



Giugno 2017

Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema¹

La ripresa economica nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, a un ritmo superiore rispetto a quanto anticipato in precedenza. Nell'orizzonte di proiezione il PIL in termini reali crescerebbe di circa l'1,8% l'anno. L'atteso recupero dell'economia mondiale sosterrà le esportazioni dell'area, mentre l'orientamento molto accomodante della politica monetaria, i progressi nella riduzione della leva finanziaria nei vari settori e il perdurante miglioramento nel mercato del lavoro dovrebbero sorreggere la domanda interna nel periodo considerato.

L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) evidenzerebbe un profilo a "V", raggiungendo l'1,6% nel 2019. Il considerevole impatto verso l'alto esercitato dalla componente energetica dello IAPC nel 2017 diminuirà nel 2018 e nel 2019, mentre il tasso di inflazione calcolato al netto di energia e beni alimentari aumenterà gradualmente nel tempo con l'assorbimento dell'eccesso di capacità produttiva.

1

Economia reale

Gli andamenti favorevoli degli indicatori congiunturali suggeriscono il protrarsi di una dinamica vigorosa nel breve periodo dopo la robusta espansione nel primo trimestre del 2017. Le condizioni nei mercati del lavoro

hanno continuato a migliorare negli ultimi mesi, con un aumento delle forze di lavoro tradottosi in una riduzione delle strozzature che ostacolano la crescita dell'occupazione in alcune economie dell'area dell'euro e un calo della disoccupazione in gran parte dei paesi. Gli indicatori del clima di fiducia di imprese e consumatori sono saliti ulteriormente nei vari settori e paesi negli ultimi mesi, da livelli già elevati, a indicare il perdurante vigore dell'attività nel breve periodo.

¹ Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema rappresentano un contributo alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE o dell'Eurosistema non sono approvate dal Consiglio direttivo e non riflettono necessariamente le opinioni di quest'ultimo in merito alle prospettive dell'area dell'euro. Informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono reperibili in *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel luglio 2016 e consultabile nel suo sito Internet. Le ipotesi tecniche riguardanti, ad esempio, i prezzi del petrolio e i tassi di cambio sono aggiornate al 16 maggio 2017 (cfr. riquadro 1); per le altre informazioni utilizzate la data di chiusura dell'esercizio è il 23 maggio.

Le proiezioni macroeconomiche di questo mese si riferiscono al periodo 2017-2019. Nella loro interpretazione va ricordato che esercizi previsivi condotti per un orizzonte temporale così esteso presentano un grado di incertezza molto elevato. Cfr. l'articolo *Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema* nel numero di maggio 2013 del Bollettino mensile della BCE.

All'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> sono accessibili i dati utilizzati per la compilazione di alcune tavole e figure.

Nell'orizzonte di proiezione il PIL in termini reali aumenterebbe dell'1,9% nel 2017, dell'1,8% nel 2018 e dell'1,7% nel 2019. Nel periodo in esame la domanda

interna dovrebbe essere ancora sorretta da una serie di fattori favorevoli.

L'orientamento molto accomodante della politica monetaria della BCE continua a trasmettersi all'economia e le aspettative degli operatori riguardo ai tassi di interesse futuri, incorporate nelle ipotesi tecniche alla base di questo esercizio previsivo, restano basse nell'orizzonte considerato. I prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) seguitano a recuperare grazie ai bassi tassi di interesse, all'aumento della domanda di finanziamenti e alle favorevoli condizioni di offerta del credito. Anche l'ulteriore miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro e le minori esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria forniscono un sostegno alla domanda interna. La ripresa dell'economia mondiale dovrebbe altresì rafforzarsi nell'orizzonte di proiezione, favorendo le esportazioni dell'area dell'euro.

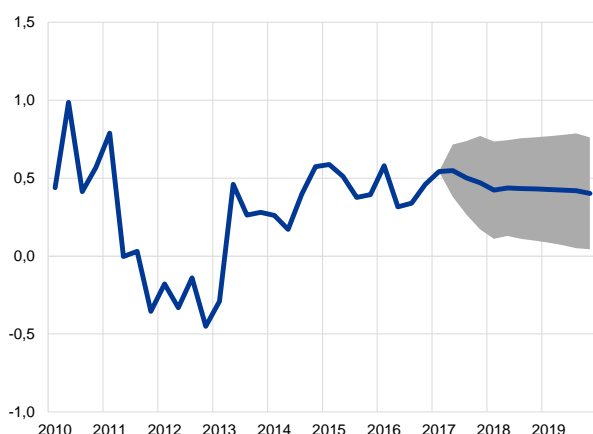
Grafico 1

Proiezioni macroeconomiche¹⁾

(dati trimestrali)

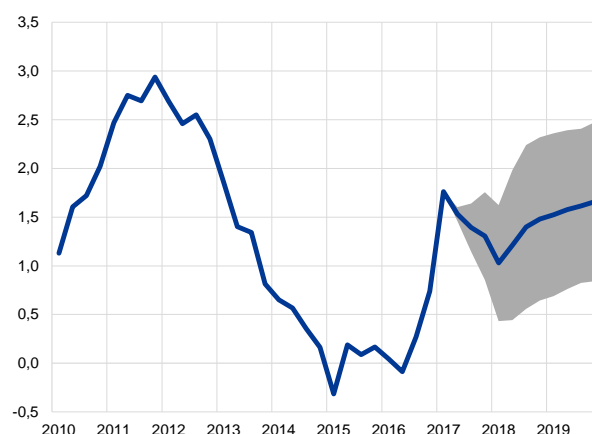
PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



IAPC dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



1) Gli intervalli di valori delle proiezioni centrali presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

I consumi privati dovrebbero continuare a recuperare, anche se a ritmi lievemente inferiori rispetto al 2016. Il clima di fiducia dei consumatori è migliorato ulteriormente negli ultimi mesi nelle diverse economie, portandosi su livelli ben superiori alle rispettive medie di lungo termine, sulla scia delle più favorevoli aspettative economiche generali e attese finanziarie individuali. Le prospettive a breve termine per i consumi privati sono altresì sostenute dai perduranti miglioramenti delle condizioni nei mercati del lavoro nel periodo recente.

La crescita del reddito disponibile nominale si intensificherebbe gradualmente nell'orizzonte di proiezione, anche se l'aumento dell'inflazione agirà da freno sul potere di acquisto reale delle famiglie. Il contributo di salari e stipendi lordi dovrebbe aumentare nel periodo considerato, grazie al persistente incremento dell'occupazione e all'accelerazione dei redditi per occupato. La crescita del reddito

disponibile reale diminuirebbe sostanzialmente nel 2017, principalmente di riflesso al previsto rialzo dell'inflazione per la componente energetica, per poi recuperare gradualmente.

Il miglioramento delle condizioni del credito bancario, rafforzato dalle misure di politica monetaria della BCE, dovrebbe sostenere la dinamica dei consumi privati. Anche se hanno inciso sia sugli interessi percepiti sia su quelli versati dalle famiglie, i bassi tassi di interesse tendono a redistribuire le risorse dai risparmiatori netti ai prenditori netti. Poiché questi ultimi presentano di norma una maggiore propensione marginale al consumo, tale redistribuzione fornirebbe un sostegno ulteriore ai consumi privati aggregati. In aggiunta, i consumi dovrebbero essere altresì sorretti dai progressi realizzati nella riduzione della leva finanziaria.

Dopo il riassorbimento del rialzo connesso ai corsi petroliferi, il tasso di risparmio dovrebbe mantenersi sostanzialmente stabile nell'orizzonte di proiezione. Questa generale stabilità è il risultato di fattori contrastanti nei diversi paesi dell'area dell'euro. Il calo della disoccupazione, il miglioramento delle condizioni creditizie e i bassi tassi di interesse esercitano pressioni al ribasso, mentre le perduranti esigenze di riduzione dell'indebitamento lordo e la rimodulazione dei consumi nel contesto della ripresa congiunturale sono all'origine di spinte verso l'alto. Nell'insieme, la crescita annua dei consumi privati scenderebbe dall'1,9% nel 2016, a circa l'1,5% tra il 2017 e il 2019.

Riquadro 1

I ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio e i prezzi delle materie prime

Rispetto alle proiezioni di marzo, le ipotesi tecniche includono quotazioni in dollari del petrolio significativamente inferiori, un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e tassi di interesse a lungo termine più bassi.

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 16 maggio 2017. I tassi di interesse a breve termine si riferiscono all'Euribor a tre mesi e le aspettative di mercato sono desunte dai tassi dei contratti future. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve del -0,3% nel 2017, del -0,2% nel 2018 e dello 0,0% nel 2019. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media dell'1,2% nel 2017, dell'1,5% nel 2018 e dell'1,8% nel 2019². Rispetto all'esercizio di proiezione di marzo, le aspettative di mercato per i tassi di interesse a breve termine rimangono sostanzialmente invariate e quelle per i tassi a lunga sono state riviste al ribasso di 10-20 punti base.

Per quanto concerne le materie prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti future considerando la media delle due settimane fino al 16 maggio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent salgano da 44,0 dollari al barile nel 2016 a 51,6 nel 2017 e che

² L'ipotesi formulata per i rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro si basa sulla media dei rendimenti dei titoli di riferimento a dieci anni dei vari paesi, ponderata per il PIL su base annua; la media è poi estesa utilizzando il profilo dei tassi a termine derivato dal par yield a dieci anni di tutti i titoli dell'area dell'euro stimato dalla BCE, con la discrepanza iniziale tra le due serie mantenuta costante nel periodo della proiezione. Si ipotizza che i differenziali tra i rendimenti dei titoli dei singoli paesi e la corrispondente media dell'area dell'euro rimangano costanti nell'orizzonte temporale considerato.

rimangano attorno a tale livello nel 2018 e nel 2019. Tale profilo comporta che, rispetto alle proiezioni di marzo, i prezzi in dollari del petrolio sono inferiori dell'8,6% nel 2017, del 9,1% nel 2018 e del 7,9% nel 2019. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare sostanzialmente nel 2017 e in misura lievemente più moderata nel periodo successivo³.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione, sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 16 maggio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi in media a 1,08 nel 2017 e a 1,09 nel 2018-2019, rispetto a 1,07 indicato nelle proiezioni di marzo. Il tasso di cambio effettivo dell'euro (calcolato nei confronti delle valute di 38 partner commerciali) sarebbe superiore dello 0,6% nel 2017 e di circa l'1,0% nel 2018-2019 rispetto alle ipotesi dell'esercizio di marzo.

Ipotesi tecniche

	Giugno 2017				Marzo 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Prezzo del petrolio (USD al barile)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
Tasso di cambio USD/EUR	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

La ripresa degli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbe proseguire. Gli investimenti nell'edilizia residenziale hanno evidenziato un forte aumento nel 2016, sorretti dalla vigorosa crescita del reddito disponibile e dalle favorevoli condizioni di finanziamento. Continuano a sussistere i presupposti fondamentali per un loro ulteriore recupero. Queste prospettive positive per gli investimenti residenziali sono dimostrate dal numero crescente di concessioni edilizie e dalla sempre maggiore domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni nel contesto delle migliorate condizioni del credito bancario. Prospettive di reddito e condizioni di finanziamento favorevoli continuano a sostenere la perdurante tendenza al rialzo nei mercati immobiliari. Si prevede tuttavia una lieve perdita di slancio degli investimenti nell'edilizia residenziale durante il periodo in esame, di riflesso al venir meno degli effetti derivanti dagli incentivi fiscali in alcuni paesi e agli andamenti demografici sfavorevoli che dovrebbero finire con l'esercitare un impatto negativo.

Si prevede che gli investimenti delle imprese evolvano in linea con la ripresa congiunturale. Gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a recuperare in

³ Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti future fino al termine del periodo di riferimento; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al secondo trimestre del 2018 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

un contesto in cui la domanda esterna si rafforza e le misure di bilancio in alcuni paesi esplicano i loro effetti. Questa ripresa è sostenuta da una serie di fattori: il clima di fiducia delle imprese ha continuato a migliorare sulla scia delle attese molto positive riguardo alla produzione, dell'aumento degli ordini e di un'inversione delle aspettative per i prezzi di vendita; il grado di utilizzo della capacità produttiva ha seguito ad aumentare, mantenendosi superiore al suo livello medio pre-crisi agli inizi del 2017; le condizioni di finanziamento dovrebbero inasprirsi solo lievemente nell'orizzonte di proiezione e rimanere molto favorevoli; vi è l'esigenza di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti; i margini di profitto dovrebbero ampliarsi a fronte di una liquidità già abbondante nel settore delle SNF. Inoltre, la forte ripresa dei corsi azionari osservata negli ultimi anni e la moderata crescita dei debiti finanziari hanno portato l'indice di leva finanziaria (rapporto fra debito e attività totali) nel settore delle SNF sui minimi storici. Tuttavia, le prospettive per gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a risentire di fattori quali le attese di una crescita del prodotto potenziale inferiore al passato e i limiti alla capacità di intermediazione delle banche in alcuni paesi.

Riquadro 2

Contesto internazionale

L'attività economica mondiale dovrebbe continuare a recuperare. La crescita del PIL mondiale è diminuita nel primo trimestre del 2017, ma gli indicatori del clima di fiducia e i risultati delle indagini segnalano un recupero nei mesi a venire. Le condizioni finanziarie nelle economie avanzate rimangono favorevoli, sorrette da politiche monetarie accomodanti in tali paesi e da aspettative di azioni di stimolo fiscale negli Stati Uniti. I mercati finanziari nelle economie emergenti sono altresì tornati a rafforzarsi dopo l'esito delle elezioni statunitensi alla fine del 2016. A più lungo termine, l'attività economica mondiale dovrebbe registrare una moderata accelerazione. Le prospettive per i paesi avanzati segnalano il protrarsi della ripresa congiunturale in presenza di una graduale chiusura dei rispettivi output gap. Tra le economie emergenti, nei paesi importatori di materie prime quali India e Cina la crescita dovrebbe continuare a evidenziare una buona tenuta e in quelli esportatori di prodotti di base ci si attende che l'attività raggiunga il punto di svolta inferiore dopo le gravi recessioni. Si prevede un aumento dell'attività mondiale (esclusa l'area dell'euro) pari al 3,5% nel 2017 e al 3,8% nel 2018 e nel 2019, invariato rispetto al precedente esercizio di proiezione.

Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Giugno 2017				Marzo 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,2	3,5	3,8	3,8	3,1	3,5	3,8	3,8
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ¹⁾	0,9	4,4	3,8	3,9	1,2	3,4	3,7	3,8
Domanda esterna dell'area dell'euro ²⁾	1,3	3,7	3,4	3,5	1,6	2,8	3,4	3,5

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

2) Calcolata come media ponderata delle importazioni dei partner commerciali dell'area dell'euro.

Il commercio mondiale dovrebbe espandersi gradualmente nell'orizzonte di proiezione, dopo un rafforzamento significativo negli ultimi mesi.

Nel medio periodo l'interscambio globale si rafforzerebbe in linea con la ripresa dell'attività internazionale. Rispetto alle proiezioni di marzo la crescita della domanda esterna dell'area dell'euro è stata corretta al rialzo per il 2017, riflettendo principalmente dati recenti migliori del previsto.

Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro dovrebbero essere sorrette dalla ripresa della domanda mondiale. Si stima che la domanda esterna dell'area abbia acquisito slancio nella seconda metà del 2016 e agli inizi del 2017, grazie alla maggiore domanda di importazioni nelle economie avanzate (in particolare Stati Uniti e Giappone) ed emergenti (specificamente Cina, Russia e Brasile). In prospettiva la domanda di importazioni dovrebbe aumentare nei paesi sia avanzati sia emergenti, mentre resterà modesta nel Regno Unito. Le esportazioni verso l'esterno dell'area trarrebbero beneficio dall'aumento della domanda esterna nell'orizzonte di proiezione. Le importazioni dall'esterno dell'area si espanderebbero a un ritmo superiore a quello delle esportazioni e in linea con la loro elasticità storica alla domanda totale. L'avanzo delle partite correnti dell'area dell'euro dovrebbe diminuire lievemente nel periodo considerato, in parte al venir meno dei passati effetti sulle ragioni di scambio connessi agli andamenti dei corsi petroliferi.

L'output gap negativo dovrebbe chiudersi nel periodo considerato. Secondo le stime la crescita del prodotto potenziale dovrebbe risultare lievemente superiore all'1% nel periodo di riferimento e quindi rimanere chiaramente inferiore al tasso di incremento effettivo del PIL in termini reali, che stando alle proiezioni sarebbe di circa l'1,8%. La debolezza del prodotto potenziale riflette principalmente il contributo piuttosto modesto del capitale dopo un periodo protratto di investimenti storicamente bassi. Il contributo del lavoro aumenterebbe, rispecchiando la crescente partecipazione alle forze di lavoro come conseguenza delle riforme strutturali adottate in passato, ma resterà in certa misura inferiore alla media antecedente la crisi a causa dell'invecchiamento demografico. Il contributo della produttività totale dei fattori dovrebbe collocarsi solo lievemente al di sotto del suo livello pre-crisi.

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro dovrebbero continuare a migliorare nell'orizzonte temporale considerato. L'occupazione seguirebbe ad aumentare nel periodo in esame, pur perdendo gradualmente parte del suo slancio. Nel breve periodo ciò riflette principalmente il venir meno di alcuni fattori temporanei favorevoli per la crescita dell'occupazione. Nel resto dell'orizzonte temporale di proiezione la carenza di manodopera qualificata dovrebbe rappresentare un vincolo crescente in alcuni paesi, moderando la dinamica dell'occupazione e determinando un aumento del numero di ore lavorate per occupato. Questi andamenti dell'occupazione implicano un rafforzamento della crescita della produttività del lavoro, di riflesso al sempre maggiore utilizzo sia del capitale sia del lavoro nel contesto della diminuzione del margine di capacità inutilizzata. Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere all'8,3% nel 2019, mantenendosi comunque superiore al suo livello pre-crisi (7,5% nel 2007).

Rispetto alle proiezioni di marzo, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista verso l'alto. Il clima di fiducia molto favorevole a livello di imprese e

consumatori, assieme al maggiore vigore della domanda esterna, suggerisce una crescita a breve termine lievemente più robusta rispetto a quanto anticipato in precedenza. Oltre il breve periodo gli effetti al rialzo esercitati dal calo dei corsi petroliferi, dalla diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine e dall'aumento delle quotazioni azionarie, oltre che dalla crescita dei consumi collettivi e degli investimenti pubblici, sono solo in parte compensati dall'impatto al ribasso derivante dall'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro.

2 Prezzi e costi

L'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe risultare in media pari all'1,5% nel 2017. Successivamente scenderebbe all'1,3% nel 2018, per poi salire all'1,6% nel 2019. Gli andamenti divergenti della componente energetica dell'indice e del

tasso calcolato escludendo i prezzi dell'energia e degli alimentari sono la determinante principale del profilo a "V" evidenziato dall'inflazione complessiva nell'orizzonte di proiezione. La componente energetica dello IAPC dovrebbe aumentare notevolmente nel 2017 rispetto all'anno precedente e in misura più moderata nel periodo successivo riflettendo il recente rialzo dei corsi petroliferi e, in prospettiva, il profilo relativamente piatto della curva dei contratti future sui prezzi del petrolio. Il suo contributo positivo all'inflazione complessiva, previsto pari a 0,4 punti percentuali nel 2017, dovrebbe diminuire sostanzialmente nei due anni seguenti.

Si prevede che l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari cresca gradualmente nel periodo considerato. Il principale fattore all'origine di questo rialzo atteso è l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto mano a mano che la ripresa procede e si consolida. Ciò va ricondotto tra l'altro alla prevista riduzione dell'eccesso di offerta nei mercati del lavoro, che dovrebbe determinare un'accelerazione dei salari. Inoltre, fattori che avevano frenato la dinamica delle retribuzioni negli anni recenti (ad esempio, l'esigenza di recuperare competitività di prezzo in alcuni paesi) dovrebbero venire gradualmente meno e questo fornirebbe un sostegno ulteriore all'atteso incremento del tasso di espansione dei redditi per occupato. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto sarebbe lievemente inferiore a quella dei salari nell'orizzonte di proiezione. Anche i rialzi dei corsi petroliferi dagli inizi del 2016 dovrebbero indirettamente contribuire in qualche misura a tali spinte verso l'alto sui costi attraverso costi di produzione più elevati e ripercussioni sui salari nominali dati i consueti ritardi di trasmissione.

Si prevede che le pressioni esterne sui prezzi non agiscano più da freno sui prezzi al consumo nell'area dell'euro nel periodo considerato. Dopo quattro anni di cali, i prezzi all'importazione dovrebbero registrare un tasso di incremento annuo positivo nel 2017. Tale inversione di segno è principalmente dovuta al rialzo delle quotazioni del petrolio e delle materie prime non energetiche dal 2016. Analogamente, il successivo rallentamento dei prezzi all'importazione riflette la moderazione degli andamenti dei corsi delle materie prime. Al di là dell'effetto dei prezzi dei prodotti di base, si prevede più in generale che le pressioni inflazionistiche

a livello mondiale crescano gradualmente. I costi di produzione su scala internazionale dovrebbero registrare un aumento graduale con la diminuzione della capacità inutilizzata globale. Tuttavia, il grado ancora elevato di quest'ultima e la forte concorrenza con i paesi caratterizzati da bassi costi di produzione modereranno le spinte sui prezzi a livello mondiale.

Il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro viene considerato la fonte principale dell'intensificazione delle spinte interne sui costi nei prossimi anni.

L'incremento dei redditi per occupato dovrebbe salire dall'1,7% nel 2017 al 2,4% nel 2019. Il minore eccesso di offerta nei mercati del lavoro dell'area dell'euro e la sempre maggiore carenza di manodopera in alcune parti della stessa sono considerati fattori importanti alla base di questo andamento. Inoltre, è prevedibile che il significativo aumento recente dell'inflazione complessiva si traduca in un'intensificazione della dinamica delle retribuzioni nominali nelle economie dell'area in cui il processo di formazione dei salari include elementi di prezzo retrospettivi. Questo effetto potrebbe assumere più rilevanza dal 2018, tuttavia, poiché in diversi paesi le retribuzioni contrattuali relative al 2017 sono già state per la maggior parte bloccate. Esiste in ogni caso la possibilità che sia comunque debole, in quanto circoscritto alle economie con meccanismi di indicizzazione (implicita) dei salari legati all'inflazione complessiva. In aggiunta, è limitato dal fatto che diversi paesi hanno ridotto il grado di indicizzazione dei salari all'inflazione negli anni recenti. Un lieve slancio ulteriore alla dinamica retributiva dovrebbe essere impresso dal previsto rafforzamento della crescita della produttività nell'orizzonte di proiezione. Inoltre, una serie di fattori frenanti con effetti su detta dinamica si attenuerebbero nel periodo considerato. Tra questi figura ad esempio la compressione dei salari (pent-up wage restraint) alla luce delle rigidità vincolanti verso il basso che hanno caratterizzato le retribuzioni nominali durante la crisi. Oltre a ciò, si prevede che le misure adottate per ridurre i contributi sociali e moderare la crescita dei salari nel settore pubblico in alcuni paesi giungano a scadenza.

I margini di profitto dovrebbero ampliarsi nell'orizzonte di proiezione, a ritmi lievemente superiori rispetto al passato recente.

Al venir meno dell'effetto di moderazione esercitato dai recenti rialzi dei corsi petroliferi, i margini di profitto dovrebbero espandersi a un ritmo lievemente più rapido che nei trimestri recenti beneficiando della perdurante ripresa economica. È tuttavia probabile che tale espansione sia lievemente frenata nel periodo in esame dall'atteso aumento della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e delle pressioni concorrenziali a livello mondiale.

Rispetto alle proiezioni pubblicate lo scorso marzo, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC hanno subito una lieve correzione al ribasso.

Corsi petroliferi inferiori alle ipotesi dell'esercizio di marzo 2017 implicano una revisione verso il basso della componente energetica dello IAPC per il 2017 e il 2018. Analogamente, le proiezioni per i prezzi dei beni alimentari sono state corrette al ribasso per l'intero orizzonte considerato. Inoltre, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari è stata rivista verso il basso per il 2018 e il 2019. Ciò riflette in parte gli effetti indiretti del calo dei corsi petroliferi e il lieve

apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, oltre che un peggioramento delle prospettive per le pressioni di fondo su costi e prezzi in varie economie dell'area.

3 Prospettive per i conti pubblici

L'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe essere sostanzialmente neutro nel 2017-2019. Questo è misurato come variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo, al netto del sostegno pubblico a favore del settore finanziario. L'impatto dei fattori non discrezionali e delle misure discrezionali è considerato neutro per tutto il periodo della proiezione.

Nel periodo in esame sia il disavanzo sia il debito pubblico in rapporto al PIL dovrebbero seguire un andamento calante. Il miglioramento del saldo di bilancio è dovuto all'ulteriore calo degli esborsi per interessi nell'orizzonte considerato e al miglioramento della componente ciclica, che ha più che compensato il lieve deterioramento del saldo primario corretto per il ciclo. La graduale riduzione del debito pubblico nel periodo di riferimento deriva dal differenziale favorevole fra tasso di interesse e tasso di crescita⁴ e dagli avanzi primari previsti.

Rispetto all'esercizio di marzo, le prospettive per il disavanzo di bilancio e il debito in rapporto al PIL sono sostanzialmente immutate.

⁴ Il dato è calcolato come la differenza fra il tasso di interesse effettivo nominale sul debito e il tasso di crescita del PIL in termini nominali.

Tavola 1

Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro¹⁾

(variazioni percentuali annue)

	Giugno 2017				Marzo 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIL in termini reali	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,8] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[1,5 - 2,1] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,7] ²⁾
Consumi privati	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Consumi collettivi	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Investimenti fissi lordi	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Esportazioni ³⁾	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Importazioni ³⁾	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Occupazione	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
IAPC	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾		[1,4 - 2,0] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
IAPC al netto dell'energia	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
IAPC al netto di energia e alimentari	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
IAPC al netto di energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Costo unitario del lavoro	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Redditi per occupato	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Produttività del lavoro	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) ⁵⁾	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

1) Le proiezioni sul PIL e le sue componenti si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative.

2) Gli intervalli di valori delle proiezioni presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

3) Incluso l'interscambio verso l'interno dell'area dell'euro.

4) Il sottoindice si basa sulle stime dell'impatto effettivo delle imposte indirette. Può divergere dai dati dell'Eurostat, che ipotizza la trasmissione completa e immediata dell'impatto dell'imposizione indiretta allo IAPC.

5) Calcolato come saldo delle amministrazioni pubbliche al netto degli effetti transitori del ciclo economico e delle misure temporanee assunte dai governi (per l'approccio del SEBC, cfr. *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001, e *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2007). La proiezione del saldo strutturale di bilancio non è derivata da una misura aggregata dell'output gap. Secondo la metodologia adottata dal SEBC, le componenti cicliche sono calcolate distintamente per le varie voci di entrata e di spesa. Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico* nel numero di marzo 2012 del Bollettino mensile della BCE, nonché il riquadro *Il saldo strutturale come indicatore della posizione di bilancio* nel numero di settembre 2014 del Bollettino mensile della BCE.

Riquadro 3

Analisi di sensibilità

Le proiezioni si basano in ampia misura su ipotesi tecniche concernenti l'evoluzione di alcune variabili fondamentali. Poiché queste ultime possono incidere notevolmente sulle proiezioni formulate per l'area dell'euro, un esame della sensibilità a profili alternativi per le ipotesi sottostanti può contribuire all'analisi dei rischi che circondano le proiezioni. Questo riquadro verte sull'incertezza inerente ad alcune ipotesi sottostanti fondamentali e sulla sensibilità delle proiezioni rispetto a tali variabili.

1) Profilo alternativo dei prezzi del petrolio

Da modelli alternativi sui corsi del greggio emerge, nel periodo in esame, il rischio di quotazioni più elevate rispetto a quelle suggerite dai prezzi dei contratti future. Le ipotesi tecniche sugli andamenti dei corsi petroliferi sottostanti allo scenario di base delle proiezioni, che sono elaborate sui prezzi dei future, indicano un profilo piuttosto piatto delle quotazioni del petrolio, con il prezzo del greggio di qualità Brent che si attesterebbe attorno a 51,5 dollari fino alla fine del 2019. Tale profilo è coerente con un moderato recupero della domanda mondiale di petrolio, uno scenario che si accompagna a un maggiore slancio della ripresa economica mondiale. La recente estensione dell'accordo dell'OPEC non ha finora determinato un innalzamento della curva dei contratti future sui prezzi del petrolio, probabilmente a causa del livello delle scorte prossimo al suo massimo storico, del possibile aumento della produzione di petrolio da scisti e del timore che alcuni dei maggiori paesi produttori non si attengano a quanto concordato. Una combinazione di modelli alternativi utilizzati dagli esperti dell'Eurosistema⁵ per elaborare le proiezioni sui prezzi del petrolio suggerisce al momento corsi più elevati nel periodo considerato rispetto alle ipotesi tecniche. Il concretizzarsi di un profilo alternativo, con corsi del greggio superiori del 7,2% rispetto allo scenario di base fino al 2019, da un lato frenerebbe in modo marginale la crescita del PIL in termini reali, dall'altro comporterebbe un incremento più rapido dello IAPC (con un aumento di 0,1 punti percentuali nel 2018 e 0,2 nel 2019).

2) Profilo alternativo del tasso di cambio

L'analisi di sensibilità indaga, a titolo illustrativo, l'impatto di un profilo per il tasso di cambio dell'euro inferiore rispetto allo scenario di base. I rischi di deprezzamento dell'euro derivano principalmente dalla divergenza superiore alle attese attuali fra gli orientamenti di politica monetaria sulle due sponde dell'Atlantico. In particolare, è possibile che un aumento del tasso di interesse sui Federal Fund negli Stati Uniti più rapido del previsto accresca le pressioni al ribasso sull'euro. Ciò può riflettere in particolare un aumento delle aspettative di inflazione negli Stati Uniti, in presenza di politiche di bilancio espansive e di condizioni tese nel mercato del lavoro, all'attenuarsi delle incertezze riguardo alle politiche della nuova amministrazione statunitense. Il profilo alternativo del tasso di cambio dell'euro è stato calcolato utilizzando il 25° percentile della distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio dollaro/euro al 16 maggio 2017. Tale profilo comporta un graduale indebolimento della moneta unica a 1,06 dollari per euro nel 2019, ossia un cambio inferiore di circa il 3% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. Le corrispondenti ipotesi per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro riflettono regolarità storiche, ove le variazioni del cambio dollaro/euro

⁵ Cfr. la combinazione di quattro modelli presentata nell'articolo *La previsione dei corsi petroliferi* nel numero 4/2015 del Bollettino economico della BCE.

corrispondono a quelle del tasso effettivo con un'elasticità di circa il 52%. Da questa ipotesi consegue una graduale divergenza al ribasso del tasso di cambio effettivo dell'euro, che si porterebbe su un livello inferiore dell'1,8% rispetto allo scenario di base per il 2019. In tale contesto, da una serie di modelli macroeconomici costruiti dagli esperti emergono in media valori per l'inflazione misurata sullo IAPC e per la crescita del PIL più elevati di 0,1 e 0,2 punti percentuali rispettivamente nel 2018 e 2019.

Riquadro 4

Previsioni formulate da altre organizzazioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro, né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili di bilancio, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola).

Come si evince dalla tavola, le proiezioni al momento disponibili elaborate da altre organizzazioni per la crescita del PIL in termini reali e l'inflazione misurata sullo IAPC rientrano complessivamente negli intervalli di valori delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema (fra parentesi nella tavola).

Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Proiezioni degli esperti della BCE	giugno 2017	1,9 [1,6 - 2,2]	1,8 [0,8 - 2,8]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,5 [1,4 - 1,6]	1,3 [0,6 - 2,0]	1,6 [0,7 - 2,5]
Commissione europea	maggio 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OCSE	giugno 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	maggio 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	maggio 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	aprile 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
FMI	aprile 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, primavera 2017; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2017; *Economic Outlook* dell'OCSE, giugno 2017; *Consensus Economics Forecasts*, maggio 2017; *Euro Zone Barometer* di MJEconomics, maggio 2017; *Survey of Professional Forecasters* della BCE, aprile 2017.

Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e della BCE e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni non viene fornita alcuna precisazione in merito.

© Banca centrale europea, 2017

Recapito postale 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefono +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

ISSN 2529-4725 (pdf)
Numero di catalogo UE QB-CF-17-001-IT-N (pdf)