

## Sommario

*La ripresa italiana prosegue su ritmi moderati. Sulla base degli indicatori congiunturali disponibili, l'Upb stima che il PIL sia aumentato di circa lo 0,2 per cento nel IV trimestre 2016. Le valutazioni sul I trimestre 2017 quantificano una variazione più contenuta, pari a circa lo 0,1 per cento. Tali stime implicano un rialzo del PIL 2016 dello 0,9 per cento, contro una previsione del DPB, in ottobre, dello 0,8 per cento. Per il 2017, il conseguimento dell'obiettivo di crescita del DPB (1 per cento) richiederebbe un'accelerazione del PIL dal II trimestre verso ritmi medi dello 0,4 per cento.*

*La crescita continua a essere trainata dalla domanda interna, ma con un cambio di testimone tra consumi e investimenti. Nell'ultima fase la spesa delle famiglie ha preso ad attenuarsi, gli investimenti mostrano maggiore vivacità. Incidono su questi ultimi l'aumento della redditività delle imprese, grazie anche alla moderazione dei costi di produzione, e lo stimolo fornito dagli incentivi governativi. Le condizioni del credito, pur rimanendo molto selettive, sono in lento miglioramento. Le conseguenze del recente declassamento del debito sovrano per il finanziamento delle banche presso la BCE si prospettano modeste (nella stima Upb, la perdita di valore del collaterale sarebbe pari al 2,5 per cento del totale degli strumenti che le banche impegnano in garanzia). Le più favorevoli condizioni di investimento si traducono, nei piani delle imprese, in iniziative volte non tanto all'allargamento della base produttiva, quanto all'aumento dell'efficienza. Ciò è in parte in contrasto con quanto si rileva negli altri paesi europei. Tale differenza potrebbe riflettere, per le imprese italiane, più contenute prospettive di domanda e le esigenze di rinnovo degli impianti dopo la lunga fase di crisi.*

*Nel mercato del lavoro, ha teso a stabilizzarsi la crescita dell'occupazione e si sono significativamente affievoliti gli effetti delle politiche di decontribuzione sulle assunzioni a tempo indeterminato. Aumento del prezzo del greggio e indebolimento del cambio sospingono l'inflazione. La debole fase di ripresa della domanda e la moderazione salariale mantengono ancora contenute le pressioni interne sui prezzi.*

*Le tendenze dell'Italia si inseriscono in un contesto mondiale in miglioramento. Il FMI ha sostanzialmente confermato il suo scenario previsivo, scontando al contempo una più forte accelerazione americana a seguito di politiche di bilancio più espansive. Gli Stati Uniti sono divenuti, però, anche una rilevante fonte di incertezza per il quadro globale. Pesano gli interrogativi circa le misure che prenderà il nuovo Presidente sulle politiche commerciali e le mosse della Federal Reserve in caso di surriscaldamento dell'economia.*

*\*A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili al 29-1-2017.*

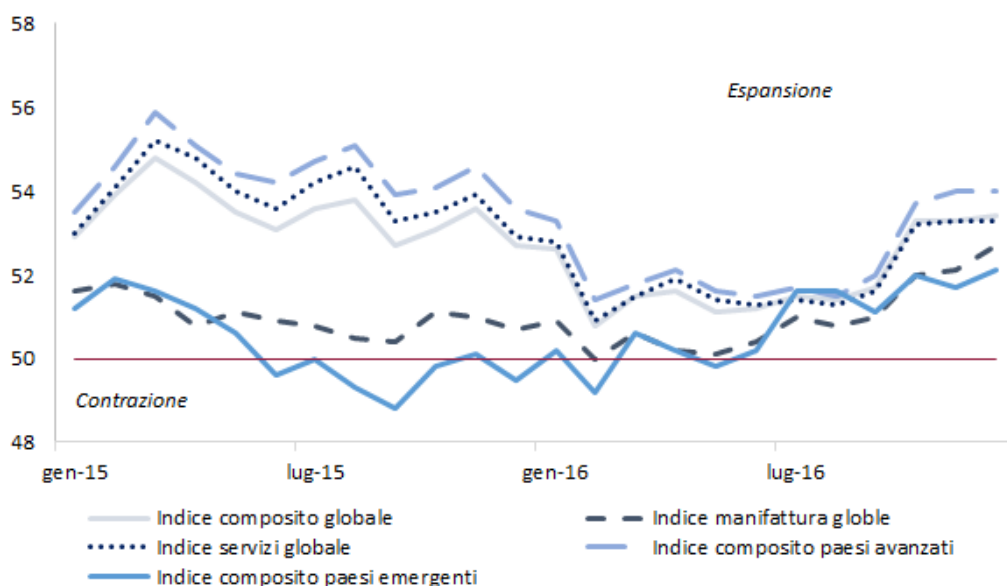
## Contesto internazionale

### Segni di miglioramento per la congiuntura mondiale...

Dopo una crescita su ritmi contenuti nella prima metà dello scorso anno, l'attività economica globale ha registrato un graduale miglioramento nella restante parte del 2016, venendo soprattutto trainata dall'irrobustimento della dinamica delle economie avanzate, a fronte di una sostanziale stabilità nell'area dei paesi emergenti.

La ripresa è risultata in accelerazione negli Stati Uniti nel corso dei primi tre trimestri del 2016, frenando parzialmente negli ultimi mesi dell'anno per il rallentamento delle esportazioni nette. La fase di recupero ha teso, invece, a indebolirsi in Giappone, mentre si è mantenuta su ritmi moderati nell'area dell'euro. Nel Regno Unito, l'esito del referendum sulla permanenza nella UE non ha prodotto i temuti impatti sfavorevoli sull'attività economica, confermatasi dall'estate su un sentiero ancora positivo. Restano, tuttavia, le incertezze sui possibili effetti avversi di *Brexit* per l'economia britannica nel medio-lungo periodo, in dipendenza del quadro di relazioni che verranno instaurate con la UE. Tra i paesi emergenti, la crescita è risultata sostanzialmente stabile in Cina e India, mentre in persistente recessione sono rimaste le altre grandi economie (Argentina, Brasile, Turchia). La flessione ha teso ad attenuarsi in Russia, grazie al rialzo dei prezzi dei prodotti energetici.

**Fig. 1** – Indici JP Morgan Global PMI (1)  
(media mobile a 3 mesi)



Fonte: Thomson Reuters.

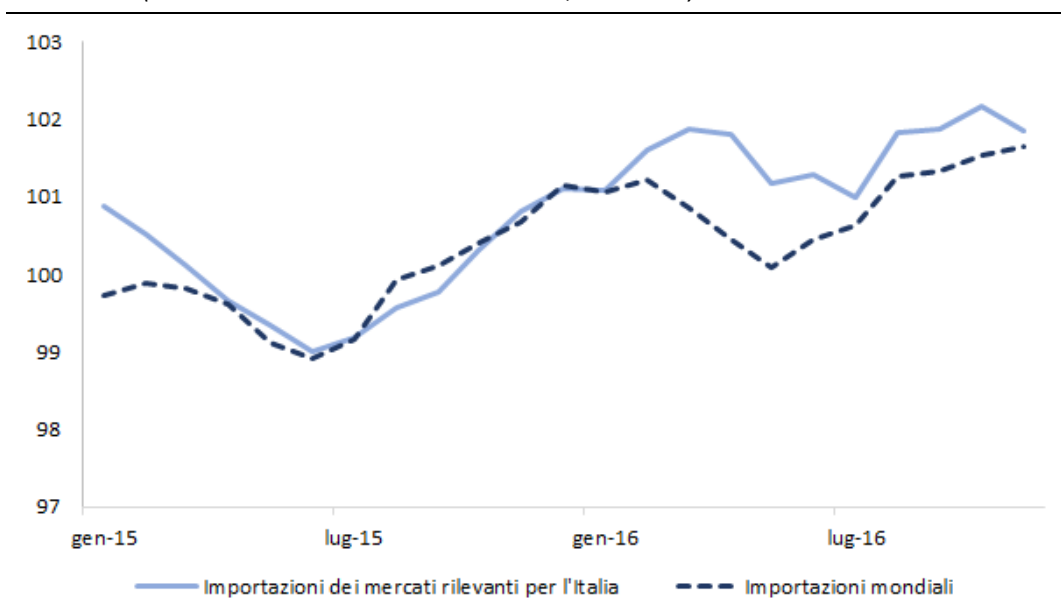
(1) Indici di fiducia basati sulla valutazione dei responsabili degli acquisti delle imprese.

Gli indicatori congiunturali disponibili segnalano il proseguimento, nello scorcio finale dello scorso anno e all'inizio del 2017, di una congiuntura mondiale più vivace. La dinamica produttiva dovrebbe, in particolare, mantenersi favorevole negli Stati Uniti e potrebbe rafforzarsi, rispetto ai ritmi degli ultimi trimestri, nell'area dell'euro. Gli indici di fiducia dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index, PMI*) per l'economia globale hanno mantenuto un'evoluzione positiva negli ultimi mesi del 2016, riflettendo soprattutto il migliore andamento nei paesi avanzati. A livello settoriale, è l'attività manifatturiera mondiale a caratterizzarsi per una situazione ciclica relativamente più favorevole (fig. 1).

### ***...ma l'espansione del commercio rimane contenuta***

Il recupero di tono della produzione globale si è riflesso in misura parziale sul commercio internazionale che, pur risultando in miglioramento rispetto agli andamenti negativi della prima parte del 2016, ha presentato un'accelerazione contenuta, tale da non modificare il risultato modesto conseguito in media d'anno (fig. 2). Nel 2016 si stima che le importazioni mondiali di merci siano aumentate di circa l'1 per cento. Tenendo conto del peso relativo delle aree di destinazione, l'espansione dei mercati rilevanti per i prodotti italiani è risultata relativamente più sostenuta, mantenendosi però su ritmi sempre molto bassi (si stima sotto il 2 per cento). La debole crescita degli scambi mondiali risente dell'allentamento, verificatosi negli ultimi anni, della relazione tra attività economica e scambi. Come argomentato nella Nota sulla congiuntura di ottobre, su tale fenomeno incidono fattori tanto ciclici, quanto strutturali (minore frammentazione internazionale dei processi produttivi, attenuazione degli effetti del progresso tecnologico nei trasporti, affievolirsi della spinta delle passate liberalizzazioni). Negli ultimi mesi si è aggiunto su questo fronte l'ulteriore elemento di rischio delle politiche commerciali che potrebbero essere adottate dalla nuova amministrazione statunitense a protezione delle produzioni nazionali. L'eventuale diffondersi su scala internazionale di misure di restrizione commerciale, attraverso la catena delle azioni e delle ritorsioni, avrebbe l'effetto di affievolire ulteriormente il volume degli scambi globali.

**Fig. 2** – Importazioni mondiali e dei mercati rilevanti per l'Italia  
(media mobile a 3 mesi - numero indice, 2015=100)



Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters.

### **La crescita mondiale nelle previsioni del FMI**

Nell'aggiornamento di gennaio del suo quadro previsivo, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha sostanzialmente confermato le ipotesi di crescita del prodotto mondiale avanzate in ottobre tanto per il 2017 e il 2018. L'attività economica globale accelererebbe al 3,4 per cento quest'anno (3,1 per cento nel 2016) e al 3,6 per cento nel 2018 (tab. 1). La conferma delle stime per l'economia mondiale sottende leggere revisioni al rialzo della dinamica dei paesi avanzati (di un decimo, all'1,9 per cento, nel 2017 e di due decimi, al 2 per cento, nel 2018). Quest'ultime, a loro volta, sono principalmente determinate dall'innalzamento delle previsioni di crescita degli Stati Uniti (di un decimo di punto, al 2,3 per cento, nel 2017 e di quattro decimi di punto, al 2,5 per cento, nel prossimo anno), connesso alle politiche di bilancio espansive preannunciate dal neo Presidente Trump. Le ipotesi di espansione del commercio mondiale sono state mantenute invariate, rispetto alle stime di ottobre per l'anno in corso (3,8 per cento), mentre una revisione marginale al ribasso ha riguardato il 2018 (di un decimo di punto, al 4,1 per cento).

Sulla prospettiva di graduale miglioramento della crescita internazionale incidono, tuttavia, diffusi elementi di incertezza. Essi derivano soprattutto dai punti interrogativi che ancora circondano l'impostazione di politica economica che verrà perseguita dalla nuova amministrazione americana.

**Tab. 1** – Previsioni del FMI  
(variazioni percentuali e differenze in punti percentuali)

	Aggiornamento WEO gennaio 2017		Differenze da WEO ottobre 2016	
	2017	2018	2017	2018
Prodotto mondiale	3,4	3,6	0,0	0,0
<i>Economie avanzate</i>	1,9	2,0	0,1	0,2
<i>Stati Uniti</i>	2,3	2,5	0,1	0,4
<i>Area dell' euro</i>	1,6	1,6	0,1	0,0
<i>Economie emergenti</i>	4,5	4,8	-0,1	0,0
Commercio mondiale	3,8	4,1	0,0	-0,1

Fonte: FMI, *World Economic Outlook (WEO) Update*, gennaio 2017.

L'entità dell'attesa accelerazione statunitense dipenderà, infatti, oltre che dalla dimensione, dalla composizione dello stimolo fiscale. L'effetto espansivo di un aumento del *deficit* di bilancio potrebbe risultare limitato se esso si accompagnasse a misure redistributive, tanto sul lato delle imposte quanto su quello delle spese per trasferimenti, a favore dei segmenti più ricchi della popolazione caratterizzati da più bassa propensione alla spesa. Inciderà inoltre anche la condotta di politica monetaria che verrà adottata dalla *Federal Reserve*. Un inasprimento delle condizioni monetarie, a fronte di eventuali segnali di surriscaldamento dell'economia, potrebbe ripercuotersi sui mercati finanziari in Europa e nell'area dei paesi emergenti. A questi fattori di rischio, si aggiunge la ricordata incertezza circa le politiche commerciali che adotteranno gli Stati Uniti e le reazioni che potrebbero innescarsi nelle altre economie.

### ***Petrolio e cambio premono sui prezzi europei, la BCE conferma la politica espansiva***

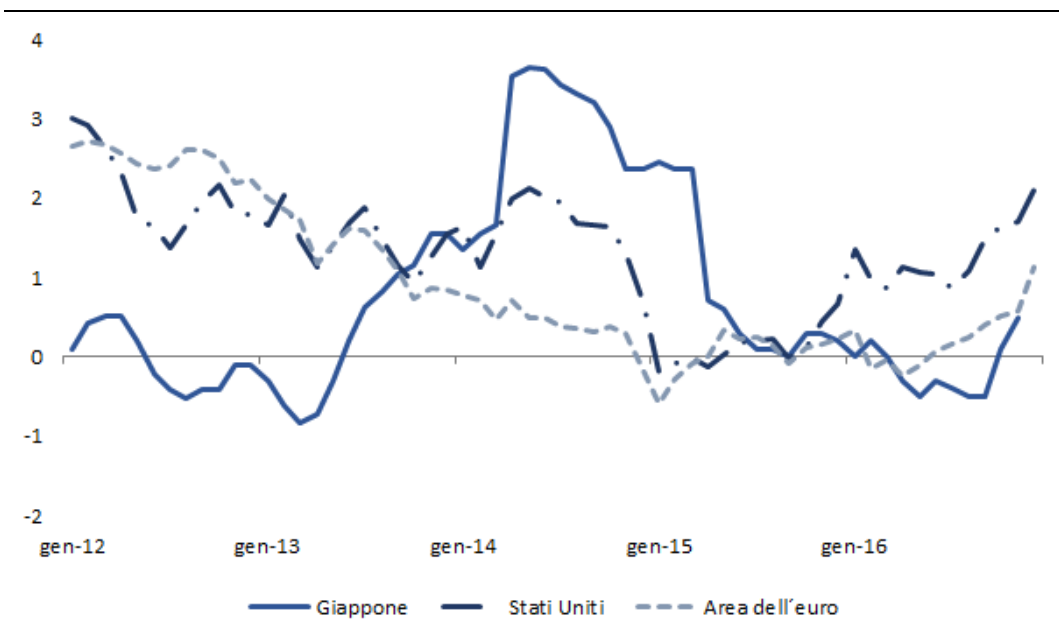
L'accordo raggiunto sul finire dello scorso novembre dai paesi produttori di petrolio per un ridimensionamento dell'offerta di greggio, ha provocato un balzo del prezzo del Brent. In gennaio, la quotazione si è collocata intorno a 55 dollari al barile con un incremento di circa il 20 per cento circa rispetto al livello di novembre. Le materie prime industriali hanno sperimentato un recupero più contenuto. Gli alimentari sono risultati, invece, in leggera flessione. Nel complesso, l'indice totale delle materie prime ha mostrato un deciso incremento rispetto a dodici mesi prima e gli effetti sull'inflazione dei paesi importatori cominciano a manifestarsi sia nei valori attuali sia nelle aspettative.

Nell'area dell'euro, l'intensificazione delle pressioni inflazionistiche è alimentata, oltre che dalla dinamica delle materie prime, dal forte apprezzamento del dollaro sulla valuta comune, verificatosi dopo l'elezione di Trump. Il rafforzamento della moneta americana ha risentito delle aspettative di modifica del *policy mix* negli Stati Uniti nel corso di

quest'anno (con una politica monetaria più restrittiva, a fronte di una politica fiscale più espansiva). In gennaio, la perdita di valore dell'euro sul dollaro è stata pari a circa il 4 per cento rispetto alla fase antecedente alle elezioni americane. Dato il contemporaneo indebolimento nei confronti della moneta europea sperimentato nello stesso periodo dalle valute dei paesi emergenti, dallo yen e dalla sterlina, il deprezzamento dell'euro è risultato sostanzialmente più contenuto in termini effettivi nominali (circa l'1 per cento).

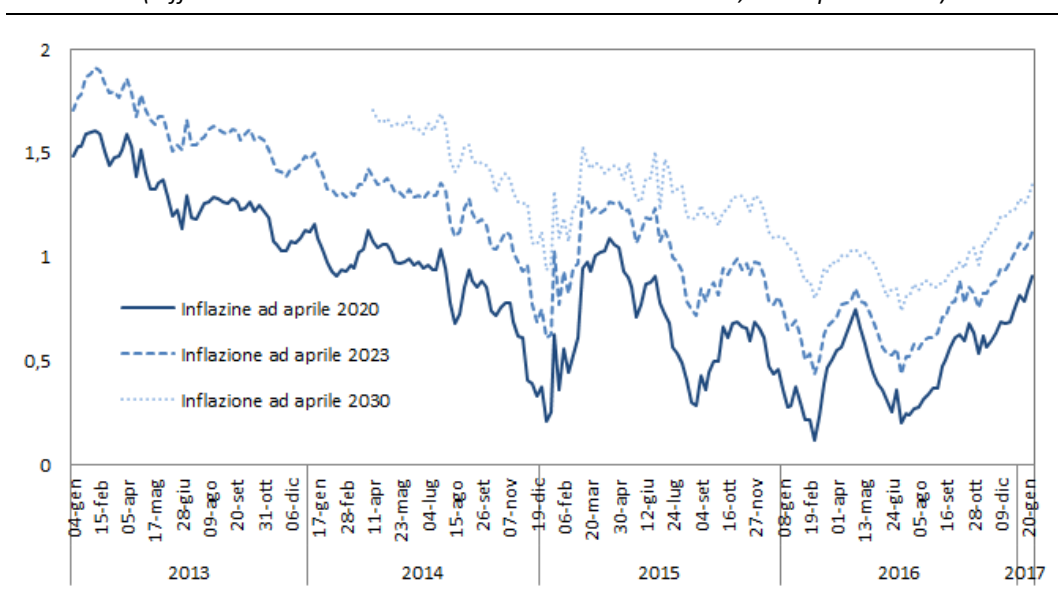
A seguito di questi sviluppi, l'inflazione dell'area dell'euro ha preso gradualmente ad aumentare, collocandosi in dicembre all'1,1 per cento (contro lo 0,6 per cento di novembre, fig. 3). Escludendo, tuttavia, i prodotti energetici e gli alimentari, l'accelerazione dei prezzi al consumo è risultata contenuta (0,9 per cento a dicembre, contro 0,7 di novembre). Segnali di risalita si riscontrano anche sul fronte delle aspettative di inflazione, desumibili dalla *break-even inflation* calcolata sui titoli di stato tedeschi ordinari e indicizzati alla dinamica dei prezzi dell'area dell'euro (fig. 4). Il rialzo è, però, molto graduale. Le attese di inflazione si sono riportate sui livelli sperimentati a inizio 2015, all'avvio del *quantitative easing* della BCE, risultando, quindi, ancora sostanzialmente distanti dai valori che risulterebbero coerenti con l'obiettivo della stabilità dei prezzi. In considerazione di queste evoluzioni, la BCE ha confermato, nella riunione del Consiglio direttivo di gennaio, che manterrà il programma di acquisto dei titoli almeno fino a dicembre 2017 e che i tassi ufficiali di interesse non saliranno per un prolungato periodo che andrà oltre l'orizzonte temporale del *quantitative easing*.

**Fig. 3** – Inflazione  
(variazioni tendenziali annue)



Fonte: Thomson Reuters.

**Fig. 4** – Aspettative di inflazione nell’area dell’euro: *break-even inflation* (differenza di rendimento tra bund ordinari e indicizzati, valori percentuali)



Fonte: Bundesbank.

## ***Economia italiana***

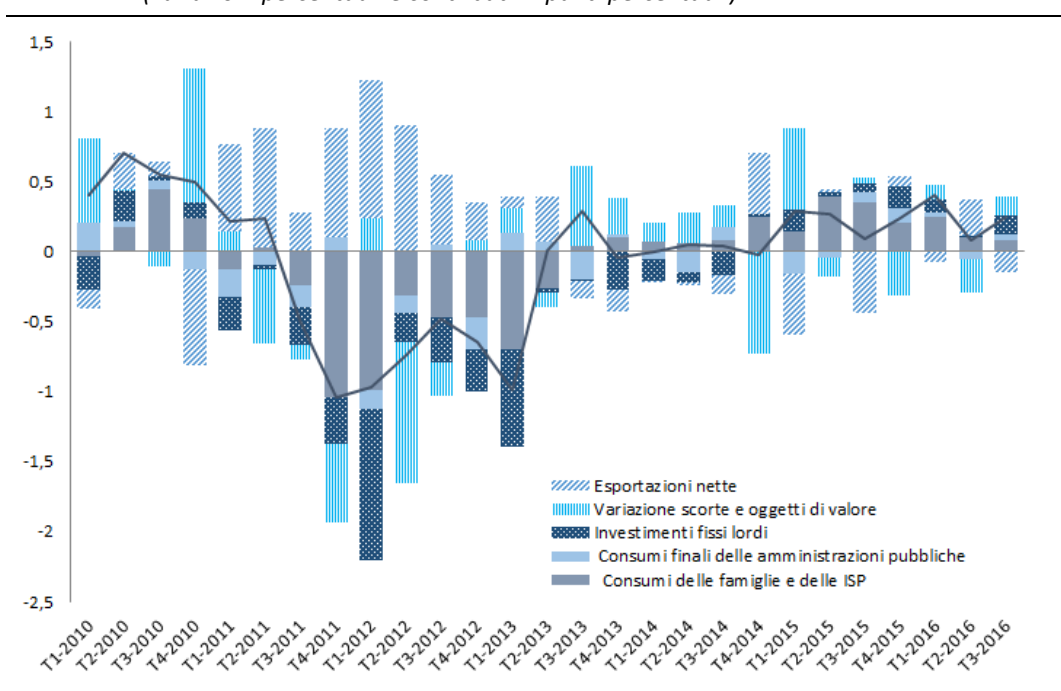
### ***La ripresa si conferma nel III trimestre su ritmi contenuti***

Pur nel contesto di debolezza del commercio internazionale, la dinamica del PIL italiano nel terzo trimestre del 2016 (0,3 per cento rispetto ad aprile-giugno; 1 per cento su base tendenziale) si è rafforzata dopo la frenata dei tre mesi precedenti, venendo trainata dalla domanda interna. Sulla base degli ultimi dati di contabilità rilasciati dall’Istat lo scorso dicembre, tale incremento, il quinto consecutivo, porta la crescita acquisita per il 2016 allo 0,9 per cento.

Dal lato dell’offerta, l’evoluzione positiva del terzo trimestre ha riflesso principalmente il recupero dell’industria in senso stretto (1,1 per cento su base congiunturale) dopo la flessione segnata nella media dei mesi primaverili. Per contro, i servizi hanno registrato una debole dinamica (0,1 per cento), mentre le costruzioni sono risultate in leggero calo (-0,2 per cento).

Per quanto riguarda le componenti di domanda (fig. 5), è stato favorevole il contributo della spesa interna (per circa 0,3 punti percentuali, egualmente distribuiti tra consumi delle famiglie e investimenti) e quello della variazione delle scorte (pari a 0,1 punti percentuali). La domanda estera netta ha invece sottratto alla crescita circa 0,1 punti percentuali, a seguito di un incremento congiunturale delle importazioni (0,7 per cento) più marcato rispetto a quello delle esportazioni (0,1 per cento).

**Fig. 5** – Variazione del PIL sul trimestre precedente e contributi delle componenti della domanda al PIL  
(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

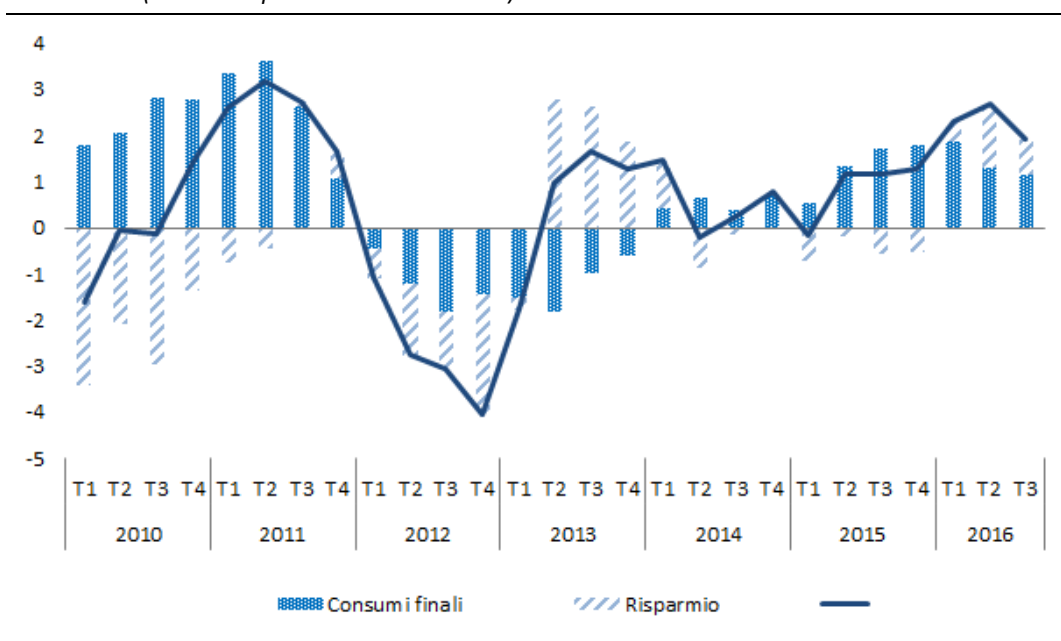
### Consumi in rallentamento...

Il rallentamento della crescita dei consumi privati osservato nel secondo trimestre, è proseguito in luglio-settembre (0,1 per cento in termini congiunturali), riflettendo la decelerazione degli acquisti di beni durevoli e la dinamica sostanzialmente piatta, per il secondo trimestre consecutivo, di quelli di beni non durevoli. Sul modesto incremento della spesa per consumi ha inciso la frenata del potere di acquisto delle famiglie (salito dello 0,2 per cento su base congiunturale) rispetto agli elevati ritmi di crescita (intorno all'1 per cento) sperimentati nella prima metà del 2016.

La propensione media al risparmio delle famiglie è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al trimestre precedente, posizionandosi su una quota (9,3 per cento del reddito disponibile) che, seppure ancora inferiore ai valori medi che contraddistinguevano il periodo antecedente l'ultima recessione (12 per cento), risulta più elevata di circa un punto percentuale rispetto al dato del 2015. Sull'aumento del tasso di risparmio nei primi tre trimestri del 2016 (fig. 6) può avere inciso il progressivo abbassamento dai massimi registrati a inizio d'anno del clima di fiducia delle famiglie, con riferimento tanto alla situazione economica che a quella personale. Un ridimensionamento che potrebbe essersi accompagnato ad atteggiamenti maggiormente prudentiali nelle attitudini di spesa dei consumatori.



**Fig. 6** – Reddito, consumi e risparmio delle famiglie  
(variazioni percentuali tendenziali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Su questo fronte, i dati di gennaio provenienti dalle inchieste segnalano un nuovo calo della fiducia dopo il rimbalzo di dicembre, sebbene continui la revisione al rialzo dei giudizi sui bilanci personali che risultano in miglioramento per il quarto mese consecutivo. Il più favorevole clima personale, in presenza di una attenuazione di alcuni fattori di incertezza legati ad esempio al valore delle abitazioni di proprietà e ai timori di disoccupazione, potrebbe contribuire a sostenere i piani di spesa delle famiglie nei prossimi mesi.

### **...ma investimenti in recupero**

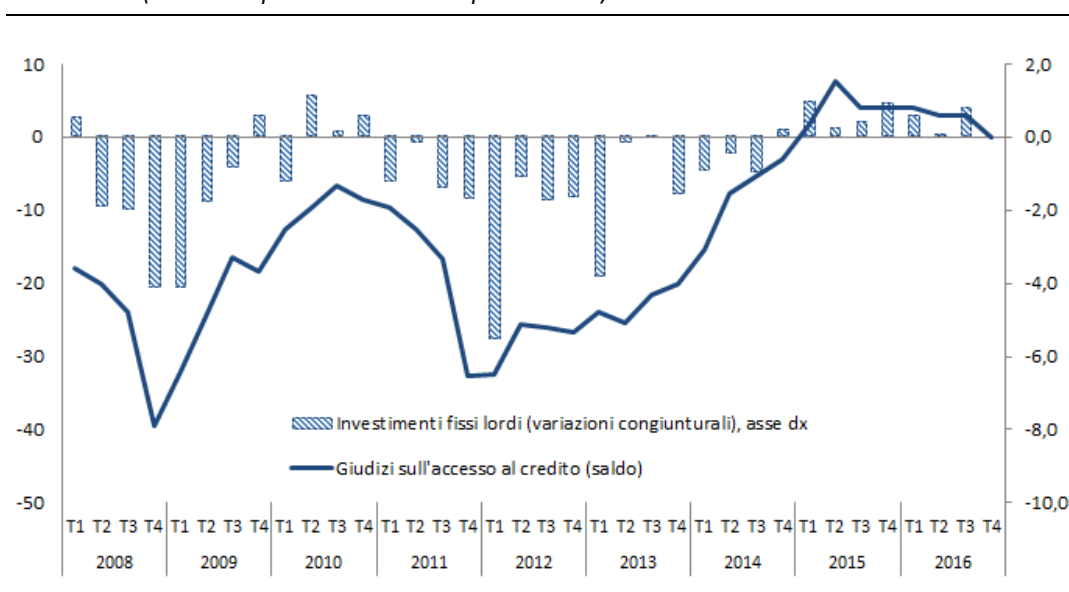
L'accumulazione di capitale nel terzo trimestre ha ripreso vivacità (0,8 per cento su base congiunturale), dopo la frenata registrata in aprile-giugno che aveva interrotto la fase di moderato recupero iniziata nella parte finale del 2014. La crescita degli investimenti fissi lordi è stata trainata dall'andamento favorevole di quelli in macchine e attrezzature (0,7 per cento) e dal balzo dei mezzi di trasporto (8,8 per cento) che verosimilmente hanno continuato a beneficiare delle agevolazioni fiscali legate alla deducibilità dell'ammortamento e dei canoni di *leasing*. Segnali di debolezza sono invece giunti dagli investimenti in costruzioni, risultati nuovamente in lieve decremento (-0,2 per cento).

La graduale ripresa degli investimenti, dopo la forte caduta subita nella crisi, dovrebbe proseguire nei prossimi mesi. Gli incentivi volti a ridurre il costo del capitale e quelli per gli acquisti di beni tecnologici costituiscono fattori di stimolo alla propensione a investire e vengono valutati molto positivamente dalle imprese.

Un contesto di graduale miglioramento è confermato anche dagli indicatori di redditività delle imprese che hanno continuato a segnare dinamiche positive grazie anche alla moderazione dei costi di produzione. Anche le condizioni creditizie rimangono relativamente favorevoli rispetto agli ultimi anni. Il miglioramento appare comunque molto graduale come evidenziato anche dalla sostanziale stabilizzazione, verificatasi negli ultimi mesi, dei giudizi delle imprese manifatturiere sul grado di accesso al credito (fig. 7). Dal lato dell’offerta, l’indagine della Banca d’Italia presso gli operatori bancari delinea per il quarto trimestre del 2016 una sostanziale stabilità nelle condizioni di concessione di credito che, anche alla luce dei risultati delle indagini Istat sulle imprese, permangono selettive ed eterogenee a seconda della dimensione e del settore di attività (più favorevole per le imprese manifatturiere di medio-grande dimensione e per quelle dei servizi; meno per quelle di minore dimensione o del settore delle costruzioni). Sul costo del credito, stabile a novembre 2016 su valori storicamente bassi, non dovrebbe infine incidere la revisione al ribasso del *rating* assegnato dall’agenzia DBRS ai titoli di Stato italiani che dovrebbe avere conseguenze nel complesso modeste sulla capacità delle banche italiane di accedere al rifinanziamento presso l’Eurosistema (si veda il Riquadro “*Effetti del declassamento del debito sovrano italiano sul rifinanziamento delle banche presso la BCE*”).

Le misure precauzionali approvate a dicembre dal Governo, con un fondo fino a 20 miliardi, a sostegno delle esigenze di liquidità e di capitalizzazione delle banche contribuiscono a ridurre i rischi per la stabilità finanziaria, favorendo i flussi di credito all’economia.

**Fig. 7** – Variazione degli investimenti nella manifattura sul trimestre precedente e giudizio sulle condizioni di accesso al credito  
(variazioni percentuali e saldo percentuale)

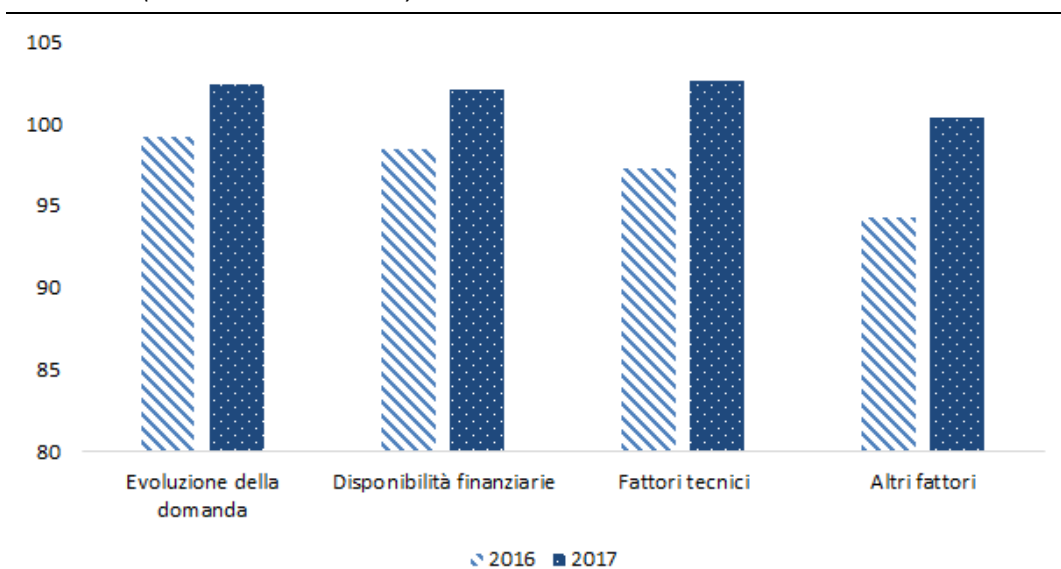


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Dall'ultima indagine semestrale dell'Istat sui piani di investimento delle imprese manifatturiere emerge, inoltre, un graduale recupero della fiducia tra gli operatori che hanno dichiarato di avere in programma di procedere con attività di investimento nell'anno corrente (fig. 8). Rispetto al 2016, si osserva un diffuso miglioramento delle opinioni relative sia all'evoluzione della domanda, con riferimento al grado di utilizzo degli impianti e alle prospettive di vendita, sia alle disponibilità di mezzi finanziari e alle attese sui profitti. Anche i giudizi sui fattori tecnici, quali disponibilità di manodopera e capacità di adattamento della stessa alle nuove tecnologie, si collocano ben al di sopra della media di lungo periodo. Una decisa revisione al rialzo ha interessato inoltre i giudizi riguardo ad altri aspetti (come, ad esempio, quelli legati alla politica fiscale) che si collocano sopra il livello di lungo periodo per la prima volta da circa un decennio.

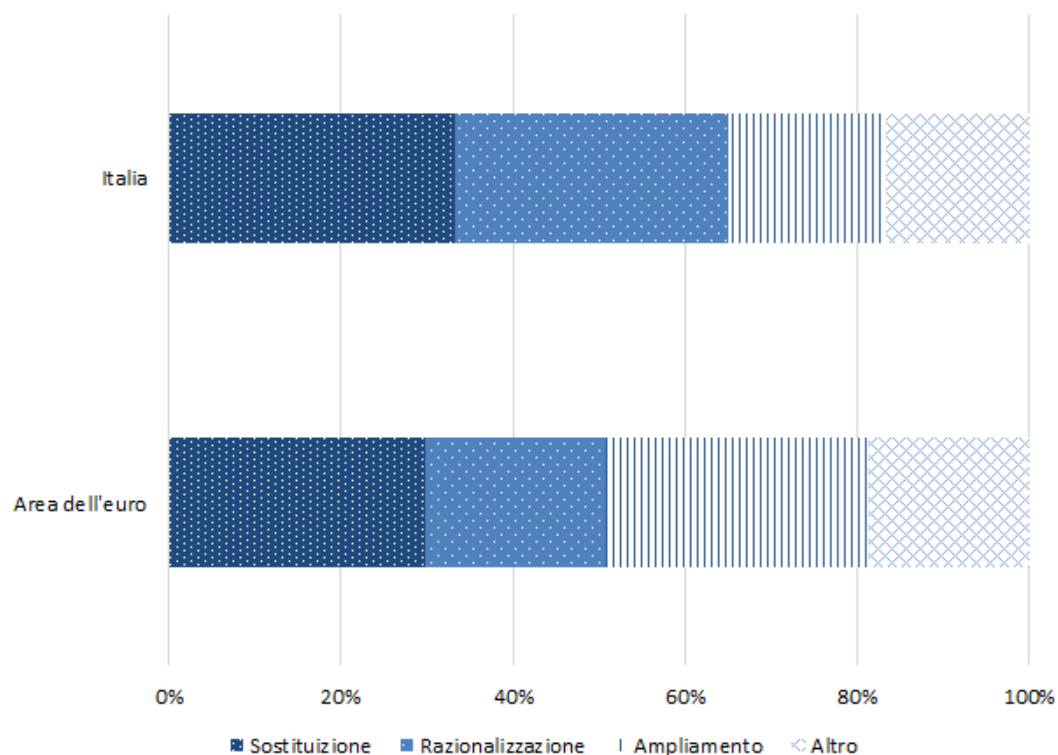
Tali più favorevoli condizioni di investimento, segnalate dalle imprese, sembrano comunque costituire un fattore di spinta soprattutto per le iniziative volte al miglioramento, più che all'allargamento, della base produttiva. Questa tendenza appare in parte in contrasto con quanto si rileva nelle analoghe inchieste condotte negli altri paesi europei. Gli imprenditori intervistati in Italia confermano per l'anno in corso la netta prevalenza di piani orientati alla sostituzione e/o al rinnovo delle attrezzature obsolete e agli interventi di razionalizzazione per automatizzare i processi produttivi esistenti (fig. 9).

**Fig. 8** – Fattori di influenza positiva sugli investimenti nella manifattura  
(media 2000-2017 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione Europea.

**Fig. 9** – Destinazione attesa degli investimenti nella manifattura per il 2017  
(quote percentuali)



Fonte: Istat e Commissione Europea.

Dal confronto con la media dell'area dell'euro appare relativamente modesta la quota di investimenti destinata ad ampliare la capacità produttiva, così come quella per le altre spese (protezione ambientale, trattamento dei rifiuti, sicurezza). Possono incidere sulle differenti propensioni italiane per le varie tipologie di destinazione degli investimenti aspettative di aumento della domanda più contenute che negli altri paesi europei e, al contempo, la necessità di rinnovare e aumentare l'efficienza della capacità produttiva deterioratasi nel prolungato periodo di crisi.

#### **Indicazioni congiunturali più recenti**

Dopo la battuta d'arresto di ottobre, la produzione industriale ha ripreso vigore in novembre (0,7 per cento sul mese precedente), trainata dall'andamento favorevole nei comparti dei beni intermedi e strumentali. Pur scontando un parziale regresso in dicembre, l'Upb stima che l'attività industriale sia cresciuta nella media del quarto trimestre 2016 dello 0,5-0,6 per cento rispetto a luglio-settembre. I segnali congiunturali dell'industria per i primi mesi del 2017 si mantengono positivi, con un ritmo di espansione contenuto e in linea con quello della parte finale del 2016. Gli andamenti più recenti del fatturato e degli ordinativi confermano il graduale miglioramento emerso a partire dai mesi centrali dell'anno. Per entrambi gli indici, si registra un incremento non

solo della componente interna ma anche di quella estera, a riflesso della sostanziale tenuta della domanda domestica e della buona *performance* sui mercati esteri favorita anche dai guadagni di competitività sperimentati a partire dalla seconda metà dell'anno.

Per contro, il settore delle costruzioni continua a caratterizzarsi per una elevata erraticità: a novembre il volume della produzione ha segnato un ribalzo (2 per cento rispetto al livello di ottobre) dopo i cali congiunturali registrati nei due mesi precedenti, collocandosi su valori non distanti dal dato medio dell'ultimo biennio. Segnali decisamente incoraggianti giungono dall'andamento delle compravendite che nella media luglio-settembre hanno proseguito a crescere con vigore (17,8 per cento in termini tendenziali). Il perdurare delle condizioni particolarmente favorevoli sul mercato dei mutui, in un contesto di prezzi degli immobili in via di progressiva stabilizzazione, prefigurano una dinamica positiva del comparto nei prossimi mesi.

Prosegue, seppure lentamente, il recupero nei servizi iniziato nella seconda metà del 2014: rispetto alla media dei mesi estivi, l'indice dei servizi in valore nel terzo trimestre ha segnato un incremento marginale (0,1 per cento) alimentato prevalentemente dal balzo delle attività ricettive (3 per cento su base congiunturale) al quale si è contrapposta la flessione di quelle di trasporto e immagazzinaggio (-0,9 per cento). Segnali di un andamento erratico e poco vivace giungono dall'indice delle vendite al dettaglio, che a novembre si mantiene su un livello prossimo a quello medio dell'ultimo biennio, e dall'indicatore dei consumi di Confcommercio, in recupero dopo la lieve correzione al ribasso del mese precedente.

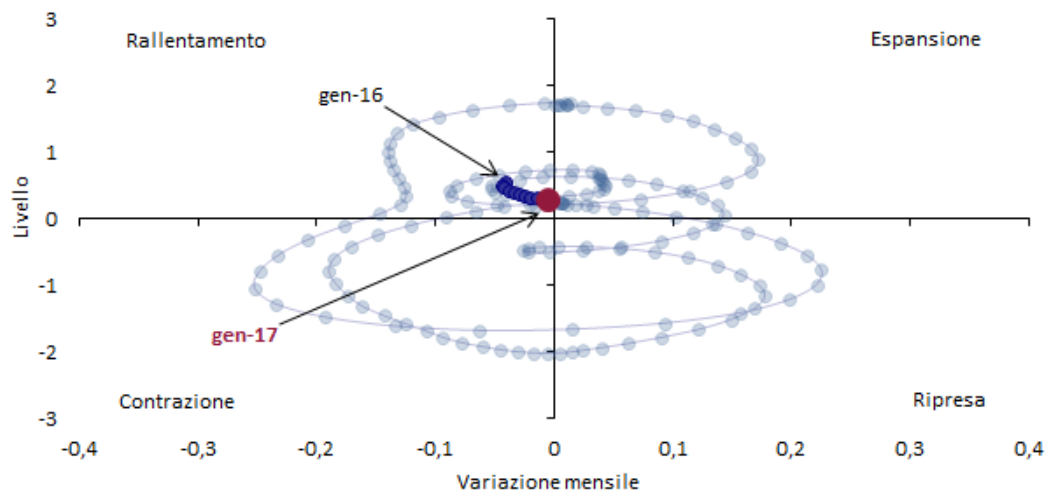
Nel complesso dei settori produttivi, le indicazioni più recenti desumibili dall'indicatore sintetico della fiducia dell'Istat (IESI, *Istat Economic Sentiment Indicator*) registrano un livello di fiducia su valori relativamente elevati, in rapporto alla media di lungo periodo, ma che si muove solo molto lentamente verso una fase di piena ripresa, come si evince dalla dinamica dell'indicatore in una rappresentazione in quadranti delle diverse fasi cicliche (fig. 10)<sup>1</sup>.

A livello settoriale, la manifattura e il commercio al dettaglio si sarebbero caratterizzati per dinamiche più favorevoli, passando dal quadrante di rallentamento ciclico a quello di espansione, mentre l'andamento dell'indicatore di fiducia dei servizi avrebbe seguito una dinamica analoga a quella dell'indicatore composito. Per le costruzioni invece, l'indicatore si sarebbe mosso in direzione opposta, muovendosi all'interno del quadrante di espansione in direzione di quello di rallentamento (fig. 11).

---

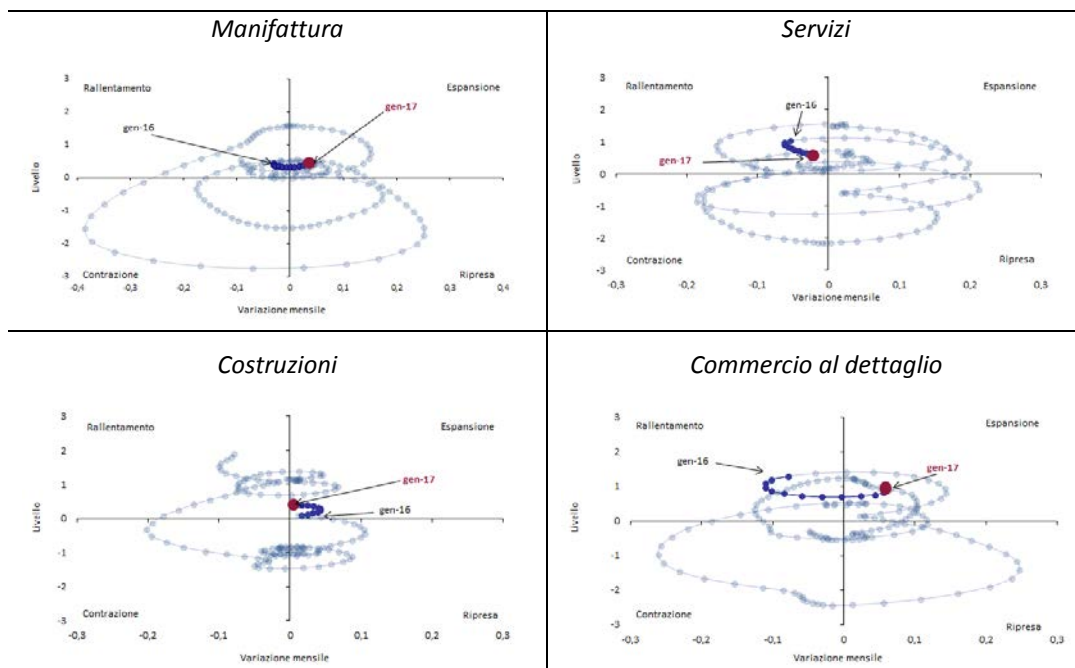
<sup>1</sup> I quattro quadranti possono essere descritti come: sopra la media e in accelerazione (quadrante in alto a destra, espansione), sopra la media e in rallentamento (quadrante in alto a sinistra, rallentamento), al di sotto della media e in rallentamento (quadrante in basso a sinistra, contrazione) e sotto la media ma in accelerazione (quadrante in basso a destra, ripresa). L'indicatore composito di fiducia è stato filtrato mediante la procedura di Hodrick-Prescott per eliminare fluttuazioni di breve periodo (inferiori a 18 mesi) e successivamente normalizzato (rendendolo cioè a media nulla e varianza unitaria). La serie così ottenuta è stata rappresentata graficamente insieme alle variazioni sul mese precedente. Il segmento dell'indicatore riportato in blu si riferisce all'andamento nei mesi del 2016; il valore relativo all'ultimo dato è riportato con il simbolo in rosso. La stessa procedura è stata applicata per i climi di fiducia settoriali (fig. 11).

**Fig. 10** – Dinamica ciclica dell'IESI  
(deviazioni cicliche nei livelli e loro variazioni sul mese precedente)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

**Fig. 11** – Dinamica ciclica dei climi di fiducia settoriali  
(deviazioni cicliche nei livelli e loro variazioni sul mese precedente)



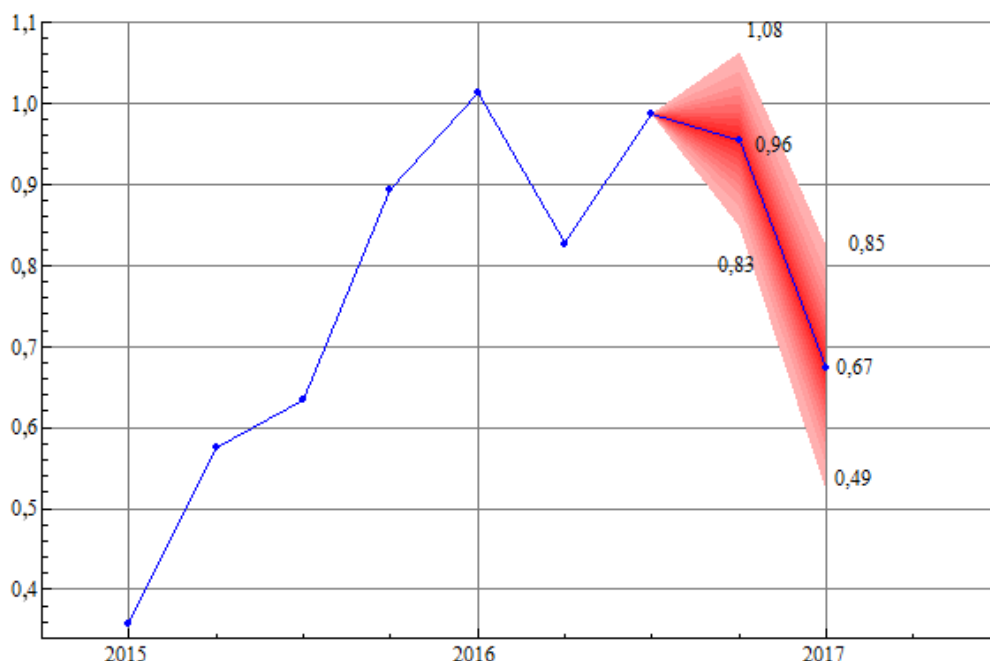
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### Previsioni di breve periodo

Nell'insieme, i segnali congiunturali delineano un quadro di ripresa dell'attività economica su ritmi contenuti anche per i prossimi mesi. Sulla base delle stime dei modelli di breve periodo dell'Upb, il PIL sarebbe cresciuto in termini congiunturali di circa lo 0,2 per cento nel quarto trimestre, mentre per il trimestre corrente la stima, caratterizzata da maggiore incertezza, anticipa solo un modesto incremento (0,1 per cento). In termini di dinamica tendenziale, l'incremento del PIL nei due trimestri di previsione risulta pari rispettivamente a circa l'1 e lo 0,7 per cento (fig. 12).

Tali stime implicano un aumento del PIL nella media del 2016 dello 0,9 per cento, sulla base dei dati corretti per il numero di giorni di lavoro. La crescita 2016 sarebbe dello 0,9 per cento anche tenendo conto del minor numero di giornate lavorative (due) rispetto al 2015. Nelle previsioni di ottobre del Documento Programmatico di Bilancio (DPB) la crescita per il 2016 (non correggendo per il numero di giorni lavorati) era prevista dello 0,8 per cento. Tenendo conto della stima Upb per il primo trimestre 2017, la crescita acquisita per l'anno in corso si attesta intorno allo 0,4 per cento. Ne deriva che per conseguire quest'anno una crescita dell'1, come ipotizzato nel DPB, occorrerebbe un'accelerazione della ripresa italiana a partire dal secondo trimestre, con aumenti medi del PIL nei successivi trimestri dello 0,4 per cento.

**Fig. 12** – Previsioni di breve periodo del PIL ed errore standard (1)  
(variazioni percentuali tendenziali)



(1) Al 95 per cento di probabilità.

### ***Frena la crescita dell'occupazione***

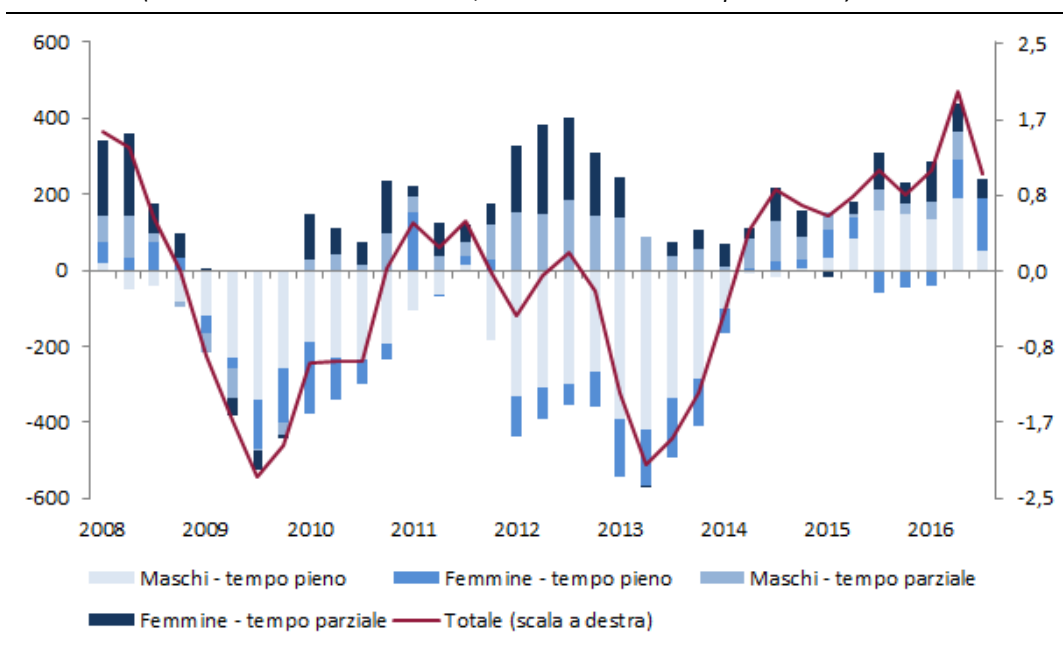
Nei mesi estivi, l'occupazione ha mostrato una sensibile decelerazione. Sulla base della Rilevazione sulle forze di lavoro, le persone occupate sono risultate nel terzo trimestre sostanzialmente invariate rispetto ai precedenti tre mesi. Tale stazionarietà ha riflesso l'accentuata riduzione degli occupati indipendenti (-1,5 per cento, dopo il rialzo dell'1,1 per cento nel secondo trimestre), bilanciata dall'aumento dell'occupazione dipendente (0,4 per cento). Su quest'ultima ha inciso la crescita contenuta della componente a tempo indeterminato (0,3 per cento) e una dinamica più sostenuta, seppure in decelerazione, di quella a termine (0,8 per cento, dal 3,1 per cento del secondo trimestre). La debolezza dell'occupazione complessiva ha portato a un ridimensionamento dell'incremento su base annua (1,1 per cento terzo trimestre), inferiore di circa 1 punto percentuale rispetto a quanto rilevato nei precedenti tre mesi. La componente femminile ha fornito un contributo rilevante alla tenuta dei livelli occupazionali, in particolare per l'occupazione a tempo parziale (1,6 per cento la variazione tendenziale), più che compensando la battuta d'arresto degli uomini (fig. 13).

Nel bimestre ottobre-novembre del 2016, l'evoluzione dell'occupazione è risultata ancora debole (-0,1 per cento sui precedenti tre mesi), essenzialmente per la flessione della componente dei dipendenti (-0,3 per cento). Sul calo di quest'ultima hanno influito riduzioni sia dell'occupazione a tempo indeterminato (-0,2 per cento) sia di quella a termine (-0,5 per cento). Un rialzo ha invece interessato la componente indipendente (0,6 per cento). La stasi dei livelli occupazionali, che ha caratterizzato la seconda metà del 2016, ha parzialmente compensato gli incrementi registrati nei primi sei mesi. Nella media del periodo gennaio-novembre 2016, la consistenza degli occupati è complessivamente aumentata dell'1,2 per cento rispetto all'analogo periodo del 2015.

Nel corso del 2016, la progressiva decelerazione dell'occupazione a tempo indeterminato sarebbe, almeno in parte, da connettere all'attenuarsi degli effetti della politica di decontribuzione, a seguito del ridimensionamento dell'esonero a favore dei datori di lavoro. L'aumento dell'incidenza dell'occupazione a termine rifletterebbe il comportamento della domanda di lavoro, maggiormente orientata, nell'attuale fase ciclica, verso posizioni lavorative temporanee, almeno fin quando non si rafforzino le prospettive di ripresa.



**Fig. 13** – Occupati a tempo pieno e a tempo parziale per sesso  
(variazioni tendenziali assolute; variazioni tendenziali percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

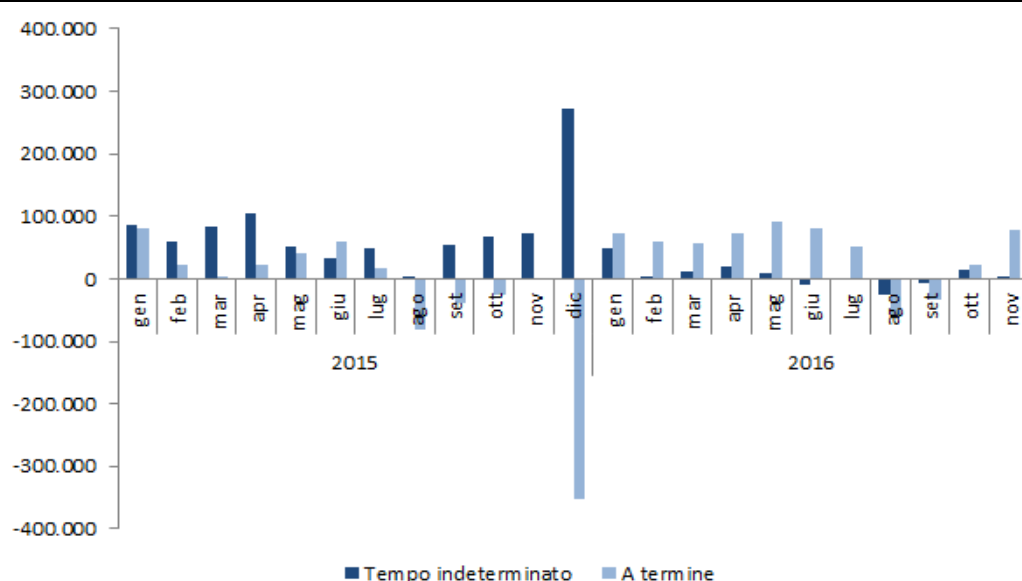
Indicazioni a sostegno di tali valutazioni si desumono dalle informazioni statistiche tratte dall'Osservatorio sul precariato dell'INPS. I dati di flusso relativi ai movimenti dei rapporti di lavoro (assunzioni, trasformazioni, cessazioni) hanno continuato a evidenziare nel 2016 una crescita netta delle nuove posizioni lavorative, ma in misura meno intensa rispetto al 2015. Nel periodo gennaio-novembre dello scorso anno, il saldo positivo tra assunzioni e cessazioni è sceso a 567.103 unità (-17,6 per cento rispetto all'analogo periodo del 2015, pari a circa 121.000 rapporti di lavoro in meno). Ciò è stato il risultato di una diminuzione delle nuove assunzioni (-5,7 per cento) più accentuata della riduzione delle cessazioni (-4 per cento). Il contributo dell'occupazione a tempo indeterminato alla variazione netta complessiva è risultato modesto (circa 66.000 contratti, pari a un decimo del saldo registrato nel corrispondente periodo del 2015). L'insieme dei nuovi rapporti di lavoro permanenti (-32,3 per cento rispetto all'anno precedente) e delle trasformazioni a tempo indeterminato delle posizioni a termine e in apprendistato (-30,3 per cento nel complesso) ha di poco sopravanzato il flusso delle cessazioni (in calo del 7 per cento).

L'introduzione nel 2016 del regime meno favorevole di esonero contributivo sembra dunque avere ridotto la convenienza delle assunzioni a tempo indeterminato. Tale fenomeno è reso evidente dal profilo delle variazioni nette dei rapporti di lavoro nel corso degli ultimi due anni (fig. 14). Nel dicembre 2015, scadenza della decontribuzione piena, si è avuto un eccezionale numero di registrazioni di contratti a tempo indeterminato (circa 490.000), a fronte di un marcato aumento delle cessazioni per le assunzioni a termine. Dall'avvio del 2016 la variazione netta delle assunzioni a tempo indeterminato si è progressivamente ridotta, risultando negativa nei mesi centrali

dell'anno. Su tale evoluzione hanno influito anche le minori assunzioni e trasformazioni a tempo indeterminato attivate beneficiando del regime meno favorevole di esonero contributivo (esse sono scese in gennaio-novembre al 34,4 per cento del complesso delle assunzioni e trasformazioni a tempo indeterminato, una percentuale pressoché dimezzata rispetto allo stesso periodo del 2015). Il flusso complessivo di nuova occupazione alle dipendenze nel 2016 sembra quindi essere stato in larga misura sostenuto dal miglioramento delle posizioni lavorative temporanee del mercato del lavoro. Nel periodo gennaio-novembre, l'attivazione di nuovi contratti a tempo determinato è aumentata del 13,1 per cento rispetto all'analogo periodo del 2015, a fronte di un lieve calo delle cessazioni (-1 per cento); la corrispondente variazione netta ha toccato le 492.000 unità. Anche le nuove assunzioni in apprendistato hanno mostrato un significativo incremento (57,1 per cento), con una variazione netta tornata nuovamente positiva per effetto della contrazione delle cessazioni (-12,3 per cento).

Sul fronte della disoccupazione, l'aumento delle persone in cerca di lavoro nel terzo trimestre del 2016 è stato moderato (0,3 per cento) e in decelerazione rispetto ai precedenti tre mesi. Il rialzo è essenzialmente attribuibile alla componente maschile (0,7 per cento), mentre una diminuzione ha interessato quella femminile (-0,2 per cento). A fronte della sostanziale stasi delle persone occupate, l'aumento dei senza lavoro ha sotteso una maggiore partecipazione al mercato del lavoro. La diminuzione degli inattivi (-0,2 per cento) è interamente ascrivibile alla componente femminile (-0,3 per cento), in presenza di una stazionarietà per gli uomini, e ha interessato sia l'insieme degli inattivi disponibili a lavorare (le forze di lavoro potenziali) sia la componente più distante dal mercato del lavoro. Ciò ha portato a una riduzione dei divari di genere nella partecipazione al mercato del lavoro. A sintesi di tali dinamiche, il tasso di disoccupazione si è attestato all'11,6 per cento per il quinto trimestre consecutivo.

**Fig. 14** – Variazioni nette dei rapporti di lavoro dipendente



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Secondo le rilevazioni più recenti, nel bimestre ottobre-novembre, è tornata ad aumentare leggermente l'incidenza dei senza lavoro (situandosi all'11,9 per cento nella media dei due mesi). Vi ha inciso l'incremento delle persone in cerca di occupazione (2,1 per cento rispetto al terzo trimestre), interamente imputabile alla componente maschile del mercato del lavoro.

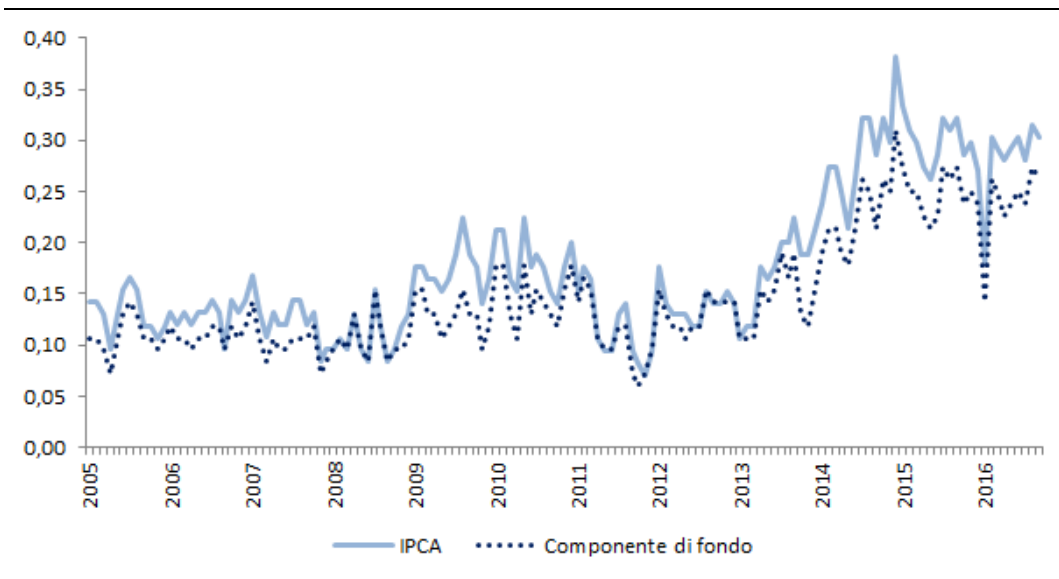
### ***L'inflazione sale per i fattori internazionali, restano deboli le spinte interne***

Nei mesi finali del 2016, l'inflazione al consumo è tornata positiva, risalendo marginalmente a novembre (0,1 per cento rispetto all'analogo periodo del 2015) e accelerando in dicembre (0,5 per cento). Tali rialzi non sono stati, tuttavia, sufficienti a riportare la variazione in media d'anno in territorio positivo (-0,1 per cento).

L'accelerazione in dicembre dei prezzi al consumo ha fondamentalmente riflesso la spinta dei prodotti alimentari freschi (1,8 per cento) e l'attenuarsi della caduta della componente energetica che, a partire dai mesi estivi, ha gradualmente incorporato l'effetto combinato di un recupero dei corsi petroliferi e del deprezzamento del cambio nei confronti del dollaro. Al netto di questi fattori, la dinamica inflazionistica si è mantenuta contenuta. In dicembre, l'evoluzione sui dodici mesi dei beni industriali non energetici è proseguita secondo i ritmi medi osservati nella seconda metà dell'anno (0,4 per cento). Più marcato è stato il rialzo tendenziale dei servizi (0,9 per cento, 0,4 punti percentuali in più rispetto a novembre), attribuibile agli aumenti dei servizi relativi ai trasporti e, in minore misura, ai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona. Nell'insieme l'inflazione di fondo ha mostrato un contenuto recupero (0,7 per cento a dicembre, 0,5 decimi in più rispetto a settembre), riflettendo il persistere di deboli spinte interne, connesse alla lenta ripresa della domanda e alla sostanziale moderazione salariale.

In dicembre, l'incidenza dei prodotti in deflazione nel paniere dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) è risultata pari al 27 per cento, riducendosi di 7 punti percentuali rispetto a novembre (fig. 15); una diminuzione ha riguardato anche la quota delle voci con variazioni tendenziali dei prezzi inferiori allo 0,5 per cento (51 per cento, dal 53 di novembre) e all'1 per cento (72 per cento, dal 76 di novembre). L'incidenza delle voci elementari in deflazione è inoltre diminuita anche per le componenti dell'inflazione di fondo (al 25 per cento, dal 29 di novembre).

**Fig. 15** – Incidenza dei beni e servizi in deflazione  
(quota percentuale sull'insieme delle voci elementari dell'IPCA)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Nelle fasi a monte della distribuzione finale, il calo tendenziale dei prezzi ha mostrato una attenuazione. La flessione dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno si è progressivamente indebolita, riducendosi di oltre 1 punto percentuale nella seconda metà del 2016 (-0,3 per cento in novembre, da -1,4 per cento in luglio). Tale processo ha riflesso la tendenza ancora cedente dell'energia. La componente dei beni di consumo prodotti per il mercato interno è invece tornata positiva a ottobre, dopo dodici mesi di consecutive contrazioni. L'accelerazione registrata in novembre (0,4 per cento) è stata trainata dal rialzo dei beni durevoli (in risalita già dalla primavera del 2016) e dal ritorno in territorio positivo della componente dei non durevoli.

Le attese di famiglie e imprese delineano una risalita dei prezzi nei mesi iniziali dell'anno. Le aspettative formulate dai consumatori attraverso le indagini congiunturali hanno mostrato un netto rialzo in gennaio, che ha più che bilanciato il peggioramento registrato nel trimestre finale del 2016 (il saldo si è riportato a -10, circa 20 punti percentuali in meno rispetto alla media del quarto trimestre). Tale miglioramento è attribuibile al calo della percentuale di famiglie con attese di prezzi stabili (49,2 per cento, circa 10 punti percentuali in meno su dicembre) e alla maggiore incidenza dei consumatori con aspettative in aumento (39,1 per cento). Con riferimento alle imprese, gli operatori della manifattura hanno evidenziato attese di una moderata ripresa del processo di formazione dei prezzi di vendita, in particolare nei comparti dei beni intermedi e strumentali; un indebolimento si è invece registrato nei beni di consumo. Indicazioni di prezzi in recupero hanno riguardato i servizi di mercato e, in misura più contenuta, i settori delle costruzioni e del commercio al dettaglio.

## Riquadro – Effetti del declassamento del debito sovrano italiano sul rifinanziamento delle banche presso la BCE

Sul finire del 2011, a seguito della crisi del debito sovrano dei paesi europei, la BCE ha posto in essere misure per allentare i vincoli all'erogazione del credito, concedendo prestiti alle banche richiedenti a fronte della presentazione di adeguata garanzia rappresentata da titoli. Le classi di attività finanziarie ammesse come collaterale sono state progressivamente ampliate nel corso degli anni di funzionamento dei programmi LTRO (*Long Term Refinancing Operation*) e TLTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operation*). Attualmente, la BCE ammette come garanzie non solo titoli di Stato ma anche obbligazioni bancarie (garantite e non) e di emittenti non bancari, prestiti bancari, attività cartolarizzate (*Asset Backed Securities, ABS*), strumenti di debito di Amministrazioni locali e regionali.

Il quadro di riferimento per la valutazione creditizia (*Eurosystem Credit Assessment Framework – ECAF*) nell'Eurosistema si basa su procedure, regole e tecniche per determinare la qualità del collaterale offerto a fronte del prestito richiesto. Nello specifico, la valutazione del merito creditizio fa riferimento a quattro pilastri: i) istituzioni per la valutazione esterna (*External Credit Assessment Institutions – ECAIs*); ii) valutazioni proprie delle Banche centrali nazionali (*In-House Credit Assessment Systems – ICASs*); iii) sistemi basati su schemi di valutazioni interni delle controparti (*Counterparties Internal Ratings-Based – IRB – Systems*); iv) strumenti di valutazione offerti da parti terze (*Third-party providers' Rating Tools – RTs*).

Focalizzando l'attenzione sulle istituzioni di valutazione esterna, la BCE fa riferimento ai *rating* espressi da quattro agenzie internazionali: Standard & Poor's, Moody's, FitchRatings e DBRS. Le condizioni applicate al credito erogato dalla BCE dipendono dalla valutazione più favorevole tra le quattro. A seguito del declassamento dello scorso 13 gennaio dei titoli del debito pubblico italiano da parte di DBRS, che ha rivisto al ribasso il giudizio da *A-low* (DBRS era l'ultima agenzia che attribuiva ancora una *A* al debito) a *BBB-High*, la qualità creditizia del debito sovrano italiano (riportata in grassetto nella tabella R1) è passata da un livello medio-buono a uno medio-basso, avendo le altre tre agenzie declassato il debito italiano già negli anni precedenti<sup>2</sup>. Alla base delle motivazioni del *downgrade* da parte di DBRS ci sono l'incertezza sulla capacità di portare avanti le riforme strutturali, la debolezza del sistema bancario e la bassa crescita.

Dal punto di vista della BCE e sulla base dell'Indirizzo (UE) 2016/2299 del 2 novembre del 2016 sugli scarti di garanzia applicati nell'attuazione del quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema, il declassamento comporta una maggiorazione dello scarto (*haircut*) tra il valore di mercato del titolo e la quantità di credito concedibile che varia, inoltre, in funzione degli anni di vita residua e dalla struttura cedolare dei titoli offerti a garanzia (tab. R2).

In assenza di quantificazioni ufficiali sull'effetto del declassamento sul totale dei prestiti concedibili a fronte del collaterale esistente, una stima può essere effettuata ricorrendo alle seguenti informazioni di fonte Banca d'Italia: i) consistenza delle attività del *collateral pool*<sup>3</sup> impegnate presso l'Eurosistema a fine settembre 2016 pari a circa 186 miliardi; ii) quota dei titoli di Stato nel *collateral pool* pari al 32,5 per cento a settembre 2016; iii) distribuzione per vita residua dei titoli utilizzati come collaterale pari a quella del totale dei titoli di Stato in circolazione a ottobre 2016, distinguendo tra quelli aventi vita residua inferiore all'anno (17,2 per cento), tra 1 e 5 anni (36,1 per cento), tra 5 e 10 anni (26,1 per cento) e superiore a 10 anni (20,7 per cento);

<sup>2</sup> Il *rating* attuale di DBRS è allineato con la valutazione corrente di Fitch Ratings (BBB+) che risale a marzo 2013 quando l'agenzia rivide al ribasso la precedente valutazione A- dei titoli di Stato italiani. L'abbandono della classe di merito "A" nei giudizi di Moody's e Standard & Poor's è datato rispettivamente luglio 2012 (da A3 a Baa2) e gennaio 2012 (da A a BBB+). La valutazione corrente di Standard & Poor's è conseguente alle successive revisioni di luglio 2013 (BBB) e dicembre 2014 (BBB-).

<sup>3</sup> Il *collateral pool* è definito come la somma delle attività effettivamente impegnate per il rifinanziamento e di quelle non impegnate ma prontamente disponibili. Se a queste si aggiungono le attività libere da vincoli ammissibili come collaterale si ottiene il totale delle attività ammissibili come collaterale.

iv) quota relativa per tipologia di titolo di stato nel dicembre 2016 (BOT: 6,8 per cento; BTP: 90,4 per cento; CTZ: 2,8 per cento)<sup>4</sup>.

Unitamente alle percentuali di *haircut* riportate nella tabella R2, è possibile quantificare il maggior fabbisogno di garanzie dovuto al *downgrade*. Esso ammonterebbe a circa 4,7 miliardi pari al 2,5 per cento delle attività impegnate. Considerando che il totale delle attività non impegnate ma prontamente disponibili ammonta a circa 101 miliardi, il maggiore sconto applicato a seguito del *downgrade* costituisce, in aggregato, una quota modesta del fabbisogno di liquidità delle banche.

**Tab. R1** – Scala di valutazione dei *ratings* assegnati da Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings e DBRS (1)

Descrizione della qualità creditizia	Scala di valutazione			
	Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings	DBRS
Massima	AAA	Aaa	AAA	AAA
Più che buona	AA+	Aa1	AA+	AA High
	AA	Aa2	AA	AA
	AA-	Aa3	AA-	AA Low
Medio-buona	A+	A1	A+	A High
	A	A2	A	A
	A-	A3	A-	A Low
Medio-bassa	BBB+	Baa1	<b>BBB+</b>	<b>BBB High</b>
	BBB	<b>Baa2</b>	BBB	BBB
	<b>BBB-</b>	Baa3	BBB-	BBB Low
Investimento speculativo	BB+	Ba1	BB+	BB High
	BB	Ba2	BB	BB
	BB-	Ba3	BB-	BB Low
Investimento altamente speculativo	B+	B1	B+	B High
	B	B2	B	B
	B-	B3	B-	B Low
Investimento con rischio considerevole	CCC+	Caa	CCC	CCC
	CCC	Ca		CC
	CCC-	C		C
In perdita	D	.	DDD	D
			DD	
			D	

(1) Valutazione corrente dell'Italia riportata in grassetto.

**Tab. R2** – *Haircut* applicato in funzione degli anni di vita residua e della struttura cedolare dei titoli posti a garanzia (tassi percentuali)

Vita residua (in anni)	Valutazione da AAA a A-		Valutazione da BBB+ a BBB-		Aggravio della decurtazione	
	Cedola fissa	Zero coupon	Cedola fissa	Zero coupon	Cedola fissa	Zero coupon
[0-1)	0,5	0,5	6	6	5,5	5,5
[1-3)	1	2	7	8	6	6
[3-5)	1,5	2,5	9	10	7,5	7,5
[5-7)	2	3	10	11,5	8	8,5
[7-10)	3	4	11,5	13	8,5	9
[10-∞)	5	7	16	19	11	12

Fonte: elaborazioni su dati BCE e Unione Europea.

<sup>4</sup> Per i punti i)-iii) si veda Banca d'Italia (2016), "Rapporto sulla stabilità finanziaria" n. 2; per i dati al punto iv) si veda Banca d'Italia (2017), "Supplemento al Bollettino Statistico", n. 1.