



# Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2016<sup>1</sup>

*La ripresa economica nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, sostanzialmente in linea con quanto prospettato nell'esercizio di settembre 2016. Nell'orizzonte di proiezione sarebbe sostenuta dall'atteso recupero dell'economia mondiale e dalla tenuta della domanda interna, sorretta dall'orientamento molto accomodante della politica monetaria, dai progressi conseguiti in passato nella riduzione della leva finanziaria nei vari settori e dal perdurante miglioramento dei mercati del lavoro. In media d'anno, il PIL in termini reali aumenterebbe dell'1,7% nel 2016 e nel 2017 e dell'1,6% nel 2018 e nel 2019.*

*L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) dovrebbe aumentare significativamente dallo 0,2% nel 2016 all'1,3% nel 2017, all'1,5% nel 2018 e all'1,7% nel 2019, alimentata in particolare nel breve periodo dall'inversione dei prezzi del petrolio. Inoltre, con la graduale diminuzione dell'eccesso di offerta nei mercati del lavoro, anche gli aumenti salariali e l'espansione del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbero rafforzare l'inflazione nel periodo in esame.*

## 1 Economia reale

**Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,3% nel terzo trimestre del 2016, sorretto dalla domanda interna.** Le informazioni disponibili per il terzo trimestre stanno a indicare che i consumi privati e gli investimenti fissi hanno contribuito positivamente all'attività, mentre le esportazioni sono cresciute meno delle importazioni e l'interscambio netto ha quindi fornito un contributo negativo. Le condizioni nei mercati del lavoro hanno continuato a migliorare negli ultimi mesi, in presenza di un aumento dell'occupazione e di un calo del tasso di disoccupazione che sono stati maggiori del previsto. Il clima di fiducia si è ancora rafforzato nei diversi settori e paesi, a indicare una tenuta della crescita nel breve periodo.

<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. 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 17 novembre 2016 (cfr. riquadro 2); per le altre informazioni utilizzate la data di chiusura dell'esercizio è il 24 novembre.

Le proiezioni macroeconomiche di questo mese si riferiscono al periodo 2016-2019. Nella loro interpretazione va ricordato che esercizi previsivi condotti per un orizzonte temporale così esteso presentano un grado di incertezza molto elevato. Cfr. l'articolo *Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema* nel numero di maggio 2013 del Bollettino mensile della BCE.

**Nell'orizzonte di proiezione, il PIL in termini reali aumenterebbe dell'1,7% nel 2016 e nel 2017 e dell'1,6% nel 2018 e nel 2019.** La tenuta della domanda interna dovrebbe continuare a fornire il principale sostegno alla crescita del PIL in termini reali, sorretta dall'orientamento molto accomodante della politica monetaria della BCE. Le proiezioni segnalano che le esportazioni acquisiranno progressivamente slancio grazie al graduale recupero atteso per l'economia mondiale e che questo determinerà un miglioramento progressivo del contributo dell'interscambio netto nell'arco di tempo considerato.

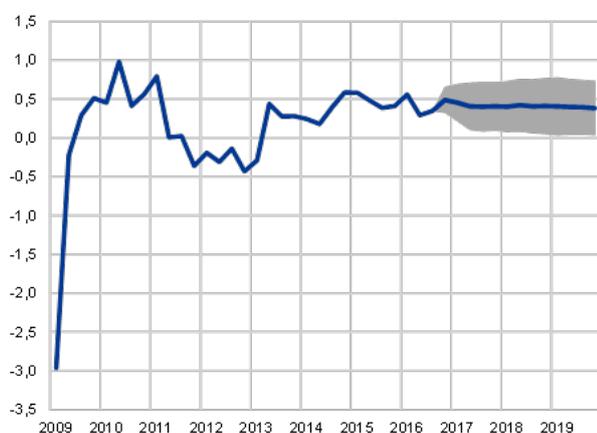
## Grafico 1

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

(dati trimestrali)

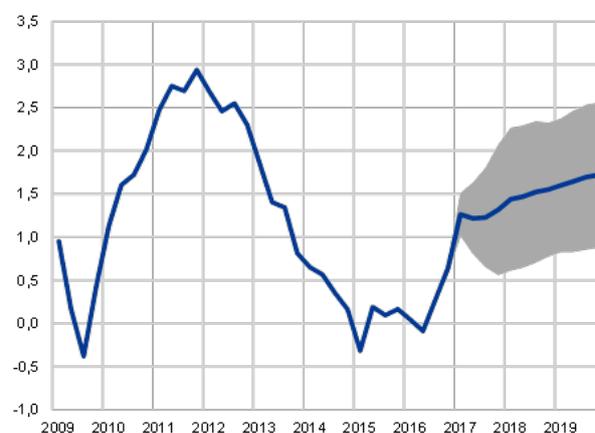
#### PIL in termini reali dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



#### IAPC dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

**La spesa per consumi privati conserverebbe sostanzialmente il suo slancio nel periodo in rassegna.** Il clima di fiducia dei consumatori è nuovamente migliorato negli ultimi mesi, sulla scia delle più favorevoli aspettative economiche generali e attese finanziarie individuali.

**Le prospettive a medio termine per la crescita del reddito disponibile nominale rimangono positive.** Il contributo di salari e stipendi lordi dovrebbe aumentare nell'orizzonte di proiezione, poiché la minore crescita dell'occupazione è più che compensata dall'aumento del tasso di incremento dei redditi per occupato. Gli altri redditi personali dovrebbero rafforzarsi, riflettendo sostanzialmente il profilo dei profitti, mentre ci si attende che il contributo dei trasferimenti fiscali netti sia lievemente negativo. Al tempo stesso la crescita del reddito disponibile reale diminuirebbe nel 2017 per la ripresa dell'inflazione al consumo e conserverebbe poi il suo slancio.

**Il miglioramento delle condizioni del credito bancario, rafforzato dalle misure di politica monetaria della BCE, dovrebbe sostenere la dinamica dei consumi privati.** Anche se hanno inciso sia sugli interessi percepiti sia su quelli versati dalle famiglie, i bassi tassi di interesse tendono a redistribuire le risorse dai risparmiatori

netti ai prenditori netti. Poiché questi ultimi presentano di norma una maggiore propensione marginale al consumo, tale redistribuzione fornirebbe un sostegno ulteriore ai consumi privati aggregati. Inoltre, anche i progressi realizzati nella riduzione della leva finanziaria e il previsto incremento della ricchezza netta delle famiglie di riflesso agli ulteriori aumenti dei prezzi delle abitazioni dovrebbero sorreggere i consumi. Nell'insieme, la crescita annua dei consumi privati scenderebbe in misura modesta dall'1,7% nel 2016 all'1,5% sia nel 2017 sia nel 2018 e all'1,4% nel 2019.

**Il tasso di risparmio dovrebbe diminuire fino alla metà del 2017, per poi mantenersi invariato nel periodo successivo.** Si stima che sia aumentato dalla metà del 2015, molto probabilmente in quanto le famiglie hanno risparmiato parte del maggior reddito connesso ai prezzi del petrolio. Tale impatto sul saggio di risparmio sarebbe temporaneo e il suo venir meno implicherebbe un calo di quest'ultimo nel corso del 2017. Il tasso di risparmio dovrebbe poi mantenersi stabile nel resto dell'orizzonte di proiezione: il calo della disoccupazione, il miglioramento delle condizioni creditizie e i bassi tassi di interesse tenderebbero a ridurlo in alcuni paesi, mentre le perduranti esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria e la rimodulazione prociclica dei consumi lo farebbero aumentare in altri.

## 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 modifiche apportate alle ipotesi tecniche includono tassi di interesse più alti, quotazioni in dollari del petrolio superiori e un contenuto apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro.** Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 17 novembre 2016. 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 2016 e nel 2017, del -0,2% nel 2018 e dello 0,0% nel 2019. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media dello 0,8% nel 2016, dell'1,2% nel 2017, dell'1,5% nel 2018 e dell'1,7% nel 2019<sup>2</sup>. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, i tassi compositi sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro dovrebbero mostrare un aumento modesto nel 2017 e crescere ulteriormente 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 17 novembre, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent calino da 52,4 dollari al barile nel 2015 a 43,1 nel 2016, per poi aumentare a 49,3 nel 2017, 52,6 nel 2018 e 54,6 nel 2019; i valori per il 2017-2018 risultano ora mediamente superiori di circa due dollari rispetto a quelli

<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.

indicati nelle proiezioni di settembre. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire in certa misura nel 2016 e registrare un aumento nel 2017 e nel periodo successivo<sup>3</sup>. Quanto ai tassi di cambio bilaterali, si ipotizza che restino invariati nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 17 novembre. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi in media a 1,11 nel 2016 e a 1,09 tra il 2017 e il 2019, rispetto a 1,11 indicato nelle proiezioni di settembre. Il tasso di cambio effettivo dell'euro (calcolato nei confronti delle valute di 38 partner commerciali) sarebbe superiore dello 0,2% nel 2016 e dello 0,4% nel 2017 e nel 2018 rispetto alle ipotesi dell'esercizio di settembre.

#### Ipotesi tecniche

	Dicembre 2016				Settembre 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Prezzo del petrolio (USD al barile)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
Tasso di cambio USD/EUR	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

#### **Ci si attende una perdurante espansione degli investimenti nell'edilizia residenziale nell'area dell'euro.**

Secondo le proiezioni l'accelerazione del reddito disponibile nominale, il livello estremamente contenuto dei tassi sui mutui ipotecari e le limitate opportunità di altri investimenti dovrebbero favorire una ripresa sostenuta degli investimenti residenziali. Queste prospettive favorevoli sono dimostrate anche dal numero crescente di concessioni edilizie e dalla sempre maggiore domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni nel contesto delle migliorate condizioni del credito bancario, in particolare attraverso l'abbassamento dei margini sui prestiti medi. Inoltre, il processo di aggiustamento nei mercati immobiliari di alcuni paesi sembra essersi concluso e i prezzi delle abitazioni hanno iniziato ad aumentare. Nondimeno, in alcuni paesi gli alti livelli di disoccupazione e debito delle famiglie esercitano un effetto di moderazione sugli investimenti residenziali che dovrebbe venire meno solo gradualmente. Altrove, la crescita di tali investimenti è moderata dal loro livello già elevato rispetto al reddito disponibile e da andamenti demografici sfavorevoli.

#### **Gli investimenti delle imprese dovrebbero registrare un'espansione costante.**

La dinamica degli investimenti sarebbe sostenuta da una serie di fattori: il clima di fiducia delle imprese continua a migliorare sulla scia delle attese favorevoli riguardo alla produzione, dell'aumento degli ordini e di un'inversione delle aspettative per i prezzi di vendita; il grado di utilizzo della capacità produttiva ha già raggiunto il suo livello massimo dalla metà del 2008; le condizioni di finanziamento restano molto

<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 quarto trimestre del 2017 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

favorevoli, rafforzate dalle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE; la domanda interna dovrebbe mantenere una buona tenuta e quella esterna dovrebbe rafforzarsi; si è profilata l'esigenza di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti; i margini di profitto dovrebbero ampliarsi a fronte di una liquidità già abbondante nel settore delle società non finanziarie (SNF). Inoltre, la forte ripresa dei corsi azionari osservata negli ultimi anni e la moderata crescita dei debiti finanziari hanno portato l'indice di leva finanziaria (rapporto fra debito e attività totali) nel settore delle SNF su livelli prossimi ai minimi storici. Tuttavia, la ripresa degli investimenti delle imprese sarà ancora frenata da rigidità nei mercati dei beni e servizi e dalle aspettative di una crescita del prodotto potenziale inferiore al passato.

**Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro dovrebbero accelerare nell'orizzonte considerato, sostanzialmente in linea con la domanda esterna.**

Secondo le attese la domanda esterna dell'area dell'euro acquisirebbe slancio dalla fine del 2016, con l'aumento della domanda di importazioni nelle economie sia avanzate sia emergenti (fra cui Russia e Brasile), ma la dinamica moderata delle importazioni nel Regno Unito ne impedirebbe una crescita maggiore. Nell'insieme, le proiezioni indicano che il tasso di incremento della domanda esterna rimarrà ben inferiore ai livelli osservati prima della crisi<sup>4</sup>. Le esportazioni verso l'esterno dell'area dovrebbero acquistare vigore dal quarto trimestre del 2016, riflettendo sostanzialmente il ritmo della domanda esterna. Le importazioni dall'esterno dell'area si espanderebbero a un tasso lievemente superiore a quello delle esportazioni e in linea con la loro elasticità storica alla domanda totale. Il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL in termini reali dovrebbe diventare più favorevole nel periodo considerato e l'avanzo delle partite correnti dovrebbe mantenersi costante a circa il 3,1% del PIL.

## Riquadro 2

### Contesto internazionale

---

**L'attività mondiale dovrebbe rafforzarsi nell'orizzonte di proiezione.** I dati pubblicati dopo il precedente esercizio di proiezione sembrano confermare questa valutazione per la seconda metà dell'anno, a indicare una crescita relativamente stabile nelle economie avanzate e un lieve miglioramento in quelle emergenti. In prospettiva, il ritmo di espansione dell'attività economica mondiale dovrebbe continuare a rafforzarsi pur mantenendosi inferiore al livello osservato prima della crisi. Le prospettive nelle economie sia avanzate sia emergenti rimangono contrastanti. Negli Stati Uniti l'attività sarebbe sorretta da politiche ancora sostanzialmente accomodanti e dal miglioramento dei mercati del lavoro, mentre in Giappone ci si attende che il ritmo di espansione resti moderato e nel Regno Unito che l'acuita incertezza pesi sulle prospettive di crescita a medio termine dell'economia. Inoltre è probabile che la perdurante decelerazione del prodotto cinese gravi sulle prospettive economiche degli altri paesi emergenti, mentre la graduale attenuazione della profonda recessione in alcune delle principali economie esportatrici di materie prime rimane in prospettiva una fonte di sostegno alla crescita mondiale.

---

<sup>4</sup> Cfr. IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, settembre 2016.

**Anche il commercio mondiale avrebbe acquisito un certo slancio nella seconda metà di quest'anno dopo la debolezza osservata nel primo semestre.** Le importazioni mondiali escluse l'area dell'euro nella prima metà del 2016 sono state riviste lievemente al rialzo e gli indicatori disponibili mostrano segnali positivi riguardo alle prospettive a breve termine. Nel medio periodo l'interscambio globale dovrebbe rafforzarsi, grazie alla ripresa dell'attività internazionale. Secondo le attese la domanda esterna dell'area aumenterebbe dell'1,5% nel 2016, del 2,4% nel 2017, del 3,4% nel 2018 e del 3,6% nel 2019.

## Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

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

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

Rispetto all'esercizio di proiezione di settembre, le prospettive per la ripresa mondiale e la domanda esterna non evidenziano variazioni di rilievo.

### **L'output gap negativo dovrebbe chiudersi entro la fine del periodo in esame, riflettendo una crescita potenziale solo moderata.**

Secondo le stime la crescita del prodotto potenziale dovrebbe rimanere moderata nell'orizzonte considerato e mantenersi ben inferiore al livello osservato prima della crisi, pari a circa l'1,7%. Questa dinamica modesta riflette principalmente il contributo piuttosto basso del capitale dopo un periodo protratto di estrema debolezza degli investimenti. Il contributo del lavoro aumenterebbe lievemente, rispecchiando l'incremento della popolazione in età lavorativa e la crescente partecipazione alle forze di lavoro come conseguenza delle riforme strutturali, ma resterà in certa misura inferiore alla media antecedente la crisi a causa dell'invecchiamento demografico. Poiché l'incremento effettivo del PIL dovrebbe risultare ben superiore al tasso di crescita moderato del prodotto potenziale, ci si attende che l'output gap negativo si restringa costantemente e arrivi a chiudersi entro la fine del periodo di riferimento.

### **Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro dovrebbero continuare a migliorare nell'orizzonte di proiezione.**

L'occupazione seguirebbe ad aumentare nel periodo in esame, anche se a ritmi inferiori rispetto ai trimestri recenti. Nel breve periodo questo riflette principalmente una normalizzazione al venir meno di alcuni fattori favorevoli temporanei, mentre nel resto dell'orizzonte previsivo rispecchia soprattutto l'ipotizzato acutizzarsi della carenza di manodopera qualificata in alcune parti dell'area dell'euro. Questi andamenti dell'occupazione implicano un rafforzamento della crescita della produttività del lavoro dallo 0,3% nel 2016 allo 0,9% nel 2019 di riflesso a un profilo prociclico con un crescente utilizzo sia del capitale sia del lavoro, un aumento del numero di ore lavorate per occupato e un

lieve incremento della produttività totale dei fattori. Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere, seppure a ritmi inferiori rispetto al passato recente, poiché la crescita dell'occupazione diminuisce più di quella delle forze di lavoro.

**Rispetto alle proiezioni di settembre, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista lievemente verso l'alto nel breve periodo e mantenuta sostanzialmente invariata nel periodo successivo.** Le migliori prospettive a breve termine riflettono gli andamenti più favorevoli degli indicatori di breve periodo e le recenti sorprese positive concernenti i mercati del lavoro e delle abitazioni.

## 2 Prezzi e costi

**Le proiezioni indicano per l'inflazione misurata sullo IAPC un aumento significativo dallo 0,2% nel 2016 all'1,3% nel 2017 e un ulteriore lieve incremento all'1,5% nel 2018 e all'1,7% nel 2019.** I prezzi dell'energia sarebbero alla base di circa quattro quinti dell'aumento dell'inflazione calcolata sullo IAPC tra il 2016 e il 2017. Ci si attende che il venir meno del forte effetto frenante esercitato dal passato calo dei corsi petroliferi, il quale ha pesato sull'inflazione complessiva nel 2015 e nel 2016, determini un aumento significativo di quest'ultima nel 2017 e in particolare agli inizi dell'anno. Successivamente, l'appiattirsi del profilo della curva dei contratti future sui prezzi del petrolio implica un lieve indebolimento della crescita di questa componente dello IAPC nel resto del 2017 e una sostanziale stabilità nel prosieguo del periodo.

**L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari dovrebbe aumentare gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione date le crescenti pressioni interne sui costi.** Si prevede che il miglioramento in atto delle condizioni nei mercati del lavoro, riflesso nel continuo aumento dell'occupazione, determini una riduzione dell'eccesso di offerta in tali mercati. Ciò dovrebbe contribuire a un incremento notevole della crescita dei salari e del costo del lavoro per unità di prodotto fino al 2019. Anche i margini di profitto si espanderebbero ulteriormente, in linea con la chiusura dell'output gap, sebbene a un ritmo generalmente costante o inferiore rispetto a quello osservato nel periodo recente. Inoltre, il venir meno degli effetti di contenimento esercitati dal passato calo dei corsi petroliferi e l'ipotizzato aumento dei prezzi del petrolio dovrebbero concorrere alla crescita dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari per il tramite di effetti indiretti. Per contro, sulle prospettive di quest'ultima pesano la graduale attenuazione dell'impatto verso l'alto proveniente dal passato deprezzamento dell'euro e gli effetti al ribasso del successivo apprezzamento dello stesso. Nell'insieme il tasso calcolato al netto della componente energetica e alimentare si collocherebbe in media allo 0,9% nel 2016 e salirebbe gradualmente nell'orizzonte di proiezione fino a raggiungere l'1,7% nel 2019, costituendo la determinante principale del rafforzamento dell'inflazione complessiva dalla metà del 2017.

**L'attesa inversione dei prezzi all'importazione costituisce un importante fattore alla base del previsto aumento dell'inflazione a breve termine.** Dopo un periodo

insolitamente lungo di cali consecutivi dei prezzi all'importazione, il tasso di incremento annuo di questi ultimi dovrebbe diventare positivo nel 2017. Un elemento fondamentale della prevista inversione è l'ipotizzato aumento dei corsi delle materie prime e, in particolare, del petrolio. Anche forti effetti base al rialzo svolgono un ruolo significativo nel cambiamento di segno del tasso di variazione annuo del deflatore delle importazioni tra il 2016 e il 2017. Il graduale aumento delle pressioni esercitate dall'inflazione mondiale al netto della componente delle materie prime, sorretto dal calo della capacità inutilizzata globale, dovrebbe alimentare le spinte esterne sui prezzi nell'area dell'euro. Anche se previste in aumento, le pressioni sui prezzi a livello mondiale rimarrebbero moderate per effetto del grado ancora considerevole di capacità eccedente globale, sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti, e del risultante livello elevato di concorrenza con i paesi caratterizzati da bassi costi di produzione.

**La crescita dei salari aumenterebbe visibilmente nell'intero arco di proiezione in presenza di un graduale calo dell'eccesso di offerta nei mercati del lavoro e del progressivo venir meno di altri fattori frenanti.**

Le proiezioni indicano un incremento dei redditi per occupato dall'1,2% nel 2016 al 2,4% nel 2019. Fattori importanti alla base di questo considerevole aumento sono i previsti miglioramenti delle condizioni nei mercati del lavoro e la prospettata crescita dell'inflazione che dovrebbe a sua volta influire sugli andamenti delle retribuzioni poiché i processi di contrattazione salariale includono un significativo elemento retrospettivo in alcuni paesi dell'area dell'euro. Inoltre, le esigenze di moderazione della dinamica retributiva per recuperare competitività di prezzo in talune economie o la compressione dei salari (pent-up wage restraint) dovrebbero gradualmente attenuarsi nell'orizzonte di proiezione. A ciò si aggiunge il fatto che gli effetti frenanti delle riforme strutturali dei mercati del lavoro attuate in alcuni paesi dell'area durante la crisi potrebbero pesare meno sulla crescita salariale mano a mano che la ripresa congiunturale procede e si amplia. In aggiunta, gli effetti di composizione dovrebbero attenuarsi in un contesto in cui i guadagni di occupazione diventano più diffusi e meno focalizzati che negli anni recenti nei settori caratterizzati da scarsa produttività e quindi da bassi salari.

**Ci si attende che i margini di profitto continuino ad ampliarsi nell'orizzonte di proiezione, beneficiando della perdurante ripresa economica, ma a ritmi molto inferiori rispetto al 2015.**

I margini di profitto sono stati sostenuti nel 2015 dalla netta flessione dei corsi petroliferi, che non sarebbe stata interamente trasmessa ai prezzi al consumo, e dai deboli andamenti del costo del lavoro per unità di prodotto. Con il venir meno dell'effetto esercitato dalle quotazioni petrolifere e la maggiore crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2016, dovrebbero registrare una decelerazione. Il ritmo sostanzialmente invariato e moderato di incremento dei margini di profitto nel resto dell'orizzonte di proiezione è in linea con la prevista ripresa congiunturale e con l'effetto lievemente frenante dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto.

**Rispetto alle proiezioni di settembre, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono sostanzialmente invariate.** Il profilo dell'inflazione di fondo è

lievemente più debole rispetto al precedente esercizio di proiezione, ma ciò è più che compensato nel 2017 dall'aumento della componente energetica.

### 3 Prospettive per i conti pubblici

**L'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe essere espansivo nel 2016 e sostanzialmente neutro nel 2017-2019.** Questo è misurato come variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo, al netto del sostegno pubblico a favore del settore finanziario. Nel 2016 l'orientamento espansivo delle politiche di bilancio è per lo più riconducibile alle misure fiscali discrezionali, mentre i fattori non discrezionali svolgono un ruolo minore e sono connessi principalmente a un piccolo calo delle entrate non tributarie.

**Nel periodo in esame il disavanzo e il debito pubblico in rapporto al PIL dovrebbero seguire un andamento calante.** Nel 2016 i minori esborsi per interessi e il miglioramento della componente ciclica hanno più che compensato il deterioramento del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo. Dal 2017 al 2019 l'ulteriore calo degli esborsi per interessi e il miglioramento della componente ciclica comportano una flessione ulteriore del disavanzo di bilancio, mentre il saldo primario corretto per il ciclo resta invariato. La graduale riduzione del debito pubblico nell'orizzonte di proiezione è principalmente sostenuta dal differenziale favorevole fra crescita e tassi di interesse alla luce della prospettata ripresa dell'economia e dell'ipotesi di tassi di interesse contenuti. Anche l'avanzo primario esercita un impatto favorevole sull'evoluzione prevista del debito.

**Rispetto all'esercizio di settembre, le prospettive per le finanze pubbliche sono sostanzialmente invariate per quanto concerne il disavanzo e sono state riviste al rialzo per il debito pubblico in rapporto al PIL nel 2017-2018.** La correzione verso l'alto del rapporto debito/PIL nel 2017 e nel 2018 riflette principalmente il minore contributo alla riduzione del debito fornito dal differenziale fra crescita e tassi di interesse, derivante da una revisione verso il basso del PIL in termini nominali dell'area dell'euro.

## Tavola 1

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

(variazioni percentuali annue)

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

1) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

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

3) Incluso l'interscambio verso l'interno dell'area dell'euro.

4) Il sottoindice si basa sulle stime dell'impatto effettivo delle imposte indirette. Può divergere dai dati dell'Eurostat, che ipotizza la trasmissione completa e immediata dell'impatto dell'imposizione indiretta allo IAPC.

5) Calcolato come saldo delle amministrazioni pubbliche al netto degli effetti transitori del ciclo economico e delle misure temporanee assunte dai governi (per l'approccio del SEBC, cfr. *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001, e *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2007). La proiezione del saldo strutturale di bilancio non è derivata da una misura aggregata dell'output gap. Secondo la metodologia adottata dal SEBC, le componenti cicliche sono calcolate distintamente per le varie voci di entrata e di spesa. Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico* nel numero di marzo 2012 del Bollettino mensile della BCE, nonché il riquadro *Il saldo strutturale come indicatore della posizione di bilancio* nel numero di settembre 2014 del Bollettino mensile della BCE.

### Riquadro 3

#### Analisi di sensibilità e di scenario

---

**Le proiezioni si basano in ampia misura su ipotesi tecniche concernenti l'evoluzione di alcune variabili fondamentali.** Poiché queste ultime possono incidere notevolmente sulle proiezioni formulate per l'area dell'euro, un esame della sensibilità a profili alternativi per le ipotesi sottostanti può contribuire all'analisi dei rischi che circondano le proiezioni. Questo riquadro verte sull'incertezza inerente ad alcune ipotesi sottostanti fondamentali e sulla sensibilità delle proiezioni rispetto a tali variabili. Esso prende inoltre in esame le implicazioni di alcune possibili politiche della nuova amministrazione statunitense per le prospettive degli Stati Uniti, mondiali e dell'area dell'euro.

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

**Da modelli alternativi sui corsi del greggio emerge, nel periodo in esame, il rischio di un rincaro più rapido di quanto suggeriscano i prezzi dei contratti future.** Le ipotesi tecniche sugli andamenti dei corsi petroliferi sottostanti allo scenario di base delle proiezioni, che sono elaborate sui prezzi dei future, indicano un andamento ascendente delle quotazioni del petrolio, con il prezzo del greggio di qualità Brent che raggiungerebbe circa 55 dollari entro la fine del 2019. Tale profilo è coerente con un moderato recupero della domanda mondiale di petrolio, uno scenario che si accompagna a un maggiore slancio della ripresa economica mondiale, e con una lieve riduzione dell'offerta di greggio. Una combinazione di modelli alternativi utilizzati dagli esperti dell'Eurosistema<sup>5</sup> per elaborare le proiezioni sui prezzi del petrolio suggerisce al momento corsi più elevati nel periodo considerato rispetto alle ipotesi tecniche. Il concretizzarsi di un profilo alternativo, con quotazioni del greggio superiori del 19% rispetto allo scenario di base fino al 2019, da un lato frenerebbe in modo marginale la crescita del PIL in termini reali, dall'altro comporterebbe un incremento più rapido dello IAPC (con un aumento di 0,1 punti percentuali nel 2017, 0,2 nel 2018 e 0,3 nel 2019).

**Dopo il completamento di questo esercizio di proiezione, il 30 novembre 2016 l'OPEC ha deciso di ridurre l'offerta di greggio; ciò ha determinato un forte aumento dei prezzi dei contratti future sui corsi petroliferi nel breve periodo, seguito da un'evoluzione lievemente ascendente degli stessi nel prosieguo dell'orizzonte considerato.** Il concretizzarsi di tale evoluzione dei contratti future sul greggio si tradurrebbe in un aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC nel 2017 ma influirebbe meno sulla dinamica dell'inflazione nel 2018 e nel 2019 rispetto a quanto ipotizzato nello scenario di base.

#### 2) Profilo alternativo del tasso di cambio

**L'analisi di sensibilità indaga, a titolo illustrativo, l'impatto di un profilo per il tasso di cambio dell'euro inferiore rispetto allo scenario di base.** I rischi di deprezzamento dell'euro derivano principalmente dalla divergenza fra gli orientamenti di politica monetaria sulle due sponde dell'Atlantico. In particolare, è possibile che un aumento del tasso di interesse sui Federal Fund negli Stati Uniti meno graduale del previsto accresca le pressioni al ribasso sull'euro. Ciò può riflettere in particolare un aumento delle aspettative di inflazione negli Stati Uniti in presenza di politiche di bilancio espansive e di condizioni tese nel mercato del lavoro. Il profilo alternativo del

---

<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.*

tasso di cambio dell'euro è stato calcolato utilizzando il 25° percentile della distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio dollaro/euro al 17 novembre 2016. Tale profilo comporta un graduale indebolimento della moneta unica a 0,95 dollari per euro nel 2019, ossia un cambio inferiore del 9,7% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. Le corrispondenti ipotesi per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro riflettono regolarità storiche, ove le variazioni del cambio dollaro/euro rispecchiano quelle del tasso effettivo con un'elasticità di circa il 50%. Da questa ipotesi consegue una graduale divergenza al ribasso del tasso di cambio effettivo dell'euro, che si porterebbe su un livello inferiore del 5,2% rispetto allo scenario di base per il 2019. In tale contesto, da una serie di modelli macroeconomici costruiti dagli esperti emergono in media valori più elevati sia per la crescita del PIL in termini reali (di 0,2-0,3 punti percentuali l'anno) sia per l'inflazione misurata sullo IAPC (di 0,2 punti percentuali nel 2017 e 0,4-0,5 punti percentuali nel 2018 e nel 2019).

### **3) Scenari con la nuova amministrazione statunitense: implicazioni per le prospettive degli Stati Uniti, mondiali e dell'area dell'euro**

**I possibili cambiamenti sul piano delle politiche con la nuova amministrazione statunitense guidata dal Presidente eletto Donald Trump stanno ancora prendendo forma.** Anche se i dettagli relativi alle politiche che saranno attuate dalla nuova amministrazione non sono ancora noti e non sono quindi inclusi nello scenario di base, durante la sua campagna Donald Trump ha delineato i seguenti piani fondamentali di azione politica: 1) un ampio pacchetto di stimolo fiscale, con la possibile inclusione di un insieme di riduzioni delle imposte sul reddito delle persone fisiche e delle grandi imprese, oltre che aumenti della spesa per infrastrutture e per la difesa; 2) una politica sull'immigrazione più rigorosa; 3) un maggiore protezionismo commerciale. Tenendo presente i motivi di cautela connessi all'elevata incertezza riguardante queste politiche future, l'impatto dei tre suddetti ambiti generali viene discusso qui di seguito.

**Le implicazioni di un siffatto pacchetto di politiche saranno probabilmente inflazionistiche negli Stati Uniti, mentre l'impatto sull'attività dipende dalle misure effettivamente scelte.** Le misure fiscali faranno aumentare la crescita del PIL in termini reali e l'inflazione, ma questa azione di stimolo potrebbe essere mitigata dall'aumento dei tassi di interesse e dall'apprezzamento del dollaro statunitense. Una politica sull'immigrazione più rigorosa potrebbe determinare una riduzione piuttosto modesta dell'attività se il calo delle forze di lavoro fosse in larga parte compensato dall'aumento del tasso di partecipazione e dell'occupazione in altre fasce della popolazione nazionale. Politiche commerciali protezionistiche per il tramite di un aumento dei dazi all'importazione potrebbero provocare una reazione dello stesso tenore e comportare un calo del PIL statunitense in termini reali nell'orizzonte di proiezione a causa delle minori esportazioni del paese.

**Gli effetti mondiali dipendono dalla forza relativa dei vari canali.** Le economie emergenti, se colpite pesantemente da misure protezionistiche, vedranno probabilmente un impatto sfavorevole sulla crescita del PIL, mentre le altre regioni potrebbero inizialmente trarre beneficio dalle misure di stimolo fiscale statunitensi e dagli effetti di sostituzione del commercio.

**Per quanto riguarda l'impatto sull'area dell'euro, vi sono vari canali che svolgono un ruolo.** In primo luogo una politica di bilancio espansiva negli Stati Uniti favorirebbe la domanda interna statunitense, indebolirebbe l'euro rispetto al dollaro e farebbe aumentare la domanda di beni e servizi dell'area dell'euro. In secondo luogo, poiché l'attività interna e le importazioni negli Stati Uniti e nelle economie emergenti potrebbero diminuire come conseguenza dell'aumento dei dazi

all'importazione e delle altre misure riguardanti il commercio, l'effetto diretto sulla domanda esercitato dalle politiche commerciali statunitensi potrebbe essere negativo per l'area dell'euro. Se tuttavia i maggiori dazi non riguardassero l'area, quest'ultima vedrebbe crescere la propria competitività di prezzo rispetto ai paesi posti di fronte a tale aumento. Ciò potrebbe comportare un effetto di sostituzione mondiale a favore dell'area. Nell'insieme, tuttavia, gli effetti sull'area dell'euro rimangono al momento estremamente incerti e dipendono dalle politiche specifiche scelte dalla nuova amministrazione statunitense.

## 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, nell'insieme le proiezioni al momento disponibili elaborate da altre organizzazioni per la crescita del PIL in termini reali e l'inflazione misurata sullo IAPC rientrano ampiamente 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Proiezioni degli esperti della BCE	dicembre 2016	1,7 [1,6-1,8]	1,7 [1,1-2,3]	1,6 [0,6-2,6]	0,2 [0,2-0,2]	1,3 [0,8-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
Commissione europea	novembre 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OCSE	novembre 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
<i>Euro Zone Barometer</i>	novembre 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	ottobre 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
FMI	ottobre 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, autunno 2016; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2016; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2016; *Consensus Economics Forecasts*, novembre 2016; *Euro Zone Barometer* di MJEconomics, novembre 2016 e *Survey of Professional Forecasters* della BCE, ottobre 2016.

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, 2016

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.

