



# Giugno 2018

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

*Dopo essere cresciuta meno del previsto agli inizi dell'anno, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe comunque continuare a espandersi a un ritmo sostenuto e ancora superiore al potenziale. Come nei precedenti esercizi di proiezione, si prevede che il tasso di incremento del PIL in termini reali scenda gradualmente nell'arco di tempo considerato, dal 2,1% nel 2018 all'1,7% nel 2020<sup>2</sup>, con il lento venir meno degli effetti di alcuni fattori favorevoli alla crescita. L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) si collocherebbe all'1,7% in ciascun anno del periodo in esame, pur mostrando una lieve volatilità nel suo profilo trimestrale. L'andamento stabile dell'inflazione media annua cela una diminuzione della componente energetica, che è compensata dal graduale aumento del tasso calcolato al netto dell'energia e dei beni alimentari in un contesto in cui i vincoli di capacità diventano più restrittivi.*

1

### Economia reale

**La minore crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre del 2018 riflette in parte fattori temporanei, ma implica altresì che la decelerazione sia avvenuta prima del previsto.** Il tasso di espansione del PIL in termini reali, che si era

mantenuto elevato allo 0,7% per quattro trimestri consecutivi nel 2017, è sceso allo 0,4% nel primo trimestre del 2018. Tale rallentamento va ricondotto in parte a una serie di fattori temporanei tra cui le condizioni meteorologiche avverse, gli scioperi in alcuni paesi dell'area dell'euro e un livello insolitamente elevato di congedi per malattia nel contesto di un'epidemia stagionale di influenza in Germania. In aggiunta, l'impatto negativo del passato apprezzamento dell'euro può essere stato superiore alle attese ed è possibile che i vincoli dal lato dell'offerta di manodopera siano

<sup>1</sup> 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 maggio 2018 (cfr. riquadro 1); per le altre informazioni utilizzate la data di chiusura dell'esercizio è il 31 maggio.

Le proiezioni macroeconomiche di questo mese si riferiscono al periodo 2018-2020. 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.

<sup>2</sup> Le proiezioni si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative.

divenuti restrittivi prima del previsto. Infine, la decelerazione può altresì riflettere un arretramento rispetto al ritmo di crescita molto sostenuto osservato nell'intero 2017.

**Ci si attende tuttavia in prospettiva che l'espansione del PIL in termini reali rimanga solida nei prossimi trimestri, in linea con i livelli ancora elevati del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori.** Dopo un pronunciato deterioramento nel primo trimestre del 2018, gli indicatori del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori si sono stabilizzati in aprile e maggio mantenendosi elevati rispetto ai valori storici. Anche se alcuni indicatori pubblicati dopo la data di chiusura di questo esercizio di proiezione sono stati lievemente più deboli rispetto alle attese, i loro livelli rimangono sostanzialmente in linea con il profilo di crescita previsto.

## Tavola 1

### Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro<sup>1)</sup>

(variazioni percentuali annue)

	Giugno 2018				Marzo 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIL in termini reali	2,5	2,1	1,9	1,7	2,5	2,4	1,9	1,7
		[1,8 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>		[2,1 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>
Consumi privati	1,7	1,6	1,7	1,5	1,9	1,7	1,7	1,5
Consumi collettivi	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Investimenti fissi lordi	3,3	4,2	3,3	2,8	3,7	4,4	3,4	2,8
Esportazioni <sup>3)</sup>	5,4	4,2	4,4	3,8	5,2	5,3	4,1	3,8
Importazioni <sup>3)</sup>	4,6	4,1	4,7	4,0	4,6	5,1	4,5	4,0
Occupazione	1,6	1,4	1,1	0,8	1,7	1,4	1,1	0,8
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,3	7,7	7,2
IAPC	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,7
		[1,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[1,0 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>2)</sup>		[1,1 - 1,7] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,2] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>2)</sup>
IAPC al netto dell'energia	1,2	1,3	1,7	1,9	1,2	1,2	1,6	1,9
IAPC al netto di energia e alimentari	1,0	1,1	1,6	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
IAPC al netto di energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette <sup>4)</sup>	1,0	1,1	1,5	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
Costo unitario del lavoro	0,7	1,5	1,2	1,8	0,8	1,1	1,2	1,8
Reddito per occupato	1,6	2,3	2,1	2,7	1,6	2,2	2,0	2,7
Produttività del lavoro	0,9	0,7	0,9	0,9	0,8	1,0	0,8	0,9
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) <sup>5)</sup>	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	86,7	84,8	82,7	80,4	86,7	84,4	82,1	79,7
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,7	4,2	4,3	4,5

1) Le proiezioni sul PIL in termini reali e le sue componenti si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative. La stima per il PIL e le sue componenti principali pubblicata dall'Eurostat il 7 giugno 2018 (dopo la data di chiusura di questo esercizio di proiezione) indica un tasso di crescita del PIL in termini reali corretto per il numero di giornate lavorative pari al 2,6% nel 2017.

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.

**Nel medio periodo continuano a sussistere i presupposti fondamentali per il proseguimento della fase espansiva.** La domanda interna dovrebbe essere ancora sorretta da una serie di fattori favorevoli. L'orientamento molto 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. Inoltre, i

consumi delle famiglie e gli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbero trarre beneficio dalle condizioni positive nei mercati del lavoro e dall'incremento della ricchezza netta. Al tempo stesso gli investimenti delle imprese continueranno a espandersi, riflettendo anche l'aumento degli utili nel contesto delle crescenti pressioni dal lato della domanda e dell'alto grado di utilizzo della capacità produttiva. Le esportazioni dell'area dell'euro rimarrebbero robuste, beneficiando della perdurante espansione dell'attività economica mondiale e della corrispondente crescita della domanda esterna dell'area.

**Tuttavia, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe indebolirsi gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione con il progressivo esaurirsi di alcuni andamenti favorevoli.** L'impatto delle precedenti misure di politica monetaria diminuirebbe gradualmente nel periodo in esame. Il rallentamento della domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbe frenare la dinamica delle esportazioni. Anche l'occupazione dovrebbe decelerare, per motivi in parte connessi all'acutizzarsi della carenza di manodopera in alcuni paesi dell'area. Ci si attende altresì una moderazione della crescita dei consumi privati, di riflesso alla normalizzazione del tasso di risparmio rispetto a livelli bassi nel contesto dell'espansione ciclica in alcuni paesi dell'area.

**Il ritmo di incremento del reddito disponibile reale dovrebbe rafforzarsi nel 2018 e nel 2019 nel contesto dell'aumento dei salari e delle riduzioni dell'imposizione diretta, per poi indebolirsi nel 2020.** Il contributo di salari e stipendi lordi alla crescita del reddito disponibile aumenterebbe notevolmente nel 2018 grazie alla maggiore dinamica salariale, per poi ridursi lievemente nel resto del periodo poiché l'ulteriore accelerazione delle retribuzioni nominali non è in grado di compensare interamente l'impatto del rallentamento dell'occupazione. Gli altri redditi personali crescerebbero leggermente, in linea con l'espansione degli utili. Il contributo negativo dei trasferimenti fiscali netti dovrebbe diminuire nel 2018 e nel 2019 nel contesto delle riduzioni delle imposte dirette e dei contributi previdenziali, per poi tornare ad aumentare nel 2020. Nell'insieme ci si attende che la composizione della crescita del reddito disponibile reale diventi meno favorevole per la spesa delle famiglie, poiché i consumi reagiscono di norma in misura lievemente maggiore agli aumenti di reddito connessi alla crescita dell'occupazione rispetto a quelli dovuti alle variazioni dei salari reali.

**I consumi privati dovrebbero rappresentare una determinante fondamentale della crescita nell'arco di tempo considerato.** Il favorevole clima di fiducia dei consumatori, gli attesi miglioramenti ulteriori delle condizioni nei mercati del lavoro e l'aumento dei salari reali per occupato suggeriscono una vigorosa espansione dei consumi nei prossimi trimestri. Tuttavia, la crescita dei consumi privati dovrebbe risultare lievemente inferiore a quella del reddito disponibile reale nell'orizzonte temporale della proiezione poiché è probabile che le famiglie dirottino sempre più il reddito verso il risparmio.

**La dinamica dei consumi privati dovrebbe essere sostenuta dalle condizioni favorevoli del credito bancario, rafforzate 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 favorire i prenditori netti rispetto ai risparmiatori netti. Poiché i primi presentano di norma una maggiore propensione marginale al consumo, ciò dovrebbe fornire un sostegno ai consumi privati aggregati. In aggiunta, i consumi dovrebbero essere altresì sorretti dall'aumento della ricchezza netta delle famiglie e dai progressi compiuti nel ridimensionamento della leva finanziaria.

**Il tasso di risparmio delle famiglie aumenterebbe gradualmente nel periodo considerato partendo da livelli storicamente bassi.** Dopo essere diminuito nel passato recente rispecchiando soprattutto il miglioramento della situazione economica e finanziaria delle famiglie, una lieve diminuzione della domanda latente a fronte degli acquisti di importo elevato precedentemente posticipati e l'impatto dei tassi di interesse estremamente bassi sulla propensione al risparmio delle famiglie, il tasso di risparmio dovrebbe aumentare nell'orizzonte temporale di proiezione riflettendo principalmente una normalizzazione 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 marzo, le ipotesi tecniche includono un indebolimento del tasso di cambio dell'euro, in particolare rispetto al dollaro statunitense, un aumento dei prezzi in dollari del petrolio e tassi di interesse più bassi.** Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 22 maggio 2018. 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 2018, del -0,2% nel 2019 e dello 0,2% nel 2020. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media dell'1,2% nel 2018, dell'1,5% nel 2019 e dell'1,7% nel 2020<sup>3</sup>. Rispetto all'esercizio di proiezione di marzo, le aspettative di mercato per i tassi di interesse a breve termine sono state riviste verso il basso di 10 e 20 punti base rispettivamente per il 2019 e il 2020 e quelle per i tassi a lungo termine sono state corrette al ribasso di circa 15 punti base nel periodo considerato.

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 maggio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent salgano da 54,4 dollari al barile nel 2017 a 74,5 nel 2018, per poi scendere a 73,5 nel 2019 e 68,7 nel 2020. Tale profilo comporta che, rispetto alle proiezioni di marzo, i prezzi in dollari del petrolio siano superiori del 14,6% nel 2018, del 20,2% nel 2019 e del

---

<sup>3</sup> L'ipotesi formulata per i rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro si basa sulla media dei rendimenti dei titoli di riferimento a dieci anni dei vari paesi, ponderata per il PIL su base annua; la media è poi estesa utilizzando il profilo dei tassi a termine derivato dal par yield a dieci anni di tutti i titoli dell'area dell'euro stimato dalla BCE, con la discrepanza iniziale tra le due serie mantenuta costante nel periodo della proiezione. Si ipotizza che i differenziali tra i rendimenti dei titoli dei singoli paesi e la corrispondente media dell'area dell'euro rimangano costanti nell'orizzonte temporale considerato.

17,7% nel 2020. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare notevolmente nel 2018 e in misura lievemente più moderata nel periodo successivo<sup>4</sup>.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 22 maggio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi in media a 1,20 nel 2018 e a 1,18 nel 2019-2020, rispetto a 1,24 indicato nelle proiezioni di marzo. Il tasso di cambio effettivo dell'euro (calcolato nei confronti delle valute di 38 partner commerciali) è inferiore dello 0,3% rispetto alle proiezioni di marzo.

#### Ipotesi tecniche

	Giugno 2018				Marzo 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Prezzo del petrolio (USD al barile)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
Tasso di cambio USD/EUR	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

#### **L'espansione degli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbe proseguire, anche se a un ritmo inferiore rispetto a quello osservato negli ultimi due anni.**

Gli investimenti nell'edilizia residenziale hanno rallentato nella seconda metà del 2017 in un contesto in cui il settore delle costruzioni in alcuni paesi dell'area dell'euro ha iniziato ad affrontare crescenti vincoli dal lato dell'offerta e in particolare carenze di manodopera. Continuano a sussistere i presupposti fondamentali per un loro ulteriore recupero nell'orizzonte temporale di proiezione: le indagini congiunturali indicano un aumento delle famiglie che prevedono di acquistare, costruire o in particolare ristrutturare un'abitazione nei prossimi due anni. Tuttavia, malgrado la domanda vigorosa di abitazioni, ci si attende che l'espansione sia frenata dall'acutizzarsi dei vincoli di capacità nel settore delle costruzioni, dal lieve inasprimento delle condizioni di finanziamento e da andamenti demografici sfavorevoli.

#### **Gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a recuperare nel periodo in esame, seppure a ritmi decrescenti.**

Questo recupero sarebbe ancora sostenuto da una serie di fattori: il livello di fiducia delle imprese rimane molto elevato grazie alle attese positive riguardo alla produzione e al vigore degli ordini; il grado di utilizzo della capacità produttiva resta ben al di sopra della media di lungo periodo e la mancanza di attrezzature viene sempre più segnalata come un fattore che limita la produzione nel settore manifatturiero; le condizioni di finanziamento

<sup>4</sup> Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti future fino al termine del periodo di riferimento; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al secondo trimestre del 2019 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

dovrebbero restare molto favorevoli nell'orizzonte temporale di proiezione; gli utili 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 in prossimità dei minimi storici. Tuttavia, l'indebitamento lordo consolidato (rapporto fra debito e reddito) è diminuito in misura molto inferiore e si colloca al momento sui livelli pre-crisi. Una graduale perdita di slancio degli investimenti delle imprese nel periodo considerato riflette altresì la complessiva decelerazione della domanda sia interna sia esterna.

## Riquadro 2

### Contesto internazionale

---

#### **L'economia mondiale ha continuato a espandersi, anche se i dati recenti segnalano una leggera perdita di slancio.**

L'aumento dei rendimenti, la volatilità dei mercati azionari e l'apprezzamento del dollaro statunitense hanno contribuito a un lieve inasprimento delle condizioni finanziarie e nelle ultime settimane alcuni paesi emergenti hanno registrato tensioni pronunciate nei mercati finanziari. L'aumento dei corsi petroliferi ha moderato le prospettive nei paesi importatori di petrolio. Ciò nonostante, le prospettive mondiali a breve termine rimangono essenzialmente solide. Le economie avanzate beneficiano dell'intonazione accomodante delle politiche monetarie mentre gli Stati Uniti, in particolare, hanno tratto vantaggio dalle ingenti misure di stimolo fiscale adottate nel paese. Le economie orientate verso le esportazioni sono state sorrette dalla ripresa degli scambi internazionali e i paesi esportatori di materie prime sono sostenuti dall'aumento dei prezzi di queste ultime. Anche se sono aumentati i timori di misure protezionistiche, gli aumenti tariffari attuati finora (sulle importazioni statunitensi di acciaio e alluminio) avranno verosimilmente effetti macroeconomici diretti solo modesti; tuttavia, la generale tendenza verso un maggiore protezionismo può pesare sul clima di fiducia degli investitori. Più a lungo termine, ci si attende un rallentamento dell'attività nel medio periodo al maturare del ciclo economico nei paesi avanzati e la riduzione graduale del sostegno offerto dalle politiche economiche. È probabile che le prospettive risentano della transizione della Cina verso un sentiero di crescita inferiore, meno dipendente dalle misure di stimolo. Inoltre le economie esportatrici di materie prime, pur registrando una ripresa, sono ancora poste di fronte alla necessità di risanare i conti pubblici. La crescita dell'attività mondiale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe nell'insieme aumentare dal 3,8% nel 2017 al 4,0% nel 2018, per poi scendere al 3,7% nel 2020. Rispetto alle proiezioni di marzo, il tasso di incremento del PIL mondiale è stato rivisto verso il basso di 0,1 punti percentuali nel 2018 e nel 2019. Questo riflette nel 2018 dati più modesti agli inizi dell'anno nelle economie avanzate e nel 2019 prospettive peggiori in alcuni paesi emergenti.

## Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Giugno 2018				Marzo 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,8	4,0	3,9	3,7	3,8	4,1	3,9	3,7
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) <sup>1)</sup>	5,2	5,1	4,6	4,0	5,6	4,9	4,5	3,9
Domanda esterna dell'area dell'euro <sup>2)</sup>	5,2	5,2	4,3	3,7	5,5	4,7	4,1	3,6

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

### **Gli indicatori del commercio mondiale segnalano una decelerazione modesta nei primi mesi di quest'anno dopo una crescita elevata nel 2017.**

L'interscambio mondiale dovrebbe essere nondimeno sorretto nel breve periodo dalla prosecuzione della dinamica congiunturale positiva, che compenserebbe gli effetti sfavorevoli dell'aumento delle tariffe negli Stati Uniti e in Cina. Si prevede tuttavia che, al venir meno dei fattori ciclici favorevoli, registri un rallentamento e si espanda sostanzialmente in linea con l'attività a medio termine. La crescita annua della domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbe collocarsi al 5,2% nel 2018, per poi scendere al 3,7% nel 2020. Rispetto alle proiezioni di marzo è stata corretta verso l'alto di 0,5 punti percentuali nel 2018 per un effetto di trascinamento derivante da una revisione al rialzo dei dati relativi al quarto trimestre del 2017, che compensa la lieve decelerazione delle importazioni mondiali agli inizi del 2018. Nel 2019 e nel 2020 è stata rivista lievemente verso l'alto riflettendo soprattutto le attese di una crescita trainata maggiormente dal commercio in alcune economie dell'Europa centrale e orientale.

### **Secondo le proiezioni, la dinamica delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro sarebbe frenata dal passato apprezzamento dell'euro e dal rallentamento della domanda esterna.**

Le esportazioni verso l'esterno dell'area dovrebbero crescere a un ritmo inferiore a quello della domanda esterna nei prossimi trimestri a causa del passato apprezzamento dell'euro e questo implica una limitata perdita ulteriore di quote di mercato delle esportazioni. Le importazioni dall'esterno dell'area trarrebbero beneficio dagli andamenti positivi della domanda interna e, nei prossimi trimestri, dal rafforzamento dell'euro. Poiché si prevede che le importazioni rallentino meno delle esportazioni, il contributo dell'interscambio netto alla crescita economica – molto consistente nel 2017 – sarebbe solo lievemente positivo nell'orizzonte temporale di proiezione.

### **L'occupazione dovrebbe decelerare dato che, secondo le attese, le carenze di manodopera diventeranno più restrittive in alcuni paesi.**

Il numero di occupati nell'area dell'euro è aumentato dello 0,3% nel quarto trimestre del 2017 e, secondo le stime, sarebbe salito ulteriormente nel primo trimestre di quest'anno. Il rafforzamento recente è stato generalizzato nei diversi paesi e le indagini sugli andamenti futuri suggeriscono che l'occupazione continuerà a espandersi a ritmi sostenuti nel breve periodo. Nondimeno, le proiezioni indicano che registrerà una lieve perdita di slancio. Per il 2018 ci si attende che l'impatto di alcuni fattori temporanei favorevoli (come ad esempio le azioni di stimolo fiscale in alcune economie dell'area) venga gradualmente meno e che l'occupazione nel settore



pubblico rallenti in taluni paesi. Per il periodo successivo si assume un aumento delle carenze di manodopera in alcune economie.

**Il ritmo di incremento delle forze di lavoro sarebbe frenato in misura crescente dalla carenza di manodopera.** Si prevede che le forze di lavoro continuino a espandersi nel periodo in esame riflettendo l'immigrazione netta di lavoratori, l'attesa integrazione dei rifugiati e l'ulteriore aumento dei tassi di partecipazione al mercato del lavoro. Tuttavia, nell'orizzonte temporale di proiezione questi effetti positivi sarebbero gradualmente sopravanzati dall'impatto sfavorevole dell'invecchiamento demografico in un contesto in cui i lavoratori più anziani che escono dalle forze di lavoro sono in numero maggiore rispetto a quelli più giovani che entrano a farvi parte e hanno un tasso di partecipazione inferiore (ancorché atteso in lieve aumento).

**Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere al 7,3% nel 2020.** È diminuito all'8,6% nel primo trimestre del 2018, il livello più basso osservato dalla fine del 2008. In prospettiva, le proiezioni segnalano che il numero di disoccupati continuerà a ridursi notevolmente avvicinandosi al minimo pre-crisi.

**Di riflesso al suo profilo ciclico, la crescita della produttività del lavoro rimarrà sostenuta.** La produttività del lavoro è aumentata dello 0,9% nel 2017. In prospettiva il menzionato rallentamento dell'occupazione, il crescente utilizzo del capitale nel contesto della diminuzione del margine di capacità inutilizzata, il maggior numero di ore lavorate pro capite e il lieve incremento della produttività totale dei fattori suggeriscono che la crescita della produttività del lavoro per occupato sarà generalmente sostenuta nell'orizzonte temporale di proiezione. Tuttavia, dovrebbe mantenersi lievemente inferiore alla media pre-crisi dell'1,0%.

**Ci si attende che il ritmo di espansione del PIL in termini reali rimanga superiore alla crescita potenziale nel periodo considerato.** Secondo le stime l'espansione del prodotto potenziale avrebbe acquisito un lieve slancio negli ultimi anni grazie al contributo crescente del capitale e della produttività totale dei fattori. Alla fine dell'orizzonte temporale di proiezione dovrebbe aumentare a un tasso lievemente inferiore a quello osservato prima della crisi, pur mantenendosi ancora inferiore a quella effettiva del PIL in termini reali. 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 marzo, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista verso il basso per il 2018, mentre resta sostanzialmente invariata per il 2019-2020.** La correzione al ribasso per il 2018 è principalmente connessa al ritmo di espansione del PIL in termini reali inferiore al previsto osservato nel primo trimestre.

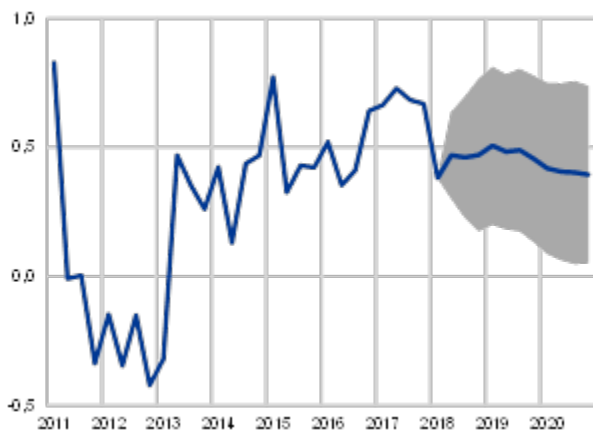
## Grafico 1

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

(dati trimestrali)

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



#### IAPC dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

## 2

### Prezzi e costi

**L'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere invariata all'1,7% in ciascun anno dell'arco di tempo considerato, poiché il profilo decrescente della componente energetica compensa il graduale rafforzamento del tasso calcolato al netto dell'energia e dei beni alimentari.** L'inflazione dei beni

energetici aumenterebbe nei prossimi mesi, riflettendo sia i recenti rincari del petrolio sia alcuni effetti base al rialzo, mentre ci si attende che diminuisca nettamente dalla fine del 2018 alla metà del 2019 a causa di forti effetti base verso il basso.

Successivamente dovrebbe fornire un contributo negativo all'inflazione complessiva rispecchiando l'inclinazione discendente della curva dei futuri sui prezzi del petrolio, nonostante alcuni effetti al rialzo derivanti dalle imposte sull'energia. La componente relativa ai beni alimentari rimarrebbe sostanzialmente invariata a circa il 2,0% nel periodo considerato. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dell'energia e dei beni alimentari dovrebbe aumentare in un contesto in cui i vincoli dal lato dell'offerta diventano più restrittivi. In particolare le condizioni sempre più tese nei mercati del lavoro, in presenza di crescenti vincoli dal lato dell'offerta di manodopera in alcuni paesi, dovrebbero determinare un'accelerazione dei salari e, date le prospettive piuttosto stabili per la produttività del lavoro, i risultanti aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbero trasmettersi almeno parzialmente ai prezzi. Alcuni ulteriori effetti al rialzo sullo IAPC al netto dell'energia e dei beni alimentari dovrebbero provenire dagli andamenti esterni dei prezzi in quanto gli aumenti passati dei corsi petroliferi e gli ipotizzati rincari delle materie prime non energetiche esercitano un impatto indiretto su questa componente dell'inflazione, che secondo le proiezioni aumenterà gradualmente fino a raggiungere l'1,9% nel 2020.

**La crescita salariale registrerebbe un rafforzamento pronunciato nell'orizzonte temporale di proiezione in un contesto in cui le condizioni nei mercati del lavoro diventano più tese e le misure che hanno frenato la dinamica delle retribuzioni in alcuni paesi negli ultimi anni giungono a scadenza.** L'incremento del reddito per occupato dovrebbe salire dall'1,6% nel 2017 al 2,7% nel 2020<sup>5</sup>. Dato il ritmo sostanzialmente invariato di aumento della produttività nel periodo in esame, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto registrerebbe un incremento analogo a quello del reddito per occupato. Il fattore principale alla base dell'accelerazione dei salari è il previsto miglioramento ulteriore delle condizioni nei mercati del lavoro nell'area dell'euro, che dovrebbero diventare sempre più tese e caratterizzate da una sensibile carenza di manodopera in alcune parti della stessa. L'esito delle recenti contrattazioni salariali in diversi paesi dell'area tende a indicare un favorevole slancio della crescita delle retribuzioni, in linea con la diminuzione del margine di capacità inutilizzata. Al di là degli andamenti congiunturali, è prevedibile che il significativo aumento dell'inflazione complessiva nel 2017 rispetto ai tre anni precedenti contribuisca altresì a un'intensificazione della dinamica salariale nelle economie dell'area in cui il processo di formazione dei salari include elementi di indicizzazione sull'inflazione passata. Inoltre, fattori connessi alla crisi che hanno agito da freno sulle retribuzioni – quali le esigenze di moderazione della dinamica retributiva per recuperare competitività di prezzo in alcune economie e la compressione dei salari (pent-up wage restraint) alla luce delle rigidità vincolanti verso il basso che hanno contraddistinto le retribuzioni nominali durante la crisi – dovrebbero gradualmente attenuarsi con il procedere e l'ampliarsi della ripresa economica nei paesi dell'area. In aggiunta, alcune misure governative che hanno moderato la crescita salariale in passato dovrebbero diventare meno importanti.

**I margini di profitto non dovrebbero accrescere le spinte inflazionistiche nell'arco di tempo considerato.** Soprattutto verso la fine dell'orizzonte temporale di proiezione, il loro ritmo di incremento dovrebbe essere frenato dall'atteso aumento della crescita sia del costo unitario del lavoro sia delle imposte indirette nette per unità di prodotto dato il limitato potere delle imprese nel determinare i prezzi.

**Le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero rimanere positive ma più moderate nel periodo in esame.** Il deflatore delle importazioni è aumentato notevolmente nel 2017, riflettendo l'inversione di direzione dei corsi del petrolio e delle altre materie prime. Nell'arco di tempo considerato gli andamenti dei prezzi all'importazione dovrebbero moderarsi. Ciò riflette la traiettoria discendente delle quotazioni petrolifere e il passato apprezzamento dell'euro, che conteranno l'impatto dei rincari delle materie prime non petrolifere e del graduale aumento delle spinte inflazionistiche di fondo a livello mondiale connesse alla diminuzione della capacità inutilizzata globale.

---

<sup>5</sup> Un rallentamento temporaneo atteso nel 2019 riflette l'attuazione di una misura di bilancio in Francia consistente nella conversione di un credito d'imposta (il CICE) in una riduzione permanente dei contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro. Poiché il calo della crescita 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.

**Rispetto all'esercizio di proiezione di marzo, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC hanno subito una correzione al rialzo considerevole per il 2018 e il 2019.** La significativa revisione verso l'alto delle ipotesi per i prezzi in dollari del petrolio assieme al deprezzamento dell'euro sul dollaro implicano una forte correzione al rialzo delle prospettive a breve termine per la componente energetica dell'inflazione al consumo. Il tasso calcolato escludendo l'energia e i beni alimentari è stato rivisto lievemente verso l'alto per il 2019 e il 2020 a causa degli effetti indiretti ritardati al rialzo derivanti dai rincari del petrolio e delle lievi correzioni verso l'alto della crescita del reddito per occupato.

### 3 Prospettive per i conti pubblici

**L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe essere lievemente espansivo nel 2018 e sostanzialmente neutro, in media, nel 2019-2020.** 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 2018 l'intonazione espansiva delle politiche di bilancio è riconducibile principalmente alla diminuzione delle imposte dirette e dei contributi previdenziali e all'ipotesi di una crescita più dinamica della spesa delle amministrazioni pubbliche. Nel 2019-2020 l'orientamento sarebbe neutro, in media, poiché ci si attende che le ulteriori riduzioni delle imposte dirette e dei contributi previdenziali siano compensate da una minore espansione della spesa pubblica.

**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'arco di tempo considerato per motivi principalmente riconducibili al miglioramento della componente ciclica e alla diminuzione degli esborsi per interessi, parzialmente compensati da un lieve deterioramento del saldo primario corretto per il ciclo. Il debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL resterebbe su una traiettoria discendente nell'orizzonte temporale di proiezione, grazie al differenziale favorevole fra tasso di interesse e tasso di crescita<sup>6</sup> e al miglioramento del saldo primario. Rispetto all'esercizio di marzo, le prospettive per il disavanzo non evidenziano variazioni di rilievo e il debito pubblico in rapporto al PIL è stato invece corretto lievemente al rialzo soprattutto a causa di un differenziale meno favorevole fra tasso di interesse e tasso di crescita.

#### Riquadro 3

##### Analisi di sensibilità

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

<sup>6</sup> Il dato è calcolato come la differenza fra il tasso di interesse effettivo nominale sul debito e il tasso di crescita del PIL in termini nominali.

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 67 dollari al barile alla fine del 2020. Tale andamento ipotizzato nei contratti future sul petrolio è coerente con una crescita robusta della domanda mondiale di greggio, uno scenario che si accompagna a un rafforzamento dell'espansione dell'economia mondiale. Per quanto concerne i fattori dal lato dell'offerta, i contratti future sui prezzi del petrolio riflettono altresì il fatto che l'impatto verso il basso sui corsi petroliferi derivante dalla crescita della produzione di petrolio da scisti negli Stati Uniti è in parte compensato dalle tensioni geopolitiche e dall'accordo raggiunto tra l'OPEC e alcuni produttori non appartenenti all'organizzazione volto a diminuire le forniture. Una combinazione di modelli alternativi utilizzati dagli esperti della BCE<sup>7</sup> per elaborare le proiezioni sui prezzi del petrolio nel periodo considerato indica corsi più elevati rispetto alle ipotesi tecniche. Il concretizzarsi di un profilo alternativo derivato da questi modelli, con corsi del greggio superiori dell'8,8% rispetto allo scenario di base fino al 2020, da un lato frenerebbe in modo marginale la crescita del PIL in termini reali (di meno di 0,1 punti percentuali nel 2019 e nel 2020), dall'altro comporterebbe un incremento più rapido dello IAPC (con un aumento di 0,1 punti percentuali nel 2019 e 0,2 nel 2020).

### 2) Profilo alternativo del tasso di cambio

**L'analisi di sensibilità indaga gli effetti di un rafforzamento del tasso di cambio dell'euro.**

Una fonte di rischio di apprezzamento è costituita da una ripresa più solida del previsto nell'area dell'euro, che determinerebbe spinte al rialzo sull'inflazione. Lo scenario è coerente con la distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio dollaro/euro al 22 maggio 2018, che è nettamente sbilanciata verso un apprezzamento dell'euro. Il 75° percentile di tale distribuzione comporta un apprezzamento dell'euro a 1,36 dollari per euro nel 2020, ossia un cambio superiore del 14,8% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. La corrispondente ipotesi per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro riflette regolarità storiche, ove le variazioni del cambio dollaro/euro corrispondono a quelle del tasso effettivo con un'elasticità pari a poco più del 50%. In questo scenario, 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 0,5 e 0,3 punti percentuali nel 2019 e nel 2020) e per l'inflazione misurata sullo IAPC (di 0,5 punti percentuali sia nel 2019 sia nel 2020).

---

<sup>7</sup> Cfr. la combinazione di quattro modelli presentata nell'articolo *La previsione dei corsi petroliferi nel numero 4/2015 del Bollettino economico della BCE.*

## Riquadro 4

### Previsioni formulate da altre organizzazioni

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

Come si evince dalla tavola, le proiezioni al momento disponibili elaborate da altre organizzazioni per la crescita del PIL in termini reali e l'inflazione misurata sullo IAPC rientrano 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 dell'Eurosistema	giugno 2018	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8 - 2,4]	[0,9 - 2,9]	[0,6 - 2,8]	[1,6 - 1,8]	[1,0 - 2,4]	[0,9 - 2,5]
Commissione europea	maggio 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OCSE	maggio 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	maggio 2018	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	maggio 2018	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	aprile 2018	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
FMI	aprile 2018	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Fonti: *Economic Forecast* della Commissione europea, primavera 2018; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2018; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2018; *Consensus Economics Forecasts*, maggio 2018; il dato di *Consensus Economics* per il 2020 è tratto dall'indagine previsiva a lungo termine di aprile 2018; *Euro Zone Barometer* di MJEconomics, maggio 2018; *Survey of Professional Forecasters* della BCE, aprile 2018.

Nota: 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, 2018

Recapito postale 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

ISSN 2529-4725 (pdf)  
Numero di catalogo UE QB-CF-18-001-IT-N (pdf)