

# **L'EVOLUZIONE DELL'ECONOMIA ITALIANA: ASPETTI MACROECONOMICI**

## CAPITOLO 1





## QUADRO D'INSIEME

**La crescita internazionale nel 2014 è stabile.** Il ciclo economico internazionale ha mantenuto un ritmo di espansione in linea con quello dell'anno precedente: secondo i dati del Fondo monetario internazionale (Fmi), la crescita del Pil mondiale si è attestata al 3,4 per cento; la moderata accelerazione della crescita nelle economie avanzate (1,8 per cento, dall'1,4 nel 2013) è stata compensata da un lieve rallentamento nei paesi emergenti (4,6 per cento, dal 5,0 per cento nel 2013) (Tavola 1.1).

Il rafforzamento ciclico per l'insieme dei paesi avanzati è stato la risultante di dinamiche eterogenee. In particolare, gli Stati Uniti hanno continuato a beneficiare degli effetti positivi degli stimoli di natura fiscale e monetaria, proseguendo su ritmi di espansione simili a quelli dei due anni precedenti; nonostante una politica monetaria espansiva, il Giappone ha sperimentato una stagnazione. Nell'Uem, infine, in corso d'anno è emersa una ripresa e l'attività economica è tornata a crescere dopo due anni di contrazione.

**Gli Stati Uniti hanno guidato la ripresa dei paesi avanzati.** Più in dettaglio, nel corso del 2014 il ritmo di crescita del Pil negli Stati Uniti (2,4 per cento nella media annua) ha registrato un'espansione marcata nella parte centrale dell'anno (1,1 e 1,2 per cento su base congiunturale rispettivamente nel secondo e terzo trimestre), dopo la contrazione del primo trimestre (-0,5 per cento). Il ciclo economico è stato sostenuto dal rafforzamento della dinamica dei consumi privati e da un ulteriore miglioramento del mercato del lavoro (il tasso di disoccupazione è sceso dal 6,6 per cento di gennaio al 5,6 in dicembre), mentre le pressioni inflazionistiche sono rimaste contenute nel primo semestre e si sono attenuate ulteriormente nella seconda parte dell'anno grazie alla caduta del prezzo del petrolio e all'apprezzamento del dollaro.

L'economia giapponese ha sperimentato una sostanziale stagnazione in termini annui (-0,1 per cento) ma con una marcata contrazione del Pil nel secondo e terzo trimestre (-1,7 e -0,7

**Tavola 1.1 Prodotto interno lordo per area e paese - Anni 2008-2014** (variazioni percentuali)

| AREE E PAESI                    | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Mondo</b>                    | <b>3,1</b> | <b>0,0</b> | <b>5,4</b> | <b>4,2</b> | <b>3,4</b> | <b>3,4</b> | <b>3,4</b> |
| <i>Economie avanzate</i>        | 0,2        | -3,4       | 3,1        | 1,7        | 1,2        | 1,4        | 1,8        |
| <i>Economie emergenti e Pvs</i> | 5,8        | 3,1        | 7,4        | 6,2        | 5,2        | 5,0        | 4,6        |
| Europa centrale e orientale     | 3,1        | -3         | 4,8        | 5,4        | 1,3        | 2,9        | 2,8        |
| America Latina e Caraibi        | 3,9        | -1,3       | 6,1        | 4,9        | 3,1        | 2,9        | 1,3        |
| Medio Oriente e Nord Africa     | 5,2        | 2,2        | 4,8        | 4,4        | 4,8        | 2,4        | 2,6        |
| Pvs - Asia                      | 7,3        | 7,5        | 9,6        | 7,7        | 6,8        | 7,0        | 6,8        |
| Africa Sub-sahariana            | 6,0        | 4,0        | 6,7        | 5,0        | 4,2        | 5,2        | 5,0        |
| Brasile                         | 5,0        | -0,2       | 7,6        | 3,9        | 1,8        | 2,7        | 0,1        |
| Cina                            | 9,6        | 9,2        | 10,4       | 9,3        | 7,8        | 7,8        | 7,4        |
| India                           | 3,9        | 8,5        | 10,3       | 6,6        | 5,1        | 6,9        | 7,2        |
| Giappone                        | -1,0       | -5,5       | 4,7        | -0,5       | 1,8        | 1,6        | -0,1       |
| Russia                          | 5,2        | -7,8       | 4,5        | 4,3        | 3,4        | 1,3        | 0,6        |
| Stati Uniti                     | -0,3       | -2,8       | 2,5        | 1,6        | 2,3        | 2,2        | 2,4        |
| <i>Italia</i>                   | -1,1       | -5,5       | 1,7        | 0,6        | -2,8       | -1,7       | -0,4       |

Fonte: Fmi, World Economic Outlook, aprile 2015



per cento su base congiunturale). La domanda interna del settore privato è stata penalizzata dall'incremento dell'Iva, che ha provocato una forte contrazione dei consumi nel secondo trimestre, solo in parte compensata dall'aumento della spesa pubblica per infrastrutture. Nel corso dell'anno, la politica monetaria ha fornito sostegno al ciclo con misure aggiuntive di espansione monetaria; la discesa del prezzo del petrolio e il deprezzamento dello yen hanno favorito, attraverso un miglioramento della competitività e un'espansione dell'export, il rimbalzo dell'attività nel quarto trimestre (+0,4 per cento su base congiunturale).

**È ripartita l'attività nell'Uem.** La dinamica ciclica positiva della seconda metà dell'anno ha determinato il ritorno a una crescita del Pil (+0,9 per cento, dopo il -0,8 e il -0,4 per cento rispettivamente nel 2012 e 2013). L'attività economica è stata debole nei mesi primaverili (+0,1 per cento nel secondo trimestre rispetto al primo), penalizzata da una contrazione dell'attività in Germania, concentrata nel settore delle costruzioni. Nella seconda metà dell'anno, il venire meno di questi fattori temporanei, unitamente al diminuire delle tensioni di natura geopolitica legate al conflitto in Ucraina, ha permesso un graduale recupero delle condizioni interne di domanda (0,2 e 0,3 per cento le variazioni del Pil su base congiunturale negli ultimi due trimestri dell'anno). In questa fase, i maggiori contributi alla crescita sono giunti dai consumi privati (rispettivamente pari a tre e due decimi di punto su base congiunturale), mentre gli investimenti hanno fornito un apporto quasi nullo. Nel quarto trimestre le esportazioni nette hanno determinato un contributo positivo per due decimi di punto, grazie a un ritmo di espansione delle esportazioni superiore a quello delle importazioni (rispettivamente pari allo 0,8 e 0,4 per cento su base congiunturale).

**Nelle economie emergenti è proseguita la decelerazione ciclica già in atto nel**

**2013.** In questi paesi la crescita del Pil si è attestata al 4,6 per cento, dopo il 5,0 e il 5,2 per cento nel 2013 e 2012. In particolare, quasi tutti i paesi più dinamici (i BRIC: Brasile, Russia, India e Cina) hanno sperimentato in corso d'anno un rallentamento. In Brasile, entrato in recessione a partire dal secondo trimestre, l'elevata inflazione ha determinato un progressivo inasprimento della politica monetaria con conseguenze negative sulla crescita; l'economia russa ha sperimentato a fine anno una contrazione, causata dal calo del prezzo del petrolio e dagli effetti economici delle sanzioni a seguito della crisi ucraina; la domanda interna in Cina ha subito una significativa decelerazione, tanto da indurre le autorità monetarie a una riduzione dei tassi di interesse in novembre. Solo l'India sembra in controtendenza, con una espansione del Pil più elevata rispetto all'anno precedente; le riforme in agenda da parte del nuovo governo hanno alimentato la fiducia degli imprenditori, sostenuto l'andamento del mercato mobiliare e il corso della rupia.

**Le quotazioni delle materie prime sono drasticamente diminuite.** Il progressivo deterioramento delle condizioni cicliche internazionali, l'apprezzamento del dollaro e la decisione dei paesi Opec di non ridurre la produzione hanno costituito gli elementi alla base della caduta dei prezzi del petrolio.

Nel secondo semestre del 2014 le quotazioni del Brent si sono praticamente dimezzate (da valori medi mensili di 112,2 dollari a barile in giugno ai 62,1 dollari di dicembre); in media d'anno la diminuzione è stata dell'8,9 per cento. Anche i prezzi delle materie prime non energetiche hanno registrato un calo (-4 per cento secondo l'indicatore del Fmi), più marcato nella seconda metà dell'anno in corrispondenza della decelerazione dell'attività industriale nei paesi emergenti (Figura 1.1).

**Nei paesi avanzati, l'inflazione ha seguito andamenti divergenti.** La debolezza della domanda internazionale, la forte caduta dei prezzi delle materie prime e l'ampia capacità inutilizzata hanno contenuto, anche nel 2014, le pressioni sui prezzi: secondo i dati del Fmi, i prezzi al consumo per l'insieme delle economie avanzate sono aumentati dell'1,4 per cento in media d'anno (così come nel 2013). Tuttavia, in Giappone si è osservata



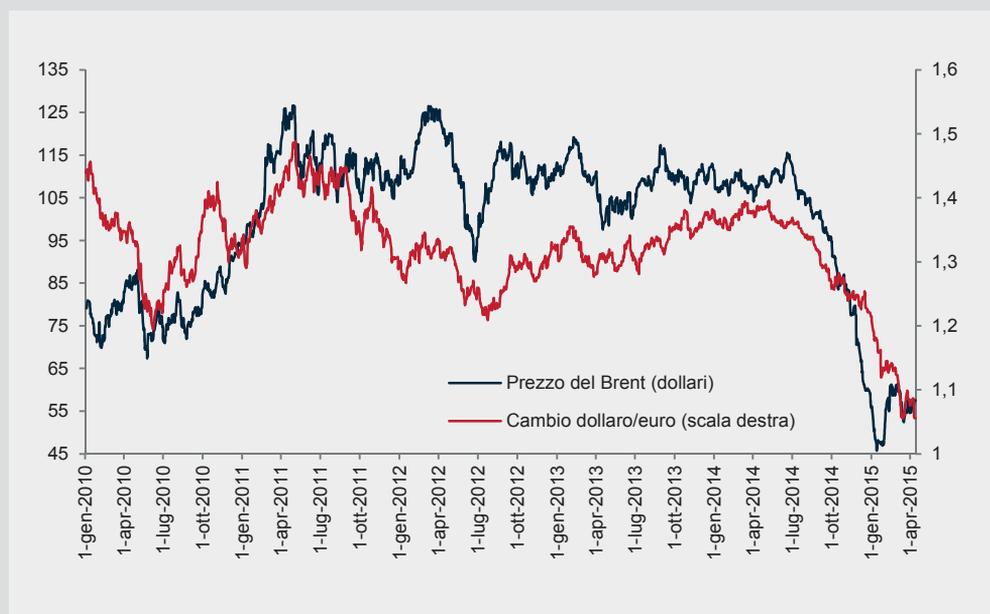
una risalita dell'inflazione determinata dal deprezzamento del cambio, negli Stati Uniti una sostanziale stabilità nonostante l'andamento vivace del ciclo economico, nell'Uem una forte discesa trasformatasi nell'ultima parte dell'anno in un calo del livello dei prezzi. Le politiche monetarie nei primi due paesi sono rimaste invariate, mantenendo il tono espansivo degli anni precedenti; nell'Uem, la Bce ha fronteggiato il rischio di un radicamento delle aspettative di una ulteriore discesa dei prezzi avviando manovre non convenzionali di immissione di liquidità.

**Gli scambi mondiali sono in ripresa nel 2014.** Secondo i dati del Central Plan Bureau il commercio mondiale di beni in volume ha segnato nella media del 2014 una lieve ripresa (3,3 per cento contro il 2,7 per cento del 2013). L'andamento è stato determinato da una maggiore vivacità degli scambi, dal lato tanto delle esportazioni quanto delle importazioni, da parte dei paesi avanzati (in particolare negli Stati Uniti e in Giappone); i paesi emergenti hanno invece registrato un rallentamento, particolarmente accentuato per l'America Latina.

**Per il 2015 è atteso un graduale recupero del ciclo internazionale.** Gli indicatori anticipatori suggeriscono la prosecuzione, nei primi mesi del 2015, di una graduale ripresa ciclica. Nei paesi avanzati continua il rafforzamento dell'attività economica, grazie all'azione di stimolo esercitata dalla politica monetaria, dal calo del prezzo del petrolio e, per l'Uem, dal deprezzamento del cambio (par. 1.2 **Gli effetti di stimolo al ciclo europeo del quantitative easing e del calo del petrolio**). Nei paesi emergenti, l'apprezzamento del dollaro e condizioni di domanda più deboli hanno determinato il calo dell'inflazione e l'aumento dei tassi reali, tanto da spingere le banche centrali di Cina e India a una diminuzione dei tassi di interesse di *policy*.

**Nell'Uem gli indicatori anticipatori delineano prospettive positive.** Nei primi mesi del 2015 i fattori esogeni in grado di fornire un impulso al ciclo economico (*quantitative easing*, discesa dei prezzi dei beni energetici, deprezzamento del cambio) alimentano il miglioramento del clima di fiducia di famiglie e imprese.

Figura 1.1 Tasso di cambio dollaro/euro e prezzo del petrolio Brent (dati giornalieri)



Fonte: Thomson Reuters Datastream



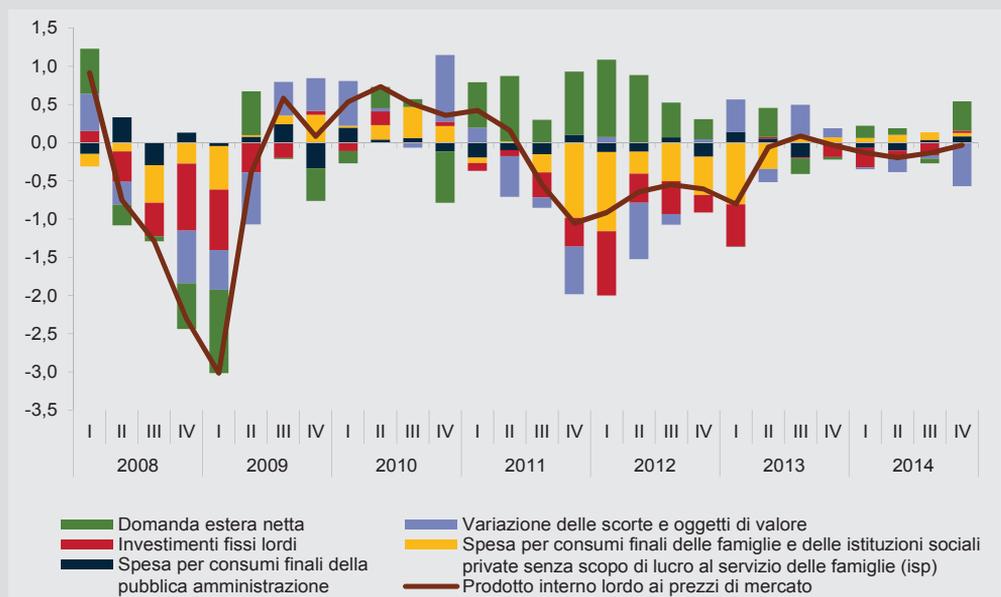
L'*Economic Sentiment Indicator* (Esi) della Commissione Europea ha mostrato un deciso rialzo a partire da dicembre, guidato dalle attese dei consumatori. In aprile, si è determinata una stabilizzazione: il miglioramento nei servizi è stato bilanciato da un arretramento dell'indice dei consumatori. Tali indicazioni, insieme alla lieve diminuzione del tasso di disoccupazione (11,3 per cento in marzo, contro l'11,4 per cento a dicembre 2014), appaiono coerenti con una moderata ripresa della spesa per consumi. Dopo una stasi nei primi due mesi dell'anno, in marzo anche il clima di fiducia delle imprese ha dato segnali positivi in relazione alle attese in tema di produzione e condizioni di domanda per poi stabilizzarsi in aprile.

**Anche dai dati quantitativi pervengono i primi segnali incoraggianti.** Al di là delle indicazioni provenienti dagli indicatori qualitativi, qualche segnale incoraggiante, seppure in un contesto di incertezza e cautela, è giunto anche dall'andamento degli indicatori di attività. In particolare, la produzione industriale per l'intera area, dopo la caduta registrata in gennaio (-0,3 per cento rispetto a dicembre) ha fatto registrare un deciso incremento in febbraio (+1,1 per cento), grazie all'espansione sia dei beni di consumo non durevoli (+1,6 per cento) sia dei beni durevoli e dei beni capitali (+1,0 per cento). Il commercio al dettaglio ha segnato una lieve discesa in febbraio (-0,2 per cento sul mese precedente), dopo quattro variazioni positive consecutive.

Primi segnali di un'inversione di tendenza nell'andamento dell'inflazione giungono dai prezzi alla produzione (+0,5 per cento in febbraio, determinato da una risalita dei beni energetici), dei prezzi all'import (+0,8 per cento in febbraio rispetto a marzo per la manifattura, dopo quattro variazioni negative) e al consumo (-0,1 per cento in marzo, dal -0,3 precedente).

**Gli scambi mondiali, tuttavia, rallentano nei primi due mesi del 2015 rispetto all'ultima parte dell'anno precedente.** Secondo i dati del Central Plan Bureau, sia in gennaio sia in febbraio il commercio mondiale in volume ha segnato una riduzione (rispettivamente pari a -1,6 per cento e -0,9 su base congiunturale); rispetto al livello medio del 2014, l'incremento complessivo nei primi due mesi del 2015 è pari allo 0,6 per cento.

**Figura 1.2 Pii e contributi delle componenti di domanda alle variazioni del Pil, Italia - Anni 2008-2014** (variazioni congiunturali percentuali su dati in volume; punti percentuali)



Fonte: Istat, Conti economici nazionali



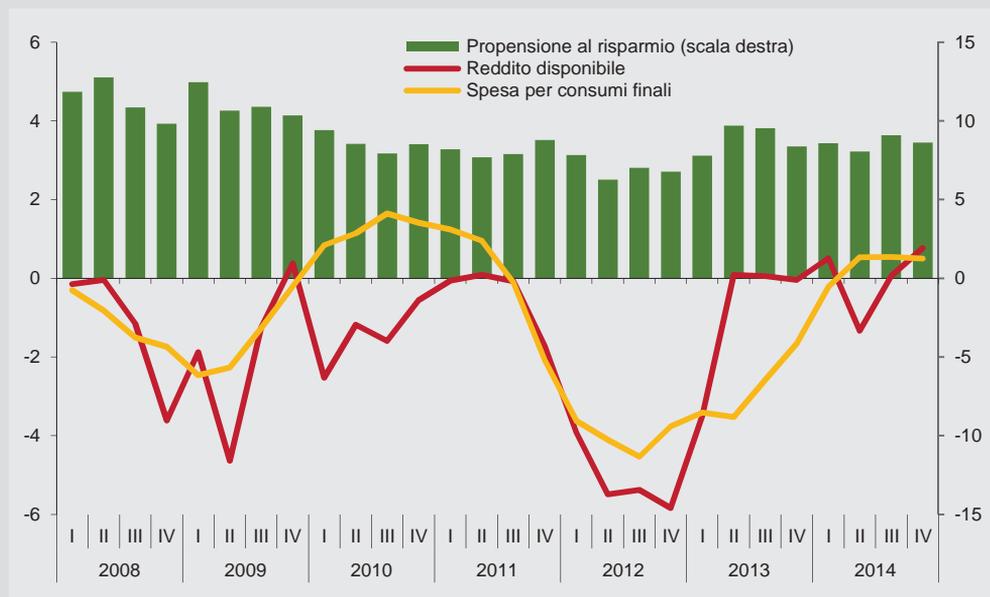
**Petrolio e cambio sono in via di stabilizzazione.** Dopo l'ulteriore calo nel mese di gennaio 2015, in seguito alla decisione dei paesi Opec di non tagliare la produzione, il prezzo del Brent è risalito in febbraio (+19 per cento rispetto alla media del mese precedente), per poi stabilizzarsi nei due mesi successivi in un intervallo compreso tra 55 e 60 dollari al barile. L'annuncio dell'avvio del *quantitative easing* in gennaio ha innescato una accelerazione nella tendenza al deprezzamento dell'euro, già in atto dalla metà del 2014, guidata dai processi di ricomposizione di portafoglio verso attività finanziarie a più elevato rendimento denominate in valute diverse dall'euro. Tra gennaio e marzo, la moneta unica europea ha continuato a perdere valore nei confronti del dollaro (-6,9 per cento in media) per poi stabilizzarsi nella prima metà di aprile.

**Il quadro relativo al 2014 mostra per l'Italia ancora una flessione per l'attività economica.** Dopo la forte contrazione del 2012 e 2013 (rispettivamente del 2,8 per cento e dell'1,7), il Pil italiano in volume ha segnato lo scorso anno una ulteriore riduzione, seppure di entità decisamente più contenuta (-0,4 per cento); il livello è sceso al di sotto di quello registrato nel 2000. L'andamento dell'attività economica è risultato negativo per i primi tre trimestri e ha segnato una variazione congiunturale nulla nel quarto (Figura 1.2).

**La discesa dell'inflazione ha contribuito al lieve recupero dei consumi delle famiglie.** La domanda interna ha fornito nel complesso un contributo negativo alla crescita pari a sei decimi di punto. I consumi finali (che includono anche i consumi della Pa) hanno registrato una variazione nulla rispetto all'anno precedente, mentre la spesa per consumi finali delle famiglie è cresciuta in volume dello 0,3 per cento, con un lieve recupero rispetto all'accentuata diminuzione nei due anni precedenti (-3,9 e -2,9 per cento rispettivamente nel 2012 e 2013) grazie alla componente di spesa per consumi di servizi (+0,7 per cento); nel complesso l'apporto dei consumi privati è stato positivo per 0,2 punti percentuali.

Il lieve aumento dei consumi delle famiglie si collega all'andamento del reddito disponibile in termini reali (cioè il potere di acquisto delle famiglie) che, per la prima volta dal 2008,

**Figura 1.3** Reddito disponibile, spesa per consumi e propensione al risparmio delle famiglie - Anni 2008-2014 (valori concatenati, anno di riferimento 2010, variazioni tendenziali e valori percentuali)



Fonte: Istat, Conti economici nazionali



si è stabilizzato, anche grazie alla discesa dei prezzi al consumo, registrando in media d'anno una variazione nulla (dopo il -5,2 per cento del 2012 e il -0,9 per cento del 2013). La propensione al risparmio delle famiglie, ovvero il risparmio lordo sul reddito disponibile, la cui riduzione ha alimentato i consumi nella prolungata fase di crisi, ha segnato ancora una leggera diminuzione (dall'8,9 per cento del 2013 all'8,6 lo scorso anno): in termini nominali i consumi finali sono cresciuti a un ritmo lievemente superiore a quello del reddito disponibile (rispettivamente +0,5 e +0,2 per cento) (Figura 1.3).

**L'indicatore di grave deprivazione materiale è in calo.** Il leggero miglioramento nei livelli di reddito disponibile delle famiglie e la dinamica inflazionistica più favorevole rispetto a quella degli anni precedenti, rappresentano due fattori alla base della riduzione dell'indicatore di grave deprivazione materiale, una condizione riferita a una situazione di involontaria incapacità di sostenere spese per determinati beni o servizi. Lo scorso anno, dopo la crescita registrata tra il 2010 e il 2012 (dal 6,9 al 14,5 per cento), tale indicatore è tornato sui livelli del 2011 (11,4 per cento nel 2014). L'incidenza delle situazioni di grave deprivazione si è ridotta soprattutto tra i membri delle famiglie composte da due o tre componenti, in particolare coppie senza figli o con un figlio, anche minore, e tra le famiglie con anziani che vivono soli o in coppia. Continua a essere particolarmente elevata l'incidenza tra i genitori soli e tra le famiglie con almeno tre minori; la situazione più difficile si registra per il gruppo di famiglie con componenti in cerca di occupazione (risulta in grave deprivazione quasi il 40 per cento delle persone che vivono in nuclei familiari con almeno due persone in cerca di occupazione).

**Tavola 1.2** Formazione, distribuzione e impieghi del reddito disponibile delle famiglie consumatrici - Anni 1995-2014 (variazioni percentuali; valori percentuali)

| AGGREGATI  | 1995-1999   | 2000-2004  | 2005-2009   | 2010         | 2011        | 2012         | 2013        | 2014        |
|--|-------------|------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Risultato lordo di gestione (a) (+)                              | 5,8         | 6,8        | 5,1         | 2,3          | 4,2         | -3,2         | 5,6         | -2,6        |
| Redditi da lavoro dipendente (+)                                 | 3,6         | 4,5        | 2,7         | 1,4          | 1,5         | -1,1         | -1,1        | 1,0         |
| Redditi da lavoro autonomo (b) (+)                               | 4,0         | 3,1        | -0,4        | 0,4          | 0,6         | -4,1         | -0,5        | -1,7        |
| Redditi da capitale (c) (+)                                      | -6,1        | -1,6       | -2,6        | -16,8        | 10,0        | -0,6         | -7,9        | -4,1        |
| <b>Reddito primario lordo (d)</b>                                | <b>2,7</b>  | <b>3,7</b> | <b>1,6</b>  | <b>-0,0</b>  | <b>2,0</b>  | <b>-2,2</b>  | <b>-0,6</b> | <b>-0,5</b> |
| Contributi sociali netti (e) (-)                                 | 1,6         | 4,6        | 2,9         | 1,2          | 1,1         | -0,1         | -0,7        | 0,7         |
| Prestazioni sociali e altri trasferimenti correnti netti (f) (+) | 5,3         | 4,5        | 4,5         | 2,6          | 1,7         | 2,2          | 2,2         | 3,3         |
| Imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (-)                | 7,2         | 1,7        | 4,2         | 2,9          | 0,2         | 5,0          | -0,7        | 0,9         |
| <b>Reddito disponibile lordo (g)</b>                             | <b>2,9</b>  | <b>4,0</b> | <b>1,7</b>  | <b>-0,1</b>  | <b>2,5</b>  | <b>-2,6</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,2</b>  |
| Spesa per consumi finali (-)                                     | 5,1         | 3,3        | 1,9         | 2,7          | 2,9         | -1,3         | -1,8        | 0,5         |
| <b>Risparmio lordo (h)</b>                                       | <b>-7,7</b> | <b>9,4</b> | <b>-1,4</b> | <b>-22,5</b> | <b>-3,1</b> | <b>-16,4</b> | <b>27,2</b> | <b>-2,8</b> |
| <b>Potere di acquisto del reddito disponibile (i)</b>            | <b>0,4</b>  | <b>1,3</b> | <b>-0,2</b> | <b>-1,5</b>  | <b>-0,4</b> | <b>-5,2</b>  | <b>-0,9</b> | <b>-0,0</b> |
| Carico fiscale corrente e in conto capitale (j)                  | 13,9        | 14,2       | 14,4        | 15,1         | 14,8        | 15,8         | 15,7        | 15,7        |
| Carico fiscale complessivo (k)                                   | 14,1        | 14,4       | 14,5        | 15,2         | 14,9        | 16,4         | 16,0        | 16,3        |
| Propensione al risparmio (l)                                     | 15,7        | 12,1       | 11,6        | 8,6          | 8,1         | 7,0          | 8,9         | 8,6         |

Fonte: Istat, Conti economici nazionali

(a) Proventi derivanti dalle attività di produzione delle famiglie di beni e servizi per autoconsumo. La componente principale è costituita dal valore degli affitti imputati ai servizi di locazione prodotti dalle abitazioni di proprietà delle famiglie.

(b) Includono gli utili distribuiti dalle società e quasi società e la quota di reddito misto trasferita dalle famiglie produttrici alle famiglie consumatrici.

(c) Includono gli interessi netti, i dividendi, i fitti di terreni e i redditi da capitale attribuiti agli assicurati a fronte dei rendimenti delle riserve tecniche di assicurazione.

(d) Remunerazione dei fattori produttivi forniti dalle famiglie consumatrici: risultato lordo di gestione, redditi da lavoro dipendente, redditi dal lavoro autonomo e saldo dei redditi da capitale.

(e) Includono i contributi sociali versati dai datori di lavoro e dai lavoratori dipendenti ed autonomi al netto di quelli ricevuti dalle famiglie in qualità di datori di lavoro.

(f) Includono le prestazioni sociali nette e gli altri trasferimenti sociali netti (premi e indennizzi per assicurazioni contro danni, trasferimenti correnti ricevuti/effettuati prevalentemente da/amministrazioni pubbliche, istituzioni non profit e operatori non residenti).

(g) Reddito primario meno le imposte correnti e i contributi sociali netti, più le prestazioni sociali nette e i trasferimenti correnti netti.

(h) Reddito disponibile lordo meno spesa per consumi finali più rettifica per variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione.

(i) Reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici in termini reali, ottenuto utilizzando il deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie. Valori concatenati, anno di riferimento 2010.

(j) Incidenza delle imposte correnti ed in conto capitale sul reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici ricalcolato al lordo delle imposte correnti.

(k) Incidenza delle imposte sulla produzione, delle imposte correnti e in conto capitale sul reddito disponibile lordo delle famiglie ricalcolato al lordo delle imposte correnti e delle imposte sulla produzione.

(l) Risparmio lordo sul reddito disponibile lordo corretto per la variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione.

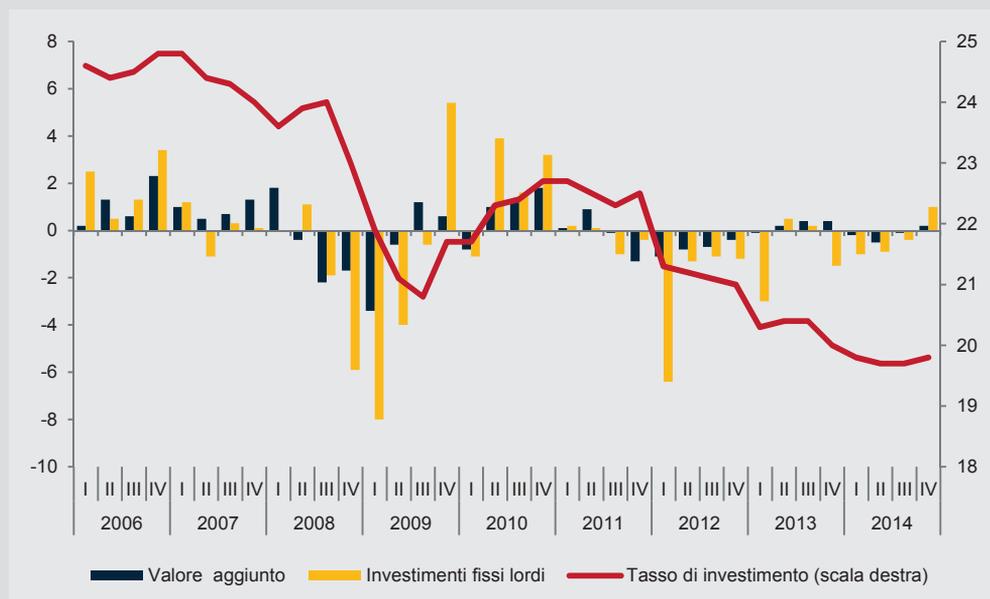
**È leggermente aumentato il carico fiscale complessivo.** Nel 2013 e 2014 è rimasto invariato il carico fiscale corrente e in conto capitale delle famiglie (al 15,7 per cento del reddito lordo disponibile delle famiglie). Tuttavia, il carico fiscale complessivo (che include anche le imposte sull'abitazione) nel 2014 è aumentato di tre decimi di punto, salendo al 16,3 per cento, a causa dell'introduzione del Tributo per i servizi indivisibili (Tasi), compensando quasi interamente il calo di quattro decimi del 2013, determinato dall'abolizione dell'Imu sulla prima casa (Tavola 1.2).

**Anche nel 2014 l'apporto degli investimenti è stato negativo.** Gli investimenti lordi sono ancora diminuiti, segnando in media d'anno una flessione del 3,3 per cento e un contributo alla crescita negativo per 0,7 punti percentuali; il calo, seppure inferiore a quello del 2013, ha riguardato le costruzioni (-4,9 per cento) e gli investimenti in macchinari e attrezzature (-2,7 per cento), mentre per i mezzi di trasporto la contrazione (-1,1 per cento) ha interrotto la risalita dell'anno precedente (+4,7 per cento). La componente dei prodotti della proprietà intellettuale, infine, che con il passaggio al nuovo sistema europeo dei conti Sec 2010 è divenuta più ampia includendo la spesa in ricerca e sviluppo, ha segnato un lieve incremento (+0,3 per cento). Tali dinamiche hanno determinato un calo del tasso di investimento delle società non finanziarie,<sup>1</sup> sceso in media d'anno al 19,8 per cento (dal 20,3 per cento del 2013) (Figura 1.4).

**Il calo dei prezzi all'import ha sostenuto le ragioni di scambio.** Un contributo positivo alla crescita del prodotto è giunto dalla domanda estera netta (per tre decimi di punto) grazie a una dinamica dei volumi di esportazioni di beni e servizi (+2,6 per cento) superiore a quella delle importazioni (+1,8 per cento). Nel 2014, queste ultime sono tornate a crescere dopo due anni, segnando peraltro una significativa diminuzione dei prezzi (la variazione del deflatore è stata del -2,5 per cento).

Il calo dei prezzi all'import dei beni energetici ha determinato un incremento delle ragioni di scambio, misurate come rapporto tra i prezzi dell'industria praticati sui mercati esteri e i prezzi dei prodotti industriali importati;<sup>2</sup> tale aumento è stato marcato nella

**Figura 1.4** Tasso di investimento delle società non finanziarie e tassi di crescita congiunturali delle sue componenti - Anni 2006-2014 (valori e variazioni percentuali; dati destagionalizzati)



Fonte: Istat, Conti economici nazionali

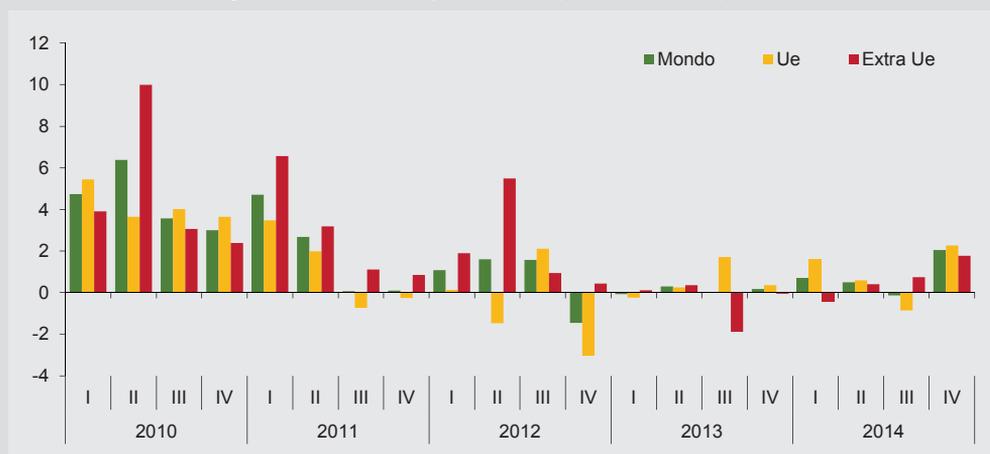


zona non euro (4,2 punti percentuali) e meno accentuato verso i mercati Uem (1,4 punti, dopo lo 0,8 del 2013).

Il commercio estero in valore ha evidenziato nel 2014 una crescita delle esportazioni di beni (+2,0 per cento), risultata più ampia al netto dei prodotti energetici (+2,7 per cento), e una flessione delle importazioni (-1,6 per cento). In particolare, la dinamica dell'export è risultata positiva verso i paesi Ue (+3,8 per cento) e stagnante verso il resto del mondo (-0,1 per cento). Nell'ultimo trimestre dell'anno, tuttavia, il deprezzamento dell'euro ha determinato una forte ripresa degli scambi verso l'area extra Ue (+1,8 per cento su base congiunturale) (Figura 1.5). La flessione dell'import su base annua è stata determinata dalla forte contrazione dei prodotti energetici (-19,5 per cento) mentre sono risultati in ripresa, rispetto agli ultimi due anni, i flussi importati dai paesi dell'Unione (+1,3 per cento).

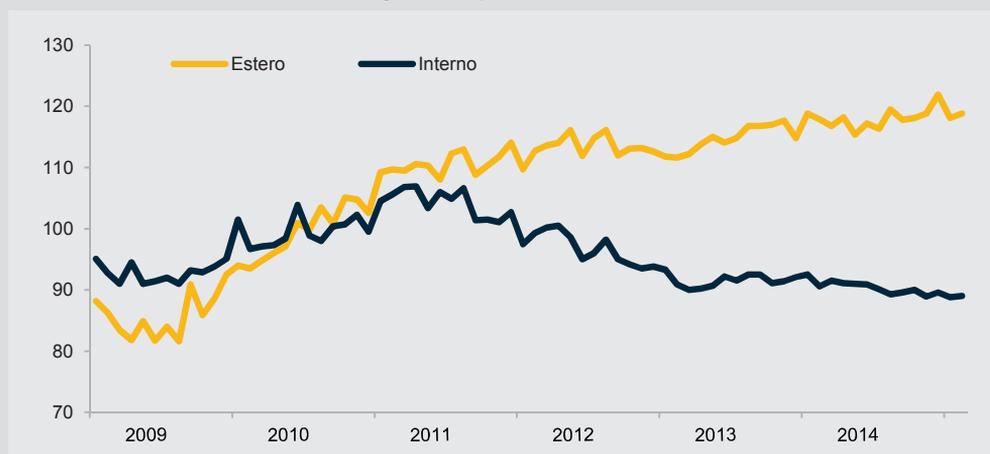
L'avanzo commerciale ha raggiunto nel 2014 i 42,9 miliardi di euro (pari a circa il doppio al netto dei prodotti energetici). Il saldo commerciale, risultato in forte miglioramento

**Figura 1.5** Esportazioni di merci per area geografica - Anni 2010-2014 (valori correnti, dati destagionalizzati, variazioni percentuali rispetto al trimestre precedente)



Fonte: Istat, Statistiche del commercio con l'estero

**Figura 1.6** Indici del fatturato italiano per mercato di destinazione - Anni 2009-2014 (numeri indice base 2010=100, dati destagionalizzati)



Fonte: Istat, Indagine sul fatturato e gli ordinativi dell'industria



rispetto al 2013 (+30 per cento circa), è stato realizzato per circa due terzi nei confronti dei paesi extra Ue.

### La domanda estera ha continuato a fornire il maggior sostegno all'attività produttiva.

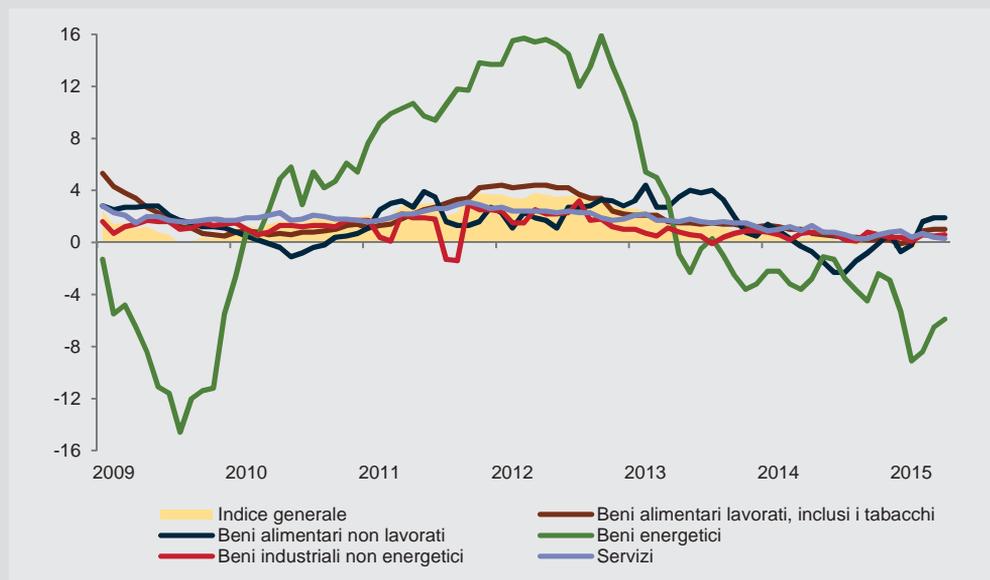
La maggior vivacità della domanda estera rispetto a quella interna trova riscontro nell'andamento degli indicatori del fatturato e degli ordinativi. Il primo, corretto per gli effetti di calendario, ha segnato nel 2014 un aumento dello 0,2 per cento, sintesi di una flessione sul mercato interno (-1,2 per cento) e di un incremento su quello estero (+2,9 per cento); il secondo ha segnato una variazione positiva dell'1,2 per cento, grazie a un andamento dinamico verso i mercati esteri (+3,9 per cento) contrapposto a una diminuzione su quello nazionale (-0,8 per cento) (Figura 1.6).

Per l'intero 2014, la produzione industriale è risultata nuovamente in flessione (-0,5 per cento), seppure in misura meno marcata rispetto ai due anni precedenti (-3,2 per cento nel 2013 e -6,4 nel 2012). Al calo della produzione dell'industria ha corrisposto una diminuzione di poco inferiore del totale del valore aggiunto dell'economia (-0,3 per cento in termini reali). L'andamento è stato negativo nelle costruzioni (-3,8 per cento), nell'agricoltura, silvicoltura e pesca (-2,2) e nell'industria in senso stretto (-1,1 per cento). Per l'insieme delle attività dei servizi si è registrato invece un lievissimo incremento (+0,1 per cento), grazie in particolare ai servizi finanziari e assicurativi (+1,7 per cento) e alle attività immobiliari (+1,4 per cento). La quota di profitto delle società non finanziarie<sup>3</sup> è diminuita leggermente nel 2014 (40,6 punti percentuali dal 41,4 del 2013), proseguendo la tendenza in atto dalla prima metà degli anni Duemila.

Sul finire del 2014 gli indicatori dell'attività manifatturiera hanno mostrato qualche segnale di recupero: dopo la stazionarietà registrata a ottobre, l'indice destagionalizzato della produzione industriale è cresciuto sia a novembre sia a dicembre (+0,3 e +0,4 per cento rispettivamente).

**Nella media del 2014, l'inflazione è scesa allo 0,2 per cento**, in flessione di oltre un punto percentuale rispetto al 2013, quando era stata pari all'1,3 per cento (3,3 per

**Figura 1.7** Indice armonizzato dei prezzi al consumo per raggruppamento di prodotto - Anni 2009-2015 (a) (variazioni tendenziali)



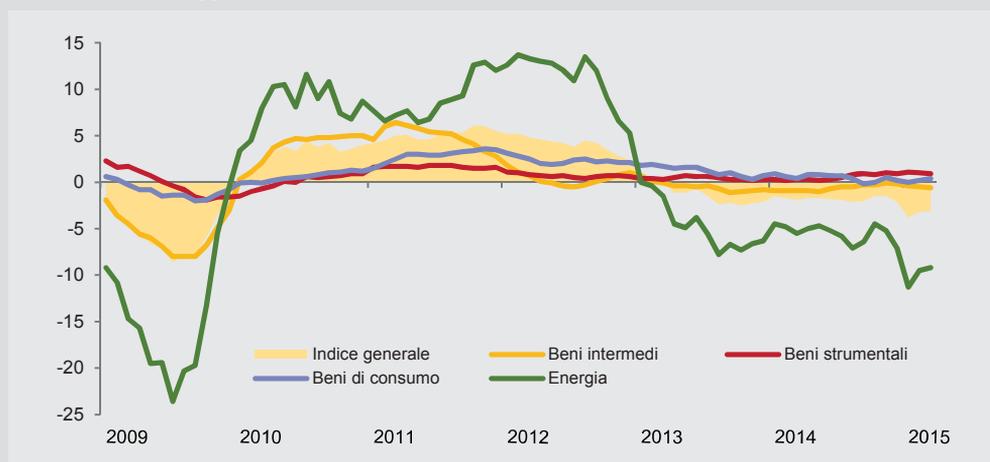
Fonte: Istat, Indagine sui prezzi al consumo  
(a) I dati di aprile 2015 sono provvisori.



cento nel 2012). Nel corso dell'anno, la dinamica dei prezzi<sup>4</sup> ha continuato a rallentare fino a segnare variazioni negative in agosto, settembre e, dopo una lieve risalita nei due mesi successivi, in dicembre (Figura 1.7).

L'azzerarsi delle spinte inflazionistiche è da ascrivere sia alla dinamica negativa delle componenti più volatili (beni energetici e alimentari non lavorati) sia alla progressiva moderazione della componente di fondo, dimezzatasi rispetto all'anno precedente (+0,7 per cento, dall'1,3 per cento del 2013). Per quanto riguarda le prime, i persistenti ribassi delle quotazioni internazionali del petrolio hanno inciso sui prezzi della componente non regolamentata,<sup>5</sup> in calo per quasi tutto il 2014 (-2,4 per cento nella media d'anno, dopo il -1,8 per cento del 2013). La componente regolamentata ha fornito un maggiore contributo deflazionistico per effetto delle sensibili riduzioni delle tariffe del gas (-3,6 per cento, a fronte del +1,7 per cento del 2013). Ribassi su base annua hanno interessato anche i prezzi del comparto alimentare, caratterizzato invece nei tre anni precedenti da forti elementi di rigidità, sia per i beni non lavorati sia per quelli lavorati. Frenati dalla prolungata debolezza dei consumi e dal calo dei costi dell'energia, i prezzi dei beni industriali non energetici sono cresciuti a ritmo

**Figura 1.8** Indici dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno per raggruppamento principale di industrie - Anni 2009-2015 (a) (variazioni tendenziali)



Fonte: Istat, Indagine sui prezzi alla produzione  
(a) I dati di marzo 2015 sono provvisori.

**Tavola 1.3** Deflatori, costi variabili unitari e margini per alcuni settori di attività economica - Anni 2012-2014 (a) (b) (variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

| AGGREGATI                                  | Industria in senso stretto |      |      | Commercio, alberghi, trasporti, comunicazione e informatica |      |      | Servizi finanziari, immobiliari, noleggio e servizi alle imprese |      |      | Totale economia |      |      |
|--|----------------------------|------|------|---|------|------|--|------|------|-----------------|------|------|
|  | 2012                       | 2013 | 2014 | 2012  | 2013 | 2014 | 2012   | 2013 | 2014 | 2012            | 2013 | 2014 |
| Costo del lavoro per unità di prodotto     | 3,7                        | 1,8  | 3,7  | 3,7   | 3,0  | 1,2  | 3,3  | 2,3  | 2,7  | 3,6             | 1,7  | 1,7  |
| Costo del lavoro per occupato              | 2,8                        | 2,2  | 1,5  | 0,9   | 1,8  | 0,8  | 0,0  | 0,0  | 1,0  | 1,2             | 1,0  | 0,8  |
| Produttività                               | -0,9                       | 0,3  | -2,1 | -2,7  | -1,2 | -0,4 | -3,2   | -2,2 | -1,6 | -2,2            | -0,7 | -0,9 |
| Deflatore dell'input                       | 3,1                        | -1,1 | -1,7 | 3,6   | 1,1  | 0,6  | 2,1  | 2,0  | 1,0  | 3,0             | 0,2  | -0,5 |
| Costi unitari variabili                    | 2,4                        | -0,5 | -0,8 | 3,2   | 1,1  | 0,7  | 0,9  | 1,1  | 1,7  | 2,1             | 0,2  | 0,2  |
| Deflatore dell'output al costo dei fattori | 2,3                        | -0,2 | -0,7 | 2,2   | 1,2  | -0,1 | 1,2  | 1,5  | 2,2  | 1,9             | 0,7  | 0,0  |
| Mark up                                    | -0,1                       | 0,4  | 0,1  | -1,0  | 0,0  | -0,8 | 0,3  | 0,4  | 0,5  | -0,1            | 0,5  | -0,1 |

Fonte: Istat, Conti economici nazionali

(a) Le serie sono aggiornate secondo il nuovo Sec 2010.

(b) I dati sono al netto della locazione dei fabbricati.

contenuto (+0,5 per cento in media d'anno) in linea con l'andamento del 2013 (+0,6 per cento). Nei servizi, si è riscontrato un ulteriore rallentamento della crescita (+0,8 per cento, a fronte del +1,6 per cento del 2013), con decelerazioni generalizzate e una flessione marcata nel caso dei servizi per le comunicazioni; fanno eccezione i prezzi dei servizi per l'abitazione, sostenuti dai diffusi rialzi delle tariffe locali per la raccolta rifiuti e le acque reflue (+2,3 per cento, analogo al +2,2 del 2013) (par. 1.1 **La diffusione delle spinte deflazionistiche e i potenziali effetti dell'indebolimento dell'euro sui prezzi al consumo**).

**I ribassi dei beni energetici sono alla base della dinamica negativa di quelli importati.** La dinamica dei prezzi dei prodotti industriali importati (-3,1 per cento in media d'anno) ha risentito dei ribassi dei beni energetici. Anche al netto dell'energia, si è però osservata una discesa che ha coinvolto prima i beni intermedi e strumentali; i beni di consumo non durevoli hanno registrato da marzo 2014 le prime tendenze al ribasso che, nella seconda parte dell'anno, si sono estese anche ai prezzi dei beni di consumo durevoli.

I continui e diffusi ribassi dei prezzi dei beni importati contribuiscono a spiegare la prolungata fase deflattiva dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno, diminuiti nel 2014 dell'1,8 per cento (-1,3 nel 2013). Variazioni negative hanno caratterizzato negli ultimi due anni anche i prezzi alla produzione dei beni intermedi; in controtendenza, i prezzi dei beni strumentali che hanno mantenuto un contenuto incremento (Figura 1.8).

Nel settore industriale, più sensibile ai ribassi degli input di origine esterna, la diminuzione dei costi intermedi ha più che compensato la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, determinando un ampliamento del calo dei costi unitari variabili (-0,8 per cento dal -0,5 del 2013). In un quadro di perdurante debolezza della domanda, l'andamento del deflatore della produzione al costo dei fattori ha sostanzialmente seguito quello dei costi unitari variabili, dando luogo a una crescita modesta dei margini unitari di profitto (Tavola 1.3).

**L'occupazione è tornata a crescere nel 2014 per i più anziani, per gli stranieri, per le donne e nei servizi.** Dopo due anni di contrazione, nel 2014 l'occupazione è nuovamente tornata a crescere (88 mila occupati in più rispetto al 2013, +0,4 per cento); un aumento si è osservato anche in termini di ore lavorate (+0,1 per cento) e di input di lavoro (+52 mila unità di lavoro, +0,2 per cento) sulla base delle misure di contabilità nazionale.

**Figura 1.9 Occupati e tasso di disoccupazione in Italia - Anni 2010-2015**  
(dati mensili destagionalizzati, valori in migliaia e percentuali)



Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro



La crescita dell'occupazione ha favorito specifiche tipologie di soggetti: le classi di età più anziane (+8,9 per cento per gli occupati dai 55 ai 64 anni), anche in ragione del rallentamento delle uscite verso il pensionamento, rispetto ai più giovani (-4,7 per cento per i 15-24 anni) e la componente straniera residente (+111 mila unità) rispetto a quella italiana (Figura 1.9). Dell'aumento dell'occupazione ha beneficiato maggiormente la componente femminile (+0,6 per cento rispetto al 2013), rispetto a quella maschile (+0,2 per cento). Questi andamenti hanno influito sul tasso di occupazione complessivo (15-64 anni), pari nel 2014 al 55,7 per cento (due decimi in più rispetto al 2013), che è rimasto stabile per i maschi (64,7 per cento) ma è aumentato (tre decimi di punto in più) per le femmine (fino al 46,8 per cento). La composizione per età ha visto un'ulteriore flessione per i più giovani (-3,1 per cento per gli uomini dai 15 ai 24 anni e -7,1 per cento per le donne); quella geografica ha registrato un aumento dei posti di lavoro nel Nord (+0,4) e nel Centro (+1,8 per cento) mentre nel Mezzogiorno l'occupazione si è contratta (-0,8 per cento) (Tavola 1.4). Quanto agli andamenti settoriali, nell'industria "in senso stretto"<sup>6</sup> secondo le valutazioni di contabilità nazionale<sup>7</sup> le unità di lavoro sono aumentate dello 0,6 per cento, mentre le ore lavorate sono aumentate dello 0,9 per cento. In particolare, nelle imprese con più di dieci dipendenti, nel 2014 si è registrata una sensibile riduzione del ricorso alla Cassa integrazione guadagni (da 71 a 65 ore effettivamente utilizzate per mille ore lavorate).<sup>8</sup> Anche nel 2014, la contrazione occupazionale di maggiore entità ha riguardato il settore delle costruzioni (-4,5 per cento, -4,9 per cento in termini di ore lavorate), mentre nei servizi si è osservata una modesta crescita in termini sia di occupati interni (+0,5 per cento), sia di ore lavorate (+0,3 per cento) (Tavola 1.5). Sulla base delle informazioni provenienti dalla rilevazione sulle forze di lavoro, la crescita dell'occupazione totale ha riguardato gli occupati dipendenti (+98 mila occupati, +0,6 per

**Tavola 1.4 Occupazione per sesso, classe di età e ripartizione geografica - Anno 2014**  
(valori in migliaia e percentuali)

| CLASSI DI ETÀ<br>RIPARTIZIONI GEOGRAFICHE | Valori assoluti |              |               | Variazione percentuale sul 2013 |            |            |
|---|-----------------|--------------|---------------|---------------------------------|------------|------------|
|   | Uomini          | Donne        | Totale        | Uomini                          | Donne      | Totale     |
| Da 15 a 24 anni                           | 558             | 372          | 929           | -3,1                            | -7,1       | -4,7       |
| Da 25 a 34 anni                           | 2.319           | 1.787        | 4.106         | -2,9                            | -1,8       | -2,4       |
| Da 35 a 44 anni                           | 3.782           | 2.822        | 6.603         | -2,7                            | -2,0       | -2,4       |
| Da 45 a 54 anni                           | 3.855           | 2.808        | 6.663         | 1,3                             | 1,0        | 1,2        |
| Da 55 a 64 anni                           | 2.077           | 1.432        | 3.508         | 7,6                             | 10,7       | 8,9        |
| 65 e più                                  | 355             | 114          | 469           | 7,5                             | 8,9        | 7,9        |
| Nord                                      | 6.538           | 5.074        | 11.612        | 0,4                             | 0,4        | 0,4        |
| Centro                                    | 2.685           | 2.126        | 4.811         | 1,0                             | 2,9        | 1,8        |
| Sud                                       | 3.722           | 2.134        | 5.856         | -0,6                            | -1,0       | -0,8       |
| <b>Totale</b>                             | <b>12.945</b>   | <b>9.334</b> | <b>22.279</b> | <b>0,2</b>                      | <b>0,6</b> | <b>0,4</b> |

Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro

**Tavola 1.5 Occupazione e input di lavoro per attività economica - Anno 2014**  
(valori in migliaia e percentuali)

| ATTIVITÀ ECONOMICHE        | Occupati      | Variazione percentuale sul 2013 | Unità di lavoro | Variazione percentuale sul 2013 |
|----------------------------|---------------|---------------------------------|-----------------|---------------------------------|
| Agricoltura                | 907           | 1,4                             | 1.202           | 1,4                             |
| Industria in senso stretto | 4.223         | -0,2                            | 3.688           | 0,6                             |
| Costruzioni                | 1.556         | -4,5                            | 1.499           | -4,5                            |
| Servizi                    | 17.658        | 0,5                             | 17.047          | 0,5                             |
| <b>Totale</b>              | <b>24.343</b> | <b>0,1</b>                      | <b>23.436</b>   | <b>0,2</b>                      |

Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro e Conti economici nazionali

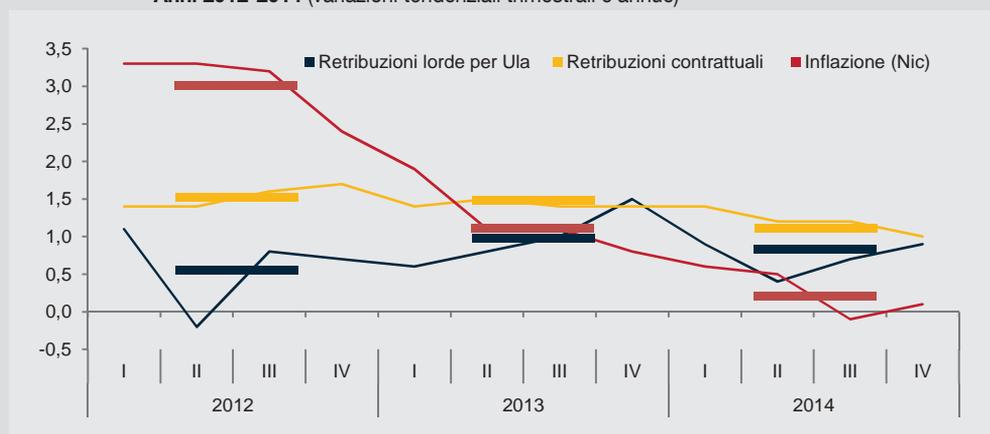


cento), a fronte di una contrazione degli indipendenti (-9 mila individui, -0,2 per cento). Tra i primi sono aumentati sia gli occupati a tempo indeterminato (+18 mila, +0,1 per cento), sia, in misura maggiore, quelli a termine (39 mila, +2,6 per cento); allo stesso tempo è diminuita l'occupazione dipendente a tempo pieno (-0,1 per cento, pari a 8 mila unità in meno) a fronte di una crescita dell'occupazione a tempo parziale (+3,3 per cento, 105 mila unità in più). L'attività di ricerca di personale da parte delle imprese, misurata dal tasso di posti vacanti, non ha mostrato variazioni significative nel corso del 2014 (0,5 per cento il tasso di posti vacanti, un dato analogo a quello rilevato nel 2013). Il tasso di disoccupazione è passato dal 12,1 per cento nella media del 2013 al 12,7 per cento del 2014. Quello giovanile è cresciuto ulteriormente fino a toccare il 42,7 per cento (con punte del 55,9 per cento nel Mezzogiorno); il tasso di disoccupazione di lunga durata<sup>9</sup> è aumentato di sei decimi di punto (raggiungendo il 7,1 per cento).

Le persone in cerca di occupazione sono aumentate del 5,5 per cento (167 mila unità in più); tra di esse è aumentata la quota di individui in cerca di prima occupazione (dal 26,3 al 28,5 per cento). Si è inoltre allargato il gruppo di inattivi vicini al mercato del lavoro (+153 mila unità, 14,1 per cento); la fascia di inattivi che non cerca e non è disponibile a lavorare si è invece contratta (-4,9 per cento). Il tasso d'inattività complessivo è diminuito (sei decimi di punto in meno fino a 36,1 per cento per entrambi i sessi) (par. 1.4 **Recessione, partecipazione e dinamica dell'offerta di lavoro: il ruolo delle aspettative**).

**La dinamica salariale nel totale dell'economia ha registrato nel 2014 un'ulteriore decelerazione.** Le retribuzioni contrattuali per dipendente sono aumentate dell'1,2 per cento (rispetto all'1,5 per cento dell'anno prima) segnando l'incremento più contenuto della recente storia economica, mentre le retribuzioni lorde di fatto per unità di lavoro equivalenti a tempo pieno sono cresciute dello 0,8 per cento, a fronte dell'1,0 per cento registrato nel 2013 (Figura 1.10). La dinamica particolarmente contenuta dei prezzi al consumo (0,2 per cento) ha comunque determinato nella media del 2014 un aumento in termini reali sia per le retribuzioni contrattuali (1,0), sia per quelle di fatto (0,6 per cento). L'andamento complessivo delle retribuzioni di fatto, che si conferma anche per il 2014 inferiore a quello della componente contrattuale, è la risultante di incrementi superiori alla media nell'industria in senso stretto (1,9 per cento) e più contenuti nei servizi (0,4 per cento) (Figura 1.10).

**Figura 1.10** Retribuzioni contrattuali per dipendente, retribuzioni di fatto per Ula e inflazione - Anni 2012-2014 (variazioni tendenziali trimestrali e annue)



Fonte: Istat, Indagine sulle retribuzioni contrattuali; Conti economici nazionali e Indagine sui prezzi al consumo



**Sono ancora numerose le trattative contrattuali non concluse.** Il rallentamento della crescita delle retribuzioni contrattuali deriva dall'aumentare dell'incidenza di contratti non rinnovati.<sup>10</sup> Per l'intera economia, nel 2014 la quota di dipendenti in attesa di rinnovo è stata pari al 59,9 per cento, quasi 12 punti percentuali in più rispetto al 2013. L'attività negoziale del 2014 ha portato al rinnovo di 17 contratti nazionali relativi a poco più di 1,9 milioni di dipendenti. Per circa il 68 per cento si tratta di lavoratori del comparto dell'industria (per metà nelle sole costruzioni); in questo comparto, la percentuale dei dipendenti con contratto in vigore è così salita all'88,1 per cento. Tendenza opposta ha caratterizzato, invece, il comparto dei servizi privati, in cui la quota media dei dipendenti con il contratto scaduto ha raggiunto l'80 per cento (era il 39 per cento nel 2013). Nel comparto della pubblica amministrazione, con l'estensione a tutto il 2014 del blocco dei rinnovi contrattuali, l'attività negoziale è rimasta (e rimane tuttora) congelata.

La crescita delle retribuzioni contrattuali orarie nel 2014 è stata nel complesso pari all'1,3 per cento. In particolare, nel settore dell'industria si è registrata una dinamica del 2,2 per cento, determinata quasi esclusivamente da applicazioni contrattuali intercorse nell'anno; nel settore dei servizi di mercato la crescita media delle retribuzioni, pari all'1,0 per cento, è stata sostenuta per i due terzi dai miglioramenti economici intervenuti nel 2013; nel comparto della pubblica amministrazione, le retribuzioni orarie sono rimaste stabili (Tavola 1.6).

**I saldi di bilancio nel 2014: l'avanzo primario in calo è compensato in parte dalla minore spesa per interessi.** Le stime, elaborate sulla base del nuovo sistema contabile Sec 2010,<sup>11</sup> indicano che nel 2014 l'avanzo primario del conto delle Amministrazioni pubbliche si è ridotto rispetto all'anno precedente di 4,4 miliardi (da 30,5 miliardi a circa 26 miliardi). Il suo peso sul Pil è sceso dall'1,9 all'1,6 per cento, risultando inferiore di 1,3 punti percentuali rispetto all'obiettivo (2,9) indicato nelle previsioni programmatiche contenute nella Nota di aggiornamento al Def<sup>12</sup> 2013 (Tavola 1.7).

**Tavola 1.6 Contratti rinnovati, tensione contrattuale e retribuzioni orarie per comparto - Anno 2014** (valori assoluti in migliaia, quote percentuali, differenze in punti percentuali e variazioni percentuali)

| COMPARTI                 | Contratti rinnovati |                      |             | Tensione contrattuale           |                                     |  | Retribuzioni contrattuali orarie |                          |
|--------------------------|---------------------|----------------------|-------------|---------------------------------|-------------------------------------|--|----------------------------------|--------------------------|
|                          | Numero              | Dipendenti coinvolti |             | Dipendenti in attesa di rinnovo |                                     | Mesi di vacanza contrattuale per dipendente in attesa di rinnovo | Variazione annua                 | Effetto di trascinamento |
|                          |                     | Valore assoluto      | Quota %     | Quota %                         | Variazione assoluta anno precedente |  |                                  |                          |
| Agricoltura              | 1                   | 331                  | 95,2        | 71,4                            | 71,4                                | 3,8  | 2,5                              | 1,6                      |
| Industria                | 7                   | 1.293                | 28,0        | 11,9                            | -16,9                               | 12,9   | 2,2                              | 0,2                      |
| Servizi di mercato       | 9                   | 279                  | 5,6         | 80,0                            | 41,0                                | 17,3   | 1,0                              | 0,7                      |
| Totale settore privato   | 17                  | 1.902                | 19,1        | 48,2                            | 15,3                                | 16,5   | 1,6                              | 0,6                      |
| Pubblica amministrazione | 0                   | 0                    | 0,0         | 100,0                           | 0,0                                 | 54,5   | 0,0                              | 0,0                      |
| <b>Totale economia</b>   | <b>17</b>           | <b>1.902</b>         | <b>14,8</b> | <b>59,9</b>                     | <b>11,8</b>                         | <b>30,9</b>  | <b>1,3</b>                       | <b>0,4</b>               |

Fonte: Istat, Indagine sulle retribuzioni contrattuali

**Tavola 1.7 Indicatori di finanza pubblica nel 2014: obiettivi e risultati**

| FONTE  | Indebitamento netto | Indebitamento netto strutturale | Avanzo primario | Interessi | Debito | Crescita del Pil (in termini reali) |
|--|---------------------|---------------------------------|-----------------|-----------|--------|-------------------------------------|
| Nota di aggiornamento al Def 2013 (settembre 2013) (a) | 2,5                 | 0,3                             | 2,9             | 5,4       | 132,8  | 1                                   |
| Def 2014 (aprile 2014) (a)                             | 2,6                 | 0,6                             | 2,6             | 5,2       | 134,9  | 0,8                                 |
| Consuntivo aprile 2015 (b)                             | 3,0                 | 0,7                             | 1,6             | 4,7       | 132,1  | -0,4                                |

Fonte: Dati Mef, Documento Economia e Finanza

(a) Secondo il Sec 1995.

(b) Secondo il Sec 2010 (cfr. Istat "I Nuovi conti nazionali in Sec 2010" 6 ottobre 2014).

Il calo di 2,8 miliardi della spesa per interessi (la cui incidenza è scesa dal 4,8 al 4,7 per cento del Pil) ha in parte compensato il peggioramento del saldo primario, consentendo di contenere l'indebitamento netto entro i parametri del Patto di stabilità e crescita. L'indebitamento è, infatti, risultato nel 2014 pari al tre per cento del Pil (-49,1 miliardi), con un lieve peggioramento rispetto al 2,9 per cento dell'anno precedente (-47,5 miliardi). Esso si è collocato, tuttavia, di mezzo punto percentuale al di sopra degli obiettivi programmatici indicati nella Nota di aggiornamento al Def 2013. Nello stesso documento, si prevedeva che la spesa per interessi, contabilizzata secondo le vecchie regole, risultasse pari al 5,4 per cento del Pil.

Il mancato raggiungimento degli obiettivi indicati dal governo è stato sostanzialmente dovuto alla dinamica dell'attività produttiva decisamente peggiore rispetto a quella prevista. Diversamente dalle ipotesi contenute nel documento programmatico di settembre 2013, che indicavano una crescita del Pil in volume pari all'1 per cento, l'economia italiana ha, infatti, registrato nel 2014 una flessione dello 0,4 per cento. Stime preliminari dell'indebitamento netto strutturale,<sup>13</sup> cioè corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee, indicano nel 2014 una sostanziale invarianza rispetto all'anno precedente, intorno allo 0,7 per cento del Pil.<sup>14</sup> Il documento programmatico di settembre 2013 indicava, coerentemente con quanto stabilito dalle regole europee e nazionali,<sup>15</sup> un progressivo avvicinamento verso il pareggio,<sup>16</sup> con un miglioramento nel 2014 di un decimo di punto (da -0,4 a -0,3 per cento).

Al netto della spesa per interessi, il saldo strutturale, che rappresenta un indicatore delle politiche discrezionali attuate dal governo, risulterebbe peggiorato di circa tre decimi di punto di Pil, registrando comunque un consistente avanzo. Nonostante la recessione degli ultimi tre anni, le stime indicano un avanzo primario strutturale pari a due volte e mezzo quello registrato nel 2011, a conferma dell'intensità delle manovre restrittive attuate dal 2012.

**Il debito pubblico è in aumento.** Secondo le stime più recenti della Banca d'Italia,<sup>17</sup> il debito pubblico ha raggiunto a fine 2014 i 2.134,9 miliardi, pari al 132,1 per cento del Pil. L'incremento rispetto all'anno precedente (quando si attestava al 128,5 per cento) è stato di 66 miliardi, pari a 3,6 punti percentuali di Pil. Al netto del sostegno finanziario a paesi Uem l'aumento è stato inferiore e pari a 3,3 punti percentuali (dal 125,1 al 128,4). Nel documento programmatico di settembre 2013, il governo indicava un aumento molto più contenuto del debito al lordo dei sostegni a paesi Uem (2 decimi di punto), e una riduzione di un decimo di punto al netto di tali sostegni.

Scomponendo la crescita del rapporto debito/Pil nelle diverse determinanti, un forte contributo è derivato dagli oneri per il servizio del debito, dalla contrazione dell'attività economica reale e dalla bassa inflazione. In particolare, il cosiddetto effetto *snow ball*, dato dal differenziale tra costo medio del debito (3,6 per cento) e tasso di crescita del Pil nominale (0,4 per cento), ha determinato un aumento del rapporto pari a 4,2 punti percentuali. Un'ulteriore spinta alla crescita del rapporto, per circa un punto percentuale, è derivata dalle voci ricomprese nel così detto "aggiustamento stock flussi".<sup>18</sup> Tra queste, l'aumento, evidentemente a fini precauzionali, di 8,6 miliardi delle disponibilità liquide del Tesoro, che a fine 2014 hanno raggiunto 46,3 miliardi (2,9 punti percentuali di Pil), ha determinato mezzo punto di aumento del rapporto debito/Pil. Nel senso di una riduzione del rapporto hanno invece agito l'avanzo primario di bilancio (1,6 punti percentuali) e gli scarti e i premi di emissione (0,5 punti percentuali di Pil). Nel 2014 il sostegno a paesi appartenenti alla Uem<sup>19</sup> è aumentato di 4,7 miliardi, portandosi al di sopra di 60 miliardi (3,7 punti percentuali di Pil).

**Peggiora nel 2014 il saldo primario** rispetto al 2013. Tale andamento è il risultato di un aumento delle spese diverse da quelle per interessi (+9,1 miliardi) superiore a quello delle entrate (+4,7 miliardi). La spesa per interessi si è ridotta nel 2014 di un ulteriore 3,5 per



cento (-2,8 miliardi), dopo il calo del 7,3 per cento registrato nel 2013 (-6,1 miliardi). Tra le uscite, una forte dinamica ha caratterizzato le prestazioni sociali (+8,9 miliardi), anche per gli effetti dell'introduzione dal mese di maggio del credito di imposta per i lavoratori dipendenti con redditi bassi (il bonus di 80 euro), e le altre uscite in conto capitale (4,6 miliardi), per l'aumento soprattutto di alcuni crediti di imposta delle banche.<sup>20</sup> Sono, invece, risultati in riduzione gli investimenti fissi lordi (-2,3 miliardi), i contributi agli investimenti (-1,5 miliardi) e i redditi da lavoro dipendente (-1 miliardo); su questi ultimi hanno agito gli effetti delle misure di limitazione al turnover e di blocco degli stipendi nel settore pubblico. Sostanzialmente stabile intorno ai 90 miliardi è risultata la spesa per consumi intermedi. Rispetto al 2011, si osserva un aumento di oltre 1,5 punti percentuali del peso delle prestazioni sociali sul totale delle uscite (dal 43,4 al 45,0 per cento), una riduzione di 1,3 punti percentuali della quota dei redditi da lavoro dipendente (dal 21,1 al 19,8 per cento) e una invarianza del peso dei consumi intermedi, stabili al 10,9 per cento delle uscite totali (Tavola 1.8).

La pressione fiscale, pur in presenza di un'ulteriore contrazione dell'attività economica, è rimasta pressoché stabile (43,4 nel 2013 e 43,5 per cento nel 2014).

**All'inizio del 2015, emerge un forte miglioramento dei climi di fiducia.** Il 2015 si è aperto con una serie di indicazioni positive, in particolare per quel che riguarda il clima di fiducia di famiglie e imprese. Nei primi tre mesi dell'anno l'indice del clima di fiducia

**Tavola 1.8 Conto economico consolidato delle amministrazioni pubbliche - Anni 2011-2014**  
(a) (valori assoluti in milioni di euro e variazioni percentuali)

| VOCI ECONOMICHE                            | Valori assoluti |                |                |                | Variazioni % |              |              |
|--|-----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
|  | 2011            | 2012           | 2013<br>(a)    | 2014<br>(a)    | 2012         | 2013<br>(a)  | 2014<br>(a)  |
| <b>USCITE</b>                              |                 |                |                |                |              |              |              |
| Redditi da lavoro dipendente               | 169.615         | 166.130        | 164.910        | 163.874        | -2,1         | -0,7         | -0,6         |
| Consumi intermedi                          | 87.166          | 86.974         | 89.841         | 90.325         | -0,2         | 3,3          | 0,5          |
| Prestazioni sociali in natura acquistate   |                 |                |                |                |              |              |              |
| direttamente sul mercato                   | 44.608          | 43.345         | 43.458         | 43.738         | -2,8         | 0,3          | 0,6          |
| Prestazioni sociali in denaro              | 304.478         | 311.442        | 319.688        | 328.304        | 2,3          | 2,6          | 2,7          |
| Prestazioni sociali totali                 | 349.086         | 354.787        | 363.146        | 372.042        | 1,6          | 2,4          | 2,4          |
| Altre uscite correnti                      | 60.553          | 63.532         | 66.134         | 66.090         | 4,9          | 4,1          | -0,1         |
| <b>Uscite correnti al netto interessi</b>  | <b>666.420</b>  | <b>671.423</b> | <b>684.031</b> | <b>692.331</b> | <b>0,8</b>   | <b>1,9</b>   | <b>1,2</b>   |
| Interessi passivi                          | 76.416          | 84.086         | 77.942         | 75.182         | 10,0         | -7,3         | -3,5         |
| <b>Totale uscite correnti</b>              | <b>742.836</b>  | <b>755.509</b> | <b>761.973</b> | <b>767.513</b> | <b>1,7</b>   | <b>0,9</b>   | <b>0,7</b>   |
| Investimenti fissi lordi                   | 45.210          | 41.341         | 38.261         | 35.981         | -8,6         | -7,5         | -6,0         |
| Contributi agli investimenti               | 17.851          | 17.348         | 14.451         | 12.947         | -2,8         | -16,7        | -10,4        |
| Altre uscite in c/capitale                 | -962            | 5.843          | 5.249          | 9.821          | -707,4       | -10,2        | 87,1         |
| <b>Totale uscite in c/capitale</b>         | <b>62.099</b>   | <b>64.532</b>  | <b>57.961</b>  | <b>58.749</b>  | <b>3,9</b>   | <b>-10,2</b> | <b>1,4</b>   |
| <b>Totale uscite al netto di interessi</b> | <b>728.519</b>  | <b>735.955</b> | <b>741.992</b> | <b>751.080</b> | <b>1,0</b>   | <b>0,8</b>   | <b>1,2</b>   |
| <b>TOTALE USCITE COMPLESSIVE</b>           | <b>804.935</b>  | <b>820.041</b> | <b>819.934</b> | <b>826.262</b> | <b>1,9</b>   | <b>-0,0</b>  | <b>0,8</b>   |
| <b>ENTRATE</b>                             |                 |                |                |                |              |              |              |
| Produzione vendibile e per uso proprio     | 33.408          | 33.755         | 36.359         | 36.890         | 1,0          | 7,7          | 0,9          |
| Imposte dirette                            | 226.826         | 239.760        | 240.908        | 237.539        | 5,7          | 0,5          | -0,9         |
| Imposte indirette                          | 231.100         | 246.110        | 238.644        | 246.991        | 6,5          | -3,0         | 3,3          |
| Contributi sociali effettivi               | 212.216         | 211.733        | 211.200        | 212.383        | -0,2         | -0,3         | 0,6          |
| Contributi sociali figurativi              | 4.078           | 4.104          | 4.088          | 4.025          | 0,6          | -0,4         | -1,5         |
| Contributi sociali totali                  | 216.294         | 215.837        | 215.288        | 216.408        | -0,2         | -0,3         | 0,5          |
| Altre entrate correnti                     | 29.459          | 30.321         | 31.978         | 32.055         | 2,9          | 5,5          | -0,8         |
| <b>Totale entrate correnti</b>             | <b>737.087</b>  | <b>765.783</b> | <b>763.177</b> | <b>769.883</b> | <b>3,9</b>   | <b>-0,3</b>  | <b>0,9</b>   |
| Imposte in c/capitale                      | 6.981           | 1.524          | 4.154          | 1.307          | -78,2        | 172,6        | -68,5        |
| Altre entrate in c/capitale                | 3.713           | 4.424          | 5.148          | 6.016          | 19,1         | 16,4         | 16,9         |
| <b>Totale entrate in c/capitale</b>        | <b>10.694</b>   | <b>5.948</b>   | <b>9.302</b>   | <b>7.323</b>   | <b>-44,4</b> | <b>56,4</b>  | <b>-21,3</b> |
| <b>TOTALE ENTRATE COMPLESSIVE</b>          | <b>747.781</b>  | <b>771.731</b> | <b>772.479</b> | <b>777.206</b> | <b>3,2</b>   | <b>0,1</b>   | <b>0,6</b>   |
| Saldo corrente                             | -5.749          | 10.274         | 1.204          | 2.370          |              |              |              |
| Indebitamento netto                        | -57.154         | -48.310        | -47.455        | -49.056        |              |              |              |
| Saldo primario                             | 19.262          | 35.776         | 30.487         | 26.126         |              |              |              |

Fonte: Istat, Conti economici nazionali

(a) Il conto delle Amministrazioni pubbliche è presentato secondo il nuovo schema la cui articolazione è descritta nelle note metodologiche di accompagnamento a "Conti ed aggregati economici delle Amministrazioni pubbliche" del 3 dicembre 2014 (disponibile alla pagina <http://www.istat.it/it/archivio/140913>).



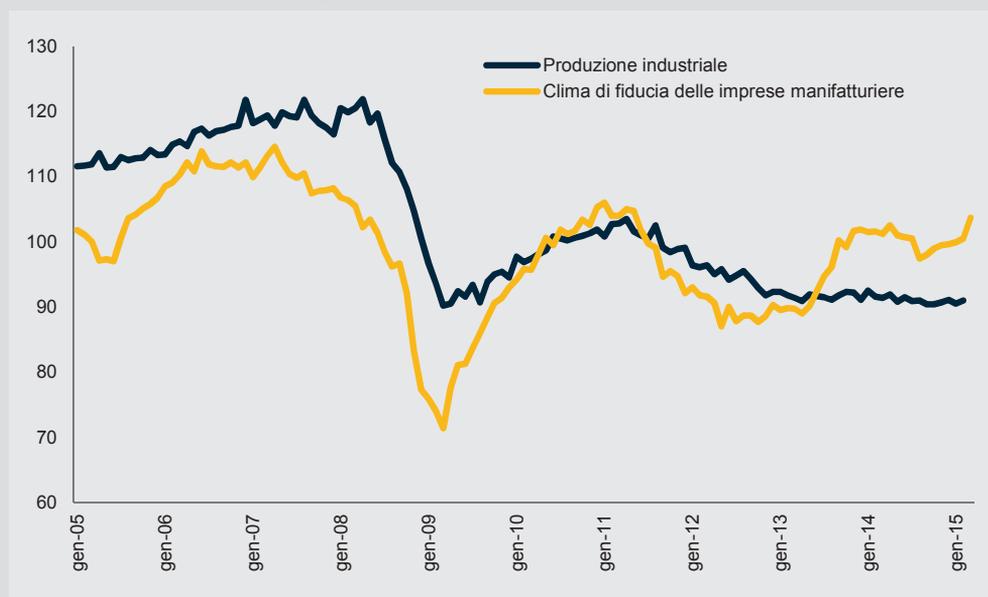
dei consumatori è aumentato, grazie al contributo positivo degli indicatori relativi al clima economico e personale, al clima corrente e a quello futuro delle famiglie. In aprile, tuttavia, si è assistito a un leggero indebolimento, guidato da una discesa di tutte le componenti (giudizi sulla situazione economica e personale, corrente e futura); il livello dell'indice rimane tuttavia assai più elevato rispetto alla media del 2014.

Il rafforzamento del *sentiment* dei consumatori potrebbe preludere a un moderato miglioramento nella spesa per consumi; in febbraio, la media mobile a tre mesi dell'indice destagionalizzato delle vendite al dettaglio ha segnato un incremento dello 0,1 per cento rispetto ai tre mesi precedenti.

Anche l'indice composito del clima di fiducia delle imprese italiane ha mostrato a partire da dicembre 2014 un deciso miglioramento, con incrementi particolarmente marcati sia in febbraio sia in marzo, a cui è seguito un leggero arretramento in aprile. In questo ultimo mese, tuttavia, l'indice relativo alle imprese manifatturiere ha continuato a rafforzarsi grazie ai giudizi sugli ordini esteri e sui livelli di produzione. (Figura 1.11).

**Qualche segnale incoraggiante, seppure in un contesto di maggiore incertezza, è giunto anche dagli indicatori quantitativi.** Già a partire dai mesi finali del 2014, l'attività dell'industria (al netto delle costruzioni) ha inanellato una sequenza di risultati moderatamente favorevoli. All'avvio dell'anno in corso, il calo di gennaio (-0,7 per cento) è stato in buona parte compensato dall'incremento registrato a febbraio (+0,6 per cento). Quest'ultimo incremento è principalmente attribuibile al recupero dei beni di investimento (+1,1 per cento), il raggruppamento di industrie che aveva mostrato gli incrementi più significativi nel quarto trimestre del 2014. Al netto degli incrementi dell'energia (+3,6 per cento), l'aumento dell'attività produttiva tuttavia si attenua sensibilmente (+0,1 per cento). Nel complesso, la variazione degli ultimi tre mesi dell'indice di produzione (dicembre 2014-febbraio 2015) rispetto ai tre mesi precedenti è risultata positiva in tutti i settori. Il fatturato industriale, dopo il calo di gennaio (-1,7 per cento su base congiunturale per l'indicatore destagionalizzato) ha evidenziato un leggero incremento in febbraio sia sul

**Figura 1.11** Produzione industriale e clima di fiducia delle imprese manifatturiere - Anni 2005-2015 (dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Istat, Indagine sulla produzione industriale; Indagine sul clima di fiducia delle imprese manifatturiere



mercato interno (+0,2 per cento) sia su quello estero (+0,6 per cento). Nello stesso mese, anche per gli ordinativi totali si è registrata una variazione positiva dello 0,8 per cento, sintesi di un aumento dell'1,2 per cento di quelli interni e dello 0,4 per cento di quelli esteri. Il più recente andamento di fatturato e ordinativi trova riscontro nel recupero dell'export nel mese di febbraio (+2,5 per cento la variazione congiunturale su dati stagionalizzati). L'andamento dell'export ha verosimilmente tratto beneficio dal deprezzamento del cambio: la crescita delle vendite è stata, infatti, particolarmente sostenuta verso i mercati extra Ue (+4,5 per cento in febbraio), a fronte di un incremento più limitato (+0,8 per cento) verso l'area Ue. Sono risultati in forte espansione i beni strumentali (+7,6 per cento), seguiti dai beni di consumo durevoli (+3,9 per cento) e dai prodotti energetici (+2,7 per cento). Le importazioni nei primi due mesi del 2015 hanno avuto un andamento positivo (+0,9 e +0,6 per cento su base congiunturale) in controtendenza con gli ultimi tre mesi del 2014, con un incremento lievemente più marcato per gli acquisti provenienti dall'area extra Ue (+1,1 per cento). La crescita interessa tutti i principali raggruppamenti di beni, a eccezione dei prodotti intermedi (-1,8 per cento) e di quelli energetici (-1,3 per cento) la cui caduta prosegue da ottobre 2014. Il vivace andamento dell'export extra Ue si è confermato anche in marzo (+2,5 per cento su base congiunturale nei dati stagionalizzati), determinando un'accelerazione nella media del primo trimestre (+2,9 per cento rispetto al quarto trimestre 2014, dopo il +1,9 per cento precedente).

**I segnali nelle costruzioni sono più incerti.** Anche nel settore delle costruzioni emergono primi segnali, per quanto erratici, di miglioramento. Nel trimestre finale del 2014, il valore aggiunto del comparto è diminuito dello 0,5 per cento, pressoché dimezzando la caduta congiunturale registrata nel terzo. L'indice stagionalizzato della produzione nelle costruzioni ha registrato un incremento in gennaio (+1 per cento su base congiunturale, dopo il +2,7 per cento in dicembre) a cui è però seguita in febbraio una contrazione (-1,3 per cento); a marzo, le attese di brevissimo termine sugli ordini e/o i piani di costruzione, tratte dalle inchieste qualitative, hanno conseguito un ulteriore rialzo, legato soprattutto al comparto degli edifici.

**Gli investimenti sono in moderata ripresa.** Indicazioni di un moderato miglioramento emergono anche con riferimento alla spesa per beni di investimento. Nel quarto trimestre del 2014, gli investimenti fissi lordi hanno registrato un incremento dello 0,2 per cento, dopo cinque trimestri consecutivi di contrazione. Questo risultato è stato determinato dal favorevole andamento della componente di macchinari, attrezzature ed armamenti (+1,4 per cento), a fronte di una dinamica ancora negativa degli investimenti in costruzioni (-0,6 per cento, essenzialmente dovuto alla contrazione della componente non residenziale). Il grado di utilizzo degli impianti è risultato stazionario intorno a livelli inferiori alla media storica dell'indicatore. È proseguita, pur attenuandosi, la contrazione dei prestiti alle imprese. Secondo le indagini trimestrali condotte dalla Banca d'Italia presso le banche e le aziende, le condizioni di offerta di credito alle imprese sono leggermente migliorate in gennaio ma sono rimaste stabili in aprile. È proseguito il calo dei tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie. (par. 1.3 **Investimenti: crisi strutturale e fattori ciclici**).

**Nel mercato del lavoro aumentano le ore lavorate, diminuisce la cassa integrazione ma, a fronte della ripresa occupazionale del 2014, con il 2015 si osserva un nuovo calo.** Il mercato del lavoro evidenzia, nell'attuale fase congiunturale, segnali contrastanti. Nei dati delle forze di lavoro, in marzo l'occupazione è diminuita per il secondo mese consecutivo (-0,2 per cento rispetto al mese precedente), dopo la stasi osservata in gennaio e l'andamento altalenante registrato negli ultimi mesi dell'anno scorso. Nel quarto trimestre, i dati di contabilità nazionale avevano mostrato alcuni segnali positivi, tra i quali un incremento delle ore lavorate (+0,2 per cento rispetto al terzo trimestre), risultato



particolarmente marcato nell'industria in senso stretto (+0,8 per cento) e più contenuto nei servizi (+0,2 per cento); l'evoluzione è rimasta negativa nelle costruzioni (-1,4 per cento). L'aumento delle ore lavorate si è accompagnato a una diminuzione (su base tendenziale e relativa ai dati grezzi) del ricorso effettivo alla cassa integrazione da parte delle imprese (con più di dieci addetti) nei principali settori produttivi, in particolare nell'industria in senso stretto (79,4 ore ogni mille ore lavorate, 10,9 ore in meno rispetto allo stesso trimestre del 2013). In febbraio, il tasso di disoccupazione (che aveva toccato un picco pari al 13,2 per cento a novembre 2014) dopo il sensibile calo di dicembre è tornato a salire (13 per cento in marzo). Nel primo trimestre del 2015 prosegue la dinamica contenuta delle retribuzioni contrattuali (+1,0 per cento).

**La dinamica deflattiva è in leggera diminuzione.** Anche nei primi mesi del 2015 la dinamica inflazionistica ha continuato a risultare negativa. L'indice nazionale per l'intera collettività ha registrato una caduta dello 0,6 per cento su base annua in gennaio. Nei due mesi successivi, le spinte deflazionistiche sono state inferiori grazie all'andamento delle componenti più volatili: la ripresa dei prezzi del greggio e del gas, anche per effetto del deprezzamento dell'euro, ha determinato aumenti congiunturali dei prezzi dei beni energetici; i prezzi degli alimentari non lavorati hanno confermato l'inversione di tendenza, registrando a marzo un incremento tendenziale del 2,3 per cento. Tuttavia, pur a fronte di una ripresa dei prezzi degli alimentari non lavorati, il rallentamento della crescita dei prezzi dei servizi da un lato, e la modesta dinamica di quelli dei beni industriali non energetici dall'altro, hanno mantenuto l'inflazione su valori intorno allo zero (-0,1 per cento in febbraio e marzo, mentre ad aprile, secondo le stime preliminari, il tasso tendenziale dei prezzi al consumo è risultato nullo).

In assenza di repentine modifiche del quadro internazionale e di sostanziali miglioramenti delle condizioni della domanda e del mercato del lavoro, la dinamica dell'inflazione al consumo si dovrebbe confermare debole per tutta la prima parte del 2015.

Tre fattori internazionali sono tra le principali determinanti dei primi timidi segnali di ripresa dell'attività economica in Italia tra la fine del 2014 e i primi mesi del 2015: il deprezzamento dell'euro, la forte caduta del prezzo del petrolio e l'azione di politica monetaria della Bce.

Il veloce e accentuato deprezzamento dell'euro sperimentato nei primi mesi del 2015 costituisce, da un lato, un fattore di accresciuta competitività delle esportazioni verso i mercati extra Ue; dall'altro un elemento di contrasto alle spinte deflative derivanti dal calo dei beni energetici. Segnali in questo senso cominciano a manifestarsi: il contributo alla dinamica dell'indice generale dei prezzi al consumo dei prodotti a media intensità di importazioni è stato positivo per oltre quattro decimi di punto in marzo. La tendenza potrebbe accentuarsi nel caso di un ulteriore deprezzamento. Una quantificazione dell'impatto sulla dinamica dell'inflazione derivante da un deprezzamento dell'euro pari al dieci per cento rispetto ai livelli attuali è oggetto dell'approfondimento 1.1.

Il calo delle quotazioni dell'euro è da ascrivere in parte alle attese riguardo al *quantitative easing* e si è dispiegato ben prima dell'annuncio ufficiale dello scorso gennaio. L'azione della Bce si trasmette all'economia reale attraverso una pluralità di agenti economici (istituzioni bancarie, consumatori, imprenditori, governi) e una molteplicità dei canali caratterizzati da diverse velocità di trasmissione. Gli effetti in termini di crescita del Pil dovrebbero manifestarsi in misura importante già nel 2016, mentre quelli relativi all'obiettivo di inflazione necessitano di tempi più lunghi. Rispetto a quest'ultimo, però, un contributo immediato e quantitativamente significativo potrebbe giungere da quotazioni del petrolio più elevate di quelle osservate nei primi mesi



del 2015. I risultati della simulazione degli effetti dello stimolo monetario e del calo del prezzo del petrolio sul ciclo dell'Uem nel biennio 2015-2016 vengono presentati nell'approfondimento 1.2.

Dalla fine del 2014, come ricordato, sono emersi anche segnali di una moderata ripresa degli investimenti, la cui caduta aveva contribuito in misura preponderante alla contrazione del Pil italiano nel corso dell'anno. Oltre all'andamento del Pil e al costo d'uso del capitale, lavori empirici recenti hanno confermato il ruolo svolto sull'andamento degli investimenti dal livello di incertezza e dalle condizioni del mercato del credito. Questi ultimi due fattori hanno già mostrato negli ultimi mesi un'evoluzione positiva, testimoniata dal deciso miglioramento del clima di fiducia di imprenditori e famiglie e dalla riduzione degli spread sui rendimenti dei titoli sovrani, come approfondito nel paragrafo 1.3.

Infine, il ruolo delle aspettative appare importante anche nella determinazione dei comportamenti relativi alla partecipazione al mercato del lavoro. In periodi di crisi economica, l'esame della relazione tra aspettative e offerta di lavoro fa osservare comportamenti complessi, non riconducibili al tradizionale schema dicotomico "lavoratore addizionale/lavoratore scoraggiato". Questi temi sono esplorati nel par. 1.4.

1 Definito dal rapporto tra investimenti fissi lordi delle società non finanziarie e valore aggiunto lordo del settore ai prezzi base.

2 Diffusi in serie storica dall'Istat a partire da gennaio 2014.

3 Rapporto tra il risultato lordo di gestione e il valore aggiunto lordo a prezzi base.

4 Misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (Ipc).

5 Si veda la corrispondente voce nel Glossario.

6 Settori da B a E della classificazione Ateco 2007.

7 I dati di contabilità nazionale fanno riferimento all'occupazione interna, mentre la rilevazione delle forze di lavoro all'occupazione residente. Le prime, inoltre, fanno riferimento, oltre che alla stessa occupazione residente rilevata presso le famiglie, anche alle fonti amministrative e d'impresa.

8 I dati fanno riferimento all'incidenza delle ore effettivamente utilizzate di cassa integrazione e comprendono l'insieme della Cig ordinaria, straordinaria e in deroga.

9 La quota di disoccupati in cerca di lavoro da almeno un anno (12 mesi).

10 Solo alla fine di marzo 2015 si sono chiuse le trattative per il rinnovo del contratto dei circa due milioni di dipendenti del commercio e dei 250 mila bancari, i cui primi effetti economici decorrono rispettivamente da aprile 2015 a ottobre 2016.

11 A ottobre 2014 l'Istat ha diffuso le stime del conto delle Amministrazioni pubbliche riviste in base ai nuovi criteri del Sec 2010, al miglioramento nei metodi di misurazione degli aggregati e alla riclassificazione di alcune voci (Istat, 2014). Le principali revisioni hanno riguardato la contabilizzazione delle spese militari e delle spese in R&S tra gli investimenti, la ridefinizione del perimetro delle amministrazioni pubbliche, il diverso trattamento di alcuni crediti fiscali ed il trattamento dei flussi di interessi relativi a strumenti derivati. L'impatto delle revisioni sul saldo è risultato marginale, comportando sostanzialmente una ricomposizione tra i diversi aggregati di entrate e uscite. Saldo e ammontare del debito misurati in percentuale del Pil hanno subito, nella transizione alla nuova contabilità, una revisione al ribasso dovuta alla rivalutazione del prodotto interno lordo.

12 Documento di economia e finanza (Def).

13 Il saldo strutturale è un indicatore non osservabile che rappresenta il saldo che si avrebbe, a parità di politiche fiscali, se il prodotto fosse al suo livello potenziale. Recentemente è sorto un ampio dibattito sulla metodologia di calcolo del prodotto potenziale e sono stati evidenziati i rischi che possa comportare, se utilizzata a fini di valutazione della situazione di bilancio e dell'applicazione delle regole europee, un eccesso di prociclicità delle politiche fiscali in fasi di severa e prolungata recessione economica (si veda il paragrafo 5.1.3, "Le regole fiscali in Europa", in Istat 2014b).

14 Tale valutazione è basata sull'applicazione del metodo di calcolo utilizzato dalla Commissione europea a uno scenario previsivo elaborato dall'Istat nel mese di marzo 2015, e dell'ipotesi di misure temporanee pari a 2,9 miliardi di euro. La stima risulta coerente con quanto indicato nel Def 2015 (scenario programmatico).

15 Si veda il "Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione europea" (c.d. Fiscal compact), Legge costituzionale 20 aprile 2012, n. 1; Legge 24 dicembre 2012, n.243.

16 L'obiettivo di medio termine dell'Italia è rappresentato dal pareggio dell'indebitamento netto strutturale. Il limite massimo al disavanzo strutturale è fissato dal Fiscal compact allo 0,5 per cento del Pil per i paesi con un debito superiore al 60 per cento del Pil.

17 Banca d'Italia (2015b).

18 Si tratta di voci che agiscono in modo diverso sul saldo di bilancio e sul debito, come ad esempio modifiche di valore degli strumenti finanziari, operazioni finanziarie, privatizzazioni, discrepanza tra flussi di cassa e attribuzione di competenza. Il contributo alla dinamica del rapporto debito/Pil derivante dall'aggiustamento stock-flussi è stato calcolato come residuo.

19 Quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti bilaterali o attraverso Efsf e del programma Esm.

20 Secondo i criteri del nuovo sistema europeo dei conti (Sec 2010) tali crediti di imposta vanno infatti contabilizzati come uscite.



## APPROFONDIMENTI E ANALISI

### 1.1 La diffusione delle spinte deflazionistiche e i potenziali effetti dell'indebolimento dell'euro sui prezzi al consumo

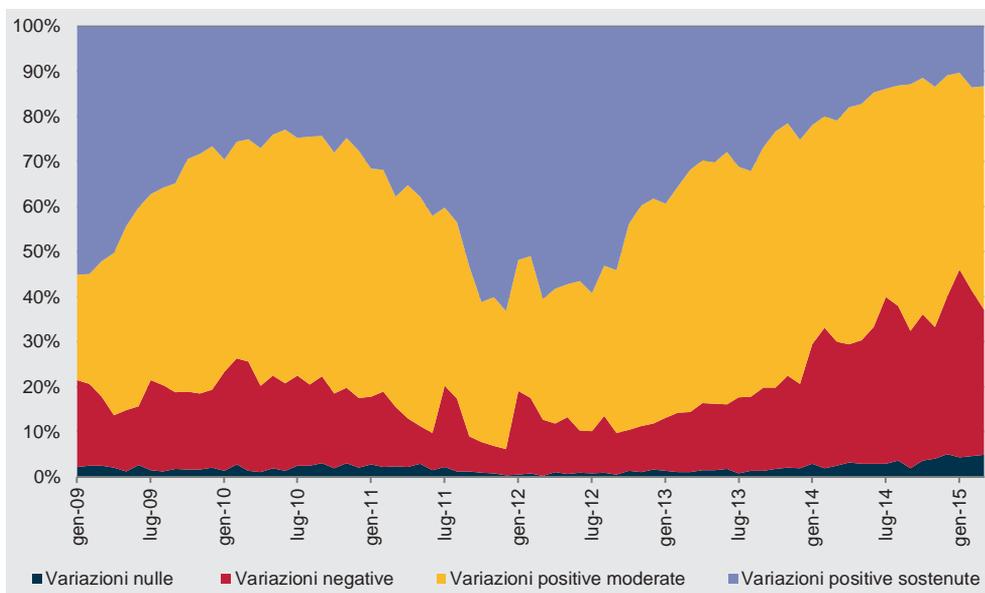
A partire dalla fine del 2012, il processo di rapida discesa del tasso di inflazione, misurato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (Ipc), ha registrato il diffondersi di spinte deflazionistiche che, nel corso del tempo, si sono propagate a un'ampia quota dei beni e servizi acquistati dalle famiglie.

Con riferimento al paniere Ipc, l'incidenza percentuale dei prodotti che hanno registrato all'inizio del 2014 una diminuzione del prezzo su base tendenziale è salita repentinamente di più di dieci punti, portandosi sopra il 30 per cento nel secondo semestre, con picchi nei mesi caratterizzati dai saldi di stagione (Figura 1.12). L'ampliamento della quota di prodotti che presentano variazioni tendenziali negative si è accompagnato a un aumento della quota di beni e servizi con incrementi tendenziali moderati (ossia non superiori al due per cento), a scapito di quelli che presentano tassi di crescita relativamente più sostenuti.<sup>21</sup>

Più in dettaglio, l'incidenza dei prodotti a crescita moderata, dopo essere salita oltre il 55 per cento a metà del 2013, ha manifestato un andamento altalenante, rimanendo per tutto il 2014 su valori di poco inferiori a tale soglia. Per contro, la quota dei prezzi a crescita sostenuta, che ancora nel primo semestre del 2012 incideva per quasi il 60 per cento del paniere, è scesa velocemente al di sotto del 30 nel 2013 e si è ulteriormente ridotta toccando il punto di minimo del dieci per cento a dicembre 2014.

2014: deflazione per molti beni e servizi...

**Figura 1.12** Posizioni rappresentative Ipc per classi di variazione dell'indice tendenziale - Anni 2009-2015 (composizione percentuale)



Fonte: Istat, indagine sui prezzi al consumo

<sup>21</sup> L'analisi è basata sulle dinamiche tendenziali registrate dagli indici delle posizioni rappresentative dell'Ipc, negli anni compresi tra il 2009 e il 2015. In particolare, per quest'ultimo anno sono stati presi in considerazione oltre 603 indici elementari (su un totale di 619) – per i quali è possibile calcolare la variazione su base tendenziale – che corrispondono, in termini di peso, a poco meno del 99 per cento dell'intero paniere.



Nel primo trimestre del 2015, il fenomeno delle riduzioni di prezzo ha interessato una parte assai ampia di prodotti, sebbene a marzo la loro incidenza sia di molto calata (scendendo al 32 per cento dal 40 per cento di gennaio).

A fronte di tale andamento, è risalita lievemente sia la quota dei beni con aumenti moderati di prezzo (a marzo circa il 50 per cento dei prodotti acquistati dalle famiglie, 44 per cento a gennaio), sia quella dei beni caratterizzati da incrementi più sostenuti (passata dal 10 per cento di inizio anno al 13 per cento dell'ultimo mese).

Il fenomeno di rapida estensione delle spinte al ribasso ha beneficiato nel corso dell'ultimo biennio del calo dei prezzi delle materie prime e dei beni importati; questa dinamica ha influenzato le variazioni dei prezzi al consumo, attraverso l'effetto sui costi degli input intermedi e quindi sui prezzi dei beni e servizi di produzione nazionale. L'entità di tale effetto dipende sia dal grado di penetrazione delle importazioni nella struttura produttiva italiana, sia dalla velocità e ampiezza con cui le dinamiche dei costi si trasferiscono sui prezzi nei diversi stadi di commercializzazione dei prodotti.

Al fine di approfondire l'analisi dell'impatto potenziale delle variazioni dei prezzi delle importazioni sull'evoluzione dell'inflazione è stata stimata l'incidenza percentuale delle importazioni per impieghi finali (effetto diretto) e quella dei consumi intermedi importati (effetto indiretto) sul totale degli impieghi per le classi di attività economiche dell'Ateco, raggruppate in 12 aggregazioni<sup>22</sup> (Tavola 1.9).

Nel gruppo degli alimentari, bevande analcoliche, alcoliche e tabacchi, le importazioni di beni per usi finali ammontano a circa il 6,6 per cento del valore totale degli impieghi del settore, mentre le importazioni utilizzate come input per la produzione nazionale del comparto pesano sullo stesso aggregato per oltre l'11 per cento. Valori più elevati dell'incidenza delle importazioni dirette si riscontrano, invece, per i mezzi di trasporto, per l'elettronica di consumo e per l'aggregato dell'abbigliamento, mentre per quanto concerne le importazioni di input intermedi, la quota più alta è relativa al settore dell'energia (quest'ultima in gran parte rappresentata da consumi intermedi afferenti alla stessa branca di prodotto).

Nel complesso, l'incidenza totale – diretta e indiretta – delle importazioni in questi ultimi quattro raggruppamenti è compresa tra il 27,1 per cento del comparto dell'abbigliamento e il 33,1 per cento dei mezzi di trasporto. Al contrario, nei servizi, l'incidenza delle importazioni, in special modo quella diretta, risulta molto contenuta. Considerando, infine, i soli flussi provenienti da paesi esterni all'Uem, l'incidenza totale delle importazioni si riduce in modo sostanziale in tutti i settori, a eccezione del comparto energetico (24,0 per cento) e dell'abbigliamento (18,9 per cento), pur restando su livelli relativamente elevati in quelli dell'elettronica (15,6 per cento) e dei mezzi di trasporto (13,6 per cento).

Il raccordo tra i gruppi di attività economiche della Ateco e la classificazione Coicop permette di osservare come l'incidenza sul paniere dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo delle merci che incorporano quote di importazioni extra Uem relativamente elevate (al di sopra del 15 per cento) sia di poco superiore al 21 per cento. Inoltre, scomponendo la variazione tendenziale dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo negli effetti dovuti ai singoli prodotti, è possibile rilevare come la dinamica dei prezzi all'importazione abbia favorito l'iniziale processo di rapida disinflazione e la successiva fase di ulteriore discesa che hanno caratterizzato il biennio

... per effetto del calo dei prezzi dei prodotti importati

Mezzi di trasporto ed elettronica di consumo i settori in cui le importazioni incidono di più



<sup>22</sup> La stima è stata effettuata sulla base della versione più recente delle tavole Input-Output della contabilità nazionale, che si riferiscono all'anno 2010. Le classi Ateco (si veda Glossario) sono state aggregate in modo da consentire un più agevole raccordo con la classificazione Coicop (si veda Glossario) utilizzata per il calcolo dei prezzi al consumo. In particolare, l'aggregazione che compare nell'ultima riga della tavola (Altri beni e servizi) comprende residualmente le classi Ateco relative ad attività produttive di beni e servizi che non compaiono direttamente tra quelli acquistati dalle famiglie per finalità di consumo. Per costruzione, l'analisi proposta non tiene conto degli effetti indiretti di secondo ordine, ossia quelli derivanti dalle variazioni dei prezzi dei beni intermedi prodotti all'interno del sistema economico, che pure possono essere imputabili alle oscillazioni dei prezzi delle merci importate.

**Tavola 1.9 Importazioni e pesi dei prodotti del paniere dell'indice Ipca (a) per raggruppamento di attività economica - Anno 2010 (valori percentuali)**

| AGGREGAZIONI ATECO   | Incidenza percentuale delle importazioni |               |        | Quota delle importazioni extra Uem sul totale | Incidenza percentuale totale delle importazioni extra Uem (d) | Pesi Ipca |
|--|--|---------------|--------|---|---|-----------|
|  | Diretta (b)                              | Indiretta (c) | Totale |   |   |           |
| Alimentari, bevande analcoliche e alcoliche, tabacchi                                  | 6,6                                      | 11,2          | 17,8   | 39,6  | 7,1   | 21,0      |
| Energia  | 4,9                                      | 22,8          | 27,7   | 86,6  | 24,0  | 10,0      |
| Abbigliamento e altri articoli tessili, calzature, articoli da viaggio, borse e simili | 10,9                                     | 16,2          | 27,1   | 69,8  | 18,9  | 9,0       |
| Elettronica di consumo, elettrodomestici e altre apparecchiature per uso domestico     | 14,3                                     | 18,5          | 32,8   | 47,7  | 15,6  | 2,5       |
| Acquisto mezzi di trasporto  | 25,1                                     | 8,0           | 33,1   | 41,1  | 13,6  | 2,8       |
| Altri beni industriali e altri servizi   | 4,9                                      | 18,5          | 23,4   | 44,6  | 10,5  | 13,3      |
| Servizi relativi al trasporto  | 3,5                                      | 6,5           | 10,0   | 37,4  | 3,8   | 7,1       |
| Servizi relativi alle comunicazioni  | 3,2                                      | 4,0           | 7,2    | 21,6  | 1,6   | 2,3       |
| Servizi ricreativi e culturali   | 0,2                                      | 2,0           | 2,2    | 44,9  | 1,0   | 15,7      |
| Servizi relativi alla casa   | 0,0                                      | 3,1           | 3,1    | 42,8  | 1,3   | 8,4       |
| Servizi vari   | 0,2                                      | 2,9           | 3,1    | 36,8  | 1,1   | 7,8       |
| Altri beni e servizi   | 1,1                                      | 6,1           | 7,2    | 49,2  | 3,5   | -         |

Fonte: Elaborazioni su dati Istat, Conti economici nazionali, Statistiche del commercio con l'estero, Indagine sui prezzi al consumo

(a) I pesi dei prodotti dell'indice Ipca si riferiscono all'anno 2015.

(b) Incidenza diretta: quota percentuale di importazioni per impieghi finali sul totale degli impieghi dello stesso raggruppamento Ateco (es: importazioni di beni energetici per usi finali sul totale degli impieghi).

(c) Incidenza indiretta: quota percentuale di importazioni di beni intermedi sul totale degli impieghi dello stesso raggruppamento Ateco (es: totale dei beni intermedi importati dal raggruppamento "Energia" sul totale degli impieghi).

(d) Incidenza percentuale totale delle importazioni extra Uem: prodotto dell'incidenza totale delle importazioni e della quota delle importazioni extra Uem sul totale.

2013-2014. Fin dal secondo trimestre del 2013, il contributo dei beni energetici (carburanti e combustibili per la casa) e degli altri prodotti non energetici a maggiore incidenza di importazioni (abbigliamento, calzature, articoli tessili, articoli da viaggio, borse e simili ed elettronica di consumo, elettrodomestici e altre apparecchiature per uso domestico) è risultato pressoché costantemente negativo (Figura 1.13).

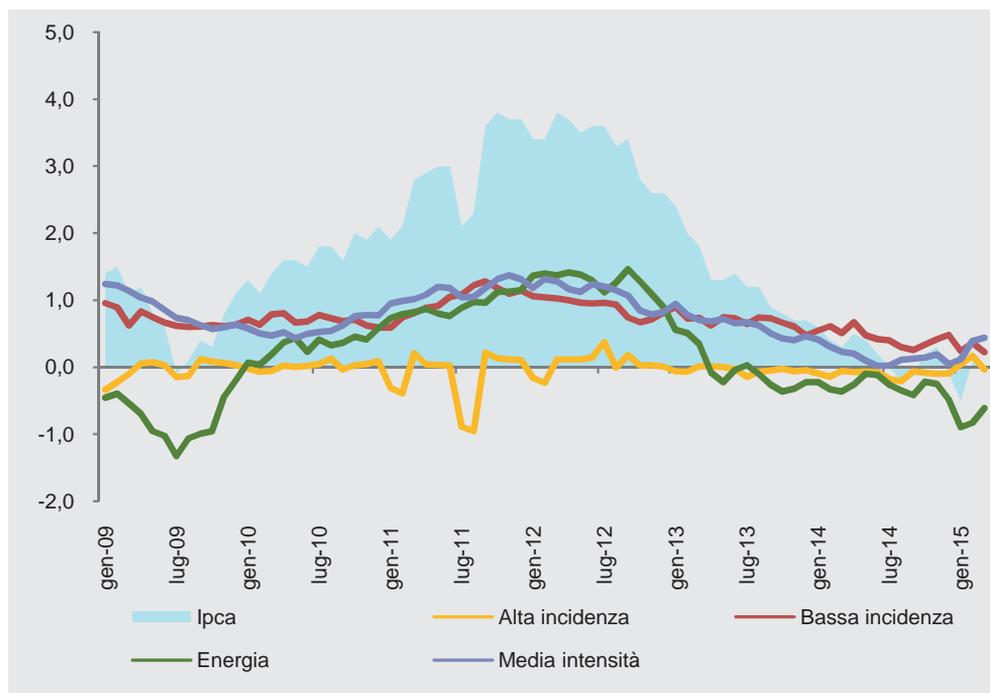
Per contro, nello stesso arco temporale, i prezzi dei prodotti a bassa intensità di import (che comprendono le diverse tipologie di servizi) hanno impresso un contributo positivo alla dinamica inflazionistica, sebbene il loro apporto si sia progressivamente attenuato nel corso del tempo. Infine, il contributo inflazionistico dei prodotti a incidenza media di importazioni (tra cui figurano i beni alimentari, le bevande analcoliche, alcoliche e i tabacchi, i mezzi di trasporto e gli altri beni industriali e altri servizi) dopo essersi velocemente ridotto nel 2013 e nella prima metà del 2014, è tornato a crescere in misura sensibile nei mesi successivi.

Nei primi mesi del 2015, sono emersi segnali di un'inversione di tendenza: il contributo negativo alla dinamica dell'indice generale del comparto dei beni energetici, a marzo è risultato inferiore di circa tre decimi di punto percentuale rispetto a gennaio; quello dei prodotti a media intensità delle importazioni è stato positivo per oltre quattro decimi di punto. Più incerta appare, invece, l'evoluzione dei prezzi dei beni ad alta incidenza delle importazioni, il cui impatto inflazionistico, salito a due decimi di punto percentuale a febbraio, nel mese successivo si è sostanzialmente annullato.

Alla luce di tale evidenza, l'eventuale permanere della debolezza dell'euro sui mercati valutari costituisce un fattore di potenziale ripresa dell'inflazione in Italia, a condizione che la crescita dei prezzi dei prodotti importati non sia controbilanciata da aumenti della produttività e il perdurare della fase di debolezza della domanda interna non porti a una compressione dei margini



**Figura 1.13** Variazione tendenziale dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo e contributi alla variazione dell'indice generale dei prodotti a differente incidenza delle importazioni – Anni 2009 – 2015 (valori percentuali)



Fonte: Elaborazioni su dati Istat, Indagine sui prezzi al consumo

Impatto del deprezzamento dell'euro sull'inflazione

praticati dalle imprese. A parità di altre condizioni e nell'ipotesi di traslazione completa e senza ritardi delle variazioni del tasso di cambio sui prezzi, l'impatto diretto e indiretto sull'inflazione di un deprezzamento del dieci per cento dell'euro, stimato sulla base dell'incidenza totale delle importazioni dall'area extra Uem,<sup>23</sup> è pari a circa otto decimi di punto percentuale (Tabola 1.10). Circa il 40 per cento dell'impatto è spiegato dalla componente dei prodotti a media incidenza delle importazioni (oltre tre decimi di punto percentuale) e quasi il 30 per cento è dovuto all'effetto sui prezzi al consumo dei beni energetici (poco più di 0,2 punti percentuali). L'impatto sull'indice calcolato al netto dei prodotti energetici si ridurrebbe a sei decimi di punto percentuale.

**Tavola 1.10** Impatto potenziale di un deprezzamento dell'euro del dieci per cento sul tasso di inflazione

| PRODOTTI                              | Impatto percentuale diretto e indiretto sul tasso di inflazione |
|---------------------------------------|---|
| Prodotti a bassa incidenza            | 0,065   |
| Prodotti a incidenza media            | 0,330   |
| Prodotti ad alta incidenza            | 0,205   |
| Energia                               | 0,236   |
| Indice generale                       | 0,836   |
| Indice generale al netto dell'energia | 0,600   |

Fonte: Elaborazioni su dati Istat, Conti economici nazionali e Indagine sui prezzi al consumo

<sup>23</sup> La stima esclude, come già precisato sopra, gli effetti indiretti di secondo ordine, che in quest'analisi non vengono presi in considerazione.



## 1.2 Gli effetti di stimolo al ciclo europeo del *quantitative easing* e del calo del petrolio

Nell'Uem, in un contesto di politica fiscale vincolata alle regole di bilancio europee, la politica monetaria ha rappresentato in questi anni l'unico strumento orientato al sostegno della crescita economica.

Sia dopo il primo episodio recessivo del 2008, sia in seguito alla crisi del 2011-2012, la Banca centrale ha operato a sostegno dell'economia attraverso ripetute riduzioni del tasso ufficiale di sconto, portato allo 0,15 per cento nel giugno 2014 dal 3,25 per cento del novembre 2008.

Tuttavia, nel corso della seconda metà del 2014, a fronte dell'aumento dei rischi di un "disancoraggio" delle aspettative di inflazione e dell'avvio di una spirale deflattiva, la Bce ha ulteriormente caratterizzato in senso espansivo la politica monetaria.

Nella fase recente la banca centrale ha effettuato ripetuti interventi attraverso l'utilizzo di differenti strumenti. In particolare, nel giugno del 2014 il tasso di interesse applicato sui depositi delle banche presso l'Eurosistema è stato portato su valori negativi (-0,1 per cento) per incentivare la circolazione della liquidità e contrastare l'apprezzamento del cambio. Le banche hanno potuto accedere a nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine, erogate a condizioni vantaggiose, ma subordinate all'espansione del credito a famiglie e imprese. In settembre il Consiglio direttivo ha ridotto al minimo storico (0,05 per cento) il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e ha ulteriormente diminuito quello sulla *deposit facility* (portandolo a -0,2 per cento). È stato inoltre varato un programma di acquisto di titoli cartolarizzati (*Abs*, *asset-backed securities*) e di obbligazioni garantite (*covered bond*) e la prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine (*Tltro*, *Targeted Long Term Refinancing Operations*). La nuova immissione di liquidità ha erogato 400 miliardi di finanziamenti alle banche a tasso prossimo allo zero, anche in questo caso con il vincolo di utilizzo per prestiti a imprese e famiglie (pena l'obbligo di restituzione dopo due anni). In dicembre, infine, è stata condotta la seconda operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine per un ammontare di circa 130 miliardi di euro (dopo i circa 83 della precedente operazione). Tuttavia, la richiesta complessiva di liquidità da parte del sistema bancario è stata pari a circa la metà della somma disponibile in queste due operazioni.

Nonostante i ripetuti interventi, a fine 2014 gli effetti sulle condizioni di credito di tali manovre stentavano a manifestarsi; le banche con forti sofferenze nei bilanci hanno utilizzato l'aumento di liquidità per acquistare titoli di Stato o rifinanziare obbligazioni in scadenza; se da un lato si sono stabilizzate le erogazioni di mutui alle famiglie, dall'altro è continuata la flessione del credito alle imprese. In questo stesso periodo, l'inflazione ha raggiunto valori negativi: la variazione tendenziale dei prezzi al consumo è risultata pari a -0,2 per cento per l'area nel suo insieme in dicembre e a -0,6 per cento nel mese successivo. Non si sono neppure invertite le attese di deflazione.

Al contrario, i mercati finanziari hanno prontamente reagito all'azione della Banca centrale: tra giugno e dicembre i tassi d'interesse a lungo termine in tutti i paesi dell'Uem hanno evidenziato una consistente discesa (in Italia il rendimento medio dei titoli *benchmark* decennali è passato dal 2,8 al 2,0 per cento); il tasso di cambio dell'euro si è deprezzato sia nei confronti del dollaro (-9,3 per cento in media mensile) sia delle altre valute (-3,4 per cento in termini effettivi nominali).

Alla luce di tali andamenti, il presidente della Banca centrale europea ha annunciato in gennaio il lancio del *quantitative easing* (Qe), una misura straordinaria di acquisti programmati di titoli finanziari dell'importo di 60 miliardi di euro al mese, a partire da marzo 2015: 40 miliardi di titoli di stato, cinque di titoli emessi da istituzioni europee (fondo salva stati), 15 di *Abs* e di

Tassi di interesse ai minimi storici e acquisto di titoli di Stato dalla Bce...

... ma ancora scarsi gli effetti della politica monetaria espansiva a fine 2014

27

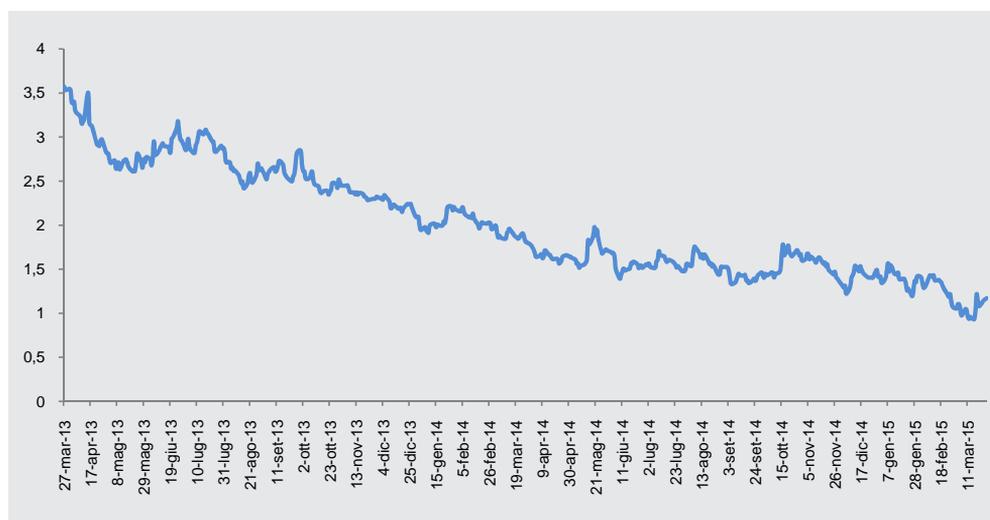


Marzo 2015:  
al via il Qe

*covered bond*. L'operazione è prevista protrarsi fino al settembre del 2016, per un ammontare complessivo di circa 1.140 miliardi.<sup>24</sup>

In seguito all'annuncio, si è osservata una reazione immediata sui mercati finanziari: il tasso di cambio dell'euro ha continuato a perdere valore nei confronti del dollaro (-6,9 per cento in media tra gennaio e marzo) e delle altre principali valute (-4,8 per cento in termini effettivi nominali); i rendimenti dei titoli di stato decennali hanno toccato i livelli minimi in Italia, Francia, Spagna e Germania (questi ultimi vicini allo zero) (Figura 1.14).

**Figura 1.14** Differenziale di interesse sui titoli di Stato decennali tra Italia e Germania. Marzo 2013 - marzo 2015 (punti percentuali)



Fonte: Thomson Reuters Datastream

La Bce ha seguito l'azione intrapresa negli anni scorsi dalla Federal Reserve (il cui programma di Qe è terminato lo scorso ottobre), dalla Bank of England e dalla Bank of Japan. Il Qe è considerato lo strumento più potente a disposizione delle banche centrali per far risalire l'inflazione al livello obiettivo e rilanciare la crescita economica. I canali attraverso cui ci si attende che l'azione della Bce possa produrre i suoi effetti sono diversi: la risalita delle aspettative di inflazione, il calo dei rendimenti dei tassi a lungo termine, il deprezzamento del tasso di cambio, il miglioramento delle condizioni finanziarie delle banche e la ripresa dei prestiti alle imprese.

Dal Qe attesi benefici per la crescita

In particolare, nella misura in cui l'azione di contrasto alla diminuzione dei prezzi risulti credibile, ci si attendono diffuse aspettative di risalita dell'inflazione e, nel medio periodo, un adeguamento delle richieste salariali, un rialzo dei prezzi delle imprese, una riduzione (a parità di altre condizioni) dei tassi di interesse reali in grado di costituire uno stimolo agli investimenti. Il calo dei tassi favorirebbe, inoltre, un rafforzamento della capacità di spesa dei consumatori attraverso un aumento della ricchezza finanziaria (sia mediante la diminuzione degli interessi passivi sui mutui, sia per l'aumento del valore dei titoli azionari e obbligazionari detenuti dalle famiglie).

L'acquisto di titoli di Stato da parte della Banca centrale determinerebbe, inoltre, un calo dei rendimenti e un risparmio in termini di spesa per interessi, con un miglioramento dei saldi

<sup>24</sup> L'ammontare complessivo degli acquisti di titoli pubblici del nostro Paese sarà di circa 150 miliardi di euro: la Banca d'Italia ne acquisterà complessivamente 130 miliardi di euro.



di finanza pubblica e la possibilità di liberare risorse da indirizzare ad azioni di rilancio della domanda (per l'Italia la Bce stima un risparmio di sei miliardi di euro nel 2015). Il deprezzamento del tasso di cambio sarebbe favorito dall'aumento di offerta di moneta e dalle operazioni di ricomposizione di portafoglio da parte degli investitori internazionali (si vendono titoli finanziari in euro a basso rendimento per acquistare attività denominate in valuta diversa a rendimento maggiore). Esso costituirebbe uno stimolo per le esportazioni rendendo al contempo più care le importazioni.

Accanto al sostegno al ciclo europeo fornito, secondo le attese, dall'azione della Banca centrale, un altro importante aiuto alla ripresa dovrebbe giungere dal permanere delle quotazioni internazionali del petrolio sui bassi livelli raggiunti recentemente. A partire da giugno, in coincidenza con la fase di espansione monetaria descritta in precedenza, il prezzo del petrolio ha registrato una progressiva caduta; in particolare, tra luglio e dicembre 2014, la discesa (pari al 44,6 per cento sui valori medi mensili) è stata guidata sia dall'evoluzione delle condizioni di domanda e offerta, sia dal progressivo apprezzamento del dollaro. Il rallentamento ciclico delle economie emergenti, unitamente a quello dell'Uem, ha determinato una costante revisione al ribasso delle stime di domanda da parte dell'Eia (*Energy Information Administration*),<sup>25</sup> a fronte di un aumento della produzione globale.<sup>26</sup> L'andamento dei corsi internazionali del greggio, inoltre, presenta storicamente una relazione inversa rispetto all'andamento del dollaro: dato l'obiettivo di stabilizzazione delle entrate da petrolio (in valuta locale) nei paesi produttori, a fronte di un apprezzamento della valuta statunitense questi ultimi possono ridurre i prezzi in dollari senza compromettere le entrate fiscali. In questo contesto, a fine novembre il cartello dei paesi Opec ha deciso di mantenere inalterata la propria produzione; ne è conseguito un ulteriore calo delle quotazioni (di circa il nove per cento tra dicembre e marzo in termini di valori medi mensili), mirato a contrastare la crescente offerta di greggio statunitense, reso disponibile dalle nuove tecnologie non convenzionali.

Tuttavia, da un lato il calo del prezzo del petrolio consente un risparmio nei costi di approvvigionamento energetico di imprese e famiglie, liberando risorse per investimenti e consumi; dall'altro, esercita un effetto di freno alla risalita della dinamica inflazionistica, contrastando in questo modo il perseguimento dell'obiettivo di inflazione della Banca centrale.

Per misurare gli effetti di stimolo sul ciclo economico di questi fattori sono stati condotti alcuni esercizi di simulazione. In particolare, gli esercizi offrono una misurazione controfattuale di tali effetti, disegnando lo scenario economico che si sarebbe verificato nell'Uem in assenza degli interventi della Bce e del calo del prezzo del petrolio; i risultati di queste simulazioni per il biennio 2015-16 sono quindi messi a confronto con quelli dello scenario base.<sup>27</sup>

Nella tavola 1.11 sono riportati, in termini di differenze percentuali rispetto allo scenario base, i risultati della simulazione relativa agli effetti del Qe e quella relativa agli effetti del prezzo del petrolio.<sup>28</sup>

Stimoli positivi anche da basso prezzo del greggio

Effetti Qe e quotazioni petrolio: due esercizi di simulazione

29



<sup>25</sup> Per il 2014 e il 2015 l'Eia ha ridotto la domanda rispettivamente di 0,3 e 0,8 milioni di barili al giorno.

<sup>26</sup> Per il 2015 si è stimato un incremento di offerta globale pari a 0,8 milioni di barili al giorno; l'eccesso di offerta sarebbe pari a 1,7 milioni di barili al giorno (Banca d'Italia, 2015a).

<sup>27</sup> L'esercizio utilizza il modello macroeconomico internazionale di Oxford Economics. Lo scenario base è quello relativo al quadro previsivo del mese di marzo 2015 che include l'aumento di liquidità determinato dall'implementazione delle misure di Qe. Nella prima simulazione, al livello della liquidità nell'Uem è stato sottratto, a partire dal secondo trimestre del 2015 e fino al terzo del 2016, l'ammontare complessivo di 1.200 miliardi, pari, per eccesso, all'entità delle misure di acquisto complessivo di titoli annunciate dalla Bce.

<sup>28</sup> Sia lo scenario base sia quello alternativo incorporano il deprezzamento dell'euro e la discesa dei tassi di interesse osservata fino a marzo del 2015; almeno parte di questo andamento è attribuibile alle attese di implementazione dell'azione di Qe. Qualora nello scenario alternativo si fosse potuto eliminare l'effetto di stimolo all'economia della componente della discesa dei tassi e del deprezzamento del cambio dovuta alle attese, l'impatto degli shock simulati sarebbe risultato più consistente.

2016: senza  
 Qe crescita  
 decisamente  
 più bassa in tutti  
 i paesi Uem

A causa dei ritardi insiti nella trasmissione dello shock monetario alle variabili reali, gli effetti della mancata attuazione delle misure della Bce sarebbero quasi nulli nel 2015, mentre si manifesterebbero in misura consistente nel 2016. In questa ipotesi, gli effetti negativi sui consumi delle famiglie (via diminuzione della ricchezza finanziaria, causata da una discesa dei corsi di azioni e obbligazioni e dei prezzi delle abitazioni) e sugli investimenti (attraverso l'aumento dei tassi a lungo termine e la restrizione dei vincoli creditizi) si renderebbero visibili a partire dal quarto trimestre del 2015; solo nel 2016, inoltre, la riduzione della produzione inciderebbe sulla variazione dei flussi di esportazioni e importazioni.<sup>29</sup>

In assenza della manovra espansiva della Banca centrale, il tasso di crescita del Pil per l'intera Uem risulterebbe inferiore, rispetto allo scenario base, di un decimo di punto nel 2015 e di sette decimi nel 2016. Nei principali Stati membri, l'effetto relativo al secondo anno sarebbe più accentuato per la Spagna (nove decimi), meno per la Francia e la Germania (sei decimi); l'Italia sperimenterebbe una minore crescita in linea con la media Uem. I consumi si contrarrebbero di un punto percentuale nel 2016 per tutti i principali paesi, con l'eccezione della Francia. Il calo più accentuato delle importazioni si registrerebbe in Germania (-1,4 punti).

Infine, nel caso di una mancata azione di stimolo da parte della Bce, l'inflazione al consumo sarebbe superiore rispetto alla base di un solo decimo di punto in tutti i paesi. Questo risultato potrebbe essere interpretato come un segnale di scarsa efficacia della politica monetaria rispetto al raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi. Tuttavia, è del tutto plausibile che l'azione di stimolo della Bce, in particolare in un contesto di debolezza della domanda quale quello attuale, necessiti di un orizzonte temporale più ampio di un biennio prima di dispiegare i propri effetti.

Un'accelerazione della dinamica dei prezzi potrebbe essere determinata da un andamento più vivace delle quotazioni dei beni energetici. La forte riduzione del prezzo del petrolio ha infatti svolto un ruolo importante nel processo disinflazionistico degli ultimi mesi. La sua incidenza può essere valutata tramite una seconda simulazione (Tavola 1.11), che incorpora un diverso andamento del prezzo internazionale del petrolio. In dettaglio, si è ipotizzata un'evoluzione delle quotazioni al netto del mutamento di strategia da parte del cartello dei paesi Opec attuato per difendere le proprie quote di mercato dall'espansione dell'offerta statunitense; si è quindi mantenuto costante il prezzo del Brent (il greggio di riferimento per i mercati europei) sul livello del 26 novembre 2014 (pari a 76 dollari a barile), il giorno precedente la decisione da parte dell'Opec di mantenere inalterata la propria produzione.<sup>30</sup>

In questa ipotesi, l'indice dei prezzi al consumo crescerebbe di 0,8 punti percentuali in più rispetto allo scenario base nell'arco dell'intero biennio, con un effetto più elevato nel 2015 (sei decimi) rispetto al 2016 (due decimi). Il minor potere di acquisto inciderebbe negativamente sui consumi e sulle importazioni per quattro e cinque decimi di punto complessivi nel biennio (di cui tre decimi nel 2015); l'impatto sul Pil sarebbe però contenuto (due decimi complessivi in meno, un decimo per ciascun anno). È necessario, tuttavia, evidenziare come in questo scenario, la dinamica inflazionistica determinata da una ripresa di domanda interna sia ancora

<sup>29</sup> Va inoltre considerato che nelle simulazioni l'andamento del tasso di cambio non presenta differenze rispetto allo scenario di base; il differenziale nei tassi di interesse a breve termine tra Uem e principali paesi extra europei, quale principale determinante nell'equazione dell'andamento del cambio, non viene influenzato dall'azione della Bce. Quest'ultima, infatti, non determina effetti sul ciclo economico dei paesi extraeuropei e di conseguenza sulla *stance* di politica monetaria; d'altro canto, a fronte di un impulso restrittivo quale quello rappresentato da una riduzione della liquidità del sistema economico, gli effetti negativi sull'economia sono contrastati attraverso l'invarianza dei tassi di interesse a breve sui livelli minimi dello scenario base.

<sup>30</sup> I dati giornalieri mostrano come la caduta più accentuata delle quotazioni si sia verificata in seguito alla decisione dei paesi Opec del 27 novembre scorso. Nell'esercizio si ipotizza quindi che la fase di discesa osservata dalla fine di novembre sia interamente attribuibile a quest'ultimo fattore. Nello scenario alternativo si ipotizza un prezzo fermo a 76 dollari a barile, una differenza di 15 dollari a barile nel 2015 e di 6 dollari nel 2016 rispetto allo scenario base.

Con prezzi più  
 alti del greggio  
 forti effetti  
 sull'inflazione già  
 nel 2015



**Tavola 1.11 Effetti del quantitative easing e dei prezzi petroliferi per grandezza economica e paese - Anni 2015-2016** (differenze dalla base in punti percentuali)

| UEM E PRINCIPALI PAESI      | Simulazione 1: assenza di quantitative easing |      | Simulazione 2: petrolio a 76 dollari a barile |       |
|-----------------------------|---|------|---|-------|
|                             | 2015  | 2016 | 2015  | 2016  |
| PIL                         |   |      |   |       |
| Uem                         | -0,1  | -0,7 | -0,06   | -0,11 |
| Italia                      | -0,1  | -0,7 | -0,02   | -0,21 |
| Germania                    | -0,1  | -0,6 | -0,06   | -0,09 |
| Francia                     | -0,1  | -0,6 | -0,14   | -0,18 |
| Spagna                      | -0,1  | -0,9 | -0,1  | 0,03  |
| CONSUMI FINALI              |   |      |   |       |
| Uem                         | -0,1  | -1,0 | -0,26   | -0,09 |
| Italia                      | -0,1  | -1,0 | -0,2  | -0,22 |
| Germania                    | -0,1  | -1,0 | -0,34   | 0,06  |
| Francia                     | -0,1  | -0,7 | -0,27   | -0,17 |
| Spagna                      | -0,1  | -1,0 | -0,23   | -0,07 |
| INVESTIMENTI FISSI LORDI    |   |      |   |       |
| Uem                         | -0,1  | -1,2 | -0,12   | -0,2  |
| Italia                      | -0,1  | -1,3 | -0,05   | -0,3  |
| Germania                    | -0,1  | -1,0 | -0,08   | -0,18 |
| Francia                     | -0,1  | -1,3 | -0,3  | -0,48 |
| Spagna                      | -0,1  | -0,9 | -0,03   | 0,09  |
| ESPORTAZIONI BENI E SERVIZI |   |      |   |       |
| Uem                         | -0,1  | -0,9 | 0,01  | -0,26 |
| Italia                      | -0,1  | -0,9 | 0,05  | -0,31 |
| Germania                    | -0,1  | -0,9 | 0,02  | -0,37 |
| Francia                     | -0,1  | -0,9 | -0,03   | -0,25 |
| Spagna                      | -0,1  | -0,9 | 0   | -0,16 |
| IMPORTAZIONI BENI E SERVIZI |   |      |   |       |
| Uem                         | -0,1  | -1,4 | -0,28   | -0,21 |
| Italia                      | -0,1  | -1,4 | -0,36   | -0,26 |
| Germania                    | -0,2  | -1,7 | -0,34   | -0,2  |
| Francia                     | -0,1  | -1,4 | -0,34   | -0,28 |
| Spagna                      | 0,0   | -1,3 | -0,2  | -0,31 |
| TASSO DI INFLAZIONE         |   |      |   |       |
| Uem                         | 0,0   | -0,1 | 0,62  | 0,21  |
| Italia                      | 0,0   | -0,1 | 0,49  | 0,44  |
| Germania                    | 0,0   | -0,1 | 0,65  | 0,17  |
| Francia                     | 0,0   | -0,1 | 0,79  | 0,07  |
| Spagna                      | 0,0   | -0,1 | 0,49  | 0,11  |

Fonte: Elaborazioni Istat sul modello Oxford Economics

modesta: al netto della componente energetica, l'incremento dell'inflazione risulta superiore di due decimi di punto rispetto allo scenario base nel 2015. La differenza si amplierebbe nel 2016 (quattro decimi) a causa degli effetti di trasmissione indiretti degli incrementi dei beni energetici all'inflazione di fondo.

Nel complesso, i risultati della simulazione mostrano quindi come l'azione straordinaria di stimolo monetario della Bce dovrebbe avere effetti importanti per la ripresa ciclica dell'Uem; il raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione di medio termine richiederà tuttavia un orizzonte più ampio del biennio di operatività del Qe.<sup>31</sup> La velocità con la quale ci si avvicinerà all'obiet-

<sup>31</sup> Se necessario, la Bce ha tuttavia già annunciato la propria disponibilità a prolungare oltre la scadenza di settembre 2016 il programma straordinario di acquisti intrapreso a marzo 2015.



Rischi di breve  
e lungo periodo  
dal Qe

tivo dipende dall'efficienza dei canali di trasmissione dell'impulso monetario; in particolare, appare cruciale il miglioramento delle condizioni debitorie delle banche, un elemento indispensabile alla ripresa dei prestiti alle imprese che in Europa, a differenza degli Stati Uniti dove è prevalente il ricorso al mercato dei capitali, si finanziano principalmente attraverso il sistema bancario. Anche per questo motivo la Bce intende favorire le iniziative atte al monitoraggio e alla riduzione del peso delle sofferenze bancarie in modo da liberare risorse a beneficio delle imprese: a questo scopo ha lanciato l'*asset quality review* e gli *stress test*.<sup>32</sup>

Al di là degli effetti positivi per la crescita dell'Uem, l'iniezione massiccia di liquidità di ammontare così ingente potrebbe comportare in futuro alcuni rischi.

Un effetto è già visibile: molti bond governativi, in particolar modo quelli tedeschi, mostrano un tasso d'interesse negativo in alcuni punti della curva delle scadenze. Ciò significa che i rendimenti di quei titoli di Stato non riflettono più il rischio Paese e sono scesi a livelli che disincentivano l'apertura di posizioni da parte di investitori internazionali.

Nel più lungo periodo, inoltre, l'enorme ammontare di liquidità iniettata dalla Banca centrale potrebbe alimentare comportamenti speculativi, gonfiando i prezzi di asset finanziari e generando una bolla sui mercati. In queste situazioni, l'operazione di drenaggio della liquidità immessa nel sistema deve avvenire gradualmente, per evitare che eventuali bolle speculative deflagrino con conseguenze negative per l'economia reale; se però gli effetti sui prezzi precedessero quelli reali, la Bce si troverebbe di fronte al dilemma di dover frenare bruscamente l'immissione di liquidità prima che gli effetti sull'economia si manifestino pienamente oppure di continuare nell'azione di stimolo correndo il rischio di una nuova crisi finanziaria.<sup>33</sup>

Riguardo l'efficacia dell'azione, infine, come più volte ricordato dalla Bce, lo stimolo monetario potrebbe da solo risultare non sufficientemente incisivo, in assenza di riforme strutturali in grado di liberare risorse pubbliche da utilizzare a fini espansivi. In Europa, invece, i bilanci statali si muovono nella direzione opposta, vincolati dai limiti del Patto di stabilità e crescita, sebbene un supporto in termini espansivi possa provenire dal piano Juncker sugli investimenti.

### 1.3 Investimenti: crisi strutturale e fattori ciclici

La caduta degli investimenti è una delle caratteristiche rilevanti della fase recessiva degli ultimi anni. La quota degli investimenti sul Pil dell'Uem è passata dal 22,7 nel 2008 al 19,6 nel 2014. In alcune analisi recenti<sup>34</sup> la riduzione degli investimenti costituisce la spiegazione principale del divario tra l'andamento espansivo dell'economia americana e quella europea. L'entità della caduta degli investimenti dipende dall'andamento delle singole economie e dalle loro caratteristiche (Figura 1.15). Tra i principali paesi europei, la contrazione maggiore, legata alla caduta del mercato immobiliare, si è registrata in Spagna (7,8 punti percentuali la riduzione della quota di investimenti sul Pil tra il 2008 e il 2014). In Italia, la quota degli investimenti è diminuita di 4,5 punti percentuali coinvolgendo sia la componente delle costruzioni, sia quella

<sup>32</sup> Con il termine *asset quality review*, che letteralmente significa "revisione della qualità degli attivi", si intende il check-up che la Bce ha svolto sui bilanci delle 130 maggiori banche europee per verificare il loro stato di salute. Gli *stress test* – che si compongono di due parti, un test di base e uno "sotto stress" – rappresentano un esame effettuato dalla Bce per valutare lo stato di salute delle banche. Viene analizzato quanto capitale proprio possiede ciascuna banca: si tratta del denaro che la banca può eventualmente utilizzare nel caso in cui si verifichi la necessità di dover assorbire perdite improvvise determinate da una crisi economica. La soglia di capitale minimo da raggiungere per poter passare gli *stress test* è fissata da una percentuale che viene calcolata considerando tutte le attività della banca "pesate" per il rischio (attualmente pari al 5,5 per cento).

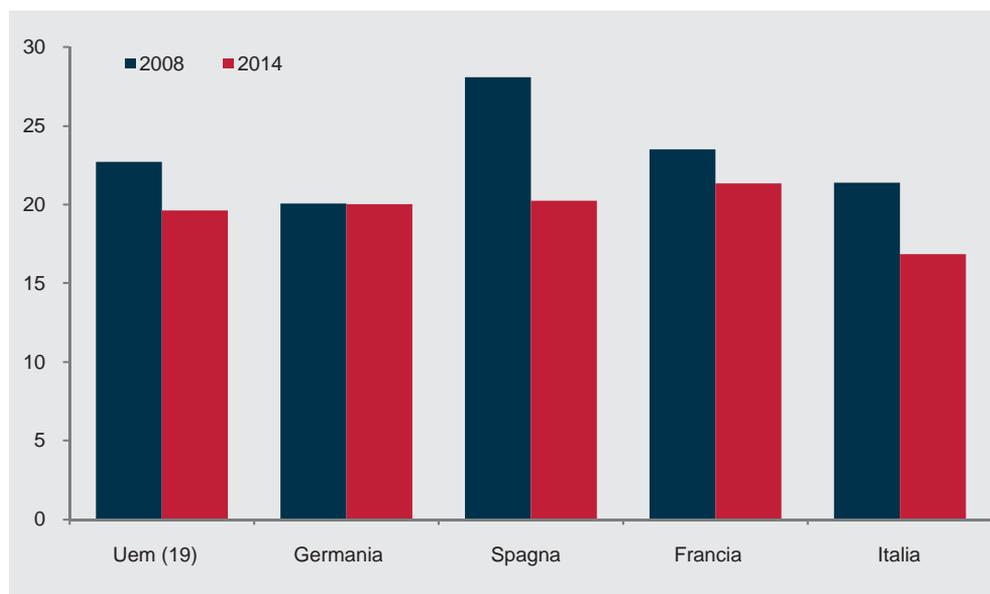
<sup>33</sup> A tal proposito la Federal Reserve ha iniziato a parlare di *tapering*, ovvero della progressiva riduzione degli stimoli monetari, a maggio 2013, con circa due anni di anticipo rispetto al probabile primo aumento dei tassi previsto per l'estate 2015.

<sup>34</sup> Si veda ad esempio Buti e Mohl (2014).

32

Investimenti  
in caduta libera  
nell'Uem



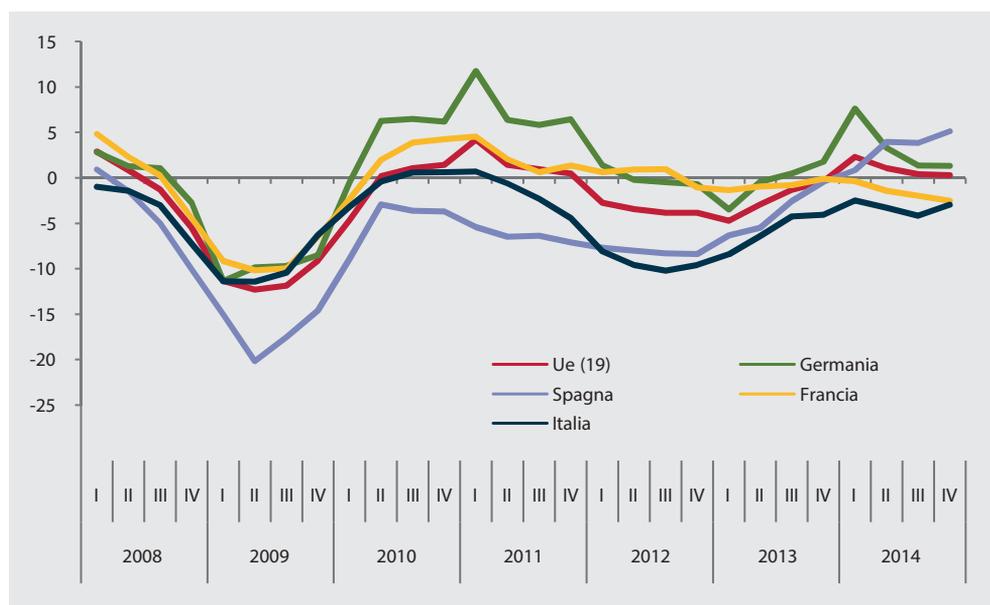
**Figura 1.15 Investimenti sul Pil - Anni 2008 e 2014** (valori concatenati, anno base 2010, valori percentuali)

Fonte: Elaborazioni su dati Istat, Eurostat

delle macchine e attrezzature; si è, inoltre, ridotto il livello degli investimenti in prodotti della proprietà intellettuale (-1,5 per cento tra il 2008 e il 2014) che includono anche gli investimenti in ricerca e sviluppo, a fronte di un incremento della media europea dell'11,8 per cento.

L'evoluzione degli investimenti nelle due fasi della crisi risulta differente (Figura 1.16). Nella prima fase (2008-2009) la caduta ciclica nel processo di accumulazione del capitale è stata di entità simile tra i principali paesi (con l'eccezione della Spagna dove è stata più accentuata).

Caduta degli investimenti più intensa in Italia e Spagna nel 2012-13

**Figura 1.16 Investimenti per i principali paesi europei - Anni 2008-2014** (dati concatenati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi, variazioni tendenziali, anno base 2010)

Fonte: Eurostat



Nella seconda fase (2012-2013), caratterizzata dalla crisi del debito sovrano, la contrazione ciclica degli investimenti ha invece riguardato principalmente le economie spagnola e italiana. La difficoltà a investire ha rappresentato un tratto saliente dell'attività delle imprese europee anche nel corso del 2014. Tra le principali economie continentali, la Spagna è l'unica ad avere ripreso con slancio il processo di accumulazione, registrando una crescita significativa nel corso dell'anno. La Germania ha mostrato un profilo altalenante, mettendo a segno nel quarto trimestre una ripresa su base congiunturale dopo due contrazioni; la Francia ha invece registrato variazioni negative lungo tutto l'arco dell'anno.

In Italia lieve recupero solo a fine anno

Per quanto riguarda l'Italia, nell'ultimo trimestre del 2014 gli investimenti hanno mostrato una prima variazione positiva (+0,2 per cento su base congiunturale). Il lieve aumento riflette la crescita del settore delle macchine, attrezzature e armamenti (+1,4 per cento), il rallentamento della caduta delle abitazioni (-0,1 per cento) e la variazione positiva per i prodotti della proprietà intellettuale (+0,2 per cento). Rimane negativo l'andamento delle altre opere di costruzione.

Investimenti: ipotesi di ripresa in corso d'anno

A fronte di questo quadro di debolezza perdurante della dinamica degli investimenti, quali sono nel nostro paese gli elementi a favore di un ritorno a un ciclo positivo degli investimenti nel corso del 2015? La teoria economica pone in relazione l'evoluzione degli investimenti con l'andamento dell'output e del costo d'uso del capitale ma, come argomentato in lavori recenti, anche con il livello d'incertezza e con le condizioni del mercato del credito.<sup>35</sup> All'interno del modello macroeconomico dell'Istat (MeMo-It), il blocco degli investimenti è sviluppato coerentemente con questa rappresentazione teorica delle possibili determinanti. In particolare, la specifica modellizzazione per ciascun *asset* (macchinari, altre opere di costruzione e prodotti della proprietà intellettuale) permette di identificare i canali di trasmissione e ipotizzare un possibile percorso per la ripresa degli investimenti. Nel lungo periodo, lo stock di capitale in macchinari e quello nelle altre opere di costruzione presentano un'elasticità alla variazione dell'output vicino all'unità (più elevata nel caso dei macchinari) e una minore reattività al costo d'uso del capitale (anche in questo caso più elevata per i macchinari). Gli investimenti in altre opere di costruzione risultano influenzati nel lungo periodo anche dal livello dello stock di macchinari. Per entrambi gli *asset* le condizioni di liquidità e l'incertezza risultano significative solamente nel breve periodo, corroborando, quindi, l'ipotesi di *stock adjustment*. I prodotti della proprietà intellettuale evolvono invece in modo diverso. Come argomentato in letteratura,<sup>36</sup> per questi beni d'investimento prevale il modello di *flow adjustment* in cui le determinanti sono costituite dal risultato operativo delle imprese e dalle condizioni di liquidità. L'ipotesi di una ripresa degli investimenti in corso d'anno, contenuta sia nel quadro previsivo del Def 2015 sia in quello diffuso dall'Istat a inizio maggio, presuppone il proseguimento di una relativa stabilità sui mercati e di una *stance* accomodante di politica monetaria, con tassi di interesse che si mantengano su livelli contenuti anche nei prossimi mesi.

L'evoluzione del profilo degli investimenti nel corso dell'anno corrente sembra quindi determinato dai livelli (attuali e previsti) di produzione e dalle condizioni del mercato del credito. I ritmi produttivi sono ipotizzati in crescita nel corso del 2015 e ciò dovrebbe determinare il ritorno a un'espansione del prodotto in media d'anno. Le condizioni di liquidità e di accesso al credito sono tornate a essere piuttosto favorevoli. I giudizi riferiti al primo trimestre del 2015 delineano un miglioramento delle condizioni di accesso al credito, che nel corso della crisi del debito sovrano si erano mantenute sistematicamente al di sotto dei giudizi sulle condizioni di liquidità (Figura 1.17).

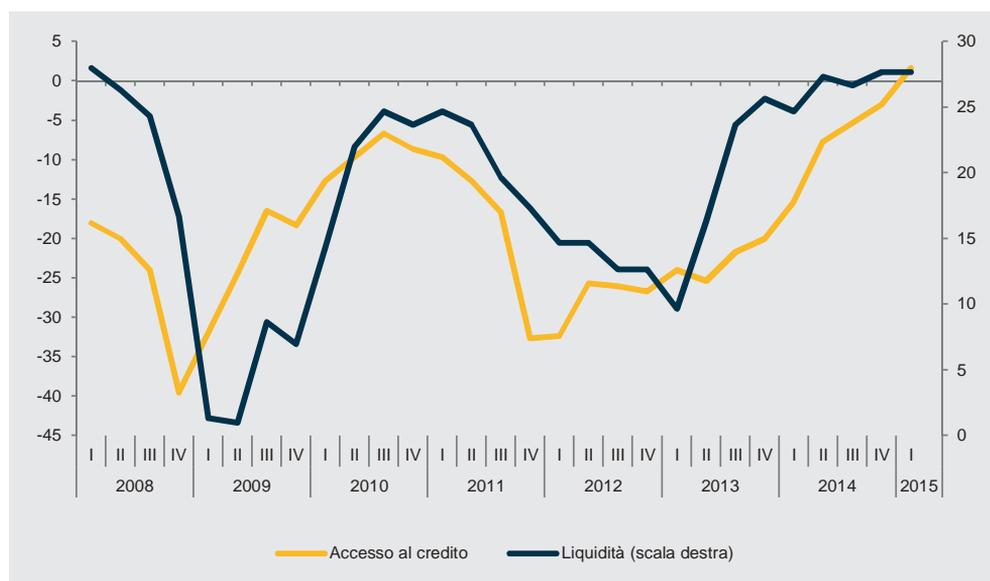
In base alle relazioni comportamentali del modello macroeconomico dell'Istat, la ripresa della crescita dell'output e il miglioramento delle condizioni di liquidità e di accesso al credito,

<sup>35</sup> Per una rassegna della letteratura e una applicazione controfattuale all'economia italiana si veda Bacchini et al. (2014) e Aslam et al. (2015) per un'analisi a livello europeo.

<sup>36</sup> Bloom (2007).



Attese di produzione e accesso al credito fattori chiave per la risalita

**Figura 1.17** Giudizi sul livello della liquidità e sulle condizioni di accesso al credito (saldo) – T1 2008 – T1 2015

Fonte: Istat, Indagine sul clima di fiducia delle imprese manifatturiere

associate a un basso livello dell'incertezza sui mercati finanziari, costituiscono le determinanti per la crescita degli investimenti. Nel corso del 2015 ci si attende una crescita più sostenuta per i prodotti della proprietà intellettuale, più reattivi al miglioramento delle condizioni di liquidità. Si prevede che gli investimenti in macchine e attrezzature crescano a un ritmo più contenuto, alimentati dalla moderata ripresa dell'output e, nel breve periodo, anche dal miglioramento delle condizioni di liquidità. La ripresa degli investimenti in opere non residenziali, meno reattiva ai ritmi produttivi, si concretizzerebbe solo nel corso del 2016 e verrebbe favorita anche dalle recenti misure di politica economica varate dalla Commissione europea (Piano Juncker) che destinano risorse per il miglioramento delle infrastrutture.

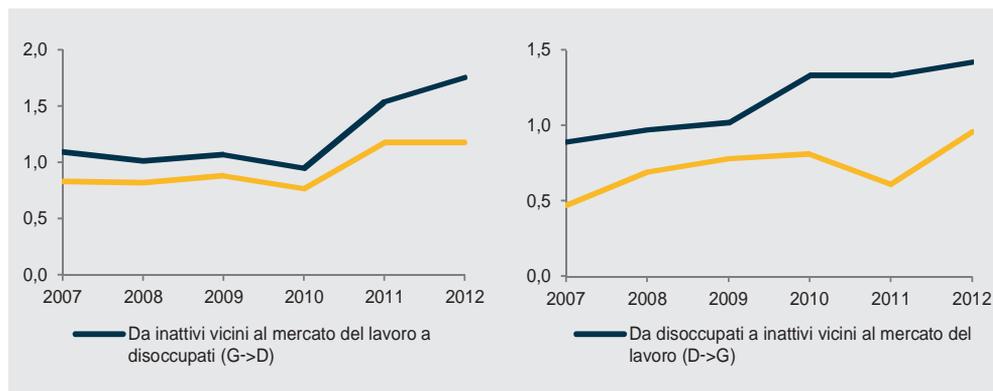
#### 1.4. Recessione, partecipazione e dinamica dell'offerta di lavoro: il ruolo delle aspettative

Nel corso della profonda e prolungata crisi economica osservata a partire dal 2008, la partecipazione al mercato del lavoro<sup>37</sup> si è mossa in maniera non univoca, rispondendo in modo differente all'evoluzione ciclica. In particolare, nella seconda fase della crisi, la crescita dei tassi di disoccupazione si è accompagnata a un aumento di quelli di partecipazione: tra 2011 e 2012 il tasso di disoccupazione annuale è cresciuto dall'8,4 al 10,7 per cento (tra le donne dal 9,5 all'11,8 per cento), mentre quello di partecipazione (15-64 anni) è salito dal 62,1 al 63,5 per cento (dal 51,4 al 53,3 per cento tra le donne). In precedenza, invece, si era osservata una diversa relazione tra crisi economica e partecipazione. Nella prima fase della recessione (il biennio 2008-2009), una quota rilevante di disoccupati aveva scelto di uscire dalle forze di lavoro: il calo del tasso di partecipazione (dal 62,9 al 62,3 per cento) si era accompagnato all'aumento del tasso di disoccupazione (cresciuto dal 6,7 al 7,7 per cento).

<sup>37</sup> Per partecipazione al mercato del lavoro si intende la popolazione attiva, ovvero quella compresa tra i 15 e i 64 anni di età, occupata o in cerca di occupazione.



**Figura 1.18** Transizioni da e verso la disoccupazione a un anno di distanza - Anni 2007-2012 (quote sul totale della popolazione in età lavorativa)



Fonte: Elaborazioni su dati Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro - dati longitudinali

Come si muove  
l'offerta di lavoro

Per interpretare i comportamenti dell'offerta di lavoro spesso si fa ricorso agli schemi del "lavoratore scoraggiato" e del "lavoratore addizionale". Nella prima ipotesi il peggioramento delle condizioni macroeconomiche spingerebbe a dedicare meno tempo e risorse nella ricerca di un'occupazione a causa dell'aumento dei costi di ricerca, attesi e percepiti. Nella seconda, in un contesto in cui la decisione di offrire lavoro avviene in ambito familiare, assumerebbe rilievo la ripartizione del rischio: se un membro della famiglia (in particolare, il *first earner*) perde il lavoro o subisce una riduzione dei guadagni, un altro può decidere di entrare nel mercato del lavoro o accrescere gli sforzi di ricerca. L'evidenza empirica suggerisce, peraltro, che la ricerca di lavoro in un contesto economico deteriorato può determinare un incremento degli sforzi di ricerca senza che necessariamente questi siano coronati da successo: è legittimo pertanto parlare di "sforzo addizionale" piuttosto che di "lavoratore addizionale".

Mercato del lavoro:  
quattro tipologie  
di comportamento

In questo approfondimento<sup>38</sup> si intende esaminare il ruolo delle aspettative nell'evoluzione dell'offerta di lavoro; i comportamenti individuali sono determinati dalle transizioni tra stati del mercato del lavoro. A questo scopo, si sono definiti quattro stati: occupati (indicati in seguito con la sigla O), disoccupati (D), inattivi vicini al mercato del lavoro (G)<sup>39</sup> e inattivi in senso stretto (I). Nello stato G si comprendono gli individui classificati tra gli "inattivi disponibili a lavorare".<sup>40</sup> Lo status I è, invece, costituito da persone che non vogliono un lavoro né lo cercano e possono per questo essere definiti "inattivi in senso stretto". Questi quattro stati del mercato del lavoro danno luogo a dodici possibili transizioni tra stati differenti e quattro permanenze nella medesima condizione.<sup>41</sup>

A titolo esemplificativo, si illustrano le transizioni da e verso lo stato di disoccupazione tra il 2007 e il 2012 (Figura 1.18). In corrispondenza della seconda fase recessiva aumenta la quota di individui che ha iniziato a cercare lavoro – segnatamente dallo status di inattivi in senso stretto (I) a quello di disoccupati (D) – e quella di chi ha aumentato lo sforzo di ricerca – da inattivi disponibili a lavorare a disoccupati (G → D). Nello stesso periodo è cresciuta la frazione di coloro che sono transitati dallo status di disoccupati a quello di "inattivi disponibili a

<sup>38</sup> Per maggiori dettagli si rinvia a Bovi e Mancini (2015).

<sup>39</sup> Il termine utilizzato nella letteratura per definire questa particolare tipologia di inattivi è "attached".

<sup>40</sup> Si tratta di coloro che, pur non soddisfacendo le condizioni per rientrare tra i disoccupati, hanno manifestato comunque l'intenzione di lavorare o hanno esercitato azioni di ricerca di lavoro (ad esempio sono alla ricerca di un lavoro ma hanno intrapreso l'ultima azione di ricerca più di quattro settimane prima dell'intervista, oppure non cercano lavoro ma sono disponibili ad accettarlo).

<sup>41</sup> Dati gli obiettivi dell'analisi, focalizzati sui comportamenti della ricerca di lavoro, la popolazione considerata è quella in età lavorativa (tra i 15 e 64 anni).



lavorare” (D → G) e dallo status di disoccupati a quello di “inattivi in senso stretto” (D → I). Tali movimenti sono avvenuti a fronte di una diminuzione della quota delle permanenze sia nello stato degli inattivi disponibili a lavorare (G) sia in quello degli inattivi in senso stretto (I). Le aspettative degli individui possono essere colte dall'indicatore composito di *sentiment* complessivo sull'andamento dell'economia e da quello relativo alle attese di disoccupazione, tratti dalla rilevazione mensile Istat sul clima di fiducia dei consumatori.<sup>42</sup>

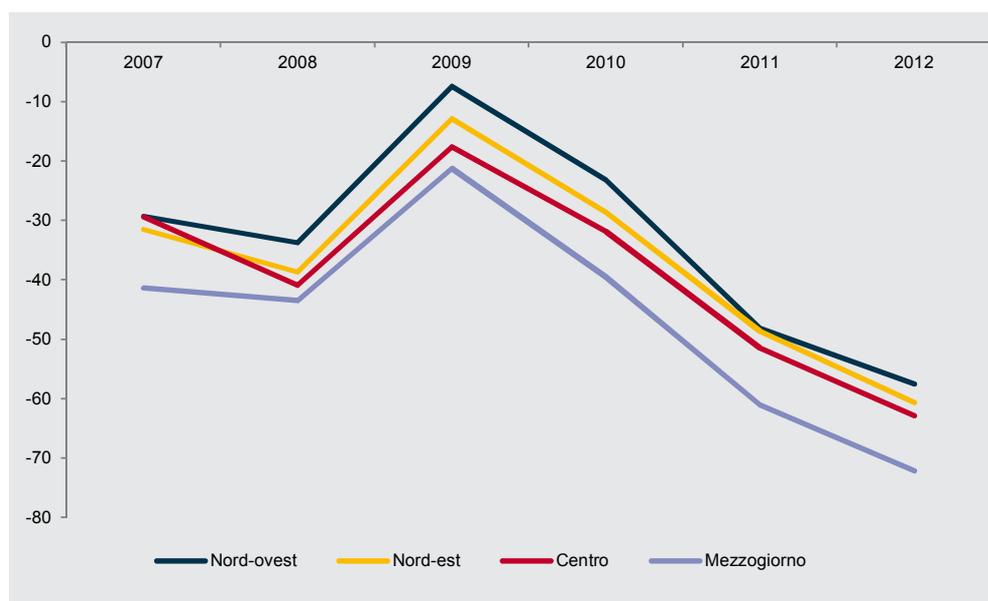
L'andamento del primo indicatore (Figura 1.19) indica come, durante la prima fase recessiva (2008-2009), caratterizzata da una forte caduta dell'attività economica, le aspettative degli italiani riguardo alla situazione economica per l'anno successivo andassero nella direzione di un relativo miglioramento. Tra la seconda metà del 2009 e il 2010, nonostante l'effimera ripresa dell'attività economica, il clima di fiducia si è deteriorato rapidamente, anticipando la recessione iniziata alla fine del 2011. Le attese di disoccupazione (Figura 1.20), anch'esse deterioratesi nel biennio 2008-2009, si sono poi stabilizzate.

Per far luce su come questo rapido e ampio deterioramento delle aspettative abbia influito sulle dinamiche dell'offerta di lavoro si è fatto ricorso all'analisi econometrica.<sup>43</sup>

In primo luogo, le attese degli individui sul futuro dell'economia influenzano le decisioni sul mercato del lavoro: gli effetti marginali<sup>44</sup> relativi alle aspettative risultano statisticamente significativi nella gran parte delle stime delle transizioni/permanenze. In secondo luogo, la re-

Impatto delle aspettative sull'evoluzione del mercato del lavoro: un'analisi econometrica

**Figura 1.19** Aspettative sulla evoluzione della situazione economica nei successivi dodici mesi per ripartizione geografica - Anni 2007-2012 (saldi)



Fonte: Istat, Indagine sul clima di fiducia dei consumatori

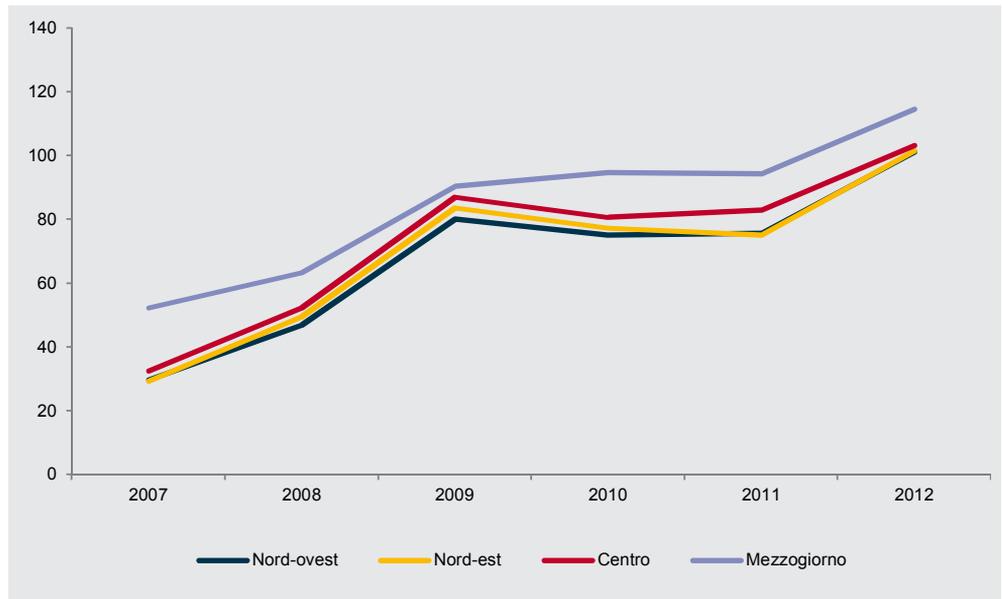
<sup>42</sup> La disponibilità dei dati disaggregati per macroregione permette di individuare come le aspettative possano essere influenzate da fattori territoriali specifici (ad esempio diverse condizioni macro e microeconomiche), un elemento di cui si tiene conto nell'analisi empirica illustrata di seguito.

<sup>43</sup> Nel modello stimato, la variabile dipendente è rappresentata dalle permanenze e dalle transizioni del mercato del lavoro precedentemente definite; le variabili di controllo sono sia di natura macroeconomica, sia di natura microeconomica. Le prime sono rappresentate dalla produttività del lavoro e dalle condizioni del credito (approssimato dal risparmio), le seconde da variabili individuali di natura socio-demografica quali genere, età, cittadinanza, livello d'istruzione, esperienze lavorative pregresse. Le variabili socio-demografiche provengono dai dati longitudinali individuati dalla rilevazione delle forze di lavoro; i dati macroeconomici provengono dalla contabilità nazionale.

<sup>44</sup> Gli effetti delle aspettative sono espressi in termini di effetti marginali (*average marginal effects*, Ame).



**Figura 1.20** Aspettative sulla evoluzione della disoccupazione nei successivi dodici mesi per ripartizione geografica - Anni 2007-2012 (saldi)



Fonte: Istat, Indagine sul clima di fiducia dei consumatori

lazione tra aspettative e offerta di lavoro sfugge al tradizionale schema dicotomico “lavoratore addizionale/scoraggiato”.

Il segno positivo (che indica un peggioramento delle attese) associato all’indicatore relativo alle attese sulla disoccupazione nella stima delle transizioni dallo stato di occupato (O) mostra che gli individui tendono a cercare un’altra occupazione (quindi vanno da  $O \rightarrow D$  oppure da  $O \rightarrow G$ ) piuttosto che fuoriuscire dal mercato del lavoro ( $O \rightarrow I$ ). L’analisi degli effetti marginali mostra inoltre come questi individui preferiscano transitare verso lo status di “inattivi disponibili a lavorare” (G), piuttosto che verso quello di disoccupato (D), indizio di limitati sforzi nella ricerca di lavoro: in altre parole per questi individui si verifica un comportamento definibile come di parziale scoraggiamento.

Per coloro che invece provengono dallo stato di disoccupati, l’effetto delle aspettative risulta positivo sia nel caso di transizioni verso lo status di “inattivi disponibili a lavorare” ( $D \rightarrow G$ ), sia verso lo status di fuoriuscita dalla forza lavoro ( $D \rightarrow I$ ). Gli effetti marginali relativi alla prima risultano inoltre più elevati di quelli relativi alla seconda. In altri termini, al deteriorarsi delle aspettative i disoccupati transitano preferibilmente verso lo status di “inattivo disponibile a lavorare”, riducendo lo sforzo nella ricerca di lavoro senza peraltro uscire completamente dal mercato; anche in questo caso il comportamento è definibile come di “parziale scoraggiamento”. Per chi proviene dallo status di “inattivo disponibile a lavorare” (G), i risultati non mostrano una relazione definita tra peggioramento delle attese e transizione.

Infine, per coloro che provengono dallo status di “inattività in senso stretto” (I), gli effetti marginali delle aspettative relativi alle transizioni verso la disoccupazione e verso lo status di inattivo disponibile a lavorare sono positivi: il peggiorare delle aspettative induce questi individui alla partecipazione al mercato del lavoro.

In conclusione, le decisioni degli individui di partecipare o meno al mercato del lavoro appaiono influenzate dalle aspettative e, soprattutto durante periodi di recessione, più complesse che nel tradizionale modello “lavoratore scoraggiato/lavoratore addizionale”.

Il sentiment  
sulle prospettive  
economiche  
influenza l’offerta di  
lavoro

38



## Per saperne di più

Aslam, A. et al. (2015). "Explaining the dearth of private investment". Vox, CEPR's Policy Portal, 18 aprile. <http://www.voxeu.org/article/explaining-dearth-private-investment>.

Bacchini, F. et al. (2014). "ICT and non-ICT investments: short and long run macro dynamics". *Working papers DSE*. n.956, luglio.

Banca d'Italia (2015a). *Bollettino economico*. N. 1. Roma, gennaio.

Banca d'Italia (2015b). "Finanza pubblica, fabbisogno e debito". *Supplemento al Bollettino Statistico*. Roma, 13 febbraio.

Bloom, N. (2007). "Uncertainty and the Dynamics of R&D." *American Economic Review*. 97(2): 250-255.

Bovi, M. e M. Mancini (2015). "Recession, Expectations and Labour Supply Dynamics". *Quality and Quantity*. Springer Netherlands, febbraio.

Buti, M. e P. Mohl (2014). "Lacklustre investment in the Eurozone: Is there a puzzle?". Vox, CEPR's Policy Portal, 4 giugno 2014. <http://www.voxeu.org/article/raising-investment-eurozone>.

Istat (2014a). I nuovi conti nazionali in Sec 2010: Innovazioni e ricostruzione delle serie storiche (1995-2013). Nota informativa. Roma, 6 ottobre. <http://www.istat.it/it/archivio/133556>.

Istat (2014b). *Rapporto annuale 2014. La situazione del Paese*. Roma: Istat, 2014.



