



# Settembre 2017

## Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE<sup>1</sup>

*L'espansione economica nell'area dell'euro dovrebbe proseguire nell'orizzonte di proiezione a tassi ben superiori al potenziale. Dopo un picco post-crisi del 2,2% nel 2017, la crescita media annua del PIL in termini reali sarebbe pari a circa l'1,8% nel 2018 e nel 2019. L'orientamento molto accomodante della politica monetaria, i progressi conseguiti in passato nella riduzione della leva finanziaria nei vari settori e il perdurante miglioramento dei mercati del lavoro dovrebbero sorreggere la domanda interna. Al tempo stesso, nonostante il recente apprezzamento dell'euro, ci si attende che la ripresa mondiale sostenga le esportazioni dell'area.*

*L'inflazione complessiva registrerebbe un calo nel breve periodo, determinato principalmente da effetti base nella componente energetica, per poi tornare a salire fino a raggiungere l'1,5% nel 2019. L'inflazione di fondo, seppur frenata dal recente apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, dovrebbe aumentare gradualmente nel tempo a seguito dell'atteso assorbimento dell'eccesso di capacità produttiva.*

1

### Economia reale

**Gli andamenti favorevoli degli indicatori del clima di fiducia suggeriscono che la ripresa economica rimarrà robusta.** Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,6% nel secondo trimestre del 2017, trainato dal forte contributo della domanda interna. Le condizioni nei mercati del lavoro hanno continuato a migliorare negli ultimi mesi, in un contesto in cui il tasso di disoccupazione è diminuito più rapidamente del previsto. Poiché ci si attende una parziale normalizzazione della crescita delle esportazioni dopo i ritmi vigorosi osservati agli inizi del 2017, il tasso di incremento del PIL in termini reali dovrebbe moderarsi lievemente nel breve periodo,

<sup>1</sup> Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE 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 14 agosto 2017 (cfr. riquadro 1); per le altre informazioni utilizzate la data di chiusura dell'esercizio è il 21 agosto a eccezione di quelle relative alla Spagna, per la quale sono stati inclusi i dati trimestrali di contabilità nazionale pubblicati il 24 agosto. 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.

pur mantenendosi ben al di sopra del potenziale, in linea con i livelli elevati degli indicatori del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori.

**Nel medio periodo la domanda interna, sorretta dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dal miglioramento nei mercati del lavoro, continuerà a influire positivamente sulle prospettive di crescita.** Oltre il breve termine, una serie di fattori favorevoli dovrebbe continuare a sostenere i consumi privati e la spesa per investimenti nell'orizzonte di proiezione. L'orientamento molto accomodante della politica monetaria della BCE continua a trasmettersi all'economia e le aspettative riguardo ai tassi di interesse di mercato futuri (incorporate nelle ipotesi tecniche alla base di questo esercizio previsivo), restano basse nell'orizzonte temporale considerato. I prestiti al settore privato continuano a espandersi, stimolati dai bassi tassi di interesse e dalle condizioni favorevoli del credito bancario. I consumi privati dovrebbero trarre beneficio dal miglioramento in atto delle condizioni nei mercati del lavoro. Gli investimenti delle imprese continueranno a recuperare, riflettendo in parte un rafforzamento dei margini di profitto nel contesto delle minori esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria e delle crescenti pressioni sulla domanda. Gli investimenti nell'edilizia residenziale saranno sorretti da prospettive di reddito e condizioni di finanziamento favorevoli, oltre che dai bassi rendimenti degli investimenti alternativi. La crescita dovrebbe essere altresì sostenuta da andamenti esterni positivi, in presenza di un rafforzamento dell'attività economica mondiale e di un corrispondente miglioramento della domanda esterna dell'area dell'euro.

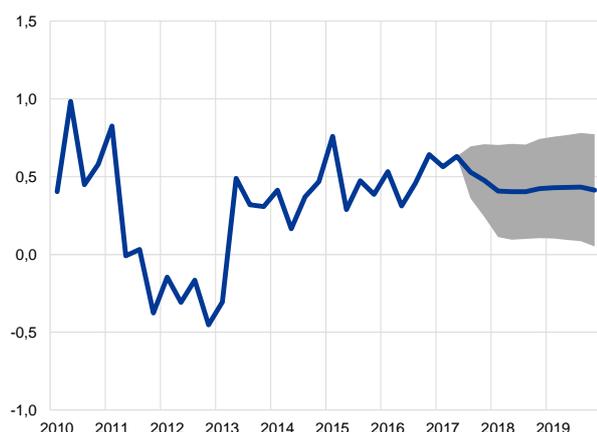
## Grafico 1

### Proiezioni macroeconomiche<sup>1)</sup>

(dati trimestrali)

#### PIL in termini reali dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

(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 rimanere vigorosi nell'orizzonte temporale di proiezione.** Gli indicatori più recenti del clima di fiducia dei consumatori, che rimangono ben al di sopra della media di lungo termine, segnalano la tenuta della spesa per consumi nel breve periodo grazie anche ai miglioramenti in atto nel

mercato del lavoro. A medio termine i consumi privati evolverebbero sostanzialmente in linea con il reddito disponibile reale.

**Il reddito disponibile nominale registrerebbe un'accelerazione nel periodo considerato, anche se è probabile che un aumento dell'inflazione limiti la crescita del potere di acquisto reale delle famiglie.** Il contributo di salari e stipendi lordi dovrebbe rimanere relativamente stabile nel periodo considerato, poiché il minore incremento dell'occupazione è sostanzialmente compensato dall'accelerazione dei redditi per occupato. La crescita degli altri redditi personali dovrebbe essere favorevole, di riflesso agli andamenti positivi degli utili e dei redditi da capitale. Il reddito disponibile reale ha rallentato nel periodo recente, ma si prevede che registri una lieve accelerazione e rimanga robusto nell'orizzonte temporale di riferimento.

**La dinamica dei consumi privati dovrebbe essere altresì sostenuta dal miglioramento delle condizioni del credito bancario, rafforzato dalle misure di politica monetaria della BCE, e dai progressi realizzati nella riduzione della leva finanziaria.** 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 dovrebbe fornire un sostegno ai consumi privati aggregati. In aggiunta, i consumi dovrebbero essere altresì sorretti dai progressi realizzati nella riduzione della leva finanziaria.

**Il tasso di risparmio delle famiglie si manterrebbe sostanzialmente stabile nel periodo considerato.** Questa generale stabilità a livello di area dell'euro è il risultato di fattori contrastanti. Il calo della disoccupazione (che implica una diminuzione del risparmio a scopo precauzionale), 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 dell'espansione congiunturale sono all'origine di spinte verso l'alto.

## Riquadro 1

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

---

**Rispetto alle proiezioni di giugno, le ipotesi tecniche includono un apprezzamento significativo del tasso di cambio effettivo dell'euro e tassi di interesse lievemente più bassi.**

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 14 agosto 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 -0,3% nel 2018 e del -0,1% nel 2019. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media dell'1,1% nel 2017, dell'1,3% nel 2018 e dell'1,6% nel

2019<sup>2</sup>. Rispetto all'esercizio di proiezione di giugno, le aspettative di mercato per i tassi di interesse a breve e lungo termine 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 14 agosto, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent salgano da 44,0 dollari al barile nel 2016 a 51,8 nel 2017, 52,6 nel 2018 e 53,1 nel 2019. Tale profilo comporta che, rispetto alle proiezioni di giugno, i prezzi in dollari del petrolio sono superiori dello 0,5% nel 2017, del 2,3% nel 2018 e del 3,0% 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 successivo<sup>3</sup>.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione, sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 agosto. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi in media a 1,13 nel 2017 e a 1,18 nel 2018-2019, rispetto a 1,09 indicato nelle proiezioni di giugno. Il tasso di cambio effettivo dell'euro (calcolato nei confronti delle valute di 38 partner commerciali) sarebbe superiore del 2,1% nel 2017 e di circa il 4,4% nel 2018-2019 rispetto alle ipotesi dell'esercizio di giugno.

#### Ipotesi tecniche

	Settembre 2017				Giugno 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Prezzo del petrolio (USD al barile)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Tasso di cambio USD/EUR	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

#### Ci si attende una prosecuzione della ripresa degli investimenti nell'edilizia

**residenziale.** Gli investimenti nell'edilizia residenziale hanno evidenziato una forte crescita in molti paesi dell'area dell'euro negli ultimi trimestri. Tale andamento è stato sorretto dalle favorevoli condizioni di finanziamento, dalla riallocazione dei portafogli a favore degli immobili nel contesto dei bassi rendimenti delle opportunità di investimento alternative a lungo termine e dai miglioramenti in atto nei mercati del lavoro. Inoltre, il processo di aggiustamento nei mercati immobiliari di gran parte

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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 terzo trimestre del 2018 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

delle economie dell'area dell'euro sembra essersi concluso. Continuano a sussistere i presupposti fondamentali per un ulteriore recupero degli investimenti nell'edilizia residenziale nell'orizzonte di proiezione. Si prevede tuttavia una lieve perdita di slancio di riflesso alla fase matura del ciclo immobiliare e al venir meno degli effetti degli incentivi in alcuni paesi, alle perduranti esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria in altri paesi e agli andamenti demografici sfavorevoli.

**Gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a recuperare nel periodo considerato.** La ripresa sarebbe sostenuta da una serie di fattori: il livello di fiducia delle imprese rimane elevato sulla scia delle attese molto positive riguardo alla produzione e agli ordini; il grado di utilizzo della capacità produttiva ha seguito ad aumentare, mantenendosi superiore al suo livello medio pre-crisi; le condizioni di finanziamento dovrebbero restare molto favorevoli nell'orizzonte temporale di proiezione; 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 società non finanziarie. Inoltre, gli indici di leva finanziaria nel settore delle società non finanziarie sono diminuiti nel contesto di aumento dei prezzi delle attività e di crescita moderata dei debiti finanziari nei paesi dell'area dell'euro. Al tempo stesso le prospettive per gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a risentire di fattori quali le attese di una crescita del prodotto potenziale inferiore e i limiti alla capacità di intermediazione delle banche in alcuni paesi

## Riquadro 2

### Contesto internazionale

---

**L'economia mondiale continua a espandersi a un ritmo sostenuto.** Dopo una temporanea perdita di slancio agli inizi dell'anno, i dati effettivi e i risultati delle indagini segnalano un'accelerazione del PIL mondiale in termini reali nel secondo trimestre. Gli indicatori suggeriscono che il clima di fiducia delle imprese e dei consumatori rimane positivo. Anche se i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono cresciuti nelle ultime settimane, le condizioni finanziarie nelle economie avanzate restano favorevoli grazie a politiche monetarie accomodanti. Nei paesi emergenti i mercati finanziari continuano a evidenziare una buona tenuta e gli afflussi di capitali sono robusti. 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. Il miglioramento dell'attività è sorretto dalle politiche monetarie e di bilancio, anche se le aspettative di uno stimolo fiscale negli Stati Uniti sono state riviste al ribasso dopo una svolta nel dibattito politico. Tra le economie emergenti, nei paesi importatori di materie prime quali India e Cina la crescita continuerà 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 3,7% nel 2017 e al 3,8% nel 2018-2019. La ripresa dell'attività dal 2016 riflette in larga parte la progressiva attenuazione della profonda recessione nelle economie esportatrici di materie prime. Rispetto all'esercizio di proiezione di giugno, il ritmo di incremento del PIL mondiale in termini reali è sostanzialmente invariato in un contesto in cui le revisioni al ribasso per gli Stati Uniti (dopo le correzioni alle ipotesi relative alle azioni di stimolo fiscale future) sono compensate dalle attese di maggiore tenuta nei paesi emergenti.

## Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Settembre 2017				Giugno 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,2	3,7	3,8	3,8	3,2	3,5	3,8	3,8
<b>Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro)<sup>1)</sup></b>	1,1	5,3	3,8	3,8	0,9	4,4	3,8	3,9
<b>Domanda esterna dell'area dell'euro<sup>2)</sup></b>	1,6	4,7	3,4	3,5	1,3	3,7	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 è cresciuto più del previsto agli inizi del 2017.** In prospettiva, l'interscambio globale dovrebbe rafforzarsi in linea con l'attività internazionale nel medio periodo. La domanda esterna dell'area dell'euro aumenterebbe del 4,7% nel 2017, del 3,4% nel 2018 e del 3,5% nel 2019. Rispetto alle proiezioni di giugno la crescita nel 2017 è stata corretta al rialzo di 1,1 punti percentuali, riflettendo principalmente i migliori dati relativi al primo trimestre.

### **Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro dovrebbero essere frenate dalle perdite di competitività derivanti dal recente apprezzamento dell'euro.**

Sorrette dalla vigorosa domanda esterna oltre che dal deprezzamento dell'euro nella seconda metà del 2016 e agli inizi del 2017, le esportazioni verso l'esterno dell'area hanno registrato una forte crescita nel primo trimestre di quest'anno. In prospettiva dovrebbero espandersi a ritmi robusti per tutto l'orizzonte di proiezione, di riflesso al vigore della domanda esterna proveniente dalle economie sia avanzate sia emergenti. Ci si attende tuttavia che risentano negativamente del rafforzamento del tasso di cambio dell'euro nel periodo considerato e che questo determini una revisione al ribasso dell'evoluzione delle quote di mercato delle esportazioni, che secondo le proiezioni attuali dovrebbero diminuire di 1,1 punti percentuali nell'orizzonte temporale di riferimento. A differenza delle esportazioni, le importazioni dall'esterno dell'area dovrebbero trarre beneficio dagli andamenti lievemente più positivi della domanda interna e dal rafforzamento del tasso di cambio dell'euro, riducendo quindi lievemente il contributo complessivo dell'interscambio netto alla crescita economica.

**In un contesto di crescita potenziale moderata, il rimanente eccesso di capacità produttiva si assorbirebbe nel periodo considerato.** Diversamente dal tasso di incremento effettivo del PIL in termini reali, relativamente vigoroso, la crescita del prodotto potenziale è stimata lievemente superiore all'1% nell'orizzonte temporale della proiezione. La debole dinamica del prodotto potenziale riflette principalmente il contributo piuttosto modesto dello stock di capitale dopo un periodo protratto di investimenti storicamente bassi. Il contributo del lavoro alla crescita potenziale rimarrebbe positivo e principalmente connesso alla 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 nel contesto del minore contributo della popolazione in età lavorativa. Anche il contributo della produttività totale dei fattori si collocherebbe leggermente al di sotto del suo livello pre-crisi.

**Il miglioramento in atto delle condizioni nei mercati del lavoro dovrebbe continuare nel periodo considerato.** Il numero di occupati è aumentato dello 0,4% nel primo trimestre del 2017 e, secondo le stime, sarebbe cresciuto a un ritmo analogo nel secondo. Il recente vigore della crescita dell'occupazione è stato generalizzato nei diversi paesi, ma può essere in parte attribuito a fattori temporanei favorevoli (quali le misure di stimolo fiscale in alcune economie dell'area). Poiché si prevede che l'impatto di questi fattori venga gradualmente meno, la crescita dell'occupazione dovrebbe registrare una lieve perdita di slancio riflettendo anche la sempre maggiore carenza di manodopera qualificata.

**Di riflesso al suo profilo ciclico, la produttività del lavoro registrerebbe un'accelerazione nel medio periodo.** Il crescente utilizzo sia del capitale sia del lavoro nel contesto della diminuzione del margine di capacità inutilizzata, l'aumento del numero di ore lavorate per occupato e un lieve incremento della produttività totale dei fattori suggeriscono un'accelerazione sostenuta della produttività.

**Il tasso di disoccupazione dovrebbe continuare a diminuire.** Esso è sceso al 9,2% nel secondo trimestre del 2017, il livello più basso osservato da marzo 2009. In prospettiva, le proiezioni segnalano che il numero di disoccupati continuerà a ridursi sostanzialmente. Il tasso di disoccupazione scenderebbe all'8,1% nel 2019, mantenendosi comunque superiore al suo livello pre-crisi (7,5% nel 2007).

**Rispetto alle proiezioni di giugno, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista verso l'alto per il 2017 e mantenuta sostanzialmente invariata nel periodo successivo.** La revisione al rialzo per il 2017 è principalmente connessa alla recente pubblicazione di dati relativi al PIL superiori al previsto. Più in generale le migliori prospettive per la domanda interna, in linea con il favorevole clima di fiducia di imprese e consumatori e con i livelli inferiori dei tassi di interesse, sono sostanzialmente compensate dall'impatto negativo sulle esportazioni derivante dalla perdita di competitività di prezzo dovuta al recente apprezzamento dell'euro.

## 2 Prezzi e costi

**L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) evidenzierebbe un profilo a "V" nell'orizzonte di proiezione, in un contesto in cui effetti base connessi alla componente energetica esercitano spinte al ribasso nel breve periodo e lasciano poi il posto a una ripresa graduale dell'inflazione di fondo.** L'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si collocherebbe in media all'1,5% nel 2017, per poi scendere all'1,2% nel 2018 e risalire all'1,5% nel 2019. Effetti base implicano un calo significativo del contributo fornito dalla componente energetica tra il 2017 e il 2018. L'ipotizzato aumento, seppur modesto, dei corsi petroliferi nel resto dell'orizzonte temporale di riferimento, riflesso nella curva dei contratti future sui prezzi del petrolio, comporta un lieve aumento dell'inflazione dei beni energetici nel 2019. Il recente recupero della componente alimentare dello IAPC dovrebbe sostanzialmente proseguire nel periodo considerato, rispecchiando tra l'altro ipotesi di crescita lievemente superiore dei prezzi delle materie prime alimentari. Il protrarsi della ripresa economica

sospingerebbe gradualmente verso l'alto l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari nell'orizzonte di proiezione. Un fattore fondamentale all'origine di questo aumento sarà costituito dall'attesa crescita del costo del lavoro al ridursi dell'eccesso di offerta nei mercati del lavoro.

**Il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro viene considerato la fonte principale dell'intensificazione delle pressioni dal lato dei costi interni nei prossimi anni.** L'incremento dei redditi per occupato dovrebbe salire dall'1,5% nel 2017 al 2,3% nel 2019. Data l'attesa accelerazione congiunturale della produttività, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto registrerebbe un rafforzamento lievemente inferiore passando dallo 0,8% nel 2017 all'1,4% 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 questa maggiore crescita dei salari. Inoltre, è prevedibile che il significativo aumento recente dell'inflazione complessiva si traduca altresì nel tempo in un'intensificazione della dinamica delle retribuzioni nominali nelle economie dell'area in cui il processo di formazione dei salari include elementi di indicizzazione sull'inflazione passata o di aspettativa. In aggiunta, una serie di fattori che al momento agiscono da freno su detta dinamica si attenuerebbero gradualmente. Tra questi figurano le esigenze di moderazione salariale per recuperare competitività di prezzo in talune economie e la compressione dei salari (pent-up wage restraint) che era stata associata alle rigidità vincolanti verso il basso dei salari nominali durante la crisi. Oltre a ciò, si prevede che le misure adottate per ridurre i contributi sociali giungano a scadenza.

**I margini di profitto dovrebbero ampliarsi nell'orizzonte di proiezione.** I rialzi dei corsi petroliferi e l'impatto degli stessi sui costi di produzione degli input e sulle ragioni di scambio più in generale hanno pesato sui margini di profitto agli inizi del 2017. Al venir meno di questi effetti di moderazione, ci si attende che i margini di profitto traggano beneficio dalla perdurante ripresa economica pur essendo in qualche misura frenati nel corso del periodo considerato dall'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto.

**Le pressioni esterne sui prezzi sono aumentate sensibilmente negli ultimi trimestri e dovrebbero continuare a fornire un lieve impulso al rialzo anche nell'orizzonte temporale di riferimento.** Il tasso di incremento annuo dei prezzi all'importazione diventerebbe positivo nel 2017, dopo quattro anni di calo. Tale inversione di segno nel 2017 è principalmente dovuta all'aumento delle quotazioni del petrolio e delle materie prime non energetiche dal 2016. Il successivo rallentamento atteso dei tassi di crescita riflette sia la moderazione degli andamenti dei corsi dei prodotti di base sia l'impatto verso il basso esercitato dal recente apprezzamento dell'euro. Si prevede più in generale che le spinte inflazionistiche di fondo a livello mondiale si intensifichino gradualmente nel periodo considerato in un contesto in cui i costi di produzione su scala internazionale aumentano in linea con la diminuzione della capacità inutilizzata globale. Tuttavia, dato il grado ancora elevato di quest'ultima e le pressioni concorrenziali a livello mondiale, ciò non dovrebbe esercitare spinte sostanziali al rialzo sui prezzi all'importazione nell'area dell'euro.

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

L'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro dopo il precedente esercizio di proiezione spinge verso il basso l'inflazione misurata sullo IAPC. Nel caso dell'inflazione di fondo, queste spinte al ribasso sono in parte compensate dalle migliori prospettive per la domanda interna dell'area dell'euro (cfr. riquadro 3).

### Riquadro 3

Valutazione dell'impatto del recente apprezzamento dell'euro sulle prospettive per l'inflazione nell'area dell'euro

---

**Il tasso di cambio effettivo nominale (TCEN) dell'euro si è apprezzato negli ultimi mesi e alla data di chiusura di questo esercizio di proiezione (14 agosto) la media a dieci giorni era superiore del 4,4% al livello ipotizzato nelle proiezioni di giugno.** Il presente riquadro esamina i fattori che dovrebbero essere presi in considerazione nel valutare l'impatto del recente apprezzamento sulle prospettive per l'inflazione nell'area dell'euro.

**Benché soggette a una significativa eterogeneità, le elasticità ottenute con i modelli standard suggeriscono in genere che uno shock del tasso di cambio dell'entità osservata negli ultimi mesi avrebbe un impatto non trascurabile sulle prospettive per l'inflazione nell'area dell'euro<sup>4</sup>.** Tali elasticità sono tuttavia valide esclusivamente per gli shock esogeni del tasso di cambio. L'apprezzamento recente, invece, è stato verosimilmente determinato in larga parte dall'ulteriore miglioramento delle prospettive per la crescita economica nell'area, che a sua volta riflette le migliori prospettive per la domanda interna, e questo dovrebbe essere preso in considerazione al momento di valutare l'impatto del recente apprezzamento sulle prospettive per l'inflazione.

**Nell'esercizio di settembre 2017 l'impatto complessivo dell'apprezzamento sull'inflazione è considerato notevolmente più moderato di quello implicito nelle elasticità ottenute con i modelli standard, che fanno generalmente riferimento a uno shock esogeno del tasso di cambio.** Studi empirici recenti hanno riconosciuto l'endogeneità delle variazioni del cambio e illustrato la dipendenza dagli shock dell'impatto esercitato dai movimenti di cambio sull'inflazione<sup>5</sup>. Ciò vuol dire che la reazione dei prezzi a una variazione del tasso di cambio può essere diversa a seconda della natura sottostante dello shock o degli shock all'origine del movimento di cambio, in quanto può riflettere canali di trasmissione diversi. Ove un apprezzamento fosse interamente determinato da uno shock di domanda favorevole, le stime empiriche suggeriscono addirittura pressioni al rialzo sui prezzi per il tramite delle migliori prospettive per la domanda interna. Poiché le attese di una crescita economica più positiva – di riflesso alle migliorate prospettive per la domanda interna – costituiscono una determinante fondamentale del recente apprezzamento dell'euro, gli effetti di freno dell'apprezzamento sull'inflazione dovrebbero essere considerevolmente

---

<sup>4</sup> Cfr. ad esempio l'articolo *L'effetto di trasmissione del tasso di cambio sull'inflazione dell'area dell'euro* nel numero 7/2016 del Bollettino economico della BCE.

<sup>5</sup> Cfr. ad esempio Shambaugh, J., "A new look at pass-through", *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, numero 4, pagg. 560-591, giugno 2008; Forbes, K., Hjortsoe, I. e Nenova, T., "The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through", *Discussion Paper*, n. 43, Bank of England, External MPC Unit, novembre 2015; Ciccarelli, M. e Osbat, C., "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper Series*, n. 181, BCE, gennaio 2017.

inferiori a quelli impliciti in uno shock di cambio puramente esogeno, il cui impatto è rilevato dalle elasticità ottenute con i modelli standard.

---

### 3 Prospettive per i conti pubblici

**L'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe essere in media sostanzialmente neutro nell'orizzonte temporale della proiezione.** Esso è misurato come variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo, al netto del sostegno pubblico a favore del settore finanziario. Sull'orientamento delle politiche di bilancio nel 2017 incidono la ripresa degli investimenti pubblici dopo la debolezza osservata nel 2016 e un pagamento una tantum in Germania ai produttori di energia nucleare (circa lo 0,2% del PIL del paese)<sup>6</sup>. L'intonazione sostanzialmente neutra riflette fattori contrastanti dal lato sia delle spese sia delle entrate.

**Nel periodo in esame sia il disavanzo sia il debito pubblico in rapporto al PIL dovrebbero seguire un andamento calante.** Le proiezioni di bilancio implicano un calo graduale del disavanzo pubblico nell'intero periodo, per motivi principalmente riconducibili al miglioramento della componente ciclica e alla diminuzione degli esborsi per interessi. Il saldo primario corretto per il ciclo si mantiene sostanzialmente invariato. Il debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL dovrebbe continuare a seguire un andamento discendente nell'orizzonte di proiezione, grazie al miglioramento del saldo primario e al differenziale favorevole fra tasso di interesse e tasso di crescita<sup>7</sup>.

**Rispetto all'esercizio di giugno, le prospettive per il disavanzo di bilancio sono sostanzialmente invariate mentre il debito pubblico in rapporto al PIL è leggermente inferiore,** principalmente di riflesso al differenziale più favorevole fra tassi di interesse e crescita nel 2017.

---

<sup>6</sup> Ciò ha fatto seguito a una sentenza della corte costituzionale che ha dichiarato l'incostituzionalità dell'imposta sul carburante per reattori introdotta per il periodo 2011-2016.

<sup>7</sup> 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'euro<sup>1)</sup>

(variazioni percentuali annue)

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

1) Le proiezioni sul PIL in termini reali 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 4

### 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 andamento lievemente ascendente per il profilo delle quotazioni del petrolio, con il prezzo del greggio di qualità Brent che salirebbe a circa 53 dollari entro la fine del 2019. Tale andamento ipotizzato nei contratti future sul petrolio è coerente con una moderata crescita della domanda mondiale di greggio, uno scenario che si accompagna a un lieve rafforzamento della ripresa economica mondiale. Per quanto concerne i fattori dal lato dell'offerta, l'estensione dell'accordo tra l'OPEC e i principali produttori non appartenenti all'organizzazione non ha finora determinato un innalzamento significativo della curva dei contratti future sui prezzi del petrolio. Ciò è probabilmente dovuto al livello ancora elevato, seppure in calo, delle scorte di greggio e al timore che alcuni dei maggiori paesi produttori non si attengano a quanto concordato. Inoltre, la crescita robusta della produzione di petrolio da scisti negli Stati Uniti ha parzialmente compensato le riduzioni dei produttori di petrolio convenzionale. Una combinazione di modelli alternativi utilizzati dagli esperti dell'Eurosistema<sup>8</sup> per elaborare le proiezioni sui prezzi del petrolio suggerisce al momento corsi lievemente più elevati nel periodo considerato rispetto alle ipotesi tecniche. Tale profilo potrebbe essere coerente con ulteriori interruzioni inattese dell'offerta nel breve e medio periodo. Ciò potrebbe a sua volta determinare una convergenza fra domanda e offerta più rapida rispetto alle attese e quindi un aumento delle quotazioni petrolifere. Il concretizzarsi di un profilo alternativo, con corsi del greggio superiori del 3,8% 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 leggermente maggiore dello IAPC (con un aumento di 0,1 punti percentuali nel 2019).

## 2) Profilo alternativo del tasso di cambio

**L'analisi di sensibilità indaga, a titolo illustrativo, l'impatto meccanico di un profilo per il tasso di cambio dell'euro superiore rispetto allo scenario di base.** A fini illustrativi, è stato calcolato un profilo alternativo del tasso di cambio dell'euro utilizzando il 75° percentile della distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio dollaro/euro al 14 agosto 2017. Tale profilo comporta un graduale apprezzamento dell'euro a 1,31 dollari per euro nel 2019, ossia un cambio superiore di circa il 11% 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 corrispondono a quelle del tasso effettivo con un'elasticità di circa il 52%. Da questa ipotesi consegue una graduale divergenza al rialzo del tasso di cambio effettivo dell'euro, che si porterebbe su un livello superiore di circa il 6% rispetto allo scenario di base per il 2019. In tale contesto, da una serie di modelli macroeconomici costruiti dagli esperti emergono in media valori più bassi per la crescita del PIL in termini reali (di 0,3 punti percentuali sia nel 2018 sia nel 2019) e per l'inflazione misurata sullo IAPC (rispettivamente di 0,4 e 0,5 punti percentuali nel 2018 e nel 2019). Occorre tenere presente che questi effetti stimati sulla crescita e l'inflazione si applicano soltanto in caso di shock di cambio puramente esogeni (cfr. la discussione nel riquadro 3).

---

<sup>8</sup> Cfr. la combinazione di quattro modelli presentata nell'articolo *La previsione dei corsi petroliferi nel numero 4/2015 del Bollettino economico della BCE.*

## Riquadro 5

### 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 della BCE, 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 della BCE (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	settembre 2017	2,2 [2,1-2,3]	1,8 [1,0-2,6]	1,7 [0,6-2,8]	1,5 [1,4-1,6]	1,2 [0,6-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
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>	agosto 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	agosto 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	luglio 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
FMI	luglio 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, primavera 2017; *Article IV country report* dell'FMI, 25 luglio 2017; *Economic Outlook* dell'OCSE, giugno 2017; *Consensus Economics Forecasts*, agosto 2017; *Euro Zone Barometer* di MJEconomics, agosto 2017; *Survey of Professional Forecasters* della BCE, luglio 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](http://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 2529-4504 (pdf)  
Numero di catalogo UE QB-CE-17-002-IT-N (pdf)