



Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2017¹

La ripresa economica dell'area dell'euro dovrebbe consolidarsi ulteriormente, a un ritmo lievemente superiore rispetto a quanto anticipato in precedenza. Nell'orizzonte di proiezione sarebbe sostenuta dall'atteso recupero dell'economia mondiale e dalla tenuta della domanda interna, sorretta dall'orientamento molto accomodante della politica monetaria, dai progressi conseguiti in passato nella riduzione della leva finanziaria nei vari settori e dal perdurante miglioramento dei mercati del lavoro.

Il recente aumento dei corsi petroliferi dovrebbe portare l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) su una media dell'1,7% quest'anno. Tuttavia, le spinte inflazionistiche di fondo aumenterebbero solo gradualmente nel periodo considerato.

1 Economia reale

Gli indicatori congiunturali suggeriscono il protrarsi di una robusta crescita nel breve periodo. Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,4% nel quarto trimestre del 2016. La ripresa sta diventando più generalizzata nei diversi settori e paesi dell'area dell'euro. Le condizioni nei mercati del lavoro hanno continuato a migliorare negli ultimi mesi, in presenza di un calo del tasso di disoccupazione che è stato lievemente maggiore del previsto. Gli indicatori di incertezza delle politiche economiche sono aumentati, mentre quelli di incertezza finanziaria ed economica rimangono bassi (cfr. il riquadro 1). Inoltre il clima di fiducia si è andato rafforzando, a indicare una tenuta della crescita nella prima metà del 2017.

Nell'orizzonte di proiezione il PIL in termini reali aumenterebbe dell'1,8% nel 2017, dell'1,7% nel 2018 e dell'1,6% nel 2019. La domanda interna costituisce l'elemento portante della ripresa dalla metà del 2013, con consumi privati robusti e un contributo positivo fornito dagli investimenti. Nel periodo considerato dovrebbe

¹ 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 febbraio 2017 (cfr. riquadro 2); per le altre informazioni utilizzate la data di chiusura dell'esercizio è il 20 febbraio a eccezione di quelle relative alla Germania, per la quale sono stati inclusi i dati trimestrali di contabilità nazionale pubblicati il 23 febbraio. Le proiezioni macroeconomiche di questo mese si riferiscono al periodo 2016-2019. 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.

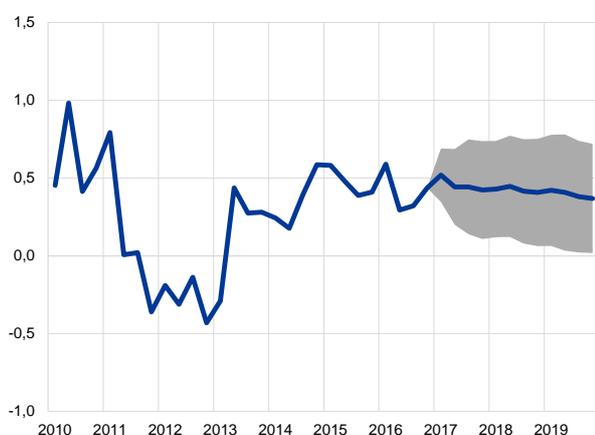
essere ancora sorretta da una serie di fattori favorevoli, con il sostegno dell'orientamento molto accomodante della politica monetaria della BCE. Anche le esportazioni dell'area dell'euro si rafforzerebbero nell'orizzonte di riferimento, sostenute dall'atteso recupero del commercio mondiale e dal passato indebolimento del tasso di cambio dell'euro.

Figura 1
Proiezioni macroeconomiche¹⁾

(dati trimestrali)

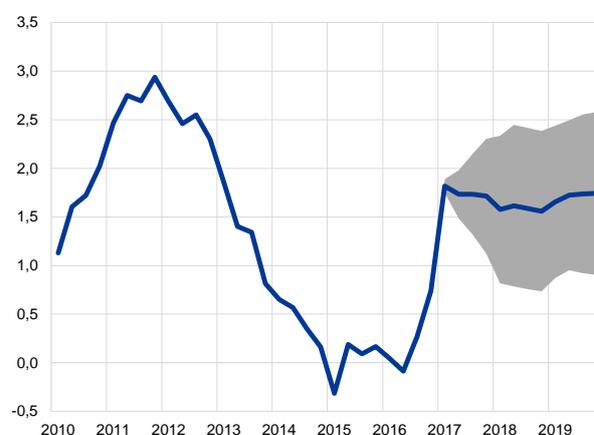
PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾

(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.

Riquadro 1

L'importanza dell'incertezza delle politiche economiche per le prospettive dell'economia nell'area dell'euro

Un indicatore di incertezza delle politiche economiche (economic policy uncertainty, EPU) ha registrato un netto aumento negli ultimi mesi²⁾, probabilmente connesso all'esito del referendum nel Regno Unito a favore dell'uscita dall'UE e al risultato delle elezioni negli Stati Uniti, e allo stato attuale potrebbe altresì riflettere le incertezze riguardanti le consultazioni elettorali imminenti in diversi paesi dell'area dell'euro. Il presente riquadro esamina l'indicatore EPU, lo colloca nel contesto più ampio delle misure di incertezza e conclude che la sua importanza per le prospettive dell'economia è probabilmente piuttosto limitata nella fase attuale.

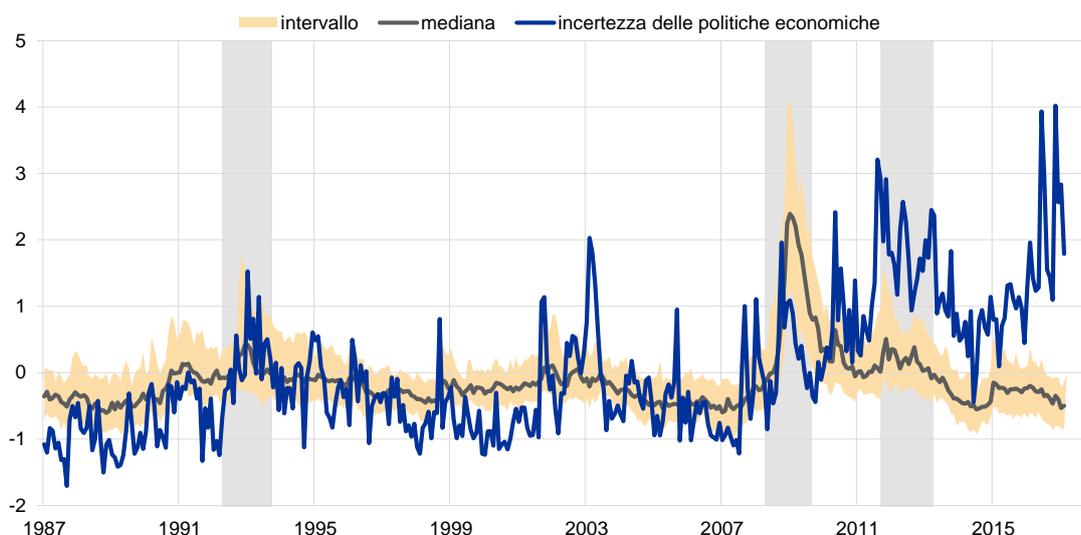
In linea di principio, un alto grado di incertezza delle politiche economiche può influire negativamente sull'attività in quanto può indurre le imprese a rimandare o annullare

²⁾ L'indicatore EPU conta la frequenza degli articoli pubblicati da testate giornalistiche di primo piano contenenti i termini "uncertain" o "uncertainty", "economic" o "economics" e una fra una serie di parole attinenti alle politiche, come "deficit" o "regulation". Per maggiori dettagli, cfr. Baker, S., Bloom, N. e Davis, S., "Measuring economic policy uncertainty", *NBER Working Paper Series*, n. 21633, ottobre 2015.

decisioni di investimento fintanto che non diminuisce. Analogamente, l'incertezza può esercitare un impatto negativo sulle decisioni delle famiglie riguardanti acquisti importanti e quando raggiunge livelli elevati può anche spingere queste ultime ad accrescere il risparmio precauzionale. Infine, l'incertezza può avere effetti sfavorevoli sull'attività attraverso i maggiori costi di finanziamento riconducibili ai più alti premi per il rischio e ridurre gli incentivi per le banche a concedere prestiti alle famiglie e alle imprese³.

Alcuni indicatori di incertezza nell'area dell'euro

(deviazione standard dalla media)



Fonti: Baker/Bloom/Davis; Commissione europea; Consensus Economics; Eurostat; BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: le aree in grigio indicano le recessioni dell'area dell'euro identificate dal Center for Economic Policy Research (CEPR). L'intervallo descrive dal 25° al 75° percentile di circa 130 indicatori di incertezza (riguardanti l'incertezza finanziaria, previsiva, economica e delle politiche) stimati per l'area dell'euro.

Tuttavia, malgrado il recente aumento dell'incertezza delle politiche economiche, gli andamenti più recenti dell'economia nell'area dell'euro sarebbero divenuti più robusti.

Rispetto agli episodi passati, la ripresa economica in atto nell'area dell'euro è più generalizzata⁴; inoltre, si basa per lo più sulla domanda interna ed è quindi meno esposta agli shock esterni. In aggiunta, tutti i settori istituzionali sono al momento più solidi che nel periodo antecedente la crisi in quanto gli indici di leva finanziaria sono scesi su livelli più sostenibili. Gli indicatori del clima di fiducia di famiglie e imprese restano molto elevati e i mercati finanziari non sembrano avere scontato rischi significativi di eventi estremi.

Di fatto esiste al momento un divario significativo tra l'acuita incertezza delle politiche economiche e i livelli piuttosto modesti degli altri indicatori di incertezza economica e finanziaria.

La figura mostra la mediana di circa 130 indicatori di incertezza stimati per l'area dell'euro, l'intervallo tra il 25° e il 75° percentile di questi indicatori e l'indicatore EPU⁵. La mediana

³ Per un'analisi di vari canali di trasmissione dell'incertezza, cfr. Bloom, N., "Fluctuations in uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n. 2, 2014, pagg. 153-176.

⁴ Cfr. il riquadro 1 *La maggiore diffusione della crescita economica nell'area dell'euro* nel numero 1/2017 del Bollettino economico della BCE.

⁵ Per una panoramica, cfr. l'articolo *L'impatto dell'incertezza sull'attività nell'area dell'euro* nel numero 8/2016 del Bollettino economico della BCE. Cfr. anche Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. e Shakir, T., "Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?", *Quarterly Bulletin*, secondo trimestre, Bank of England, 2013.

presenta un vantaggio rispetto alle singole misure in quanto rileva meglio le varie dimensioni dell'incertezza, mentre l'intervallo tra il 25° e il 75° percentile tiene conto dell'incertezza riguardante queste misure ed esclude i valori anomali. Si può osservare come la mediana e l'intervallo tra il 25° e il 75° percentile degli indicatori di incertezza per l'area dell'euro suggeriscano al momento che l'incertezza è bassa. L'indicatore EPU si rivela per contro un valore anomalo allo stato attuale, ancor più che nei sei anni scorsi.

L'indicatore EPU potrebbe non necessariamente fornire un segnale attendibile di aumento dell'incertezza nella fase attuale. In primo luogo non distingue tra l'incertezza riguardante le politiche interne e quella concernente le politiche esterne. Di conseguenza, nella misura in cui imprese e consumatori operano una distinzione tra le fonti interne ed esterne di incertezza e si concentrano principalmente sulle prime, ciò potrebbe spiegare la correlazione relativamente debole di questo indicatore con gli altri indicatori di incertezza e la rilevanza empirica limitata dello stesso nella previsione delle tendenze economiche nell'area dell'euro. In secondo luogo, l'indicatore EPU si basa sugli articoli pubblicati in due soli quotidiani per paese e questo campione ridotto potrebbe non essere rappresentativo delle percezioni del pubblico. In terzo luogo, è molto più volatile di altri indicatori di incertezza e spesso mostra picchi quando gli altri indicatori restano moderati o l'attività economica è rimasta apparentemente inalterata. Tutto ciò suggerisce cautela nell'utilizzo dell'indicatore EPU per elaborare proiezioni degli andamenti economici⁶.

Le proiezioni segnalano che i consumi privati continueranno a crescere a ritmi robusti nel periodo sotto rassegna. La fiducia dei consumatori si è mantenuta su livelli elevati negli ultimi mesi, sulla scia delle più favorevoli aspettative economiche generali e attese finanziarie individuali. Tenendo conto anche del miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro, i consumi privati dovrebbero continuare a espandersi nel breve periodo.

La crescita del reddito disponibile nominale rimane vigorosa. Secondo le proiezioni, il contributo di salari e stipendi lordi dovrebbe aumentare nel periodo considerato.

Le condizioni favorevoli del credito bancario, rafforzate dalle misure di politica monetaria della BCE, dovrebbero 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 ridistribuire 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. Inoltre, anche i progressi realizzati nella riduzione della leva finanziaria e il previsto incremento della ricchezza netta delle famiglie di riflesso agli ulteriori aumenti dei prezzi delle abitazioni dovrebbero sorreggere i consumi.

Le più elevate quotazioni petrolifere influiscono tuttavia negativamente sul reddito disponibile reale, anche se la rimodulazione dei consumi dovrebbe

⁶ Cfr. anche Forbes, K., *Uncertainty about uncertainty*, discorso tenuto alla Conferenza "Best of British" di J.P. Morgan Cazenove, Londra, 23 novembre 2016, che giunge a conclusioni simili per il Regno Unito.

compensare in parte l'impatto su questi ultimi. Il tasso di risparmio è aumentato tra la metà del 2015 e la metà del 2016, in quanto le famiglie hanno risparmiato parte del maggior reddito connesso ai prezzi del petrolio. Si stima che tale effetto temporaneo abbia iniziato a venire meno nella seconda metà del 2016 e si ritiene che continui ad attenuarsi nel corso del 2017, un processo amplificato dal recente aumento dei corsi petroliferi. Il tasso di risparmio dovrebbe poi mantenersi stabile nel resto dell'orizzonte di proiezione poiché le pressioni verso il basso esercitate dal calo della disoccupazione, dal miglioramento delle condizioni creditizie e dai bassi tassi di interesse sono compensate dalle spinte al rialzo provenienti dalle perduranti esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria e dalla rimodulazione prociclica dei consumi.

Riquadro 2

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

Rispetto alle proiezioni di dicembre, le ipotesi tecniche includono tassi di interesse a lungo termine lievemente più alti, quotazioni in dollari del petrolio significativamente superiori e un contenuto deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Le ipotesi tecniche

concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 14 febbraio 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'1,3% nel 2017, dell'1,6% nel 2018 e dell'1,9% nel 2019⁷. Rispetto alle proiezioni di dicembre, le aspettative di mercato per i tassi di interesse a breve termine rimangono invariate e quelle per i tassi a lunga sono state riviste al rialzo di 10-20 punti base. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, i tassi compositi sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro dovrebbero rimanere sostanzialmente invariati nel 2017 e crescere lievemente nel 2018 e nel 2019.

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 febbraio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent salgano da 44,0 dollari al barile nel 2016 a 56,4 nel 2017 e 56,5 nel 2018, per poi scendere a 55,9 nel 2019. Tale profilo comporta che, rispetto alle proiezioni di dicembre, i prezzi in dollari del petrolio sono superiori del 14,3% nel 2017, del 7,3% nel 2018 e del

⁷ 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.

2,5% nel 2019. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare sostanzialmente nel 2017 e in misura più moderata nel periodo successivo⁸.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione, sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 febbraio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi in media a 1,07 nel periodo 2017-2019, rispetto a 1,09 indicato nelle proiezioni di dicembre. Il tasso di cambio effettivo dell'euro (calcolato nei confronti delle valute di 38 partner commerciali) sarebbe inferiore dell'1,3% nel periodo 2016-2019 rispetto alle ipotesi dell'esercizio di dicembre.

Ipotesi tecniche

	Marzo 2017				Dicembre 2016			
	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	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Prezzo del petrolio (USD al barile)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
Tasso di cambio USD/EUR	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

Ci si attende una prosecuzione della ripresa degli investimenti nell'edilizia residenziale nell'area dell'euro. Gli investimenti nell'edilizia residenziale hanno evidenziato un pronunciato recupero nel 2016, sorretti dalla forte crescita del reddito disponibile e dalle favorevoli condizioni di finanziamento. Secondo le proiezioni l'aumento del reddito disponibile nominale, il livello estremamente contenuto dei tassi sui mutui ipotecari e le limitate opportunità di altri investimenti dovrebbero in seguito favorire un'ulteriore ripresa degli investimenti residenziali. Queste prospettive favorevoli sono dimostrate anche 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. Inoltre, il processo di aggiustamento nei mercati immobiliari di alcuni paesi dell'area dell'euro sembra essersi concluso e i prezzi delle abitazioni sono saliti in diverse economie. Nondimeno, gli alti livelli di disoccupazione e le perduranti esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria in taluni paesi dovrebbero continuare ad agire da freno sugli investimenti residenziali. Altrove, la dinamica di tali investimenti dovrebbe essere moderata dal loro livello già elevato rispetto al reddito disponibile e da andamenti demografici sfavorevoli.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero recuperare. La dinamica degli investimenti delle imprese sarebbe sostenuta da una serie di fattori: il clima di fiducia

⁸ 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 primo trimestre del 2018 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

delle imprese ha continuato a migliorare sulla scia delle attese favorevoli 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 è superiore al suo livello medio pre-crisi; le condizioni di finanziamento restano molto favorevoli; la domanda interna dovrebbe mantenere una buona tenuta e quella esterna dovrebbe rafforzarsi; 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 (SNF). Inoltre, la forte ripresa dei corsi azionari osservata negli ultimi anni e la moderata crescita dei debiti finanziari hanno portato il rapporto medio fra debito e attività totali nel settore delle SNF su minimi storici. Tuttavia, la ripresa degli investimenti delle imprese sarà ancora frenata da rigidità nei mercati dei beni e servizi, dalle aspettative di una crescita del prodotto potenziale inferiore al passato e dalle perduranti esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria in alcune economie dell'area dell'euro. Inoltre, la bassa redditività delle banche e le consistenze ancora elevate di crediti deteriorati nei bilanci degli enti creditizi in diversi paesi continuano a pesare sulla capacità di intermediazione di alcuni settori bancari.

Riquadro 3

Contesto internazionale

La crescita dell'attività economica mondiale dovrebbe continuare a recuperare. I dati di recente pubblicazione confermano l'atteso miglioramento dell'attività a livello internazionale nella seconda metà del 2016 e segnalano una prosecuzione della crescita nel breve periodo. Tuttavia, le prospettive nelle economie sia avanzate sia emergenti rimangono in qualche misura contrastanti. Tra i paesi avanzati le condizioni di finanziamento favorevoli, i miglioramenti nei mercati del lavoro e le azioni di stimolo fiscale dovrebbero sostenere l'attività negli Stati Uniti, mentre si prevede che l'aumento dell'incertezza pesi sulle prospettive di crescita a medio termine dell'economia britannica e che il ritmo di espansione resti moderato in Giappone. Nei mercati emergenti la tenuta della crescita in talune grandi economie e la graduale attenuazione delle profonde recessioni in alcuni dei maggiori paesi esportatori di materie prime forniscono il principale sostegno alla crescita mondiale, mentre la graduale decelerazione dell'economia cinese continua ad agire da freno. Si prevede che l'aumento dei corsi petroliferi eserciti un impatto complessivo limitato sull'attività mondiale: benché fornisca un certo sostegno ai paesi produttori di greggio, questi ultimi sono ancora posti di fronte a un periodo di considerevoli esigenze di correzione (anche in termini di risanamento dei conti pubblici) dato il significativo calo del prezzo del petrolio dal 2014. Al tempo stesso, i consumatori nei paesi importatori di materie prime dovrebbero assorbire parte dello shock abbassando il tasso di risparmio. La crescita mondiale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare dal 3,1% nel 2016 al 3,5% nel 2017 al 3,8% nel 2018 e nel 2019, con una lieve revisione verso l'alto rispetto al precedente esercizio di proiezione.

Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Marzo 2017				Dicembre 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,1	3,5	3,8	3,8	3,0	3,5	3,7	3,8
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro)¹⁾	1,2	3,4	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7	3,8
Domanda esterna dell'area dell'euro²⁾	1,6	2,8	3,4	3,5	1,5	2,4	3,4	3,6

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

Il commercio mondiale ha registrato un miglioramento nella seconda metà del 2016 e dovrebbe mantenere il suo slancio nell'orizzonte di proiezione.

Nel medio periodo l'interscambio globale dovrebbe rafforzarsi in linea con la ripresa dell'attività internazionale (cfr. tavola). Rispetto alle proiezioni di dicembre, la crescita della domanda esterna dell'area dell'euro è stata corretta al rialzo di 0,4 punti percentuali per il 2017 e mantenuta sostanzialmente invariata nel periodo successivo.

Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro dovrebbero essere sorrette dalla ripresa della domanda mondiale e dal lieve indebolimento del tasso di cambio dell'euro.

Secondo le attese la domanda esterna dell'area dell'euro manterrebbe lo slancio acquisito di recente nell'orizzonte temporale considerato, con l'aumento della domanda di importazioni nelle economie sia avanzate sia emergenti (fra cui Russia e Brasile), ma la dinamica moderata delle importazioni nel Regno Unito eserciterebbe un effetto frenante. Nell'insieme, le proiezioni indicano che il tasso di incremento della domanda esterna rimarrà ben inferiore ai livelli osservati prima della crisi. Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro dovrebbero crescere più della domanda esterna, in particolare nel 2017, sulla scia dell'indebolimento del tasso di cambio dell'euro. 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 dovrebbe mantenersi sostanzialmente stabile a circa il 3,1-3,3% del PIL nel periodo sotto rassegna.

L'output gap negativo dovrebbe restringersi costantemente nell'orizzonte di proiezione, riflettendo una crescita potenziale solo moderata.

Secondo le stime la crescita del prodotto potenziale dovrebbe essere lievemente superiore all'1% nel periodo di riferimento e quindi mantenersi chiaramente inferiore al tasso di incremento effettivo del PIL in termini reali, che stando alle proiezioni sarebbe pari a circa l'1,7%. Questa dinamica modesta riflette principalmente il contributo piuttosto modesto del capitale dopo un periodo protratto di investimenti storicamente bassi. Il contributo del lavoro aumenterebbe, rispecchiando l'incremento della popolazione in età lavorativa nel contesto dell'afflusso di immigrati e la crescente partecipazione alle forze di lavoro come conseguenza delle riforme strutturali, 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'intensificazione della crescita della produttività del lavoro dallo 0,4% nel 2016 allo 0,8% nel 2019, di riflesso a un profilo prociclico con un sempre maggiore utilizzo sia del capitale sia del lavoro. Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere, seppure a ritmi inferiori rispetto al passato recente, poiché il ritmo di incremento dell'occupazione diminuisce più di quello delle forze di lavoro.

Rispetto alle proiezioni di dicembre, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista lievemente verso l'alto nel 2017 e nel 2018. Si stima che l'impatto negativo dell'aumento dei corsi petroliferi sull'attività sia più che compensato dal lieve rafforzamento della domanda esterna nel breve periodo, dall'indebolimento del tasso di cambio dell'euro e dal clima economico maggiormente favorevole.

2 Prezzi e costi

Le prospettive a breve termine per l'inflazione complessiva sono state riviste significativamente al rialzo dopo il recente aumento dei corsi petroliferi, con un tasso di inflazione che secondo le attuali previsioni si collocherebbe in media all'1,7% nel periodo 2017-2019. Tuttavia, la componente energetica e quella non energetica evidenziano andamenti contrastanti. Tra il 2016 e il 2017 i prezzi dell'energia dovrebbero contribuire per 1,2 punti percentuali all'aumento dello IAPC. La netta inversione di segno del loro tasso di variazione, da livelli ampiamente negativi a considerevolmente positivi, è riconducibile a effetti base al rialzo e al recente aumento significativo dei corsi petroliferi. Il profilo sostanzialmente piatto della curva dei contratti future sui prezzi del petrolio implica che la componente energetica fornirà un minore contributo positivo all'inflazione complessiva nel 2018 e nel 2019.

A differenza dell'inflazione dei beni energetici, quella misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari dovrebbe aumentare molto più gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione. Essa si collocherebbe in media all'1,1% nel 2017 e salirebbe rispettivamente all'1,5% e all'1,8% nel 2018 e nel 2019. Un fattore importante alla base di questo aumento graduale è la prevista crescita del costo del lavoro per unità di prodotto mano a mano che la ripresa procede e si consolida. La riduzione dell'eccesso di offerta nei mercati del lavoro e il graduale venir meno di fattori connessi alla crisi che avevano frenato la dinamica salariale

negli ultimi anni dovrebbero determinare un rafforzamento della crescita dei redditi per occupato e, viste le proiezioni di un recupero più modesto della produttività, del costo del lavoro per unità di prodotto. Inoltre i rialzi dei corsi petroliferi dovrebbero contribuire indirettamente a tali pressioni verso l'alto sui costi attraverso costi di produzione più elevati e ripercussioni sui salari nominali. Ci si attende che i margini di profitto si amplino costantemente, moderati lievemente dalla crescita del costo del lavoro e dal recente deterioramento delle ragioni di scambio.

L'aumento dei prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche costituisce il principale fattore alla base del mutamento di direzione delle spinte esterne sui prezzi. Dopo quattro anni di cali connessi in particolare alla netta flessione passata dei corsi delle materie prime, i prezzi all'importazione dovrebbero registrare un tasso di incremento annuo positivo nel 2017. Un elemento fondamentale di questa inversione di direzione è il rialzo dei corsi del petrolio e delle materie prime non energetiche. Nel tempo, una graduale intensificazione delle spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbe altresì aggiungersi a tali andamenti. Si ritiene che, oltre all'impatto dei prezzi delle materie prime, anche la diminuzione della capacità inutilizzata globale spinga lentamente verso l'alto i costi della produzione a livello mondiale. Ciò nonostante le pressioni sui prezzi a livello mondiale rimarrebbero moderate, dato il grado ancora considerevole di capacità eccedente globale e il livello elevato di concorrenza con i paesi caratterizzati da bassi costi di produzione.

Il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro dovrebbe trovare crescente riflesso in un aumento del costo del lavoro nel periodo considerato. L'incremento dei redditi per occupato dovrebbe salire all'1,3% nel 2016, per poi raggiungere il 2,4% nel 2019. Un importante fattore alla base di questa sensibile crescita è il previsto miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro, con una sempre maggiore carenza di manodopera in alcune parti dell'area dell'euro. Inoltre il significativo aumento recente dell'inflazione, che ha comportato una netta decelerazione dei salari reali, riduce il rischio di effetti negativi di secondo impatto nel breve periodo. In alcuni paesi l'inflazione più elevata può anche influire positivamente, nel tempo, sulla dinamica dei salari nominali laddove i processi di contrattazione salariale includono un considerevole elemento retrospettivo. Tuttavia, per il 2017 la possibilità di effetti al rialzo esercitati dalla maggiore inflazione sulle retribuzioni contrattuali è limitata dal fatto che in diversi paesi le retribuzioni contrattuali relative a tale anno sono già state per la maggior parte bloccate. Occorre inoltre tenere presente che in alcuni paesi il grado di indicizzazione dei salari all'inflazione è stato sostanzialmente ridotto nel passato recente. Inoltre in alcuni paesi dell'area dell'euro i rimanenti regimi di indicizzazione salariale sono basati sull'inflazione al netto dei prezzi dei beni energetici importati, che finora non ha registrato aumenti sostanziali. Al di là dell'impatto esercitato dall'inflazione, in alcuni paesi le esigenze di moderazione della dinamica retributiva per recuperare competitività di prezzo o la compressione dei salari (pent-up wage restraint) dovrebbero gradualmente attenuarsi nell'orizzonte di proiezione sostenendo di conseguenza la crescita delle retribuzioni. Gli effetti frenanti delle riforme dei mercati del lavoro attuate in alcuni paesi dell'area durante la crisi potrebbero altresì pesare meno sulla crescita salariale mano a mano che la ripresa congiunturale procede e si

ampia. Analogamente, l'impatto di moderazione della dinamica retributiva esercitato dagli effetti di composizione dovrebbe attenuarsi con il procedere della ripresa economica in quanto i guadagni di occupazione dovrebbero diventare più diffusi tra settori e meno focalizzati che negli anni recenti nei settori caratterizzati da scarsa produttività e quindi da bassi salari.

I margini di profitto dovrebbero continuare ad ampliarsi nell'orizzonte di proiezione, a ritmi simili o lievemente inferiori rispetto al passato recente. Nel periodo di riferimento essi beneficerebbero della perdurante ripresa economica. A breve termine è tuttavia possibile che i recenti rialzi dei corsi petroliferi esercitino un effetto di moderazione in quanto le imprese potrebbero non trasmettere interamente i maggiori costi, in particolare perché i margini di profitto sembrano avere altresì tratto beneficio dal precedente calo dei prezzi del petrolio. Inoltre l'espansione dei margini di profitto sarà moderata nell'orizzonte temporale considerato dall'attesa accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto.

Rispetto all'esercizio di proiezione di dicembre, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC hanno subito una correzione verso l'alto significativa per il 2017 e lieve per il 2018. La componente energetica dello IAPC è stata oggetto di una sostanziale revisione al rialzo per il 2017 connessa al livello dei corsi petroliferi superiore a quanto ipotizzato nelle proiezioni di dicembre. Successivamente, una curva molto più piatta dei contratti future sul petrolio rispetto alle proiezioni di dicembre implica lievi correzioni verso il basso di detta componente a partire dal 2018. Per contro lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è rivisto leggermente al rialzo per il 2018 e il 2019, di riflesso ad alcuni effetti indiretti e di secondo impatto derivanti dall'aumento delle quotazioni petrolifere, oltre che ad alcuni effetti verso l'alto esercitati dal deprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Tali effetti al rialzo sarebbero lievemente maggiori di quelli delle correzioni verso il basso della componente energetica dell'inflazione armonizzata per il 2018 e compenserebbero sostanzialmente quelli delle revisioni al ribasso di tale componente per il 2019.

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. Nel 2016 l'orientamento lievemente espansivo delle politiche di bilancio è stato per lo più riconducibile alle misure fiscali discrezionali, mentre i fattori non discrezionali hanno svolto un ruolo minore e sono stati connessi principalmente a un piccolo calo delle entrate non tributarie.

Nel periodo in esame sia il disavanzo sia il debito pubblico in rapporto al PIL dovrebbero seguire un andamento calante. Dal 2017 al 2019 l'ulteriore calo degli esborsi per interessi e il miglioramento della componente ciclica comportano una flessione ulteriore del disavanzo di bilancio. Il saldo primario corretto per il ciclo dovrebbe mantenersi sostanzialmente invariato. La graduale riduzione del debito

pubblico nell'orizzonte di proiezione è principalmente sostenuta dal differenziale favorevole fra crescita e tassi di interesse. Anche l'avanzo primario previsto esercita un impatto favorevole sull'evoluzione prospettata del debito.

Rispetto all'esercizio di dicembre, le prospettive per il disavanzo sono più favorevoli e il profilo del debito pubblico in rapporto al PIL è stato rivisto al ribasso. Nel periodo 2017-2019 le migliori prospettive per il disavanzo rispecchiano in parte un effetto di trascinamento positivo dal 2016 e in parte le attese di un calo della spesa primaria. La correzione verso il basso del rapporto debito/PIL rispecchia il suddetto miglioramento delle prospettive di bilancio e il maggiore contributo alla riduzione del debito fornito dal differenziale fra crescita e tassi di interesse, principalmente nel 2017, derivante dalle migliori prospettive per il PIL in termini nominali dell'area dell'euro.

Tavola 1

Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro¹⁾

(variazioni percentuali annue)

	Marzo 2017				Dicembre 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIL in termini reali¹⁾	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5 - 2,1] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,7] ²⁾	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,6 - 2,6] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾
Consumi privati	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
Consumi collettivi	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
Investimenti fissi lordi	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
Esportazioni³⁾	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
Importazioni³⁾	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
Occupazione	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
IAPC	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4 - 2,0] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[0,2 - 0,2] ²⁾	[0,8 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾
IAPC al netto dell'energia	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
IAPC al netto di energia e alimentari	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
IAPC al netto di energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette⁴⁾	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
Costo unitario del lavoro	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
Redditi per occupato	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
Produttività del lavoro	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL)⁵⁾	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

1) 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 e di scenario

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. Esso prende inoltre in esame le implicazioni di alcune possibili politiche della nuova amministrazione statunitense per le prospettive degli Stati Uniti, mondiali e dell'area dell'euro.

1) Profilo alternativo dei prezzi del petrolio

Da modelli alternativi sui corsi del greggio emerge, nel periodo in esame, il rischio di un rincaro più rapido di quanto suggeriscano i 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 56 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. Nondimeno, i contratti future sul greggio non sembrano scontare un effetto al rialzo durevole derivante dall'accordo dell'OPEC, probabilmente a causa del livello delle scorte che è prossimo al suo massimo storico e del possibile aumento della produzione di petrolio da scisti. Una combinazione di modelli alternativi utilizzati dagli esperti della BCE⁹ 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 12,4% rispetto allo scenario di base entro il 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 2017 e 0,2 nel 2018 e 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 meno graduale 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. 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 14 febbraio 2017. Tale profilo comporta un graduale indebolimento della moneta unica a 0,98 dollari per euro nel 2019, ossia un cambio inferiore del 7,6% 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

⁹ Cfr. la combinazione di quattro modelli presentata nell'articolo *La previsione dei corsi petroliferi* nel numero 4/2015 del Bollettino economico della BCE.

rispecchiano 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 del 4% 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 elevati sia per la crescita del PIL in termini reali (di 0,1-0,3 punti percentuali l'anno) sia per l'inflazione misurata sullo IAPC (di 0,1 punti percentuali nel 2017 e 0,3-0,4 punti percentuali nel 2018 e nel 2019).

3) Scenari di evoluzione delle politiche con la nuova amministrazione statunitense: implicazioni per le prospettive degli Stati Uniti, mondiali e dell'area dell'euro

La proposta del Partito repubblicano statunitense di un'imposta sui flussi di cassa basata sulla destinazione (destination-based cash flow tax, DBCFT) con una componente di territorialità ("border adjustment") rivoluzionerebbe la fiscalità delle imprese negli Stati Uniti, il che potrebbe avere implicazioni sostanziali per le prospettive statunitensi con ricadute a livello mondiale e di area dell'euro¹⁰. Questo scenario esamina l'impatto potenziale della riforma fiscale proposta sull'economia statunitense, mondiale e dell'area dell'euro.

La proposta contiene quattro elementi principali: 1) una componente di "border adjustment", che consente di dedurre dal reddito imponibile i proventi delle esportazioni ma non più i costi delle importazioni; 2) il passaggio da un sistema fondato sull'origine (in cui le imprese sono tassate in base alla loro origine, vale a dire se detengono i loro attivi negli Stati Uniti) a uno incentrato sulla destinazione (nel quale le imprese sono tassate sui soli utili generati dalle vendite negli Stati Uniti); questo cambiamento – tale per cui gli utili derivanti dalle vendite al di fuori del paese non sono più sottoposti a tassazione, a prescindere da dove si trovino gli attivi dell'impresa – ridurrebbe gli incentivi al trasferimento degli utili nei "paradisi fiscali" e incoraggerebbe le imprese a collocare il reddito imponibile estero negli Stati Uniti; 3) una riduzione dell'aliquota di imposta societaria dal 35 al 20%; 4) incentivi fiscali per i nuovi investimenti negli Stati Uniti, con la piena deduzione della spesa per investimenti e l'eliminazione della deduzione dei pagamenti per interessi dalla base imponibile.

La sovvenzione agli esportatori e l'applicazione di imposte agli importatori comporterebbero un miglioramento sostanziale della competitività degli Stati Uniti e un calo della domanda di importazioni del paese, il che potrebbe far aumentare il PIL statunitense. È tuttavia probabile che questo sia in parte compensato da un apprezzamento del dollaro. Al tempo stesso l'inflazione salirebbe negli Stati Uniti in quanto gli importatori trasmetterebbero parte dei costi aggiuntivi derivanti dall'aumento delle imposte ai prezzi interni e il rafforzamento dell'attività economica, unitamente alla crescita dell'occupazione, spingerebbe al rialzo i salari interni. L'inflazione più elevata potrebbe tuttavia determinare un calo dei consumi privati in termini reali. Nell'insieme la riforma fiscale potrebbe portare a un riequilibrio dell'economia statunitense, con un calo del disavanzo commerciale del paese, mentre il benessere dei consumatori potrebbe diminuire con la flessione dei consumi delle famiglie.

L'introduzione del "border adjustment" avrebbe ricadute negative nel resto del mondo. Vi sarebbero due effetti opposti, che inciderebbero sulla domanda esterna degli Stati Uniti. Da un lato l'azione di stimolo fiscale dovuta alla riduzione dell'aliquota di imposta farebbe aumentare la domanda e, di conseguenza, le importazioni degli Stati Uniti. Dall'altro, per la nuova imposta sulle

¹⁰ Cfr. *A better way – our vision for a confident America*, 24 giugno 2016, all'indirizzo https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf

importazioni statunitensi, i beni e servizi prodotti all'estero sarebbero meno competitivi nel paese. Nell'insieme, se non interamente compensate dai movimenti del cambio, le distorsioni del commercio introdotte dal "border adjustment" sarebbero probabilmente tali da più che compensare l'impatto positivo dello stimolo fiscale sulle importazioni statunitensi.

In uno scenario di ritorsioni coordinate contro l'adozione del "border adjustment" negli Stati Uniti, il commercio mondiale registrerebbe una flessione notevolmente maggiore mentre l'impatto favorevole sull'economia statunitense si ridurrebbe. Alla luce dell'impatto sostanzialmente negativo sull'economia mondiale derivante dall'imposizione del "border adjustment", vi potrebbero essere ritorsioni contro gli Stati Uniti. Ove questo dovesse avvenire, ad esempio attraverso l'imposizione di dazi sui beni statunitensi nel resto del mondo, la crescita del PIL degli Stati Uniti ne risentirebbe a causa della minore competitività di prezzo. Tuttavia, l'impatto positivo della riduzione dell'aliquota di imposta interna sull'attività negli Stati Uniti potrebbe compensare l'effetto negativo delle ritorsioni commerciali. Ciò nonostante, in questo scenario il commercio mondiale registrerebbe un calo notevolmente più accentuato.

Per quanto concerne le ricadute sull'area dell'euro, gli effetti economici netti dipenderebbero dalla forza dei canali di trasmissione dello shock determinato dalle politiche statunitensi, dagli effetti di propagazione a livello mondiale e dalle risposte sul piano delle politiche al di fuori degli Stati Uniti. In assenza di ritorsioni, l'effetto sul PIL dell'area sarebbe chiaramente negativo. Le ragioni di scambio per tutti i partner commerciali statunitensi, compresa l'area dell'euro, subirebbero un deterioramento. Nell'insieme, sia la domanda esterna di beni e servizi dell'area sia i prezzi applicati dai concorrenti sarebbero inferiori e questo inciderebbe negativamente sulla domanda di esportazioni dell'area.

In caso di ritorsione contro gli Stati Uniti, l'impatto negativo sul PIL dell'area dell'euro sarebbe inferiore. L'effetto di competitività della sovvenzione alle esportazioni sull'economia statunitense potrebbe essere in qualche misura compensato dai dazi all'importazione imposti a livello bilaterale da altri paesi. È tuttavia probabile che l'impatto negativo diretto derivante dalla minore domanda di importazioni negli Stati Uniti, unitamente agli effetti negativi sulla crescita nel resto del mondo, facciano diminuire la domanda esterna e il PIL dell'area dell'euro.

Le ricadute negative su scala mondiale potrebbero essere amplificate ove forti movimenti del dollaro statunitense e condizioni finanziarie più tese dovessero provocare gravi tensioni finanziarie nelle economie emergenti. Gli scenari descritti in precedenza ipotizzano un rafforzamento limitato del dollaro e l'assenza di ulteriori effetti negativi nei mercati finanziari dei paesi emergenti. Qualora il rafforzamento della moneta statunitense determinasse gravi tensioni finanziarie in queste economie, gli effetti di propagazione su scala mondiale potrebbero essere sostanzialmente più negativi.

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	marzo 2017	1,8 [1,5-2,1]	1,7 [0,7-2,7]	1,6 [0,5-2,7]	1,7 [1,4-2,0]	1,6 [0,9-2,3]	1,7 [0,8-2,6]
Commissione europea	febbraio 2017	1,6	1,8	-	1,7	1,4	-
OCSE	marzo 2017/ novembre 2016	1,6	1,6	-	1,2	1,4	-
Euro Zone Barometer	febbraio 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
Consensus Economics Forecasts	febbraio 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
Survey of Professional Forecasters	gennaio 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
FMI	gennaio 2017/ ottobre 2016	1,6	1,6	-	1,1	1,3	1,5

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, inverno 2017; *World Economic Outlook* dell'FMI, aggiornamento di gennaio 2017 (PIL in termini reali); *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2016 (IAPC); *Interim Economic Outlook* dell'OCSE, marzo 2017 (PIL in termini reali); *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2016 (IAPC); *Consensus Economics Forecasts*, febbraio 2017; *Euro Zone Barometer* di MJEconomics, febbraio 2017; *Survey of Professional Forecasters* della BCE, gennaio 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 2529-4504 (pdf)
Numero di catalogo UE QB-CE-17-001-IT-N (pdf)