



# Settembre 2018

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

*La crescita economica dell'area dell'euro, vigorosa nel 2017, si è ridotta nella prima metà del 2018 principalmente sulla scia dell'indebolimento del commercio mondiale. Anche se le incertezze a livello internazionale hanno mitigato le prospettive a breve termine, l'espansione dovrebbe proseguire a un ritmo lievemente superiore al potenziale riflettendo l'impatto favorevole dell'orientamento molto accomodante della politica monetaria, il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro e il rafforzamento dei bilanci. La leggera decelerazione del PIL in termini reali, dal 2,0% nel 2018 all'1,7% nel 2020, va ricondotta in larga parte al graduale indebolimento dello stimolo fornito dall'interscambio mondiale e alla crescente carenza di manodopera. L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) risulterebbe in media pari all'1,7% in ciascun anno dell'orizzonte temporale di proiezione, pur mostrando una lieve volatilità nel suo profilo trimestrale. L'andamento stabile dell'inflazione media annua cela un calo della componente energetica al venir meno dell'impatto esercitato dagli aumenti passati dei corsi petroliferi, che è compensato dal graduale aumento dell'inflazione di fondo in un contesto in cui i vincoli dal lato dell'offerta diventano sempre più restrittivi.*

### 1 Economia reale

**La crescita economica dell'area dell'euro, molto vigorosa nel 2017, si è indebolita considerevolmente nella prima metà del 2018.** L'arretramento rispetto a livelli di crescita molto elevati è principalmente connesso al minore impulso fornito dall'interscambio con l'esterno dell'area, che rispecchia l'effetto congiunto dell'indebolimento del commercio mondiale e del passato apprezzamento dell'euro. Benché il rallentamento dell'attività sembri dovuto soprattutto a fattori dal lato della

<sup>1</sup> Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE o dell'Eurosistema rappresentano un contributo alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. 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 21 agosto 2018 (cfr. riquadro 1); per le altre informazioni utilizzate la data di chiusura dell'esercizio è il 29 agosto. 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.

domanda, è probabile che una serie di fattori temporanei e dal lato dell'offerta abbiano altresì agito in qualche misura da freno nella prima metà del 2018.

**Guardando al futuro, nei prossimi trimestri l'espansione del PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe rimanere stabile.** Ciò è in linea con gli indicatori del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori, che restano elevati rispetto ai parametri storici nonostante il calo di alcuni di essi nella parte precedente dell'anno. Le prospettive sono altresì confermate da indicatori anticipatori quali EuroCOIN e il Conference Board Leading Economic Index.

## Tavola 1

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

(variazioni percentuali annue)

	Settembre 2018				Giugno 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIL in termini reali	2,5	2,0	1,8	1,7	2,5	2,1	1,9	1,7
		[1,8 - 2,2] <sup>2)</sup>	[1,0 - 2,6] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>		[1,8 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>
Consumi privati	1,7	1,5	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7	1,5
Consumi collettivi	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2
Investimenti fissi lordi	2,8	4,0	3,2	2,9	3,3	4,2	3,3	2,8
Esportazioni <sup>3)</sup>	5,6	3,1	3,8	3,6	5,4	4,2	4,4	3,8
Importazioni <sup>3)</sup>	4,2	3,5	4,5	3,9	4,6	4,1	4,7	4,0
Occupazione	1,6	1,4	0,9	0,8	1,6	1,4	1,1	0,8
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	9,1	8,3	7,8	7,4	9,1	8,4	7,8	7,3
IAPC	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,7	1,7	1,7
		[1,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>2)</sup>		[1,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[1,0 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>2)</sup>
IAPC al netto dell'energia	1,2	1,3	1,6	1,8	1,2	1,3	1,7	1,9
IAPC al netto di energia e alimentari	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,6	1,9
IAPC al netto di energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette <sup>4)</sup>	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,9
Costo unitario del lavoro	0,7	1,6	1,3	1,7	0,7	1,5	1,2	1,8
Reddito per occupato	1,5	2,2	2,2	2,7	1,6	2,3	2,1	2,7
Produttività del lavoro	0,9	0,6	0,9	1,0	0,9	0,7	0,9	0,9
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-1,0	-0,6	-0,8	-0,5	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) <sup>5)</sup>	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	86,6	84,8	82,8	80,6	86,7	84,8	82,7	80,4
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	3,5	3,2	2,8	2,8	3,5	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 sottoidice 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. L'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe diventare lievemente espansivo nel 2019 e sostanzialmente neutro nel 2020. La crescita dei consumi delle famiglie e degli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbe altresì trarre beneficio dalle condizioni robuste nei mercati del lavoro e dall'incremento della ricchezza netta. Al tempo stesso gli investimenti delle imprese continueranno a espandersi nel contesto dell'aumento degli utili e dell'alto grado di utilizzo della capacità produttiva. Le esportazioni dell'area dell'euro beneficerebbero 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 lievemente nell'orizzonte temporale di proiezione con il progressivo esaurirsi di alcuni andamenti favorevoli.** Il rallentamento della domanda esterna dell'area dell'euro frenerebbe la dinamica delle esportazioni nel 2018 e nel 2019. L'occupazione dovrebbe decelerare sostanzialmente nel 2019 e nel 2020, per motivi in gran parte connessi all'acuirsi della carenza di manodopera in alcuni paesi. Ci si attende altresì che la crescita dei consumi privati sia attenuata dalla normalizzazione del tasso di risparmio, rispetto a livelli bassi, nel contesto dell'espansione ciclica in alcuni paesi.

**Il ritmo di incremento del reddito disponibile reale si rafforzerebbe nel 2018 e nel 2019, per poi indebolirsi nel 2020.** Il contributo di salari e stipendi lordi alla crescita del reddito disponibile nominale dovrebbe aumentare notevolmente nel 2018 grazie alla maggiore dinamica salariale, per poi ridursi lievemente nel resto dell'orizzonte temporale di riferimento poiché l'ulteriore accelerazione delle retribuzioni nominali è più che compensata dall'impatto del rallentamento dell'occupazione. La crescita degli altri redditi personali si rafforzerebbe gradualmente nel periodo in esame, in linea con l'espansione degli utili. Il contributo dei trasferimenti fiscali netti dovrebbe rimanere negativo nel 2018 e passare in territorio positivo nel 2019 nel contesto delle riduzioni delle imposte dirette a cui si aggiunge l'aumento dei trasferimenti alle famiglie, per poi diventare neutro nel 2020. Nell'insieme ci si attende che la composizione della crescita del reddito disponibile nominale diventi meno favorevole per la spesa delle famiglie in quanto il reddito disponibile sarà trainato più dai salari che dall'occupazione; di solito i consumi reagiscono infatti in misura lievemente maggiore alle variazioni di quest'ultima.

**I consumi privati dovrebbero continuare a evidenziare una buona tenuta nell'arco di tempo considerato grazie alle condizioni favorevoli del credito bancario, rafforzate dalle misure di politica monetaria della BCE, e ai progressi realizzati nella riduzione della leva finanziaria.** Anche se hanno inciso sugli interessi percepiti e 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

maggior 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 in rassegna partendo da livelli storicamente bassi.** Dopo essere diminuito nel 2017 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. Inoltre crescerebbe 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 giugno, le ipotesi tecniche includono un rafforzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro, un calo 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 21 agosto 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 0,0% 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 2018, dell'1,3% nel 2019 e dell'1,6% nel 2020<sup>2</sup>. Da un confronto con l'esercizio di proiezione di giugno emerge che le aspettative di mercato per i tassi di interesse a breve termine sono state riviste verso il basso di 6 e 19 punti base rispettivamente per il 2019 e il 2020, mentre quelle per i tassi a lungo termine sono state corrette al ribasso di 8, 15 e 17 punti base rispettivamente per il 2018, il 2019 e il 2020.

Per quanto concerne le materie prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti future considerando la media delle due settimane fino al 21 agosto, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent salgano da 54,4 dollari al barile nel 2017 a 71,5 nel 2018 e 71,7 nel 2019, per poi scendere a 69,0 nel 2020. Tale profilo comporta che, rispetto alle proiezioni di giugno, i prezzi in dollari del petrolio siano inferiori del 4,0% nel 2018 e del 2,5% nel 2019 e superiori dello

---

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

0,4% nel 2020. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare lievemente nel 2018, scendere nel 2019 e registrare una ripresa nel 2020<sup>3</sup>.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 21 agosto. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi in media a 1,18 nel 2018 e a 1,14 nel 2019-2020, rispetto a 1,18 indicato nelle proiezioni di giugno. Il tasso di cambio effettivo dell'euro (calcolato nei confronti delle valute di 38 partner commerciali) è superiore dell'1,5% rispetto alle proiezioni di giugno.

#### Ipotesi tecniche

	Settembre 2018				Giugno 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Prezzo del petrolio (USD al barile)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
Tasso di cambio USD/EUR	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

**L'espansione degli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbe proseguire, sebbene a ritmi inferiori.** Gli investimenti in abitazioni sono cresciuti notevolmente nel 2016 e nel 2017, grazie alle condizioni di finanziamento molto favorevoli e alla più rapida dinamica dei redditi connessa al perdurante aumento del numero di posti di lavoro, ma la loro ripresa sembra avere raggiunto il suo livello massimo agli inizi del 2018. Continuano a sussistere i presupposti fondamentali per un'ulteriore crescita degli investimenti nell'edilizia residenziale 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 lo slancio di questa espansione sia moderato dall'acuirsi dei vincoli di capacità nel settore delle costruzioni e da andamenti demografici sfavorevoli in alcuni paesi. Inoltre, le condizioni di finanziamento dovrebbero inasprirsi lievemente ed è probabile che emergano gradualmente opportunità alternative di investimento a lungo termine con l'aumentare dei rendimenti.

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

<sup>3</sup> Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti future fino al termine del periodo di riferimento; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al terzo trimestre del 2019 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

che limita la produzione nel settore manifatturiero; le condizioni di finanziamento 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; le imprese potrebbero accrescere gli investimenti per compensare i vincoli connessi al lato dell'offerta di manodopera. Inoltre, la forte ripresa dei corsi azionari osservata negli ultimi anni, il protratto accumulo di attività 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 minore ed è ancora lievemente superiore ai livelli pre-crisi. Una graduale perdita di slancio degli investimenti delle imprese nel periodo considerato riflette la complessiva decelerazione della domanda sia interna sia esterna.

## Riquadro 2

### Contesto internazionale

---

**La crescita dell'economia mondiale dovrebbe moderarsi gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione a fronte di un aumento dei rischi e delle incertezze.** L'economia mondiale ha continuato a espandersi a un ritmo costante nella prima metà del 2018. Malgrado la moderazione registrata dal settore manifatturiero a livello globale negli ultimi mesi, le indagini congiunturali suggeriscono che l'attività economica mondiale rimane complessivamente sostenuta. Nel breve periodo, tuttavia, se ne prevede un indebolimento. Da un lato i paesi avanzati continuano a beneficiare dell'orientamento accomodante delle politiche monetarie e delle ingenti misure di stimolo fiscale negli Stati Uniti. La passata ripresa dei corsi petroliferi ha altresì contribuito a stabilizzare gli investimenti in molte economie esportatrici di petrolio. Dall'altro lato è aumentata l'incertezza riguardo alle relazioni commerciali future e ci si attende che questo influisca negativamente sul clima di fiducia e sugli investimenti a breve termine. I timori per il commercio, la graduale normalizzazione delle politiche monetarie nei paesi avanzati e le incertezze sul piano delle politiche hanno determinato un inasprimento delle condizioni finanziarie nei mesi recenti, soprattutto in alcune economie emergenti. Nel medio periodo ci si attende un rallentamento dell'attività al venir meno dei fattori ciclici favorevoli. L'output gap negativo si è già chiuso o è in via di riassorbimento in gran parte dei paesi avanzati e vi sarà una riduzione graduale del sostegno offerto dalle politiche. Le prospettive della Cina dovrebbero risentire della transizione del paese verso un sentiero di crescita inferiore (meno dipendente dalle misure di stimolo). Inoltre le economie dei paesi esportatori di materie prime, pur registrando una ripresa, sono ancora poste di fronte alla necessità di risanare i conti pubblici. Nell'insieme, la crescita dell'attività mondiale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe essere pari al 3,9% nel 2018 e scendere al 3,7% nel 2020. Rispetto alle proiezioni di giugno, il tasso di incremento del PIL mondiale è stato rivisto verso il basso di 0,1 punti percentuali nel 2018 e 0,2 nel 2019. Queste correzioni al ribasso riflettono un indebolimento delle prospettive in alcune economie emergenti, specialmente in Turchia. Si ritiene inoltre che le crescenti tensioni commerciali e le maggiori incertezze riguardo alle prospettive mondiali frenino gli investimenti a livello internazionale nei prossimi trimestri.

## Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

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

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

### **Dopo avere bruscamente rallentato nel secondo trimestre di quest'anno, l'interscambio mondiale dovrebbe registrare una ripresa moderata mantenendosi tuttavia relativamente modesto a fronte delle crescenti incertezze connesse al protezionismo commerciale.**

L'interscambio mondiale ha decelerato nei primi mesi di quest'anno, dopo essere cresciuto a ritmi elevati nel 2017. Guardando al futuro, le tariffe introdotte finora riguardano una percentuale relativamente ridotta del commercio internazionale. Tuttavia, hanno acuito i timori riguardo alle prospettive per le politiche commerciali e l'economia mondiale e ci si attende che questo pesi sulle prospettive per l'interscambio e l'attività globale. Nel medio periodo il commercio internazionale dovrebbe rafforzarsi a un ritmo sostanzialmente analogo a quello dell'attività mondiale.

Complessivamente, la crescita della domanda esterna dell'area dell'euro scenderebbe dal 4,1% nel 2018 al 3,6% nel 2020. In confronto alle proiezioni di giugno è stata corretta al ribasso di 1,1, 0,7 e 0,1 punti percentuali rispettivamente nel 2018, nel 2019 e nel 2020. Tali revisioni verso il basso rispecchiano principalmente il minore slancio osservato nei dati nel breve periodo, mentre a più lungo termine riflettono l'impatto dell'aumento delle tariffe commerciali e gli effetti dell'atteso indebolimento dell'attività.

### **Secondo le proiezioni, la dinamica delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro si attenuerebbe in linea con il rallentamento della domanda esterna.**

Le esportazioni verso l'esterno dell'area dovrebbero continuare a crescere a un ritmo simile a quello della domanda esterna, il che implica quote di mercato delle esportazioni sostanzialmente stabili nel periodo in esame. 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 la crescita delle importazioni sia lievemente superiore a quella delle esportazioni, il contributo dell'interscambio netto alla crescita economica – molto consistente nel 2017 – sarebbe sostanzialmente neutro nell'orizzonte temporale di proiezione.

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

Il numero di occupati nell'area dell'euro è aumentato dello 0,4% nel primo e nel secondo trimestre del 2018. 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

talune economie dell'area) venga gradualmente meno. Sul finire del periodo considerato si assume un inasprirsi della carenza di manodopera in alcuni paesi.

**Le proiezioni segnalano una moderazione della crescita delle forze di lavoro nell'orizzonte temporale considerato.** 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 il perdurante aumento dei tassi di partecipazione al mercato del lavoro (compresa l'inversione dell'effetto di scoraggiamento dei lavoratori). Tuttavia, nell'arco di tempo considerato questi effetti positivi sarebbero gradualmente compensati dall'impatto sfavorevole dell'invecchiamento demografico in un contesto in cui le coorti più anziane che escono dalle forze di lavoro sono in numero maggiore rispetto a quelle più giovani che entrano a farvi parte.

**Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere al 7,4% nel 2020.** È diminuito all'8,3% nel secondo 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 produttività del lavoro registrerebbe una ripresa nel 2019 e nel 2020.** La produttività del lavoro ha rallentato nella prima metà del 2018 dopo il forte slancio del 2017, di riflesso all'inatteso indebolimento dell'attività. Nella seconda metà dell'anno dovrebbe registrare un incremento moderato rispecchiando la reazione ritardata dell'occupazione alla moderazione dell'attività agli inizi del 2018. Più a lungo termine 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 aumenterà nel prosieguo del periodo in rassegna avvicinandosi gradualmente al proprio tasso medio 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 lavoro 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 alla crescita 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 giugno, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista lievemente verso il basso nel 2018 e nel 2019.** Queste correzioni al ribasso sono principalmente connesse al contributo inferiore al previsto fornito dal commercio netto, che ha riflesso le revisioni verso il basso della domanda esterna e il rafforzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Tali effetti più che compensano l'impatto positivo sulla domanda interna derivante dai minori tassi sui prestiti e dalle misure di stimolo fiscale.

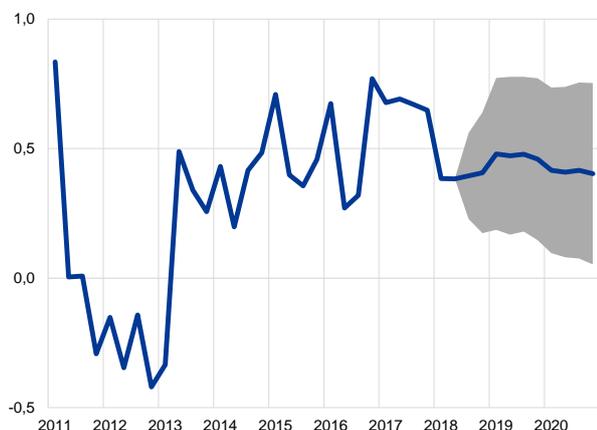
## Grafico 1

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

(dati trimestrali)

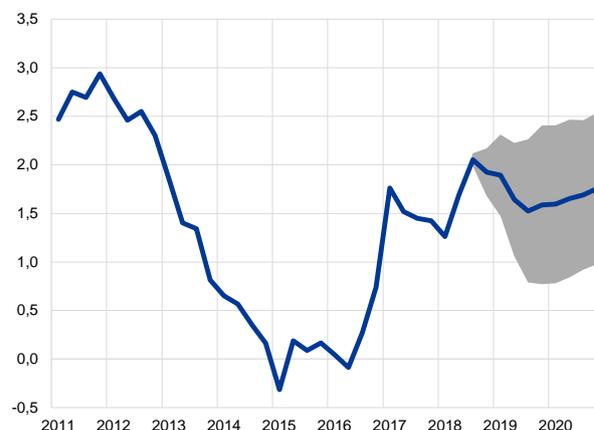
#### PIL in termini reali dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

(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 sarebbe mediamente pari 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 dovrebbe diminuire nell'intero periodo in esame, riflettendo effetti base al ribasso e il lieve calo dei prezzi dei contratti future sui corsi petroliferi. L'inflazione di fondo crescerebbe sulla scia del miglioramento della posizione ciclica dell'economia e della connessa intensificazione della dinamica salariale. Alcuni ulteriori effetti al rialzo su questa componente dovrebbero provenire dagli andamenti esterni dei prezzi in quanto gli aumenti passati dei corsi petroliferi esercitano un impatto indiretto sullo IAPC calcolato al netto dell'energia e dei beni alimentari, che nell'insieme aumenterebbe gradualmente passando dall'1,1% nel 2018 all'1,8% nel 2020.

**Ci si attende che la crescita salariale registri un rafforzamento sensibile nell'orizzonte temporale di proiezione in un contesto in cui le condizioni nei mercati del lavoro diventano più tese e viene meno l'impatto dei fattori che hanno frenato la dinamica delle retribuzioni in alcuni paesi negli ultimi anni.**

L'incremento del reddito per occupato dovrebbe salire considerevolmente nel periodo in rassegna, fino a raggiungere il 2,7% nel 2020. Dato il ritmo relativamente modesto di aumento della produttività nell'arco di tempo considerato, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto registrerebbe un incremento in linea con 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 dell'area. Le condizioni favorevoli nei mercati del lavoro sono già diventate visibili nell'aumento delle retribuzioni contrattuali. Nelle economie dell'area in cui il processo di formazione dei salari include elementi di indicizzazione sull'inflazione passata, l'intensificazione della dinamica salariale sarebbe altresì sorretta dal recente aumento significativo dell'inflazione complessiva. Inoltre, gli effetti di freno sulle retribuzioni esercitati da fattori connessi alla crisi – 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 dell'espansione 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 esercitare ulteriori pressioni inflazionistiche nell'arco di tempo considerato.** Ci si attende che l'accelerazione del costo unitario del lavoro e l'incremento delle imposte indirette nette per unità di prodotto siano le principali determinanti di crescenti spinte inflazionistiche misurate dal deflatore del PIL. Il ritmo di incremento dei margini di profitto dovrebbe essere contenuto, specialmente verso la fine dell'orizzonte temporale di proiezione, riflettendo l'andamento lievemente calante della crescita dell'attività.

**Le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero rimanere positive pur registrando una moderazione nel periodo in esame.** La traiettoria discendente del deflatore delle importazioni a partire dall'anno prossimo riflette ipotesi di un lieve calo delle quotazioni del petrolio che conterrà 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.

**L'inflazione misurata sullo IAPC è invariata rispetto all'esercizio di proiezione di giugno.** L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è stata rivista lievemente al ribasso per il 2019 e il 2020, in linea con il lieve deterioramento delle prospettive di crescita. Tali revisioni sono compensate da una correzione al rialzo della componente energetica riconducibile all'aumento dei prezzi dell'elettricità e del gas in alcuni paesi nel 2018 e delle ipotesi per i prezzi in euro del petrolio, che seguono un andamento discendente meno accentuato rispetto al precedente esercizio di proiezione.

### 3 Prospettive per i conti pubblici

**L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe essere sostanzialmente neutro nel 2018 e lievemente espansivo nel 2019, per poi tornare sostanzialmente neutro nel 2020.** Viene misurato come variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo, al netto del sostegno pubblico a favore del settore finanziario. Le misure discrezionali nel 2018 sono espansive, per motivi

riconducibili in parte alla diminuzione dei contributi previdenziali e delle imposte sui redditi delle imprese e in parte alla crescita più dinamica della spesa pubblica. Tuttavia, l'azione di stimolo esercitata da questi provvedimenti discrezionali è in larga misura compensata dalle abbondanti entrate dirette. Nel 2019 il contributo principale all'orientamento espansivo delle politiche di bilancio è fornito dalla riduzione delle imposte dirette e dall'aumento della spesa pubblica in un paese dell'area, che è in parte controbilanciato dalle azioni di risanamento in un altro. Nel 2020 l'ulteriore ridimensionamento delle imposte dirette e dei contributi previdenziali è parzialmente compensato da una crescita più modesta dei trasferimenti e delle sovvenzioni, oltre che dei consumi collettivi.

**Nel periodo in rassegna sia il disavanzo sia il debito pubblico in rapporto al PIL dovrebbero seguire un andamento calante.** Le proiezioni di bilancio implicano un calo del disavanzo pubblico nell'arco di tempo considerato per motivi principalmente riconducibili al miglioramento della componente ciclica e alla diminuzione degli esborsi per interessi come conseguenza della sostituzione di passività pregresse aventi costi elevati con nuovo debito a tassi di interesse inferiori. Ciò è parzialmente compensato dal deterioramento del saldo primario corretto per il ciclo. L'andamento calante del debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è sorretto dal perdurare di saldi primari positivi e dal differenziale favorevole fra tasso di interesse e tasso di crescita<sup>4</sup>. Rispetto all'esercizio di giugno, le prospettive per il disavanzo sono sostanzialmente invariate e il debito pubblico in rapporto al PIL è stato invece corretto lievemente al rialzo per il 2020 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 sull'incertezza inerente ad alcune ipotesi sottostanti fondamentali e sulla sensibilità delle proiezioni rispetto a tali variabili.

#### 1) Profilo alternativo dei prezzi del petrolio

**Da modelli alternativi sui corsi del greggio emerge, nel periodo in esame, il rischio di quotazioni più elevate rispetto a quelle suggerite dai prezzi dei contratti future.** Le ipotesi tecniche sugli andamenti dei corsi petroliferi sottostanti allo scenario di base delle proiezioni, che sono elaborate sui prezzi dei future, indicano un andamento lievemente discendente delle quotazioni del petrolio, con il prezzo del greggio di qualità Brent che raggiungerebbe 69 dollari al barile nel 2020. Tale profilo è coerente con il protrarsi della crescita della domanda mondiale di petrolio. Per quanto concerne i fattori dal lato dell'offerta, i contratti future sui prezzi del petrolio riflettono altresì probabilmente l'impatto verso il basso sui corsi petroliferi derivante

<sup>4</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.

dall'allentamento della politica dell'OPEC di riduzione delle forniture, che potrebbe sopravanzare le attese lievemente inferiori per la produzione statunitense di greggio (a causa di strozzature nei trasporti) nel breve periodo e i timori per la diminuzione dell'offerta dall'Iran a seguito delle sanzioni imposte dagli Stati Uniti. Una combinazione di modelli alternativi utilizzati dagli esperti della BCE<sup>5</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 del 4,7% 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 lievemente più rapido dello IAPC (con un aumento di 0,1 punti percentuali 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 21 agosto 2018, che è nettamente sbilanciata verso un apprezzamento dell'euro. Il 75° percentile di tale distribuzione comporta un apprezzamento dell'euro a 1,33 dollari per euro nel 2020, ossia un cambio superiore di circa il 16,5% 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 0,4 e 0,5 punti percentuali nel 2019 e nel 2020) e per l'inflazione misurata sullo IAPC (rispettivamente di 0,5 e 0,6 punti percentuali nel 2019 e nel 2020).

## **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 della BCE/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 attuali proiezioni degli esperti della BCE (fra parentesi nella tavola).**

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

## 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	settembre 2018	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8 - 2,2]	[1,0 - 2,6]	[0,6 - 2,8]	[1,6 - 1,8]	[1,1 - 2,3]	[0,9 - 2,5]
Commissione europea	luglio 2018	2,1	2,0	-	1,7	1,7	-
OCSE	maggio 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	agosto 2018	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	agosto 2018	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	luglio 2018	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
FMI	luglio 2018	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Fonti: *Interim European Economic Forecast* della Commissione europea, estate 2018; *World Economic Outlook* dell'FMI, aggiornamento di luglio 2018 (PIL); *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2018 (IAPC); *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2018; *Consensus Economics Forecasts*, agosto 2018; il dato di Consensus Economics per il 2020 è tratto dall'indagine sugli andamenti della produttività e dei salari (*Trends in Productivity and Wages*) di agosto 2018 e il dato sull'inflazione misurata sullo IAPC per il 2020 è tratto dall'indagine previsionale a lungo termine di luglio 2018; *Euro Zone Barometer* di MJEconomics, agosto 2018; *Survey of Professional Forecasters* della BCE, luglio 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 2529-4504 (pdf)  
 Numero di catalogo UE QB-CE-18-002-IT-N (pdf)