

## Sommario

*La ripresa italiana prosegue ai ritmi moderati della seconda metà del 2016. Sulla base degli indicatori disponibili, l'UPB stima che il PIL sia cresciuto nel I trimestre 2017 di circa 0,2 per cento. Più favorevoli andamenti dei servizi e delle costruzioni avrebbero compensato il calo dell'attività industriale (-0,2 per cento nelle stime UPB). La stima sul II trimestre segnala una possibile accelerazione del PIL, nell'ordine dello 0,3 per cento.*

*Le informazioni più recenti mettono in luce il buon andamento delle esportazioni, trainate da rafforzamento del commercio mondiale e deprezzamento del cambio. Sul lato della domanda interna, rallentamento del potere d'acquisto e diminuzione della fiducia delle famiglie hanno frenato la dinamica dei consumi. All'opposto, una maggiore vivacità ha contrassegnato gli investimenti. L'Istat ha rivisto al rialzo il profilo di questa componente di spesa nel 2016. Le indagini congiunturali indicano la prosecuzione della favorevole dinamica nel 2017. Sulla ripartenza del processo di accumulazione – che risulta comunque ancora insufficiente ad accrescere lo stock netto di capitale – hanno influito recupero di redditività delle imprese, incentivi fiscali e migliori, pur se disomogenee, condizioni di accesso al credito. Le indagini Istat segnalano che la quota di imprese razionate nell'accesso al credito ha toccato, a inizio 2017, un valore minimo dal 2008. Sulle decisioni di investimento, come su quelle di consumo di beni durevoli, influiscono le condizioni di incertezza dell'economia. Secondo un nuovo indicatore UPB, qui presentato per la prima volta, il livello di incertezza nell'economia è leggermente risalito da metà 2016, mantenendosi, però, distante dai picchi registrati negli ultimi anni.*

*Nel mercato del lavoro, la crescita dell'occupazione ha preso a moderarsi dalla fine dello scorso anno. Col ridursi e poi il venir meno degli incentivi alle assunzioni a tempo indeterminato, i contratti a tempo determinato tornano a costituire un fattore trainante della dinamica occupazionale. Sull'evoluzione dei prezzi al consumo incide la traslazione degli aumenti delle quotazioni delle materie prime; restano, invece, modesti gli impulsi inflazionistici di origine interna.*

*La moderata ripresa italiana si situa in un quadro globale in miglioramento, con scambi internazionali in accelerazione ed dinamiche generalmente più robuste in gran parte delle economie. In tale scenario più favorevole restano elementi di rischio al ribasso legati agli incerti sviluppi delle politiche economiche, all'eventuale diffondersi di pratiche protezionistiche e alle diffuse tensioni geo-politiche presenti nel contesto mondiale.*

*\*A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili alle ore 13,00 del 28-04-2017.*

## **Contesto internazionale**

### **Migliora il quadro globale, restano elementi di rischio**

L'espansione dell'economia mondiale è andata rafforzandosi negli ultimi mesi. Il consolidamento della congiuntura è risultato diffuso, coinvolgendo tanto le economie avanzate che quelle emergenti. Il buon andamento dell'attività economica globale si è associato a una accelerazione degli scambi internazionali.

Sul contesto più favorevole continuano, tuttavia, a incidere fattori di rischio. Essi riguardano soprattutto il medio termine e sono legati alle incertezze sulla direzione che effettivamente prenderà il *mix* di politiche macroeconomiche negli Stati Uniti, alla possibilità di una riduzione del grado di integrazione delle economie per il diffondersi di pratiche protezionistiche, alle tensioni geo-politiche presenti nello scacchiere internazionale.

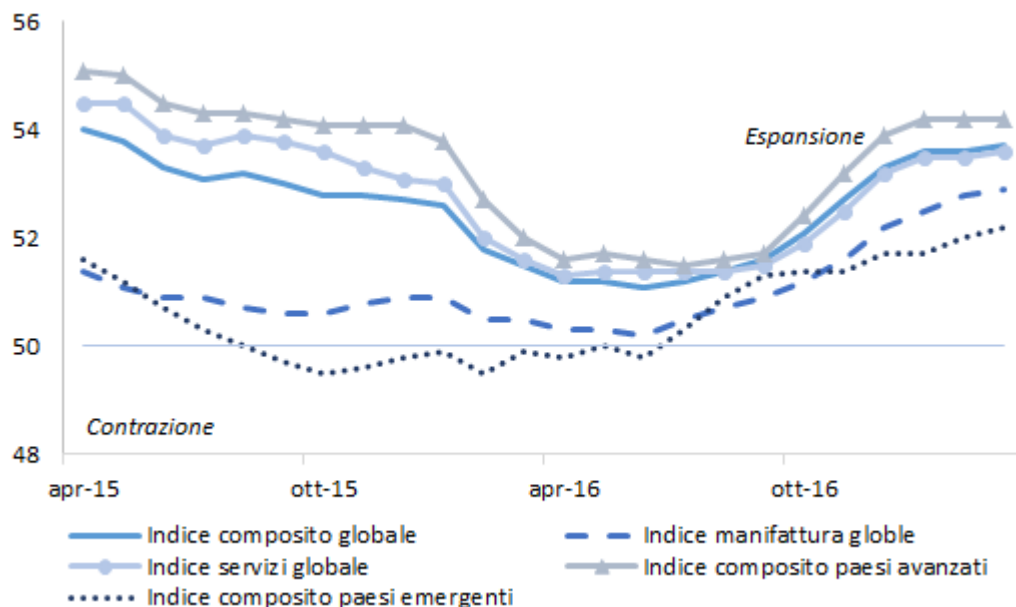
In Europa, permangono interrogativi connessi all'evoluzione dei negoziati per la *Brexit*, avviata ufficialmente a fine marzo. L'esito del primo turno delle presidenziali francesi sembra, invece, aver diminuito il grado di incertezza degli operatori di mercato circa le prospettive politiche ed economiche europee. I mercati azionari hanno registrato rialzi, mentre l'euro si è rafforzato; i premi al rischio sui debiti sovrani, ridottisi sull'impatto dei risultati della prima tornata elettorale francese, hanno teso poi a risalire.

### **Tendenze congiunturali più recenti**

Pur rallentando nell'ultimo trimestre dello scorso anno, gli Stati Uniti si mantengono su un sentiero positivo. La decelerazione di fine 2016 è stata frutto di un peggioramento delle esportazioni nette, a fronte di una forte accelerazione della domanda interna. Nell'area dell'euro, l'espansione dei consumi e il recupero degli investimenti hanno costituito, nello stesso periodo, il traino principale della ripresa. Nell'area emergente, Cina e India hanno consolidato i rispettivi ritmi di espansione. Tra i maggiori paesi esportatori di materie prime, Russia e Brasile, pur chiudendo il 2016 ancora in contrazione, hanno beneficiato dei rialzi delle quotazioni delle *commodities* e si sono avviati su un sentiero di recupero che dovrebbe manifestarsi nell'anno in corso.

Le informazioni congiunturali più recenti evidenziano, per la prima parte del 2017, il proseguimento dell'attuale fase ciclica positiva a livello globale, evidenziando un miglioramento più marcato per i paesi emergenti. Gli indici di fiducia dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index, PMI*) si collocano ampiamente nella zona di espansione (indice sopra il livello di 50) dalla metà dello scorso anno (fig. 1).

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



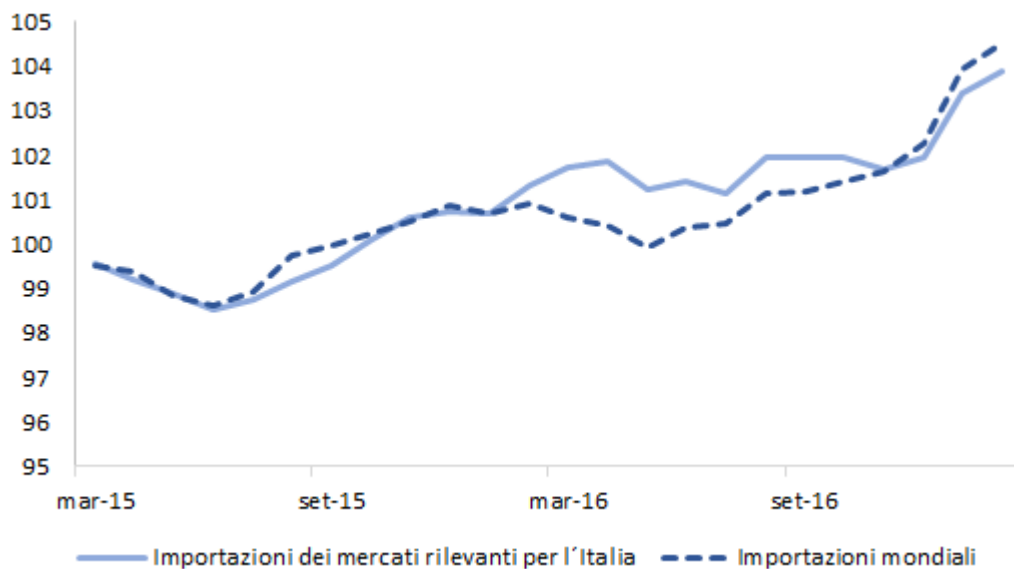
Fonte: Thomson Reuters.

(1) Indici di fiducia basati sulla valutazione dei responsabili degli acquisti delle imprese; un valore superiore a 50 indica espansione.

### ***Si rafforza il commercio mondiale***

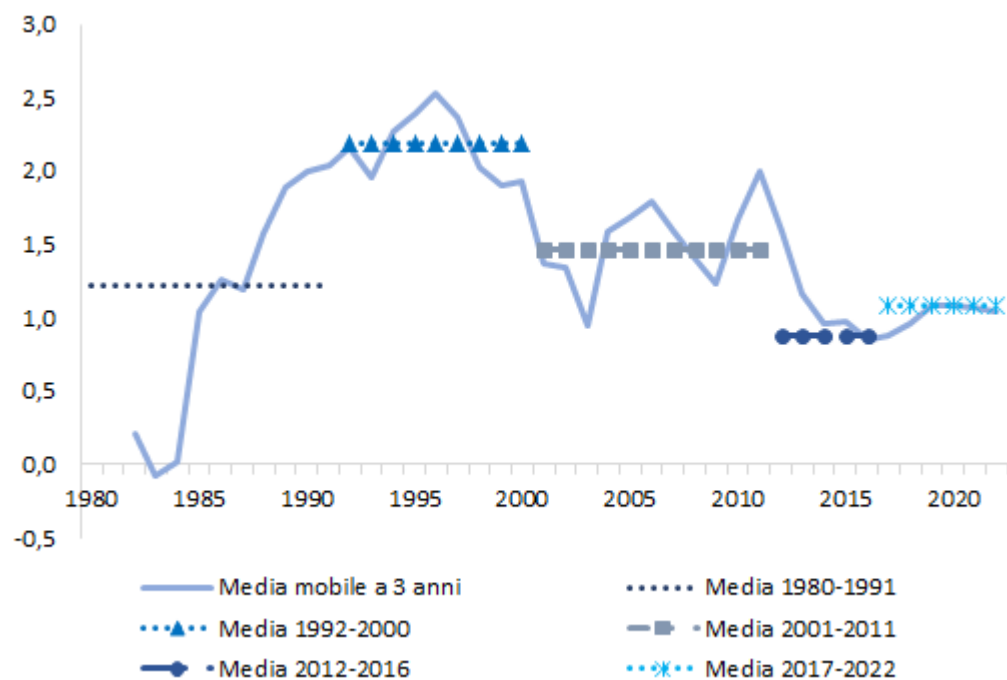
Dopo diversi mesi di dinamica modesta e inferiore al ritmo di sviluppo dell'attività economica globale, il commercio internazionale ha mostrato, dalla fine della scorsa estate, una evoluzione più vivace. Il miglioramento, sospinto dalle importazioni sia dell'area avanzata che di quella emergente, si è tradotto in una più robusta crescita dei mercati rilevanti per le esportazioni italiane (fig. 2). In prospettiva, il rafforzamento degli scambi mondiali dovrebbe perdurare. In particolare, il commercio potrebbe tornare a crescere, dopo un lungo periodo, a ritmi leggermente superiori a quelli del prodotto mondiale (fig. 3). Il recupero di elasticità degli scambi rispetto alla produzione internazionale sarebbe comunque ancora limitato, rimanendo tale valore sostanzialmente distante dai livelli che avevano contrassegnato il periodo di massima intensità della globalizzazione degli anni novanta e la successiva fase di consolidamento del decennio che ha preceduto la recente crisi.

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



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

**Fig. 3** – Rapporto tra tassi di crescita del commercio e del PIL mondiale



Fonte: elaborazioni su dati FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2017.

### *L'economia mondiale nelle recenti previsioni del FMI*

Nelle previsioni di aprile il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha sostanzialmente confermato le ipotesi di crescita mondiale elaborate nell'aggiornamento dello scorso gennaio. L'attività economica globale accelererebbe, dal 3,1 per cento del 2016, al 3,5 quest'anno (un decimo in più rispetto alle precedenti stime, tab. 1). Nel 2018, la crescita internazionale si porterebbe al 3,6 per cento (risultando in linea con le valutazioni di gennaio). La sostanziale conferma delle stime per l'economia mondiale sottende marginali revisioni al rialzo per i paesi avanzati nel 2017 (per un decimo di punto per l'intera area). Quest'ultime sono determinate da un lieve innalzamento delle previsioni di crescita per l'area dell'euro (di un decimo di punto, all'1,7 per cento) e da più consistenti revisioni positive per Regno Unito e Giappone (rispettivamente per cinque e quattro decimi di punto), mentre la stima per gli Stati Uniti è stata confermata al 2,3 per cento nel 2017). Le ipotesi di espansione del commercio mondiale appaiono allineate alle precedenti previsioni per quanto riguarda il 2017 (3,8 per cento), sono state lievemente corrette al ribasso per l'anno successivo (di due decimi di punto, al 3,9 per cento).

Nell'insieme, le stime del Fondo sembrano recepire con cautela i segnali di miglioramento della congiuntura internazionale. Quest'ultimi si concretizzano, nella previsione FMI, nella sostanziale conferma del *round* di aggiornamento di gennaio, in occasione del quale erano già state riviste al rialzo le precedenti stime di ottobre. Nelle valutazioni FMI la ripresa globale è frenata da impedimenti strutturali, come il rallentamento della crescita della produttività e l'aumento delle ineguaglianze, mentre la bilancia dei rischi della previsione, principalmente connessi allo sviluppo delle *policy* nelle maggiori economie, rimane inclinata sul versante negativo.

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

	WEO aprile 2017		Differenze da WEO gennaio 2016	
	2017	2018	2017	2018
Prodotto mondiale	3,5	3,6	0,1	0,0
<i>Economie avanzate</i>	2,0	2,0	0,1	0,0
<i>Stati Uniti</i>	2,3	2,5	0,0	0,0
<i>Area dell'euro</i>	1,7	1,6	0,1	0,0
<i>Economie emergenti</i>	4,5	4,8	0,0	0,0
Commercio mondiale	3,8	3,9	0,0	-0,2

Fonte: FMI (2017), *World Economic Outlook*, aprile.

### ***Si fermano la spinta al rialzo del petrolio e l'apprezzamento del dollaro***

Sul fronte delle materie prime, l'accordo OPEC di fine 2016 di riduzione delle quote di produzione sembra avere gradualmente esaurito i suoi effetti. La quotazione del greggio, salita (per il *Brent*) a 55 dollari a barile nel mese di febbraio (circa 10 in più rispetto a novembre), si è dapprima stabilizzata, per poi mostrare una tendenza progressiva all'indebolimento, calando verso i 51 dollari nell'ultima settimana di aprile. Il rimbalzo a inizio d'anno della capacità produttiva non convenzionale statunitense (*shale oil*), favorito anche dalla risalita dei prezzi, sembra aver controbilanciato i tentativi dei grandi produttori (OPEC e Russia) di contenere l'offerta, ridurre le scorte e, per questa via, rivitalizzare un mercato tendenzialmente debole. Dato il ritmo moderato di ripresa atteso per la domanda dei paesi consumatori, la prospettiva del prezzo del petrolio dipenderà dal complesso equilibrio che potrà stabilirsi tra gli sforzi di ulteriore riduzione dell'estrazione da parte dei paesi del cartello OPEC e la dinamica costantemente espansiva che caratterizza la produzione americana.

Anche nel mercato dei cambi, sembra essersi, almeno temporaneamente, esaurita la tendenza al rafforzamento del dollaro che si era manifestata a partire da novembre, all'indomani delle elezioni americane, in connessione con le attese di mutamento nell'impostazione di politica economica (stimolo fiscale e misure a protezione delle produzioni nazionali) e della possibile risposta di politica monetaria (accelerazione degli aumenti dei tassi di interesse). Le incertezze successivamente emerse sulle effettive scelte di *policy* dell'amministrazione statunitense hanno probabilmente inciso nel frenare la risalita del dollaro. A ciò si è aggiunto, negli ultimi giorni, l'esito del primo turno delle presidenziali francesi che ha portato gli operatori di mercato a ridimensionare in parte le incertezze sulle prospettive europee, con un conseguente apprezzamento dell'euro nei confronti della moneta americana (dell'1,7 per cento rispetto alle quotazioni pre-elezioni).

### ***L'inflazione euro accelera, ma le spinte interne sono contenute, le attese non risalgono***

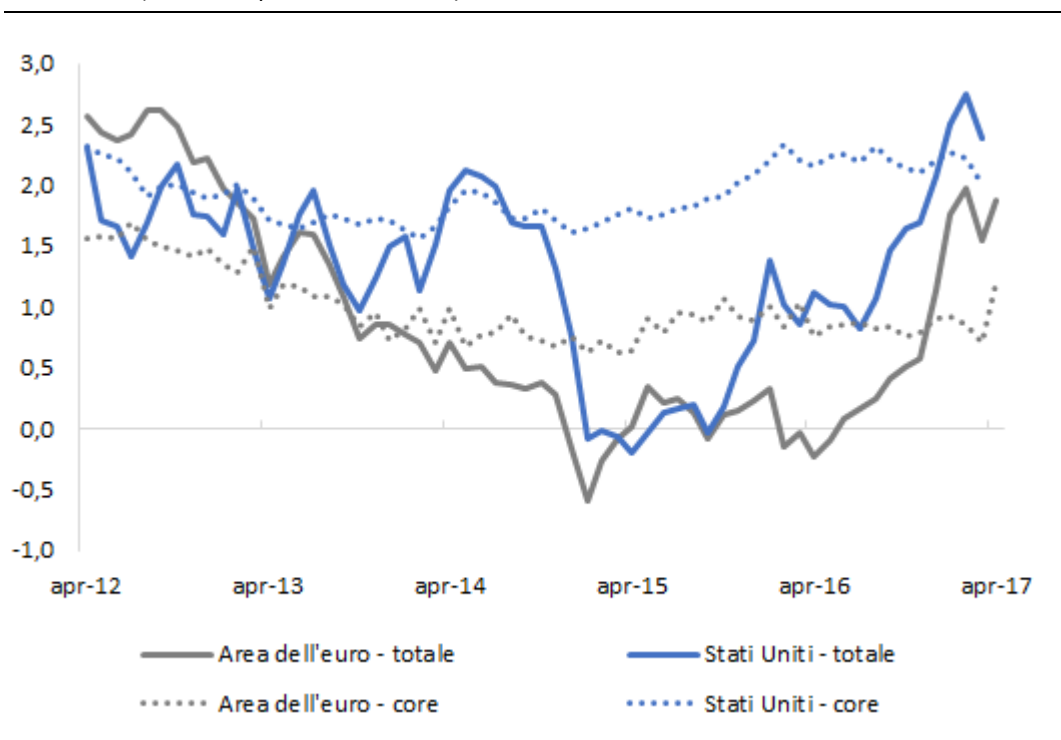
Gli sviluppi dei mercati delle materie prime e dei cambi incidono sull'inflazione della zona dell'euro. La dinamica dei prezzi al consumo ha continuato a incrementarsi dalla fine dello scorso anno, attestandosi all'1,9 per cento in aprile. La risalita dell'inflazione europea ha fondamentalmente riflesso l'accelerazione dei prezzi dei prodotti energetici e degli alimentari freschi, ovvero delle componenti direttamente connesse ai rialzi delle *commodities* e del dollaro. Al netto di quest'ultime, l'andamento dell'inflazione di fondo è rimasto contenuto (1,2 per cento ad aprile), risentendo della moderazione salariale e delle deboli pressioni sui costi di produzione che continuano a caratterizzare l'area dell'euro (fig. 4). L'inflazione di fondo potrebbe rafforzarsi ancora in qualche misura nei prossimi mesi, riflettendo il propagarsi lungo la catena della formazione dei prezzi degli effetti di *second round* dei pregressi aumenti delle materie prime. Tuttavia, tale

processo potrebbe attenuarsi nei prossimi mesi se si confermasse il recente allentamento delle pressioni al rialzo di origine esterna.

La persistente moderazione delle spinte inflazionistiche endogene dell'area dell'euro è confermata dalle aspettative di inflazione a breve e medio termine, desunte dai contratti *inflation swaps* (fig. 5). Le attese hanno mostrato segni di rialzo nella fase di accelerazione dei prezzi delle materie prime, tra fine 2016 e inizio 2017. Con l'attenuarsi, però, di questi effetti esse hanno interrotto il processo di risalita, collocandosi su livelli molto contenuti e ben distanti dall'obiettivo di politica monetaria (2 per cento).

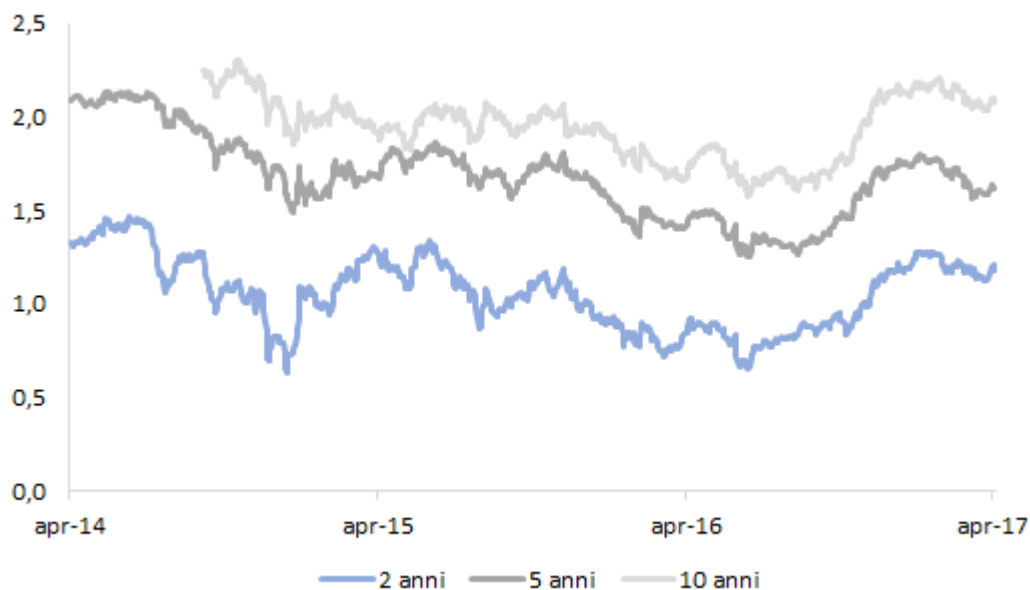
In questo contesto, il Consiglio direttivo della BCE ha ribadito, nella riunione del 27 aprile, che continuerà a perseguire il programma di acquisti di attività finanziarie fino a dicembre 2017 o, se necessario, anche oltre tale termine, fino a quando l'evoluzione dei prezzi non sarà tornata durevolmente su un sentiero coerente con l'obiettivo di inflazione. È da rilevare al riguardo che le attese della gran parte degli osservatori scontano il progressivo esaurirsi di tale programma entro la fine del 2018. La Bce, al contempo, ha pure indicato che i tassi di interesse ufficiali rimarranno sui livelli attuali, o anche inferiori, per un prolungato periodo di tempo che andrà oltre la conclusione del programma di acquisti di attività.

**Fig. 4** – Inflazione nelle principali aree  
(variazioni percentuali annue)



Fonte: Thomson Reuters.

**Fig. 5** – Aspettative di inflazione nell'area dell'euro (*inflation linked swap*)



Fonte: Thomson Reuters.

## ***Economia italiana***

### ***È proseguita nel IV trimestre la fase di moderata ripresa***

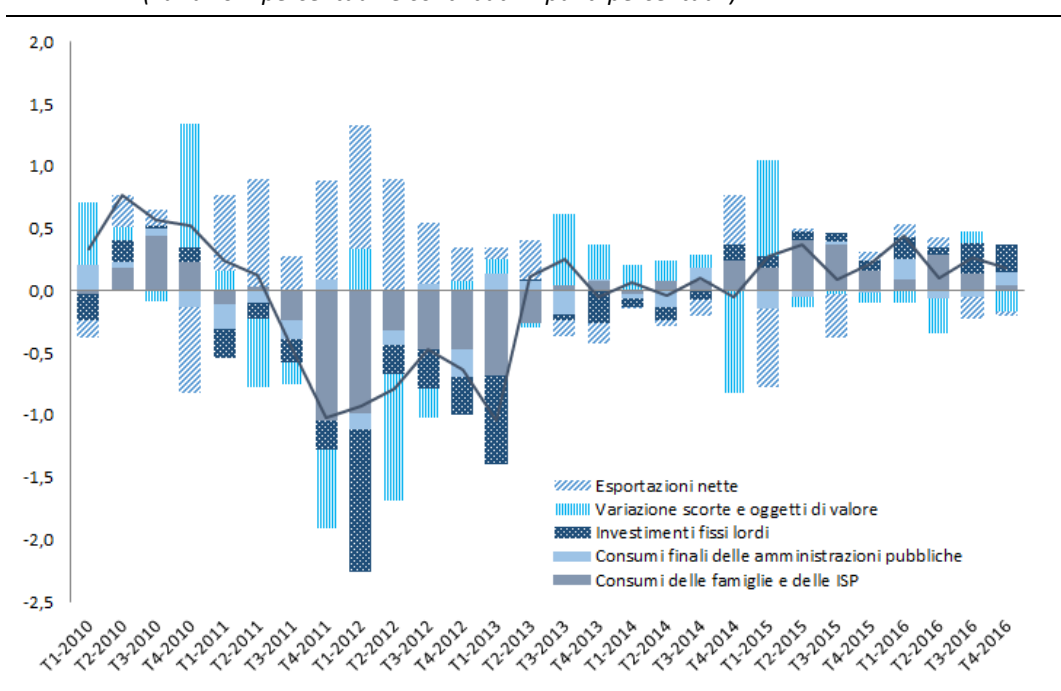
Nell'ultimo trimestre del 2016 è proseguito il recupero dell'attività economica, seppur con un ritmo di crescita ancora inferiore alla media dell'area dell'euro e in rallentamento (0,2 per cento su base congiunturale) rispetto alla dinamica registrata nei mesi estivi (0,3 per cento). A seguito di questa evoluzione, il PIL è aumentato, correggendo per gli effetti di calendario, dell'1 per cento nella media del 2016; in termini grezzi, ossia non tenendo conto del diverso numero di giorni lavorativi, l'incremento si è attestato allo 0,9 per cento. La dinamica di fine 2016 ha comportato un effetto di trascinamento sul 2017 positivo e pari allo 0,3 per cento.

Dal lato dell'offerta, l'incremento del livello di attività nell'ultimo trimestre dell'anno ha riflesso l'aumento del valore aggiunto del comparto industriale, sia manifatturiero (0,9 per cento) sia delle costruzioni (0,6 per cento), a fronte di una dinamica piatta dei servizi e in discesa per il settore agricolo (-3,7 per cento).

Con riferimento alle componenti di domanda (fig. 6), il contributo alla crescita della spesa interna si è mantenuto positivo nel quarto trimestre (per circa 0,4 punti percentuali). La variazione delle scorte ha sottratto invece circa due decimi di punto percentuale. L'apporto sostanzialmente nullo della domanda estera netta ha riflesso il recupero delle esportazioni (1,9 per cento), favorito dal rafforzamento del commercio mondiale e dal deprezzamento dell'euro di fine d'anno, a cui si è accompagnata una dinamica sostenuta delle importazioni (2,2 per cento), sospinta dalla ripresa dei piani di investimento e dalla stessa accelerazione dell'*export*.



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



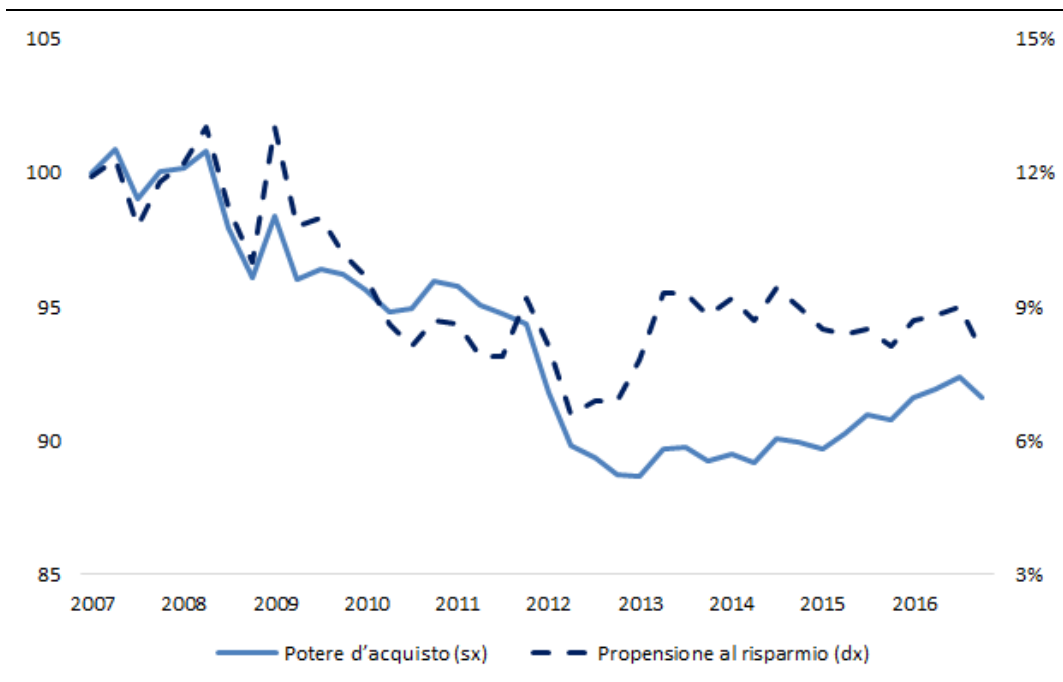
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### **Spesa delle famiglie ancora in decelerazione...**

È proseguito in ottobre-dicembre il rallentamento della crescita dei consumi privati iniziato nei mesi centrali dell'anno. La spesa delle famiglie, al lordo degli acquisti delle istituzioni sociali senza scopo di lucro, ha segnato un incremento dello 0,1 per cento in termini congiunturali, a fronte di variazioni dello 0,2-0,5 per cento nei primi tre trimestri. Sulla frenata della spesa per consumi ha inciso la flessione del potere di acquisto delle famiglie (sceso dello 0,9 per cento rispetto alla media dei mesi estivi) e la progressiva revisione al ribasso del clima di fiducia (solo parzialmente riassorbita dal rimbalzo nei mesi finali del 2016). La dinamica positiva, seppur molto contenuta, della spesa delle famiglie, a fronte del calo del reddito, ha implicato un brusco ripiegamento nel quarto trimestre della propensione media al risparmio, scesa all'8 per cento del reddito disponibile, ossia un punto in meno rispetto al terzo trimestre (fig. 7).

Le informazioni più recenti provenienti dalle inchieste segnalano un nuovo peggioramento del clima di fiducia dei consumatori nella media del primo trimestre dell'anno in corso, anche se segnali meno sfavorevoli si rilevano nell'andamento delle valutazioni degli intervistati sulla propria situazione finanziaria (clima personale). Il dato di aprile mostra un livello di fiducia pressoché invariato rispetto al mese precedente, con una revisione al ribasso del clima generale compensata dal miglioramento di quello personale.

**Fig. 7** – Potere d’acquisto e propensione al risparmio delle famiglie  
(numero indice, gennaio 2007=100, e quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### **... ma migliora l'accumulazione di capitale**

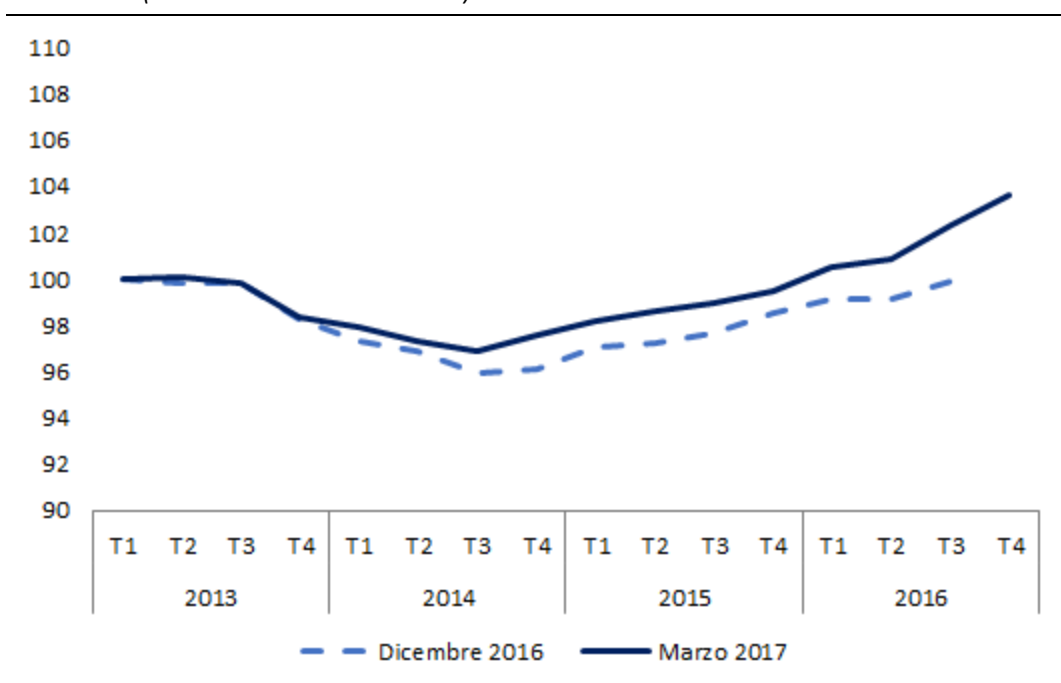
Il profilo degli investimenti che emerge dai conti nazionali Istat pubblicati lo scorso marzo risulta sostanzialmente più favorevole rispetto a quanto risultava dai precedenti quadri di contabilità trimestrale (fig. 8), con tassi di crescita congiunturali, nel 2016, superiori al punto percentuale in tutti i trimestri ad eccezione del secondo (comunque positivo, 0,4 per cento). La revisione Istat ha fondamentalmente riguardato la componente degli investimenti in macchinari e impianti, la cui espansione, tra il primo trimestre 2015 e il terzo trimestre 2016, è risultata nei nuovi dati più che raddoppiata rispetto alle precedenti evidenze. La dinamica più robusta del processo di accumulazione non è comunque tale da invertire la flessione del rapporto tra *stock* di capitale (al netto degli ammortamenti) e valore aggiunto che ha contrassegnato l'economia italiana a partire dall'ultima fase recessiva e che rimane sostanzialmente confermata nei nuovi dati di contabilità nazionale (fig. 9).

Con riferimento agli andamenti più recenti, la dinamica degli investimenti nel quarto trimestre (1,3 per cento) è stata trainata dal balzo di quelli in mezzi di trasporto (13,6 per cento). Il recupero ha interessato, seppur con intensità più modeste, anche le spese per impianti e macchinari (0,4 per cento) e gli investimenti in costruzioni (0,5 per cento), questi ultimi sospinti in larga misura dalla componente residenziale.

Il percorso di graduale recupero degli investimenti dovrebbe proseguire anche nel 2017. I risultati dell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita della Banca d'Italia, confermando in larga misura il quadro emerso dall'indagine semestrale Istat/Commissione europea dello scorso gennaio, prefigurano per l'anno in corso un'espansione dei piani di investimento nell'industria (manifatturiera) e nei servizi, agevolata anche dalle misure fiscali di incentivo agli acquisti di beni tecnologici.

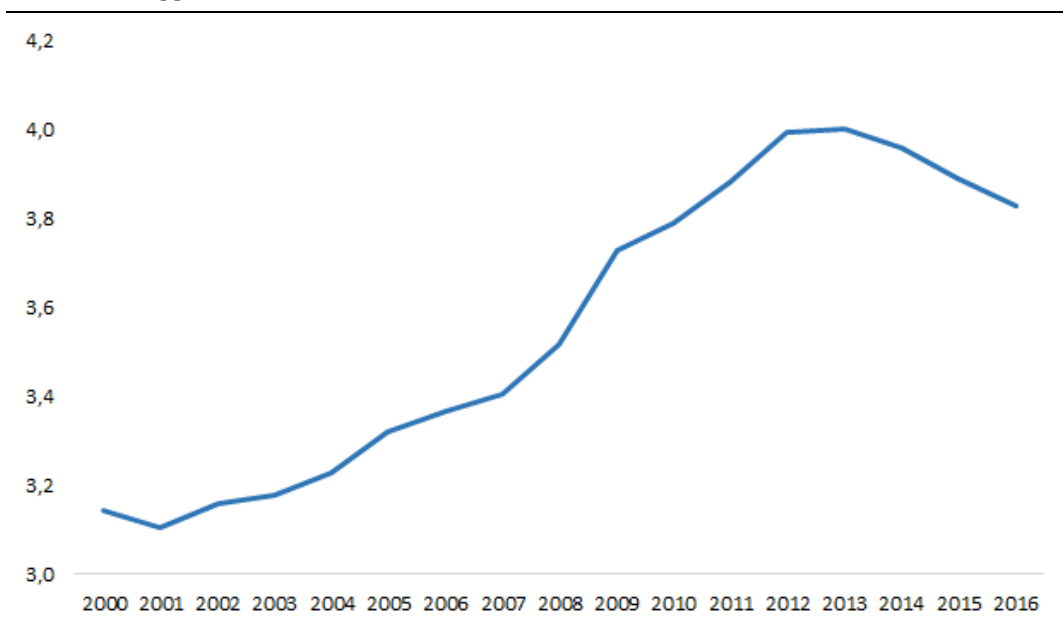
Segnali di graduale miglioramento giungono dagli indicatori di redditività delle imprese che hanno continuato a beneficiare nella parte finale dello scorso anno di dinamiche moderate dei costi di produzione e di condizioni di finanziamento relativamente più favorevoli.

**Fig. 8** – Volume degli investimenti fissi lordi totali  
(numero indice 2013 T1 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

**Fig. 9** – Rapporto tra *stock* di capitale (al netto degli ammortamenti) e valore aggiunto – totale economia

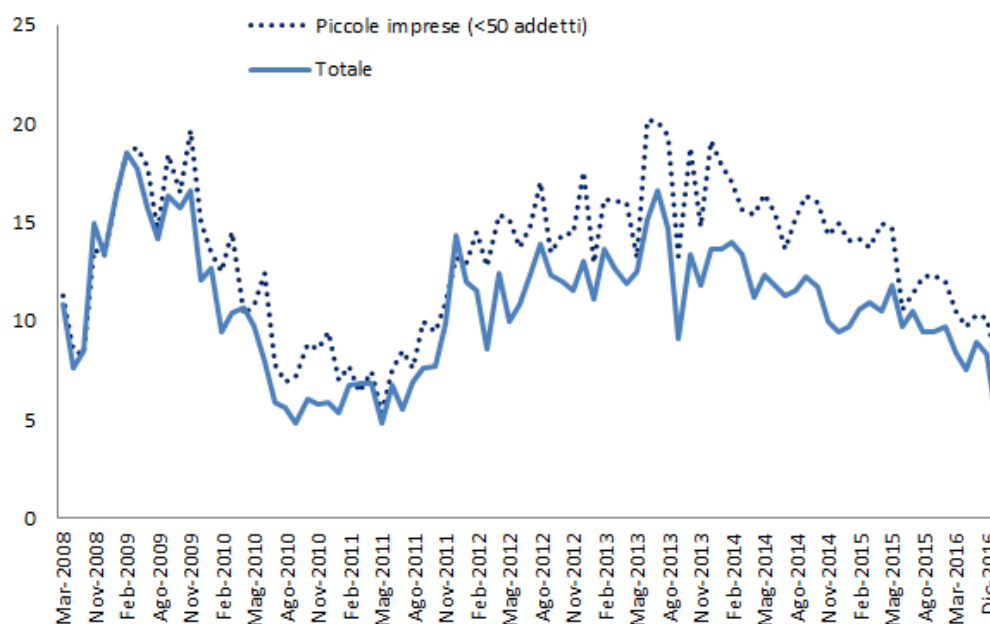


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### ***Credito in lento recupero***

Dalle inchieste presso imprese e operatori bancari giungono indicazioni relativamente incoraggianti per i primi mesi dell'anno in corso, nonostante il peso persistentemente elevato dei crediti deteriorati sui bilanci delle aziende di credito. L'indagine Istat segnala che la percentuale di imprese manifatturiere razionate nell'accesso al credito (ossia quelle che affermano di non avere ricevuto il credito domandato) è sostanzialmente diminuita all'inizio dell'anno, toccando in marzo al valore più basso (4,6 per cento, fig. 10) da quando viene effettuata tale rilevazione (marzo 2008). Le condizioni di accesso al finanziamento bancario rimangono tuttavia eterogenee per classi dimensionali e settori di attività delle imprese (relativamente più accomodanti per i richiedenti medio-grandi operanti nella manifattura e nei servizi rispetto alle imprese edili). Le misure fiscali destinate allo sviluppo di canali alternativi di finanziamento bancario (come ad esempio, i Piani Individuali di Risparmio, PIR, o le agevolazioni per le attività di investimento di fondi pensione e casse di previdenza nel sistema produttivo italiano) potrebbero fornire risorse aggiuntive per le imprese più dinamiche e con maggiore vocazione all'internazionalizzazione. Indicazioni positive emergono dai prestiti alle famiglie, risultati in accelerazione a febbraio e trainati dall'aumento di domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni. Il costo del credito, stabile a febbraio, rimane su valori storicamente bassi.

**Fig. 10** – Manifattura: imprese che hanno domandato e non ottenuto credito  
(in percentuale delle imprese che ne hanno fatto richiesta)



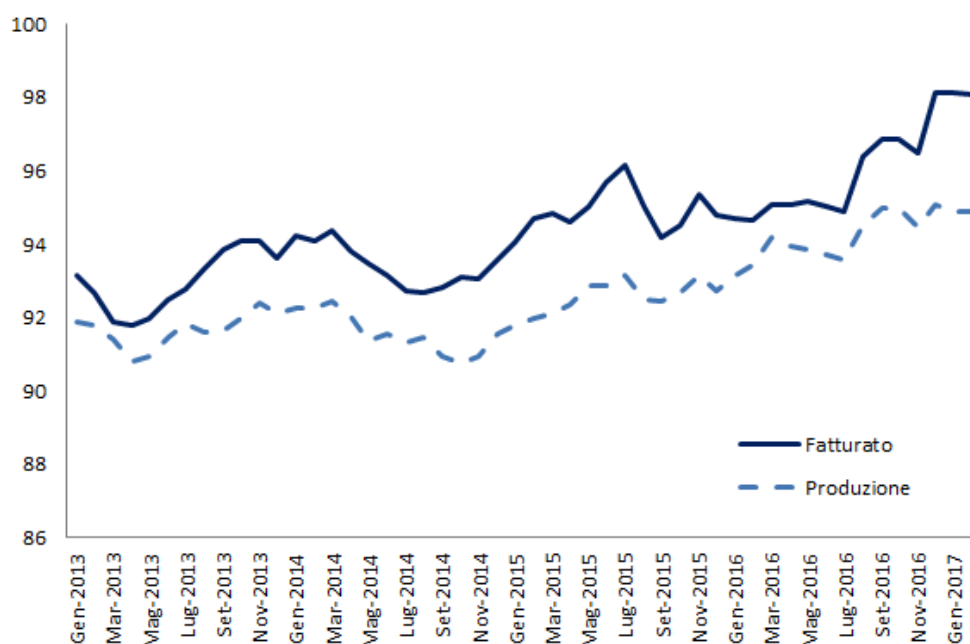
Fonte: Istat.

### **Indicazioni congiunturali più recenti**

Le informazioni congiunturali più recenti suggeriscono un andamento dell'attività economica ancora in espansione, pur in presenza di un'evoluzione piuttosto erratica dei principali indicatori nei primi mesi dell'anno. All'accelerazione del volume della produzione industriale registrata alla fine dello scorso anno è seguito il calo di gennaio (-2,3 per cento rispetto a dicembre) solo parzialmente riassorbito in febbraio (1 per cento). Sulla base di stime UPB, tale andamento incerto, connesso anche a effetti di calendario, dovrebbe proseguire nei prossimi mesi: nella media del primo trimestre la produzione industriale sarebbe calata, secondo queste stime, dello 0,2 per cento rispetto agli ultimi tre mesi del 2016. Andamenti congiunturali più favorevoli si rilevano per il fatturato manifatturiero in volume che, grazie alla dinamica positiva sia della componente interna che di quella estera, recupera in febbraio quasi interamente la battuta di arresto del mese precedente, segnalando una ripresa industriale, a partire dalla scorsa estate, anche più robusta di quella descritta dall'indice di produzione (fig. 11).

Gli indicatori qualitativi prospettano una tendenza al rafforzamento dell'attività economica nel breve periodo: il *Purchasing Managers' Index* (PMI) manifatturiero in marzo si colloca sui massimi da oltre sei anni; l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere, in progressivo miglioramento dallo scorso autunno, rimane stabilmente su livelli superiori alla media di lungo periodo.

**Fig. 11** – Manifattura: indici in volume di produzione e fatturato  
*Numeri indice (2010=100): medie mobili a tre mesi*



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

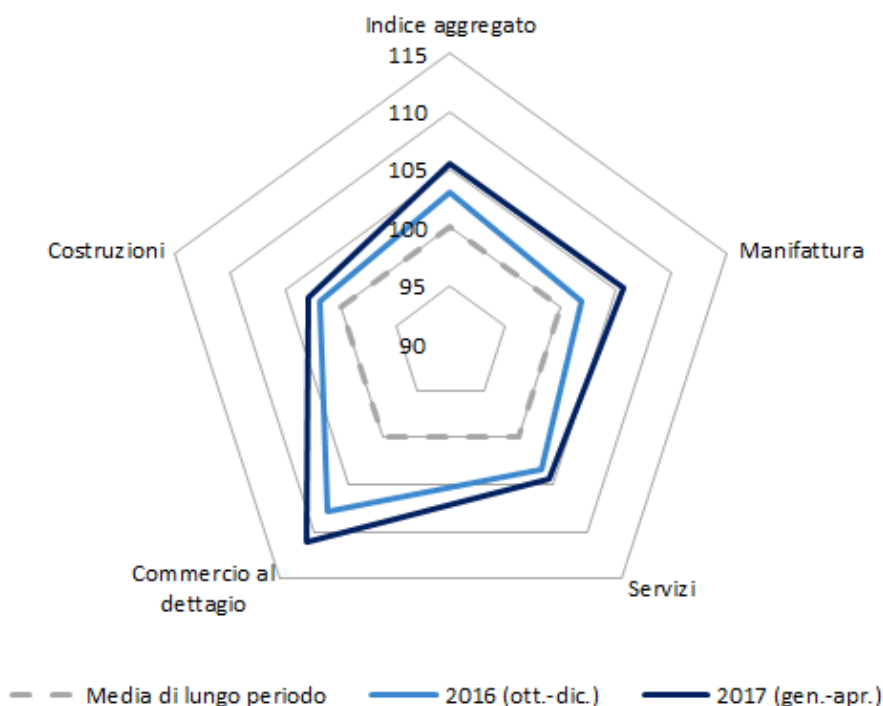
Nelle costruzioni, l'indice di produzione si conferma molto volatile, segnando un balzo in febbraio (4,6 per cento) che ha consentito il recupero della flessione di gennaio. Segnali relativamente positivi sono giunti dal mercato immobiliare, in recupero nella parte finale dello scorso anno: al rialzo delle compravendite è corrisposta una stabilizzazione dei prezzi nel quarto trimestre (0,1 per cento) dopo circa cinque anni consecutivi di calo. La fiducia delle imprese di costruzione si mantiene, pur tra oscillazioni, sulla tendenza espansiva avviata a fine 2014 che si è ulteriormente consolidata con il forte progresso di aprile (quasi 5 punti in più rispetto a marzo).

Per quanto riguarda i servizi, alla fine del 2016 è proseguita la fase di recupero del settore. Nel quarto trimestre del 2016 l'indice destagionalizzato del fatturato in valore è aumentato dello 0,5 per cento su base congiunturale, in larga misura alimentato dalla crescita del commercio all'ingrosso. Andamenti poco vivaci continuano a registrarsi per gli indici delle vendite al dettaglio (sia in volume che in valore), stabilizzatisi da oltre un triennio su valori minimi rispetto ai livelli pre-crisi. I giudizi sulla fiducia delle imprese dei servizi e del commercio al dettaglio si mantengono tuttavia su un'intonazione positiva anche in aprile e prospettano una fase di recupero per questi comparti.

Nel complesso dei settori produttivi, l'indice aggregato di fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, si posiziona nella media gennaio- aprile dell'anno in corso su valori relativamente elevati (intorno a 105), sia rispetto alla media del quarto trimestre 2016 (a quota 103) sia in rapporto alla media di lungo periodo

(normalizzata a 100, fig. 12)<sup>1</sup>. Più in generale, il grafico mostra come l'area ottenuta congiungendo i dati più recenti (linea scura) includa quella delimitata dalle medie di lungo periodo (linea tratteggiata) a indicazione di condizioni cicliche favorevoli diffuse tra tutti i comparti produttivi. Rispetto ai valori di fine 2016 (linea più chiara), il diagramma mostra inoltre che la revisione al rialzo dell'indicatore aggregato nella media dei primi mesi del 2017 è stata guidata in larga misura dalla manifattura e dal commercio al dettaglio.

**Fig. 12** – Fiducia nei comparti produttivi (1)  
(numero indice, media gennaio 1998 - aprile 2017=100)



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Istat.

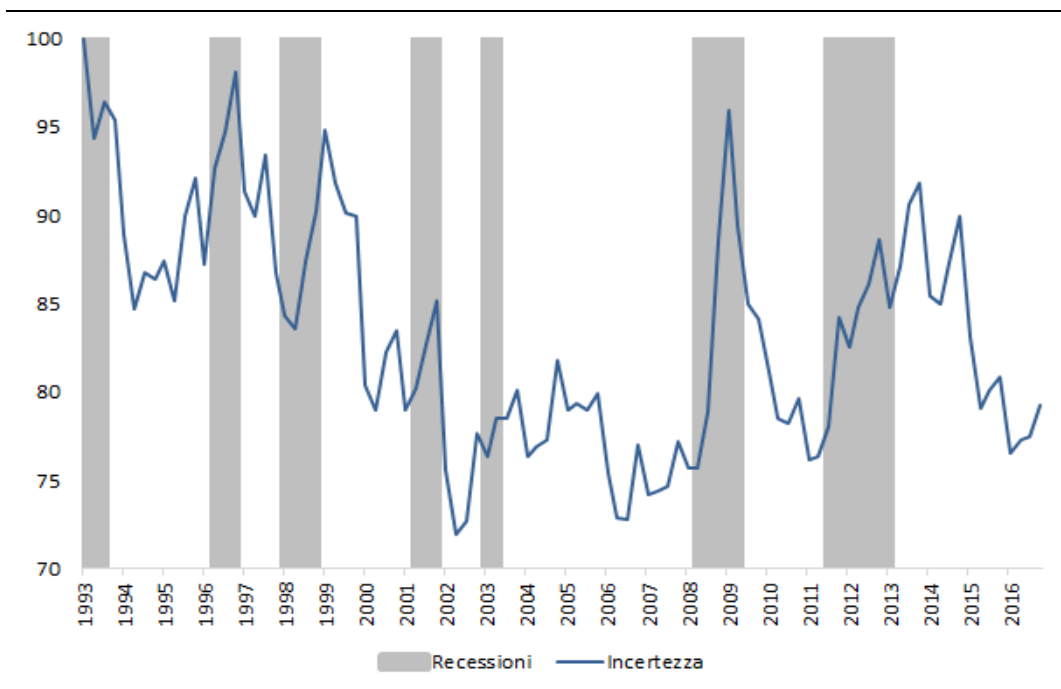
(1) L'indice aggregato di fiducia è costruito applicando alle serie (standardizzate) dei climi di fiducia settoriali della Commissione europea i pesi utilizzati dall'Istat per la costruzione dello IESI (*Istat Economic Sentiment Indicator*). Per l'indice di fiducia del complesso dei settori produttivi e dei singoli climi settoriali, il grafico confronta il dato medio del periodo gennaio-aprile 2017 (linea blu scuro) con la media degli indicatori in ottobre-dicembre 2016 e il valor medio di lungo periodo (calcolato a partire da gennaio 1998).

<sup>1</sup> Le serie sono normalizzate per oscillare intorno a un valore medio di 100 con deviazione standard di 10. La media di lungo periodo è calcolata considerando il periodo compreso tra gennaio 1998 e aprile 2017. L'indice aggregato di fiducia è costruito applicando alle serie (standardizzate) dei climi di fiducia settoriali della Commissione europea i pesi utilizzati dall'Istat per la costruzione dello IESI (*Istat Economic Sentiment Indicator*).

### Lo stato dell'incertezza nell'economia

Come rilevato da molti, le possibilità di miglioramento della congiuntura italiana dipendono in misura rilevante dagli elementi di incertezza presenti nell'economia che possono portare a rinvii da parte degli operatori economici delle decisioni di spesa più impegnative o rischiose e aumentare l'avversione al rischio del sistema bancario. Per cercare di misurare il livello di incertezza, un'utile fonte di riferimento è costituita dal ricco bacino di informazioni presenti nelle indagini mensili Istat presso le imprese e le famiglie. Nella figura 13, si rappresenta un indice di incertezza elaborato attingendo a questa fonte (e per la cui costruzione si rinvia al Riquadro *L'incertezza misurata sui dati delle indagini presso imprese e consumatori*). Come si vede, dopo la diminuzione sperimentata nel 2015 e nella prima parte del 2016, l'indicatore di incertezza ha registrato una certa risalita nel periodo più recente, rimanendo, comunque, su livelli complessivamente contenuti, soprattutto se confrontati ai precedenti picchi toccati in occasione della cosiddetta prima recessione (nel 2009) e nella fase iniziale dell'attuale ripresa economica (2014). Tale evidenza è in parte in contrasto con altri indicatori (basati, ad esempio, sulla frequenza del termine "incertezza" nei giornali o sull'andamento di variabili finanziarie), che segnalano incrementi di incertezza (o di rischio) più rilevanti per l'economia italiana, e con le preoccupazioni espresse, anche da organizzazioni internazionali, circa le condizioni patrimoniali del sistema bancario italiano.

**Fig. 13–** Indice di incertezza nell'economia italiana (1)  
(1993 T1=100)



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Istat.

(1) Nelle aree in grigio sono indicate le recessioni registrate dall'economia italiana e individuate applicando la procedura di Harding, D. e A. Pagan (2002), "Dissecting the cycle: a methodological investigation", *Journal of Monetary Economics*, 49, 365-381, alla serie del PIL trimestrale (nei logaritmi). Allo scopo di ridurre andamenti erratici di breve periodo, l'indice di incertezza è espresso in termini di medie trimestrali di valori mensili.



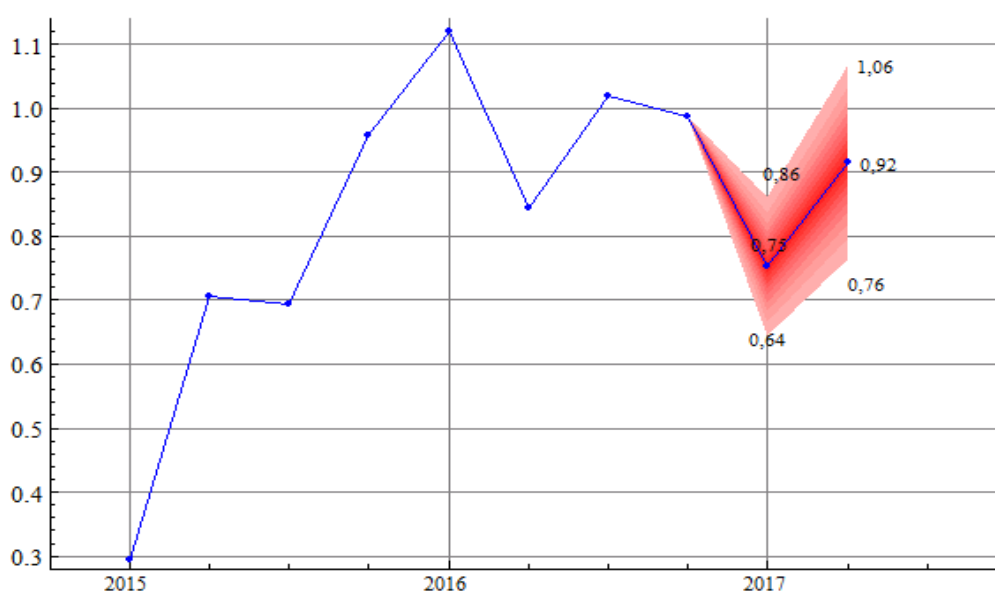
### Previsioni di breve periodo

La valutazione d'insieme che si trae da questo articolato quadro congiunturale è di una sostanziale prosecuzione a inizio 2017 della fase di ripresa ciclica dell'economia italiana, sui ritmi contenuti che hanno contrassegnato la seconda metà dello scorso anno. In particolare, sulla base delle stime dei modelli di breve periodo dell'UPB, si valuta che il PIL potrebbe essere cresciuto in termini congiunturali di circa lo 0,2 per cento nel primo trimestre 2017. Per il secondo trimestre si stima un'accelerazione (prossima allo 0,3 per cento) che sarebbe favorita dal ritorno su un sentiero positivo del settore industriale. Il tasso di incremento tendenziale si situerebbe a circa lo 0,8 per cento nel primo trimestre, salendo poi allo 0,9 nel secondo (fig. 14).

### Si modera la dinamica occupazionale, cresce l'incidenza del lavoro a termine

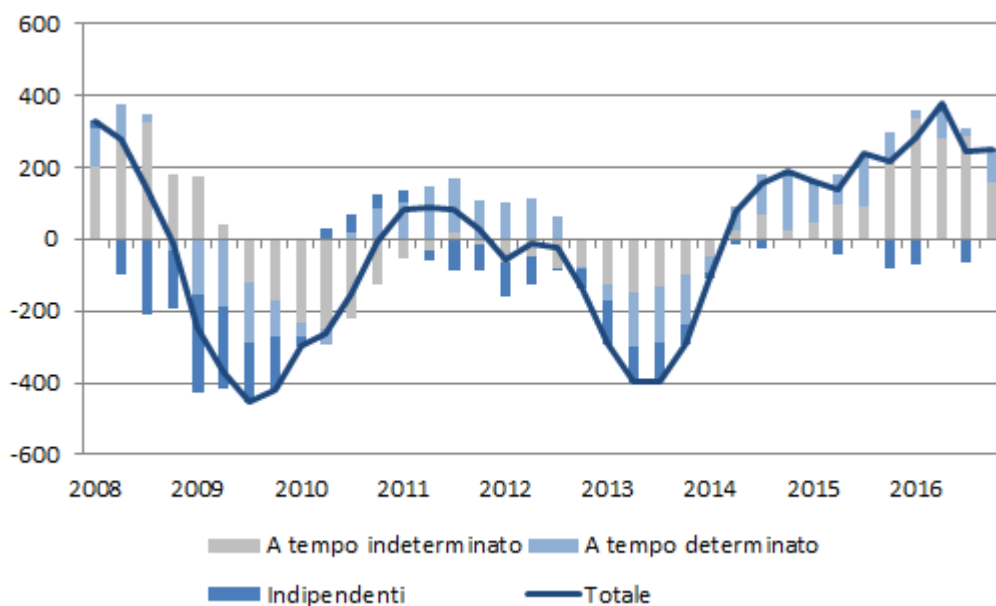
La dinamica dell'occupazione si è moderata. Secondo la Rilevazione trimestrale sulle forze di lavoro, nel quarto trimestre del 2016 il numero delle persone occupate ha mostrato un lieve incremento (0,1 per cento), dopo la stasi osservata nel trimestre precedente. Vi ha soprattutto contribuito la ripresa dell'occupazione indipendente (0,5 per cento), che ha recuperato parte della flessione del terzo trimestre, a fronte di una battuta d'arresto degli occupati alle dipendenze. Quest'ultima è il risultato di una riduzione, pur contenuta, della componente a tempo indeterminato (-0,1 per cento), registrata per la prima volta dopo sei trimestri di incrementi consecutivi. È invece proseguita, su ritmi analoghi a quelli dei precedenti tre mesi, l'evoluzione favorevole delle assunzioni a tempo determinato (0,9 per cento fig.15).

**Fig. 14** – Previsioni della variazione tendenziale del PIL ed errori standard (1)



(1) Le bande di errore si riferiscono a un intervallo di confidenza del 90 per cento

**Fig. 15** – Occupati per posizione nella professione  
(variazioni tendenziali assolute; migliaia di unità)

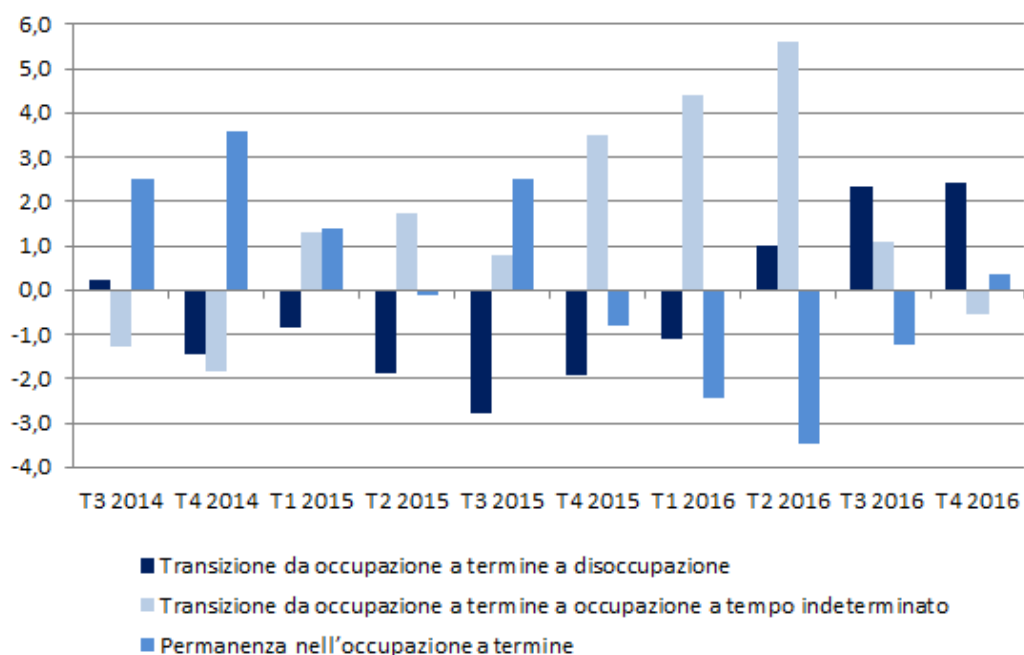


Fonte: Istat.

Nel quarto trimestre del 2016, secondo i dati di flusso tra gli stati del mercato del lavoro, la quota dei passaggi dall'occupazione a termine verso quella a tempo indeterminato è ritornata negativa per la prima volta dall'inizio del 2015 (-0,5 punti percentuali, per le transizioni osservate tra il quarto trimestre 2015 e il quarto 2016 rispetto al valore di un anno prima). Ciò segue alla marcata decelerazione di tali transizioni già nel terzo trimestre del 2016. È contestualmente risalita la permanenza nell'occupazione dipendente a termine, ritornata lievemente positiva (0,4 punti percentuali la differenza tra le transizioni rilevate tra il quarto trimestre 2015 e il quarto 2016 rispetto alle analoghe transizioni di un anno prima); si sono inoltre intensificati i flussi in uscita dall'occupazione a termine verso lo stato di disoccupazione (fig. 16).

Le indicazioni relative a inizio 2017 confermano sostanzialmente le tendenze rilevate alla fine dello scorso anno. Nella media del bimestre gennaio-febbraio, l'aumento del numero delle persone occupate è rimasto moderato (0,1 per cento rispetto al quarto trimestre 2016) ed è stato principalmente sostenuto dalla crescita dell'occupazione dipendente a termine (0,5 per cento), a fronte di dinamiche quasi stazionarie della componente indipendente e di quella dipendente a tempo indeterminato.

**Fig. 16** – Permanenza nell’occupazione, permanenze e transizioni degli occupati dipendenti a termine  
(scostamenti tra dati di flusso a 12 mesi; punti percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Istat.

La crescente incidenza dell’occupazione a termine (14,3 per cento sul totale degli occupati alle dipendenze nei primi due mesi del 2017; era il 13,6 per cento nell’analogo periodo del 2016) sembra riflettere la minore convenienza delle assunzioni a tempo indeterminato, conseguente al progressivo venire meno degli effetti della politica di decontribuzione. Occorre, inoltre, considerare che tale intervento ha carattere temporaneo, con benefici per le assunzioni effettuate nel 2015 e nel 2016 che vengono a esaurirsi a fine 2017.

L’indebolimento degli effetti degli incentivi fiscali è evidenziato dalle statistiche tratte dall’Osservatorio sul precariato dell’INPS. Nel 2016, i rapporti di lavoro agevolati sono risultati pari a 615.000, di cui circa il 67 per cento costituiti da nuove assunzioni a tempo indeterminato e il restante 33 per cento da trasformazioni di rapporti a termine. Le assunzioni agevolate hanno rappresentato il 38 per cento del totale delle assunzioni/trasformazioni a carattere permanente. Tale incidenza era risultata pari a circa il 61 per cento nel 2015. Nel complesso, nel 2016, la variazione netta dei rapporti di lavoro a tempo indeterminato (misurata tenendo conto delle cessazioni) è risultata positiva (45.700 posizioni lavorative), ma nettamente ridimensionata rispetto ai valori del 2015 (quando il saldo era risultato pari a circa 885.000 contratti). Tale risultato ha riflesso, da un lato, le minori assunzioni a carattere permanente (-37,0 per cento rispetto al 2015), soltanto parzialmente compensate dalle minori cessazioni per questa tipologia di contratti, dall’altro, le minori trasformazioni delle posizioni a termine (204.000 in meno).

Al contempo i dati INPS mostrano, a partire dalla seconda metà del 2016, una intensificazione delle assunzioni con contratto a termine e di quelle in apprendistato. Tale evoluzione è proseguita anche nei primi mesi del 2017, periodo in cui le imprese non beneficiano di alcun incentivo per nuove assunzioni a tempo indeterminato. Nel bimestre gennaio-febbraio, la variazione netta dei rapporti di lavoro a termine e di quelli in apprendistato è risultata superiore a quella rilevata nell'analogo periodo del 2016; il saldo delle assunzioni a tempo indeterminato, pur ancora positivo (circa 19.000 posizioni), si è invece nettamente ridimensionato (-40,8 per cento nel confronto con lo stesso periodo del 2016). Anche nei dati INPS si assiste dunque a una ricomposizione tra occupazione a carattere permanente e a tempo determinato, che rifletterebbe un aggiustamento della domanda di lavoro, alla luce del lento miglioramento della fase ciclica, verso posizioni lavorative temporanee e a tempo parziale.

Con riferimento alla disoccupazione, nel bimestre gennaio-febbraio del 2017, il numero di persone in cerca di occupazione ha registrato una flessione (-1,4 per cento rispetto al quarto trimestre del 2016), interamente ascrivibile alla componente maschile del mercato del lavoro. In presenza di una stasi della partecipazione, l'incidenza dei senza lavoro è risultata nella media del bimestre dell'11,7 per cento, marginalmente inferiore ai livelli medi degli ultimi tre mesi del 2016.

### ***L'inflazione accelera spinta dalla traslazione degli aumenti delle materie prime***

Sulla base delle stime preliminari Istat, l'inflazione è salita in aprile all'1,8 per cento (dall'1,4 per cento di marzo), risentendo principalmente della crescita dei beni energetici regolamentati (5,7 per cento dopo una flessione dell'1,2 per cento in marzo) e dei servizi relativi ai trasporti (5,5 per cento). L'aumento di quest'ultimi ha favorito una marcata accelerazione dell'inflazione nel comparto dei servizi (salita all'1,7 per cento da 1 di marzo). La crescita su base annua dei prezzi dei beni si è invece intensificata solo leggermente (1,8 per cento, contro 1,7 di marzo).

La dinamica inflazionistica di fondo, al netto di energetici e alimentari freschi, è aumentata di tre decimi di punto percentuale, portandosi in aprile all'1 per cento. Su tale evoluzione hanno inciso i processi di traslazione, lungo la catena dei prezzi, dei passati aumenti delle materie prime. Le spinte inflazionistiche di origine interna appaiono, invece ancora contenute, riflettendo il ritmo moderato della ripresa, la disoccupazione elevata e la sostanziale moderazione delle dinamiche retributive.

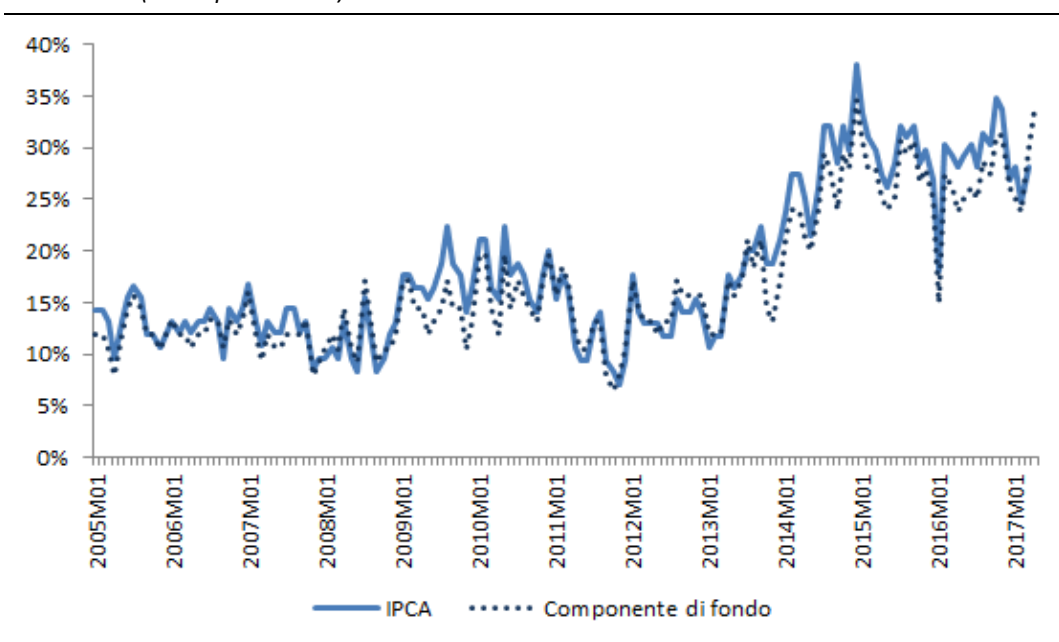
Con riferimento al mese di marzo, l'incidenza dei prodotti in deflazione nel paniere dell'indice dei prezzi al consumo è risultata pari al 28 per cento, pressoché stabile dalla fine del 2016 (fig. 17), mentre si è ridotta la quota delle voci con variazioni tendenziali dei prezzi inferiori allo 0,5 per cento (46 dal 49 per cento di febbraio) e all'1 per cento (65 dal 67 per cento di febbraio). Per quanto riguarda l'inflazione di fondo, si è, invece,

nuovamente innalzata in marzo l'incidenza delle voci caratterizzate da prezzi in calo (circa 34 per cento).

Nelle fasi a monte del processo inflazionistico, è lievemente diminuita in marzo la dinamica tendenziale dei prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno (3,7 per cento contro una dinamica che risultava ancora negativa in novembre), a riflesso degli impulsi provenienti principalmente dalla componente energetica. Al contempo, è proseguita in febbraio l'accelerazione dei prezzi all'importazione dei prodotti industriali (5,7 per cento, contro una flessione dello 0,3 per cento in novembre).

Le aspettative di famiglie e imprese segnalano l'attenuazione della fase di risalita dei prezzi. In aprile le attese dei consumatori per i prossimi 12 mesi sono per un rallentamento della dinamica inflazionistica (il saldo dell'indagine Istat sui consumatori si porta a quota -17 da -11) con una riduzione di quanti si aspettano, rispetto al livello attuale, incrementi dei prezzi costanti o più forti (27,1 per cento da 30,2)<sup>2</sup>. Anche gli imprenditori manifestano intenzioni di ribasso dei prezzi di vendita (4,4 da 3,8 di marzo), con particolare riferimento ai beni intermedi. Restano tuttavia più ottimisti circa i prezzi di vendita dei beni strumentali (saldo a quota 8 da 5)

**Fig. 17** – Incidenza dei beni e servizi in deflazione nel paniere dei prezzi al consumo (IPCA)  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

<sup>2</sup> Domanda e modalità di risposta nell'indagine Istat presso i consumatori sono le seguenti: "In rapporto al livello attuale, pensa che i prezzi al consumo in Italia nel corso dei prossimi 12 mesi: aumenteranno di più; aumenteranno nella stessa misura; aumenteranno di meno; resteranno all'incirca stabili; diminuiranno; non so".

## Riquadro – L'incertezza misurata sui dati delle indagini presso imprese e consumatori

L'incertezza prevalente in un'economia può definirsi come il grado di dispersione nella valutazione degli operatori (imprese, famiglie, autorità di politica economica) sullo stato corrente e atteso dell'attività economica. Livelli elevati di incertezza tendono a deprimere i piani di investimento e consumo, a contrarre la domanda di fattori di produzione e a peggiorare le condizioni di finanziamento di imprese e famiglie, con conseguenze avverse per l'economia nel suo complesso.

Nonostante la crescente attenzione verso il fenomeno dell'incertezza sui mezzi di informazione, nel dibattito economico-politico e in ambito accademico, l'astrattezza del concetto rende problematica l'individuazione di metriche di misurazione e, conseguentemente, la quantificazione degli effetti sulla dinamica economica di breve periodo. Le misure comunemente utilizzate per la quantificazione del livello di incertezza si basano sulla volatilità degli indici azionari, la dispersione delle previsioni prodotte da istituti e/o società specializzate o la prevalenza di termini chiave (come ad esempio "incertezza economica") riportati sui quotidiani. Tali indicatori posseggono vantaggi cui si contrappongono dei punti di debolezza. Una criticità delle misure che utilizzano dati sui corsi azionari è legata alla possibilità di dinamiche idiosincratice, ossia non necessariamente connesse con gli sviluppi dell'economia reale. D'altro canto, misure derivate dalla dispersione nelle previsioni di operatori specializzati offrono un quadro parziale che non necessariamente riflette quello alla base delle scelte di investimento e di spesa di imprese e consumatori. Gli indicatori calcolati sulla diffusione di parole chiave sui mezzi di informazione, infine, scontano un certo grado di arbitrio nella scelta dei termini ritenuti rilevanti, il cui significato e uso contestuale può altresì cambiare nel tempo.

Un modo alternativo di procedere è quello di costruire un indicatore di incertezza basato sull'utilizzo delle informazioni raccolte nelle inchieste presso le imprese e i consumatori. Tale misura di incertezza assume che i rispondenti (imprese e famiglie) al momento di fornire le loro valutazioni sulle attese dell'economia o sulla propria condizione economico-finanziaria sperimentino un certo grado di discordanza nei giudizi che, a sua volta, viene a dipendere da quanto sia più o meno incerto l'andamento futuro dell'economia al momento della rilevazione. Tale indicatore, introdotto da Bachmann, Elstner e Sims (2013) ed esteso da Girardi e Reuter (2017)<sup>3</sup>, si basa sulla misurazione della dispersione delle aspettative di imprese e consumatori al tempo  $t$ , calcolata utilizzando le frazioni di risposte positive ( $p_+$ ) e negative ( $p_-$ ) secondo la formula:

$$inc_t = \sqrt{(p_+ + p_-) - (p_+ - p_-)^2} \quad (F.1)$$

Intuitivamente, l'espressione F.1. suggerisce che incrementi dell'incertezza dipendono dalla quota di risposte differenti dalla modalità centrale (primo termine tra parentesi) e dall'assenza di una netta predominanza di ottimisti o pessimisti (secondo termine tra parentesi)<sup>4</sup>.

L'indicatore F.1 è calcolato ricorrendo alle informazioni ricavabili da una pluralità di domande (in totale 22), tratte dai questionari rivolti a consumatori (7 domande) e imprese della manifattura (5), servizi (4), costruzioni (2) e commercio al dettaglio (4),<sup>5</sup> e aggregate in un indice sintetico avendole preventivamente standardizzate<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> Bachmann, R. S. Elstner and E.R. Sims (2013), "Uncertainty and Economic Activity: Evidence from Business Survey Data", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5, 217-249; Girardi, A. and A. Reuter (2017), "New Uncertainty measures for the euro area using survey data", *Oxford Economic Papers*, 69, 278-300.

<sup>4</sup> La F.1. è applicabile direttamente al caso dei questionari presso le imprese, dove i rispondenti scelgono sulla base di una scala Likert con tre affermazioni o item (giudizi positivi, stabili, negativi). La struttura del questionario tra i consumatori prevede generalmente una scala con cinque *item* (giudizi molto positivi,  $p_{++}$ , positivi, stabili, negativi, molto negativi,  $p_{--}$ ). L'applicazione della F.1. al caso dei consumatori richiede una preventiva aggregazione dei giudizi positivi ( $p_+$  e  $p_{++}$ ) e negativi ( $p_-$  e  $p_{--}$ ).

<sup>5</sup> Per una descrizione esaustiva dei questionari presso consumatori e imprese si rimanda a Commissione Europea, 2015, *The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys: User Guide*.

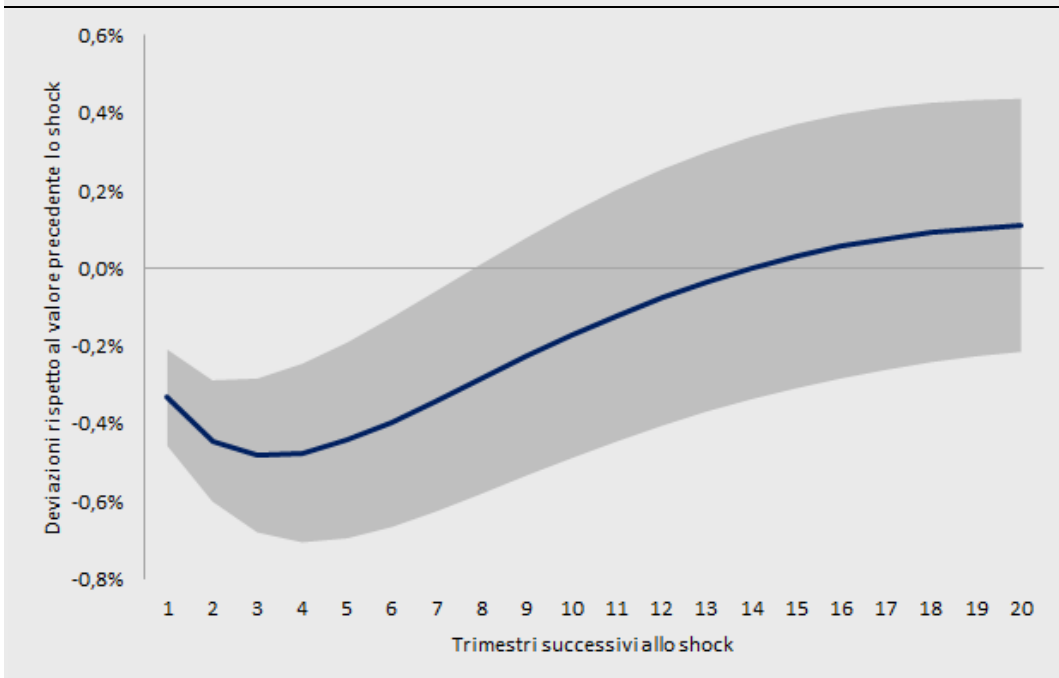
<sup>6</sup> In particolare, nella costruzione dell'indice di incertezza, riportato nella figura 13 del testo, la variabilità (dispersione) dei giudizi è misurata in termini di coefficiente di variazione, che, essendo un numero adimensionale, permette di controllare l'effetto scala insito nel concetto di deviazione standard. Tale modifica ha richiesto il calcolo del valore medio (il denominatore del coefficiente di variazione) come indice di diffusione (analogamente

Essendo l'incertezza un fenomeno non direttamente osservabile, la plausibilità di una sua misura è generalmente valutata con riferimento a due distinti criteri: da un lato, giustificando i punti di massimo osservati, dall'altro quantificando gli effetti dell'incertezza così misurata su indicatori di attività economica (come, ad esempio, l'indice di produzione industriale o il PIL) in modelli di serie storiche che includono variabili ritenute rilevanti nel determinare il ciclo economico.

Con riferimento al primo criterio, la figura 13 riportata nel testo evidenzia picchi di incertezza in coincidenza di fasi recessive (aree in grigio), come, ad esempio, nel 1993 e 2008-09, o di eventi-chiave per l'economia italiana quali l'abbandono del regime di fluttuazione nel Sistema Monetario Europeo (a fine 1996) e l'entrata nell'euro (agli inizi del 1999), suggerendo una dinamica chiaramente anti-ciclica dell'indicatore e in linea con le indicazioni della teoria economica.

Per quanto riguarda la verifica del secondo criterio, relativo alla quantificazione degli effetti dell'incertezza sul livello di attività economica, si è stimato un modello autoregressivo vettoriale in cui, oltre all'indicatore di incertezza e al PIL, sono state considerate anche le serie storiche relative a prezzi al consumo, occupati, ore lavorate, salari e tasso di interesse a breve<sup>7</sup>. La figura R.1 mostra l'effetto di uno *shock* di incertezza (pari a una deviazione *standard* dell'indicatore, ossia 5-6 punti percentuali) sul PIL su un orizzonte di simulazione di 20 trimestri. Dal grafico emerge chiaramente un effetto recessivo dell'incertezza, con una flessione di attività economica rispetto al livello antecedente lo *shock* (rappresentato dall'asse orizzontale) statisticamente significativa (sulla base della regione di confidenza al 90 per cento rappresentata dell'area in grigio) nei primi trimestri dell'orizzonte di simulazione e con un'intensità massima pari a circa mezzo punto percentuale dopo circa tre trimestri.

**Fig. R.1** – Risposta del PIL a uno *shock* di incertezza (1)



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Oxford Economic Forecasting.

agli indici PMI) anziché come saldo (differenza tra giudizi positivi e negativi) per assicurarne un campo di variazione positivo. L'indicatore sintetico di incertezza è stato ottenuto come media semplice delle singole componenti (adimensionali per costruzione). Allo scopo di ridurre andamenti erratici di breve periodo l'indicatore è espresso in termini di medie trimestrali di valori mensili e reso numero indice ponendo pari a 100 il livello del primo trimestre del 1993.

<sup>7</sup> L'orizzonte di stima copre il periodo compreso tra il primo trimestre del 1993 e il quarto del 2016, per un totale di 96 osservazioni trimestrali.