati)

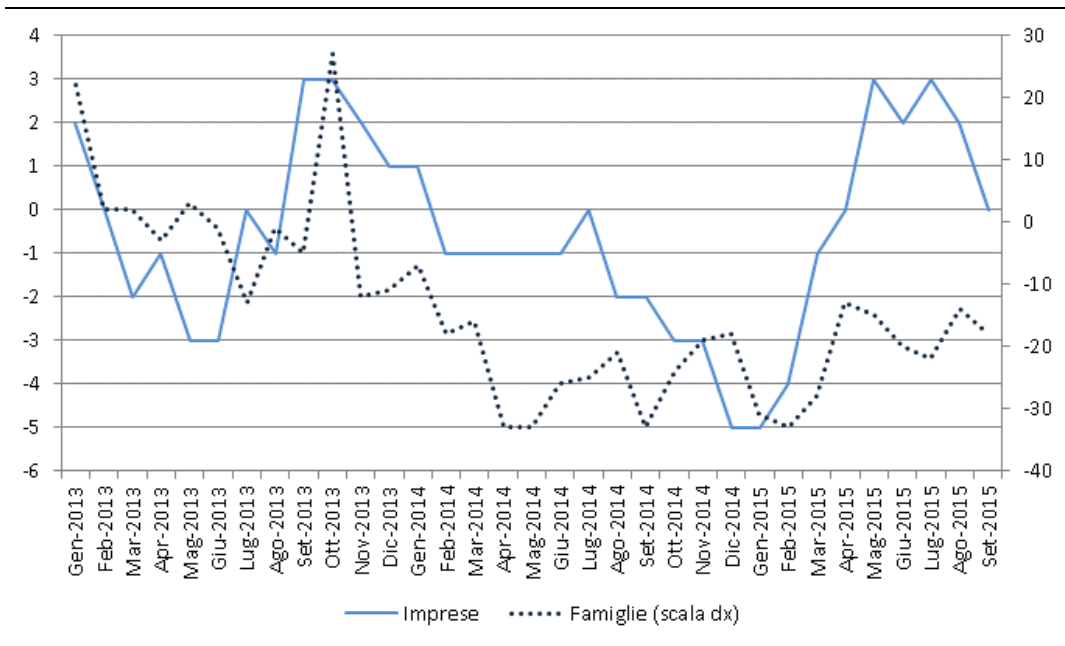


Fonte: elaborazioni su dati Istat

Per quanto riguarda l'evoluzione delle componenti di prezzo delle fasi a monte del processo inflazionistico, nel corso del terzo trimestre si è nuovamente accentuata la caduta dei prezzi dei prodotti industriali importati (-5,8 per cento in agosto), attribuibile in larga misura ai ribassi degli energetici e, più in generale, dei prodotti importati dai mercati esterni all'area euro (-10,1 per cento). Una stasi ha invece contrassegnato

l'andamento dei prezzi per le importazioni dalle economie dell'area della moneta unica (+0,2 per cento). La riduzione dei prezzi dei prodotti industriali venduti sul mercato interno (-3,6 per cento) ha riflesso la marcata contrazione della componente energetica, in presenza di un aumento per i beni di consumo durevoli e i beni strumentali.

**Fig. 13** – Aspettative sui prezzi delle imprese e delle famiglie  
(saldi percentuali tra risposte positive e negative, dati destagionalizzati)



Fonte: Istat

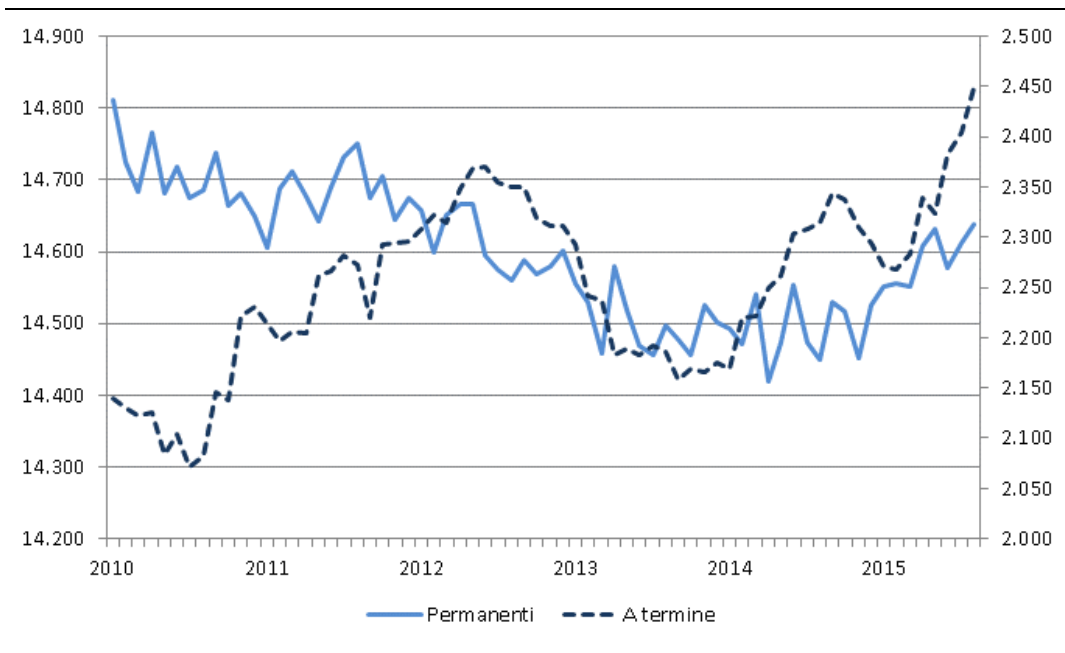
Nella prospettiva dei prossimi mesi, l'evoluzione dei prezzi è attesa proseguire secondo ritmi molto contenuti. Le aspettative delle imprese, desunte dalle inchieste congiunturali dell'Istat, segnalerebbero una sostanziale stasi nella formazione dei prezzi di vendita per i prossimi mesi, con attese di ulteriore attenuazione nei comparti dei beni di consumo e dei prodotti intermedi. Anche la *survey* relativa ai consumatori evidenzia attese di inflazione sostanzialmente stabile: a settembre, è aumentata la quota di quanti si aspettano aumenti costanti dei prezzi e, allo stesso tempo, è cresciuta anche l'incidenza delle famiglie con attese di stazionarietà (fig. 13).

### **Il miglioramento del mercato del lavoro**

Segnali incoraggianti arrivano dal mercato del lavoro che ha continuato a mostrare una marcata reattività alle condizioni cicliche dell'economia. Dall'avvio dell'anno, la risalita dei livelli occupazionali si è realizzata, in termini di "teste", a ritmi mediamente più sostenuti di quelli dell'economia reale. Nel secondo trimestre, secondo la Rilevazione sulle forze di lavoro, l'occupazione netta complessiva è aumentata dello 0,5 per cento su base congiunturale, segnando un'accelerazione rispetto ai primi tre mesi (+0,1 per cento). Tale favorevole evoluzione è proseguita nei mesi estivi (l'aumento degli occupati

nel periodo luglio-agosto è stato dello 0,4 per cento sui precedenti tre mesi). Nel complesso, nei primi otto mesi, l'incremento è risultato dello 0,9 per cento. Il miglioramento delle condizioni occupazionali trova conferma nell'andamento della Cassa integrazione guadagni, il cui ricorso si è nettamente ridotto nei mesi estivi.

**Fig. 14** – Occupati dipendenti per carattere dell'occupazione  
(migliaia di unità, dati destagionalizzati)



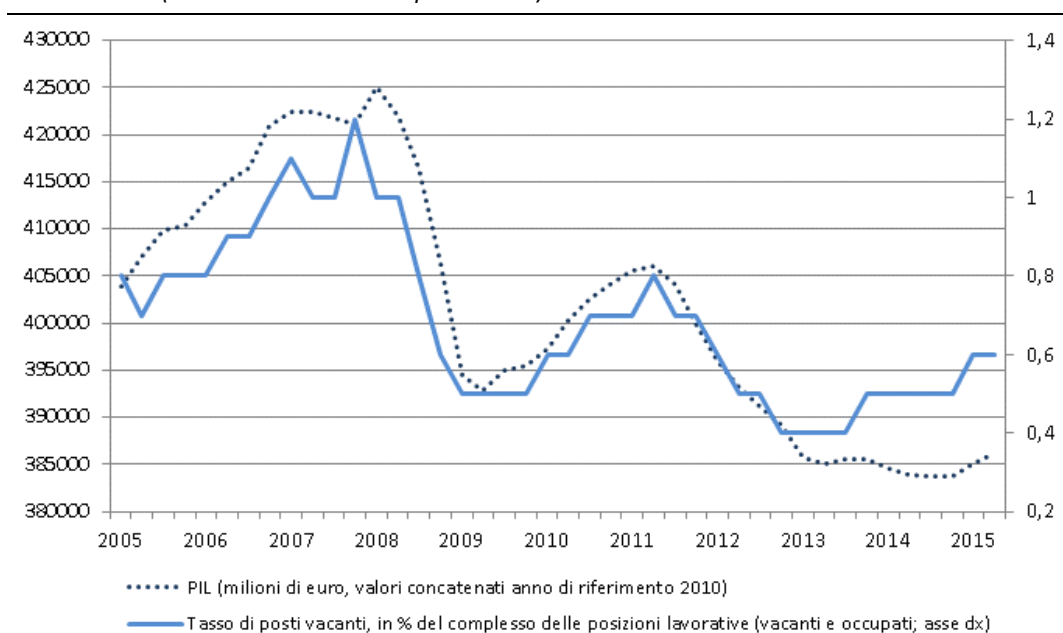
Fonte: Istat

Oltre al rafforzamento del ciclo economico, gli incentivi fiscali per le assunzioni a tempo indeterminato (decontribuzione, in vigore da gennaio) e la modifica della disciplina sul licenziamento individuale (Jobs act, in vigore da marzo) possono avere inciso sull'evoluzione dell'occupazione. Con riferimento alla sua composizione, l'aumento osservato nei primi otto mesi dell'anno è interamente attribuibile alla componente dell'occupazione dipendente, oggetto dei provvedimenti di incentivo e di riforma (+1,1 per cento; +0,1 quella autonoma). Essa è stata caratterizzata da un recupero delle assunzioni a carattere permanente (+0,7 per cento, con un'accelerazione nei mesi estivi), a cui si è comunque accompagnata una dinamica più sostenuta di quelle a tempo determinato (+3,7 per cento nello stesso periodo, fig. 14). A seguito di questi andamenti, l'incidenza dell'occupazione a termine è lievemente aumentata nel corso dei primi otto mesi del 2015 (14,3 per cento ad agosto, dal 14 per cento di gennaio).

L'impatto della decontribuzione fiscale sulla domanda di lavoro può essere stato amplificato dalla scarsa incidenza, dopo due recessioni nell'arco di sette anni, del fenomeno del *labour hoarding* (mantenimento in recessione di un numero di occupati, impiegati per meno ore, in eccesso rispetto alle esigenze operative delle imprese). L'introduzione a inizio d'anno di generosi incentivi fiscali alle assunzioni potrebbe avere mutato le convenienze delle imprese, portandole a rispondere con più persone, anziché

con più ore straordinarie, al miglioramento delle condizioni congiunturali. Vanno in questa direzione il modesto aumento delle ore di straordinario nelle grandi imprese (a luglio nella manifattura sono state il 3,4 per cento del totale delle ore ordinarie, solo due decimi in più rispetto alla fase depressa di un anno prima) e le indicazioni della contabilità nazionale che mostrano un incremento delle unità di lavoro dipendente equivalente al tempo pieno (+0,2 per cento nel secondo trimestre) sostanzialmente più contenuto rispetto all'aumento delle persone occupate e una contemporanea attenuazione della dinamica delle ore lavorate per occupato.

**Fig. 15** – PIL e posti vacanti  
(milioni di euro e valori percentuali)



Fonte: Istat

Il miglioramento della domanda di lavoro trova conferma, tra gli altri indicatori, nel tasso di posti vacanti (fig. 15) che, nel secondo trimestre, si è mantenuto sui livelli a cui era risalito nei primi tre mesi del 2015 (quando aveva recuperato la flessione del precedente triennio). In questo contesto, il tasso di disoccupazione è ripiegato dai massimi toccati a fine 2014, scendendo al 12 per cento nella media del bimestre luglio-agosto (era al 12,8 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno); il tasso di disoccupazione di lunga durata ha mostrato una modesta attenuazione, quello giovanile si è portato al 40,6 per cento (dal 42 per cento di fine 2014).