



Dicembre 2017

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

L'economia dell'area dell'euro dovrebbe continuare a espandersi a ritmi robusti, più elevati del previsto e significativamente superiori al potenziale. Il tasso di incremento del PIL in termini reali scenderebbe gradualmente, dal 2,4% nel 2017 all'1,7% nel 2020, con il lento venir meno degli effetti di una serie di fattori favorevoli alla crescita. L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile nei prossimi trimestri, per poi salire all'1,7% nel 2020, sorretta dall'aumento della componente di fondo in un contesto in cui i vincoli di capacità diventano più restrittivi. Nel breve periodo è rivista lievemente al rialzo a causa dell'aumento dei prezzi del petrolio e dei beni alimentari.

1

Economia reale

Gli andamenti molto favorevoli degli indicatori suggeriscono il protrarsi di una robusta espansione del PIL in termini reali nel breve periodo. Secondo la stima più recente pubblicata dall'Eurostat, il PIL in termini reali è aumentato dello 0,6% nel terzo trimestre del 2017 grazie al forte contributo della domanda interna e in particolare della spesa per investimenti fissi. Le condizioni nei mercati del lavoro hanno continuato a migliorare negli ultimi mesi, a ritmi persino superiori alle attese: nel terzo trimestre del 2017 il tasso di disoccupazione è sceso al 9,0%, il livello più basso dalla fine del 2008. L'espansione del PIL in termini reali dovrebbe rimanere robusta nel breve periodo, in linea con i livelli molto elevati degli indicatori del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori.

Nel medio periodo la crescita è ancora sorretta dalle favorevoli condizioni di finanziamento, dal miglioramento nei mercati del lavoro e dalla perdurante ripresa dell'economia mondiale. Oltre il breve termine, una serie di fattori

¹ Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema rappresentano un contributo alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE o dell'Eurosistema non sono approvate dal Consiglio direttivo e non riflettono necessariamente le opinioni di quest'ultimo in merito alle prospettive dell'area dell'euro. Informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono reperibili in *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel luglio 2016 e consultabile nel suo sito Internet. Le ipotesi tecniche riguardanti, ad esempio, i prezzi del petrolio e i tassi di cambio sono aggiornate al 22 novembre 2017 (cfr. riquadro 1); per le altre informazioni utilizzate la data di chiusura dell'esercizio è il 30 novembre. Le proiezioni macroeconomiche di questo mese si riferiscono al periodo 2017-2020. 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.

favorevoli dovrebbe continuare a sostenere i consumi privati e gli investimenti. L'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE seguita a trasmettersi all'economia. I prestiti al settore privato continuano ad accelerare, stimolati dai bassi tassi di interesse e dalle condizioni favorevoli del credito bancario. Le minori esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria contribuiranno altresì alla dinamica della spesa privata. I consumi delle famiglie e gli investimenti nell'edilizia residenziale trarrebbero beneficio dal miglioramento in atto delle condizioni nei mercati del lavoro. Al tempo stesso gli investimenti delle imprese continueranno a recuperare, riflettendo anche un rafforzamento dei margini di profitto nel contesto delle crescenti pressioni dal lato della domanda. Le esportazioni dell'area dell'euro rimarrebbero vigorose, beneficiando della perdurante espansione dell'attività economica mondiale e della corrispondente crescita della domanda esterna dell'area.

Tavola 1

Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro¹⁾

(variazioni percentuali annue)

	Dicembre 2017				Settembre 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
PIL in termini reali	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3 - 2,5] ²⁾	[1,7 - 2,9] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾	[2,1 - 2,3] ²⁾	[1,0 - 2,6] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Consumi privati	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
Consumi collettivi	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Investimenti fissi lordi	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
Esportazioni³⁾	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
Importazioni³⁾	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
Occupazione	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
IAPC	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5 - 1,5] ²⁾	[0,9 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾
IAPC al netto dell'energia	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
IAPC al netto di energia e alimentari	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
IAPC al netto di energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
Costo unitario del lavoro	0,9	1,2	1,1	1,8	0,8	1,2	1,4
Redditi per occupato	1,7	2,1	1,9	2,7	1,5	2,0	2,3
Produttività del lavoro	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,3	-1,0	-0,9
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL)⁵⁾	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	3,1	2,9	2,7	2,8	2,9	2,5	2,5

-
- 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.

Tuttavia, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe indebolirsi lievemente nell'orizzonte temporale di proiezione con il graduale esaurirsi di molti andamenti favorevoli. L'impatto delle precedenti misure di politica monetaria diminuirebbe gradualmente nel periodo in esame. L'apprezzamento dell'euro da aprile 2017 e il rallentamento della domanda esterna dell'area dovrebbero moderare la dinamica delle esportazioni. Si prevede inoltre un minore aumento dell'occupazione, in parte connesso alla carenza di manodopera in alcuni paesi.

I consumi privati rimarrebbero vigorosi nell'arco di tempo considerato. Il clima di fiducia molto favorevole a livello di consumatori, gli ulteriori miglioramenti delle condizioni nei mercati del lavoro e l'aumento dei salari reali per occupato stanno a indicare il protrarsi di una solida espansione dei consumi nei prossimi trimestri, sostanzialmente in linea con il potere di acquisto reale. Il contributo di salari e stipendi lordi alla crescita del reddito disponibile nominale rimarrà complessivamente stabile nel periodo considerato, poiché l'impatto di un rallentamento dell'occupazione è compensato dall'accelerazione delle retribuzioni nominali. Gli altri redditi personali crescerebbero a ritmi superiori rispetto al passato, di riflesso agli andamenti positivi degli utili e dei redditi da capitale.

La dinamica dei consumi privati dovrebbe essere sostenuta anche 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 compiuti nel ridimensionamento della leva finanziaria.

Il tasso di risparmio delle famiglie aumenterebbe gradualmente partendo da livelli storicamente bassi nel periodo considerato. Dopo il calo degli ultimi trimestri, che ha rispecchiato soprattutto il miglioramento della situazione economica e finanziaria delle famiglie e l'impatto dei tassi di interesse estremamente bassi sulla loro propensione al risparmio, il tasso di risparmio dovrebbe recuperare nell'orizzonte temporale di proiezione per motivi principalmente riconducibili alla rimodulazione dei consumi nel contesto dell'espansione ciclica. Esso crescerebbe altresì in risposta alle riduzioni dell'imposizione diretta in alcuni paesi.

Riquadro 1

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

Rispetto alle proiezioni di settembre, le ipotesi tecniche includono un aumento significativo dei prezzi in dollari del petrolio a fronte di variazioni solo minime del tasso di cambio e delle altre variabili finanziarie. Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 22 novembre 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 e nel 2018, del -0,1% nel 2019 e dello 0,1% nel 2020. 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 e nel 2018, dell'1,4% nel 2019 e dell'1,7% nel 2020². Rispetto all'esercizio di proiezione di settembre, le aspettative di mercato per i tassi di interesse a breve termine sono state riviste lievemente verso il basso e quelle per i tassi a lungo termine sono state corrette al ribasso di circa 10 e 20 punti base rispettivamente 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 22 novembre, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent salgano da 54,3 dollari al barile nel 2017 a 61,6 nel 2018, per poi scendere a 58,9 nel 2019 e 57,3 nel 2020. Tale profilo comporta che, rispetto alle proiezioni di settembre, i prezzi in dollari del petrolio siano superiori del 4,8% nel 2017, del 17,2% nel 2018 e dell'11,0% 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 successivo³.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 22 novembre. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi in media a 1,13 nel 2017 e a 1,17 nel 2018-2020, rispetto a 1,18 indicato nelle proiezioni di settembre. Il tasso di cambio effettivo dell'euro (calcolato nei confronti delle valute di 38 partner commerciali) è sostanzialmente immutato rispetto alle proiezioni di settembre.

Ipotesi tecniche

	Dicembre 2017				Settembre 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Prezzo del petrolio (USD al barile)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
Tasso di cambio USD/EUR	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

Gli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbero continuare a recuperare.

La forte crescita degli investimenti nell'edilizia residenziale osservata negli ultimi trimestri è stata sorretta dalle favorevoli condizioni di finanziamento, dalla riallocazione dei portafogli a favore degli immobili nel contesto dei bassi rendimenti

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

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

delle opportunità di investimento alternative a lungo termine e dalla più rapida dinamica dei redditi connessa al perdurante aumento del numero di posti di lavoro. Inoltre, il processo di aggiustamento verso il basso nei mercati immobiliari di una serie di paesi dell'area dell'euro sembra essersi concluso. Continuano a sussistere i presupposti fondamentali per un ulteriore recupero degli investimenti nell'edilizia residenziale nell'orizzonte temporale di proiezione. Si prevede tuttavia una lieve perdita di slancio riflettendo la fase matura del ciclo immobiliare e il venir meno degli effetti degli incentivi fiscali in alcuni paesi, oltre che andamenti demografici sfavorevoli.

Gli investimenti delle imprese hanno recuperato nei trimestri recenti e dovrebbero continuare a espandersi nel periodo in esame, seppure a ritmi decrescenti. Questa ripresa sarebbe sostenuta da una serie di fattori: il livello di fiducia delle imprese rimane molto elevato grazie alle attese molto positive riguardo alla produzione e agli ordini; il grado di utilizzo della capacità produttiva seguita ad aumentare, mantenendosi superiore al suo livello medio pre-crisi; le condizioni di finanziamento dovrebbero restare molto favorevoli nell'orizzonte temporale di proiezione; i margini di profitto dovrebbero ampliarsi a fronte di una liquidità già abbondante nel settore delle società non finanziarie. Inoltre, la forte ripresa dei corsi azionari osservata negli ultimi anni e la moderata crescita dei debiti finanziari hanno portato l'indice di leva finanziaria (rapporto fra debito e attività totali) nel settore delle società non finanziarie sui minimi storici. Tuttavia, le prospettive per gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a risentire delle attese di una minore crescita del prodotto potenziale e dei limiti alla capacità di intermediazione delle banche in alcuni paesi. Una graduale perdita di slancio nell'orizzonte di proiezione riflette altresì la complessiva decelerazione della domanda sia interna sia esterna.

Riquadro 2

Contesto internazionale

Il ritmo sostenuto di espansione dell'economia mondiale si è protratto nella seconda metà del 2017 e la crescita sia dell'attività sia dell'interscambio è divenuta più generalizzata. Gli indicatori basati sulle indagini congiunturali segnalano un'espansione sostenuta dell'economia globale nel terzo trimestre dell'anno e l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) esclusa l'area dell'euro è prossimo alla sua media di lungo periodo. Al tempo stesso, la ripresa mondiale evidenzia segnali di sincronizzazione. Nei paesi avanzati il clima di fiducia nei mercati finanziari è rimasto positivo, con un'ascesa delle quotazioni azionarie e un ulteriore calo della volatilità. In quelli emergenti i tassi di interesse sono calati e ciò ha contribuito a un modesto allentamento delle condizioni finanziarie, mentre gli afflussi di capitali sono tornati su livelli non più osservati dal 2015. Guardando al futuro, il ritmo di espansione dell'economia mondiale dovrebbe mantenersi sostanzialmente stabile e inferiore ai livelli pre-crisi, in linea con la minore crescita potenziale. Le prospettive per i paesi avanzati segnalano andamenti robusti, che si indeboliscono nell'orizzonte temporale di proiezione in un contesto in cui la ripresa matura e gli output gap si spostano gradualmente in territorio positivo, mentre per quelli emergenti stanno diventando più dinamiche grazie al lento rafforzamento dell'attività nelle economie esportatrici di materie prime (in particolare Brasile e Russia) e alla tenuta della crescita in India e Cina (anche se il ritmo di sviluppo dell'economia cinese continua a seguire una tendenza discendente). Nell'orizzonte di proiezione si prevede un aumento dell'attività globale (esclusa l'area

dell'euro) compreso fra il 3,7% e il 3,9%. Rispetto all'esercizio di settembre, la crescita del PIL mondiale è stata rivista lievemente al rialzo nel 2017 e nel 2018, con correzioni verso l'alto principalmente per Stati Uniti e Cina.

Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Dicembre 2017				Settembre 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro)¹⁾	5,6	4,5	4,2	3,7	5,3	3,8	3,8
Domanda esterna dell'area dell'euro²⁾	5,5	4,4	3,8	3,5	4,7	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.

La crescita dell'interscambio mondiale, eccezionalmente elevata nella prima metà del 2017, dovrebbe rimanere robusta nei prossimi trimestri in linea con gli andamenti favorevoli degli indicatori del commercio internazionale. A medio termine, le prospettive per l'interscambio dovrebbero essere maggiormente in linea con l'attività globale (ancorate a un'elasticità del commercio alla crescita del PIL mondiale di circa 1). La domanda esterna dell'area aumenterebbe del 5,5% nel 2017, del 4,4% nel 2018, del 3,8% nel 2019 e del 3,5% nel 2020. Rispetto all'esercizio di settembre la crescita mondiale è stata rivista lievemente al rialzo, mentre la domanda esterna dell'area dell'euro ha subito una correzione verso l'alto più significativa. Quest'ultima riflette revisioni al rialzo dei dati e, alla luce degli andamenti più favorevoli degli indicatori del commercio mondiale, una visione maggiormente positiva della dinamica della domanda esterna dell'area nei prossimi trimestri.

Riquadro 3

Andamenti recenti e prospettive per le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro e per la domanda esterna

Sia le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro sia la domanda esterna dell'area hanno acquisito slancio nel periodo recente dopo gli andamenti molto deboli degli inizi del 2016. La domanda esterna dell'area dell'euro ha registrato un notevole rafforzamento sul periodo corrispondente a partire dalla metà del 2016 e si è avvicinata al suo livello massimo degli ultimi sei anni nel secondo trimestre del 2017. Analogamente, le esportazioni verso l'esterno dell'area hanno accelerato dagli inizi del 2016.

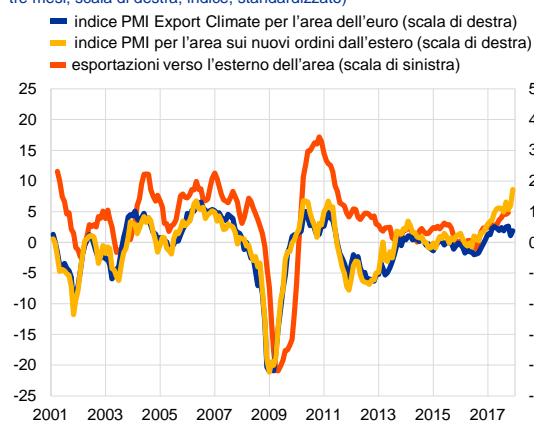
La recente tendenza ascendente della domanda esterna dell'area dell'euro riflette la ripresa mondiale in atto, ma potrebbe rispecchiare anche una lieve prociclicità dell'elasticità del commercio all'attività globale. La persistente sovrastima della domanda esterna dell'area nel periodo 2011-2016 è stata attribuita al calo per lo più strutturale dell'elasticità dell'interscambio internazionale al reddito, non sufficientemente riflesso nelle proiezioni passate, con la conseguente sopravvalutazione della crescita del commercio mondiale in rapporto a quella del PIL globale. Tuttavia, nel contesto della ripresa dell'economia su scala internazionale, il ritmo di espansione della domanda esterna dell'area nei trimestri recenti è stato maggiore di quanto anticipato negli ultimi esercizi di proiezione. Ciò induce a chiedersi se l'elasticità del commercio stia al momento

evidenziando una lieve “prociclicità”, non sufficientemente riflessa nelle proiezioni recenti, tale per cui la crescita dell’interscambio si intensifica in presenza di tassi di espansione mondiale maggiori⁴. Per tener conto di tali considerazioni, e di riflesso ai dati recenti, la domanda esterna dell’area dell’euro è stata rivista significativamente verso l’alto in questo esercizio di proiezione.

La revisione al rialzo della domanda esterna dell’area dell’euro è altresì sostenuta dal vigore degli indicatori del commercio sia mondiale sia dell’area. Di fatto, gli indicatori dell’interscambio segnalano una perdurante crescita robusta della domanda esterna dell’area dell’euro e delle esportazioni verso l’esterno dell’area. I risultati delle indagini sul commercio dell’area dell’euro (ad esempio gli indici dei responsabili degli acquisti relativi ai nuovi ordinativi dall’estero nel settore manifatturiero e l’indice Export Climate relativo al clima di fiducia sulle esportazioni) suggeriscono una ripresa in atto dell’interscambio (cfr. grafico A). Inoltre, i dati dell’area relativi ai nuovi ordinativi dall’estero nel settore manifatturiero e alla produzione industriale rimangono robusti nonostante il recente apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell’euro. Anche gli indicatori del commercio mondiale, quali l’indice PMI relativo ai nuovi ordinativi dall’estero o l’indicatore anticipatore dell’attività di Goldman Sachs, si sono rafforzati considerevolmente negli ultimi 12 mesi (cfr. grafico B).

Grafico A
Indicitori del commercio dell’area dell’euro

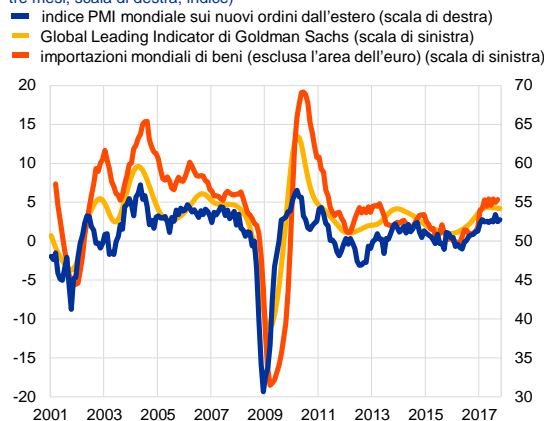
(scala di sinistra: variazioni percentuali annue calcolate su medie mobili di tre mesi; scala di destra; indice, standardizzato)



Fonti: Markit, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati sull’interscambio sono espressi in termini di volumi. L’ultima osservazione risale a settembre 2017 per le esportazioni e a novembre 2017 per l’indice Export Climate e per il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall’estero nel settore manifatturiero.

Grafico B
Indicitori del commercio mondiale

(scala di sinistra: variazioni percentuali annue calcolate su medie mobili di tre mesi; scala di destra; indice)



Fonti: Haver Analytics, Goldman Sachs, Central Planning Bureau (CPB) olandese ed elaborazioni della BCE.
Nota: l’ultima osservazione risale a settembre 2017 per il CPB e a novembre 2017 per l’indice di Goldman Sachs e il PMI.

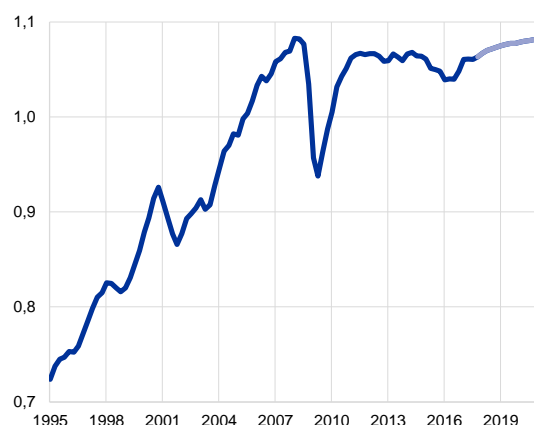
Nonostante una lieve volatilità dei dati relativi alle importazioni mondiali agli inizi del 2017, dovuta in parte a fattori temporanei, la domanda esterna dell’area dell’euro mostra una tendenza ascendente di fondo che è sostanzialmente in linea con quella degli indicatori basati sulle indagini congiunturali. Le importazioni globali ai primi dell’anno sono state sorrette dal forte aumento dei flussi commerciali dai paesi emergenti dell’Asia, riconducibile a India e Cina, oltre che dalla Russia e dagli Stati membri dell’UE che si trovano nell’Europa centrale e orientale. Tuttavia, in molti casi tale vigore è stato dovuto a fattori temporanei. Guardando oltre questa

⁴ Cfr., ad esempio, Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. e Sbracia, M., “The cyclicity of the income elasticity of trade”, *Working Papers*, n. 1126, Banca d’Italia, luglio 2017.

volatilità, la tendenza ascendente della crescita della domanda esterna dell'area dovrebbe perdurare alla fine del 2017 e nel 2018.

Grafico C Il rapporto tra le importazioni mondiali e il PIL

(indice: 2005 = 1)



A medio termine, tuttavia, le determinanti di un'elasticità del commercio al reddito attorno all'unità rimangono sostanzialmente invariate. Il fatto che il commercio sia cresciuto a ritmi all'incirca doppi rispetto al PIL nei due decenni antecedenti la Grande Recessione ha costituito un'anomalia storica favorita principalmente dalle ondate di liberalizzazione degli scambi (in particolare nei mercati emergenti), dalla diffusione delle catene globali del valore e dalle variazioni nella composizione geografica dell'interscambio⁵. Come risulta dal grafico C, tra il 1995 e il 2007 le importazioni sono aumentate molto più rapidamente dell'attività mondiale. È tuttavia improbabile che i suddetti fattori sostengano l'elasticità del commercio in futuro. La liberalizzazione degli scambi ha in larga parte esaurito il suo corso e,

dal lato della composizione, l'elasticità del commercio mondiale rimane sbilanciata verso i livelli più bassi di elasticità osservati nelle economie emergenti. Negli ultimi anni le importazioni globali sono cresciute in parallelo con l'attività internazionale e si prevede che tale andamento prosegua nell'orizzonte di proiezione.

Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro dovrebbero mantenersi robuste nei prossimi trimestri, sulla scia degli andamenti molto favorevoli degli indicatori del commercio, nonostante il recente apprezzamento dell'euro.

Successivamente ci si aspetta che rallentino nell'arco temporale considerato, in linea con una decelerazione della domanda esterna dell'area dell'euro, il che implica una sostanziale stabilità delle quote di mercato delle esportazioni. Le importazioni dall'esterno dell'area dovrebbero trarre beneficio dagli andamenti favorevoli della domanda interna e dal rafforzamento del tasso di cambio dell'euro, anche se con una crescita inferiore rispetto alle esportazioni, determinando quindi nell'insieme un contributo lievemente positivo dell'interscambio netto alla crescita economica.

Anche se i dati che si rendono disponibili permangono buoni, la crescita dell'occupazione dovrebbe indebolirsi leggermente nel tempo.

Il suo recente vigore 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). Poiché ci si attende che l'impatto di questi ultimi venga gradualmente meno e che i dipendenti del settore pubblico diminuiscano in taluni paesi, la dinamica

⁵ Cfr. anche IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, 2016.

dell'occupazione dovrebbe registrare una lieve perdita di slancio nei prossimi trimestri.

La crescita delle forze di lavoro sarebbe frenata in misura crescente dalla carenza di manodopera. Le forze di lavoro dovrebbero continuare a espandersi nel periodo in esame riflettendo l'immigrazione netta di lavoratori, l'attesa integrazione dei rifugiati e l'effetto di incoraggiamento dei lavoratori. Tuttavia, nell'orizzonte temporale della proiezione questi effetti positivi sarebbero gradualmente sopravanzati dall'impatto esercitato da andamenti demografici sempre più sfavorevoli. Ciò contribuisce altresì al rallentamento dell'occupazione.

Nondimeno, il tasso di disoccupazione dovrebbe continuare a diminuire. Esso è calato al 9,0% nel terzo trimestre del 2017 e, in prospettiva, le proiezioni segnalano che il numero di disoccupati seguirà a ridursi sostanzialmente. Il tasso di disoccupazione scenderebbe al 7,3% nel 2020.

Le proiezioni indicano una ripresa della crescita della produttività nell'orizzonte temporale considerato. La forte accelerazione iniziale della produttività quest'anno e il prossimo riflette il venir meno delle misure che avevano temporaneamente sospinto verso l'alto l'occupazione nel 2016. Nel prosieguo del periodo in rassegna la produttività del lavoro (pro capite) è principalmente trainata dal lieve rafforzamento della crescita sottostante della produttività totale dei fattori, dall'aumento dell'intensità di capitale e dall'incremento delle ore lavorate per addetto. Questi ultimi due sviluppi riflettono il perdurante miglioramento della posizione ciclica e le condizioni sempre più tese nel mercato del lavoro.

Ci si attende che il ritmo di espansione del PIL in termini reali rimanga superiore alla crescita potenziale fino al 2020. La crescita del prodotto potenziale avrebbe acquisito, secondo le stime, un lieve slancio negli ultimi anni grazie al contributo più favorevole del capitale, del lavoro e della produttività totale dei fattori. Nel periodo in esame dovrebbe continuare a intensificarsi a un ritmo lievemente inferiore rispetto a quello pre-crisi. Il contributo del lavoro diminuirebbe nell'orizzonte temporale di proiezione, soprattutto a causa del rallentamento della popolazione in età lavorativa, mentre quello del capitale rimarrebbe relativamente forte di riflesso alla ripresa degli investimenti fissi. Anche la produttività totale dei fattori dovrebbe contribuire, secondo le stime, in misura piuttosto importante in base ai parametri recenti grazie alla più efficiente allocazione delle risorse dopo la crisi, alle riforme strutturali attuate nei mercati dei beni e dei servizi e in quelli del lavoro, al miglioramento del capitale umano, al rinnovamento dello stock di capitale e all'ulteriore convergenza verso la frontiera tecnologica. Occorre tuttavia notare che sia la crescita potenziale sia le sue determinanti non sono osservabili e che le stime sono caratterizzate da una considerevole incertezza.

Rispetto alle proiezioni di settembre, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista sostanzialmente verso l'alto. La correzione al rialzo per il 2017 è connessa in parte alla recente pubblicazione di dati relativi al PIL superiori al previsto, con effetti di trascinamento positivi anche nel 2018. In aggiunta, il clima di fiducia molto positivo a livello di imprese e di consumatori implica uno slancio espansivo maggiore del previsto. Anche l'aumento della domanda esterna e il leggero abbassamento dei

tassi di interesse a lungo termine sono all'origine delle correzioni verso l'alto delle prospettive per la crescita nel 2018 e nel 2019.

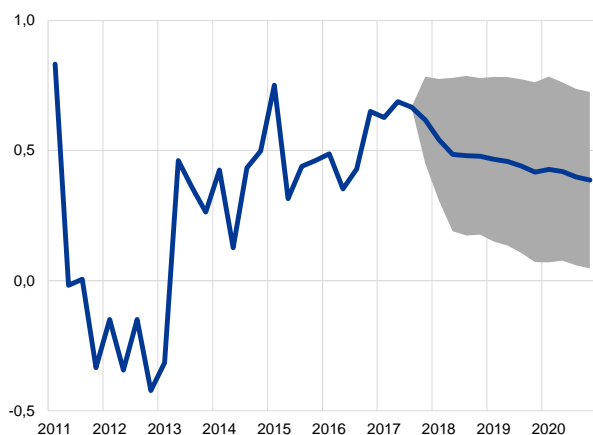
Grafico 1

Proiezioni macroeconomiche¹⁾

(dati trimestrali)

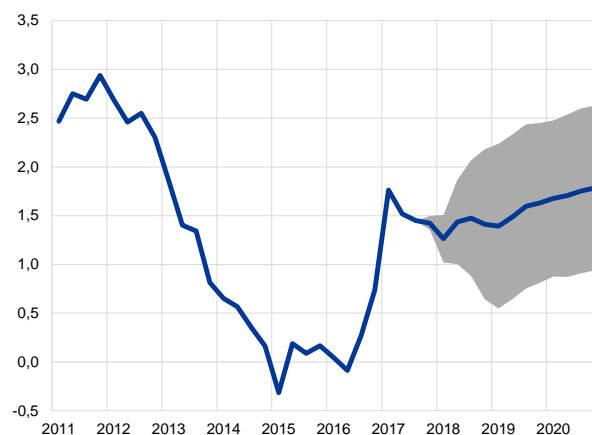
PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



IAPC dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

2 Prezzi e costi

L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), prevista in lieve calo nel breve periodo come conseguenza di effetti base al ribasso connessi all'energia, dovrebbe successivamente collocarsi su una traiettoria ascendente e raggiungere l'1,7% nel 2020. Effetti base verso il basso nella componente energetica, i quali più che compensano il recente aumento dei corsi petroliferi, faranno scendere l'inflazione complessiva su un minimo dell'1,3% nel primo trimestre del 2018. Nel resto dell'orizzonte temporale di riferimento l'inflazione dei beni energetici dovrebbe salire in misura solo molto modesta, riflettendo il profilo lievemente discendente della curva dei future sui prezzi del petrolio e gli effetti al rialzo delle imposte sull'energia. La componente alimentare dello IAPC registrerebbe un incremento moderato dopo gli andamenti deboli degli ultimi anni, sorretta dagli ipotizzati aumenti delle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari e dagli effetti verso l'alto dell'innalzamento delle imposte sui tabacchi. Poiché l'economia cresce a un ritmo superiore al suo potenziale, ci si attende che le pressioni di fondo sui prezzi crescano nel periodo in esame. In particolare l'incremento dei salari, che riflette le condizioni sempre più tese nei mercati del lavoro in presenza di considerevoli vincoli dal lato dell'offerta di manodopera in alcuni paesi, e gli effetti al rialzo delle imposte indirette nette dovrebbero esercitare ulteriori spinte verso l'alto sull'inflazione di fondo. Le pressioni esterne sui prezzi fornirebbero altresì un lieve contributo all'aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari nell'orizzonte temporale di

proiezione tenuto conto di alcuni effetti indiretti dei recenti incrementi dei corsi petroliferi e degli ipotizzati rincari delle materie prime non energetiche, oltre che dell'attesa intensificazione delle spinte inflazionistiche su scala mondiale più in generale. Nell'insieme l'inflazione complessiva risulterebbe in media pari all'1,5% nel 2017, all'1,4% nel 2018, all'1,5% nel 2019 e all'1,7% nel 2020.

L'inasprimento delle condizioni nei mercati del lavoro e la scadenza di misure che hanno frenato la dinamica salariale in alcuni paesi negli ultimi anni sono i principali fattori all'origine della ripresa del costo del lavoro nel periodo in esame. L'incremento del reddito per occupato dovrebbe salire dall'1,7% nel 2017 al 2,7% nel 2020, con un rallentamento temporaneo nel 2019 di riflesso alla conversione di un credito d'imposta in Francia (il CICE) in una riduzione permanente dei contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro⁶. Data l'attesa accelerazione congiunturale della produttività, questo andamento dei salari implica un rafforzamento della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dallo 0,9% nel 2017 all'1,8% nel 2020. Più in generale, il miglioramento delle condizioni 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 del previsto aumento della crescita dei salari. In aggiunta, le esigenze di moderazione della dinamica retributiva per recuperare competitività di prezzo in talune economie dopo la crisi e la compressione dei salari (pent-up wage restraint) alla luce delle rigidità vincolanti verso il basso che hanno caratterizzato le retribuzioni nominali durante la crisi dovrebbero gradualmente attenuarsi con il procedere e l'ampliarsi della ripresa economica nei paesi dell'area. È inoltre prevedibile che il significativo aumento dell'inflazione complessiva nel 2017 rispetto ai tre anni precedenti contribuisca a rafforzare la crescita salariale. Infine, anche l'aumento delle retribuzioni nel settore pubblico concorre all'accelerazione delle retribuzioni totali nell'orizzonte temporale di proiezione.

I margini di profitto si amplierebbero nella prima parte del periodo in rassegna a un ritmo lievemente superiore, in media, rispetto all'anno trascorso. Negli ultimi trimestri, i margini di profitto hanno risentito del deterioramento delle ragioni di scambio derivante dal rialzo dei corsi petroliferi. Al venir meno di questi effetti di moderazione, i margini dovrebbero espandersi a ritmi leggermente più sostenuti rispetto al periodo recente beneficiando della perdurante ripresa economica. Tale espansione nell'arco di tempo considerato dovrebbe tuttavia essere frenata dall'atteso aumento della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, oltre che delle imposte indirette.

Le pressioni esterne sui prezzi sono tornate a intensificarsi nel 2017 e dovrebbero rimanere positive nel periodo in esame, anche se più moderate rispetto a quanto osservato di recente. L'aumento piuttosto robusto dei prezzi all'importazione quest'anno riflette l'inversione di direzione dei corsi del petrolio e delle materie prime non energetiche. Dopo il 2017 ci si attende un indebolimento

⁶ Poiché il calo del reddito per occupato e del costo del lavoro per unità di prodotto è in larga parte compensato da un corrispondente incremento dei margini di profitto, l'impatto sulla determinazione dei prezzi dovrebbe essere limitato.

della crescita connesso alle ipotesi di andamenti più moderati delle quotazioni dei prodotti di base nell'orizzonte temporale di proiezione e agli effetti di freno esercitati dal recente apprezzamento dell'euro. Tuttavia, le spinte inflazionistiche di fondo a livello mondiale dovrebbero intensificarsi 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.

Rispetto all'esercizio di proiezione di settembre, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC hanno subito una correzione verso l'alto di 0,2 punti percentuali per il 2018 e sono state mantenute invariate per il periodo successivo. La revisione al rialzo dell'inflazione complessiva nel 2018 riflette una dinamica più rapida dei prezzi dei beni energetici e dei prodotti alimentari tenuto conto della recente pubblicazione di dati superiori al previsto per queste due componenti dello IAPC, delle ipotesi di rincari petroliferi e degli effetti al rialzo delle imposte sull'energia e sui tabacchi. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è stata corretta verso il basso nel breve periodo, per motivi in parte connessi alla recente pubblicazione di dati peggiori del previsto.

3 Prospettive per i conti pubblici

L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe rimanere in media sostanzialmente neutro nell'orizzonte temporale di 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. Nel 2017 le riduzioni dell'imposizione indiretta e i maggiori trasferimenti alle famiglie sono interamente compensati dall'aumento delle imposte indirette e dalla crescita più moderata dei consumi collettivi. Nel 2018 l'intonazione delle politiche di bilancio è influenzata principalmente dalla diminuzione delle imposte dirette e dei contributi previdenziali e dall'ipotesi di un'accelerazione degli investimenti delle amministrazioni pubbliche, che sono solo in parte controbilanciate dall'aumento dell'imposizione indiretta e dalla dinamica modesta dei trasferimenti alle famiglie. L'orientamento delle politiche di bilancio sarebbe altresì sostanzialmente neutro nel 2019-2020.

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'orizzonte temporale considerato, per motivi principalmente riconducibili al miglioramento della componente ciclica e alla diminuzione degli esborsi per interessi. Il saldo primario di bilancio corretto per il ciclo rimarrà stabile nel periodo in rassegna. Il debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL resterebbe su una traiettoria discendente nell'orizzonte temporale della proiezione, grazie al differenziale favorevole fra tasso di interesse e tasso di crescita⁷ e all'avanzo primario. Rispetto all'esercizio di settembre, le prospettive per il disavanzo di bilancio sono perlopiù invariate e il debito pubblico in rapporto al PIL è

⁷ 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.

invece leggermente inferiore, riflettendo principalmente il differenziale più favorevole fra tasso di interesse e tasso di crescita nel 2018 e nel 2019.

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 discendente delle quotazioni del petrolio, con il prezzo del greggio di qualità Brent che raggiungerebbe circa 57 dollari al barile entro la fine del 2020. 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 modesto 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 il 30 novembre – benché avvenuta dopo la data di chiusura di questo esercizio di proiezione (22 novembre) – è stata molto probabilmente inclusa nelle aspettative di mercato. Ci si attende tuttavia che le riduzioni dei produttori di petrolio convenzionale siano in parte compensate dalla crescita della produzione di petrolio da scisti negli Stati Uniti. Una combinazione di modelli alternativi utilizzati dagli esperti dell'Eurosistema⁸ per elaborare le proiezioni sui prezzi del petrolio nel periodo considerato indica rincari maggiori rispetto alle ipotesi tecniche, riflettendo una convergenza fra domanda e offerta più rapida del previsto. Il concretizzarsi di un profilo alternativo, con corsi del greggio superiori dell'11% rispetto allo scenario di base fino al 2020, 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 0,2 punti percentuali sia nel 2019 sia nel 2020).

2) Profilo alternativo del tasso di cambio

L'analisi di sensibilità indaga gli effetti di un ulteriore rafforzamento del tasso di cambio dell'euro. Una possibile fonte di rischio di apprezzamento è costituita da una ripresa più solida del previsto nell'area dell'euro. Lo scenario è stato calcolato 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 22 novembre 2017. Tale profilo comporta un graduale apprezzamento dell'euro a 1,36 dollari per euro nel 2020, ossia un cambio superiore di circa il 16% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. La corrispondente ipotesi per il tasso di

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

cambio effettivo nominale dell'euro riflette regolarità storiche, ove le variazioni del cambio dollaro/euro corrispondono a quelle del tasso effettivo con un'elasticità del 52%. 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 (rispettivamente di 0,2, 0,6 e 0,2 punti percentuali nel 2018, nel 2019 e nel 2020) e per l'inflazione misurata sullo IAPC (rispettivamente di 0,2, 0,5 e 0,6 punti percentuali nel 2018, nel 2019 e nel 2020). Occorre tenere presente che questi effetti stimati sulla crescita e l'inflazione si applicano soltanto in caso di shock di cambio puramente esogeni.

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 dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili di bilancio, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola).

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

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

(variazioni percentuali annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Proiezioni degli esperti della BCE	dicembre 2017	2,3 [1,7-2,9]	1,9 [0,9-2,9]	1,7 [0,6-2,8]	1,4 [0,9-1,9]	1,5 [0,7-2,3]	1,7 [0,8-2,6]
Commissione europea	novembre 2017	2,1	1,9	-	1,4	1,6	-
OCSE	novembre 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Euro Zone Barometer	novembre 2017	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
Consensus Economics Forecasts	dicembre 2017	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	ottobre 2017	1,9	1,7	-	1,4	1,6	-
FMI	ottobre 2017	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, autunno 2017; *World Economic Outlook* dell'FMI, 10 ottobre 2017; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2017; *Consensus Economics Forecasts*, dicembre 2017; *Euro Zone Barometer* di MJEconomics, novembre 2017; *Survey of Professional Forecasters* della BCE, ottobre 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 2529-4687 (pdf)
Numero di catalogo UE QB-CF-17-002-EN-N (pdf)