



Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2016¹

La ripresa economica nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, anche se a ritmi lievemente inferiori rispetto a quanto prospettato nell'esercizio di giugno 2016. Una sostanziale revisione al ribasso della domanda esterna, per lo più connessa al considerevole indebolimento della domanda di importazioni nel Regno Unito a seguito del referendum sull'appartenenza all'Unione europea (UE), frenerebbe la crescita delle esportazioni dell'area. Il voto sulla "Brexit" ha tuttavia esercitato un impatto finora modesto sugli indicatori del clima di fiducia e dell'incertezza nell'area, lasciando perlopiù invariate le prospettive per la ripresa. Nell'orizzonte di proiezione l'orientamento accomodante della politica monetaria, il livello ancora relativamente basso dei corsi petroliferi, il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro e i progressi conseguiti nella riduzione della leva finanziaria nei vari settori dovrebbero sostenere la crescita della domanda interna in un contesto di graduale ripresa mondiale. In media d'anno, il PIL in termini reali aumenterebbe dell'1,7% nel 2016 e dell'1,6% nel 2017 e nel 2018.

L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) dovrebbe risultare in media pari allo 0,2% nel 2016, notevolmente frenata dal contributo negativo della componente energetica connesso alla precedente forte caduta dei corsi petroliferi. Con il riassorbimento di questo effetto agli inizi del 2017, ci si attende che aumenti in misura sostanziale e raggiunga l'1,2% in tale anno. L'attuale fase di ripresa economica e diminuzione della capacità produttiva inutilizzata dovrebbe spingere gradualmente più in alto il tasso calcolato al netto di energia e beni alimentari nel periodo considerato e questo favorirebbe un ulteriore aumento dell'inflazione complessiva all'1,6% nel 2018.

¹ Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE rappresentano un contributo alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. 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 all'11 agosto 2016 (cfr. riquadro 2); per le altre informazioni utilizzate la data di chiusura dell'esercizio è il 18 agosto a eccezione di quelle relative a Germania e Spagna, paesi per i quali sono stati inclusi i dati sul PIL del 24 e del 25 agosto rispettivamente. Le proiezioni macroeconomiche di questo mese si riferiscono al periodo 2016-2018. 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.

1 Economia reale

La ripresa dell'attività nell'area dell'euro dovrebbe proseguire. Il PIL dell'area nel 2015 è stato rivisto notevolmente al rialzo per una cospicua correzione verso l'alto dell'aggregato irlandese, la quale ha a sua volta rispecchiato principalmente la ristrutturazione di grandi imprese multinazionali che ha determinato un forte aumento del livello di capitale fisso in Irlanda. La revisione comporta una modifica sostanziale dei dati sul PIL, ma non riflette un rafforzamento della crescita di fondo dell'economia irlandese o dell'area dell'euro. Secondo la stima più recente dell'Eurostat, il tasso di variazione del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2016 si è normalizzato allo 0,3% (contro lo 0,5% del primo trimestre) al venir meno dell'effetto favorevole di alcuni fattori temporanei. Nonostante l'esito del referendum nel Regno Unito, il clima di fiducia delle imprese e dei consumatori nell'area dell'euro ha continuato a mostrare una tenuta piuttosto buona e gli indicatori della volatilità nei mercati finanziari e dell'incertezza macroeconomica complessiva sono rimasti bassi (cfr. riquadro 1), a indicare una crescita economica sostenuta nel breve periodo.

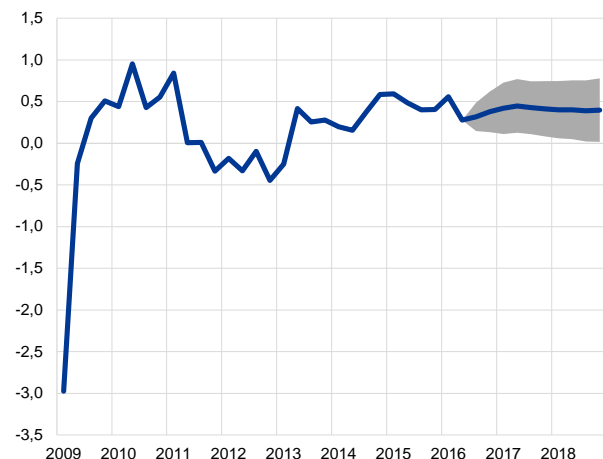
Grafico 1

Proiezioni macroeconomiche¹⁾

(dati trimestrali)

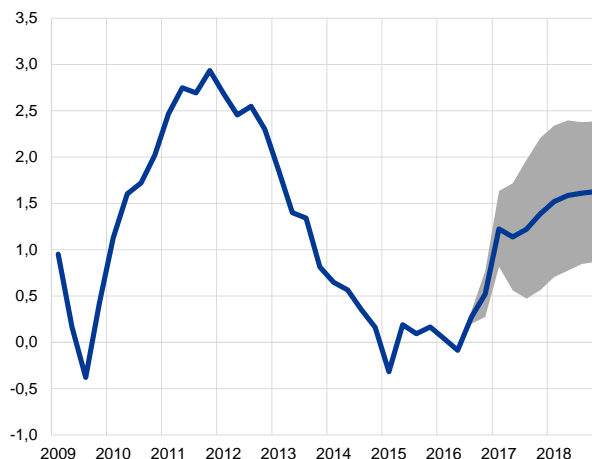
PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



IAPC dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

In media d'anno, il PIL in termini reali aumenterebbe dell'1,7% nel 2016 e dell'1,6% nel 2017 e nel 2018.

La tenuta della domanda interna dovrebbe continuare a fornire il principale sostegno alla crescita del PIL, sorretta in particolare dall'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE e dall'intonazione favorevole delle politiche di bilancio nel 2016. Le proiezioni segnalano che il tasso di incremento delle esportazioni registrerà un certo aumento per effetto del graduale recupero atteso per l'economia mondiale, ma rimarrà inferiore a quello delle

importazioni, con un contributo negativo dell'interscambio netto che verrà gradualmente meno nell'arco di tempo considerato.

Riquadro 1

Impatto sulle prospettive economiche per l'area dell'euro derivante dall'esito del referendum britannico sull'appartenenza all'UE

La decisione del Regno Unito di uscire dall'UE dovrebbe esercitare un impatto negativo sull'economia dell'area dell'euro principalmente attraverso i legami commerciali, poiché le prospettive per l'economia britannica sono state riviste significativamente al ribasso. Lo scenario di base attuale per il Regno Unito è costruito attorno a un protratto aumento dell'incertezza che pesa sull'attività economica. Il PIL britannico rallenterebbe considerevolmente nella seconda metà del 2016 e nel 2017, per effetto di un calo pronunciato degli investimenti e di una decelerazione dei consumi privati. Si ipotizza che l'incertezza connessa all'esito dei negoziati commerciali peserà ulteriormente sulle variabili del commercio, poiché le imprese potrebbero esitare a concludere nuovi accordi commerciali a più lungo termine finché non si saranno chiarite le relazioni future tra il Regno Unito e l'UE. Pertanto, e anche di riflesso all'indebolimento del tasso di cambio della sterlina, le importazioni britanniche sono state riviste notevolmente al ribasso nel periodo di riferimento rispetto alle proiezioni dello scorso giugno. Anche la crescita delle esportazioni è stata corretta verso il basso, ma in misura inferiore, poiché ci si attende che sia in parte sorretta dal deprezzamento della sterlina in termini effettivi. L'attività economica nel Regno Unito dovrebbe recuperare in qualche modo nel 2018 grazie all'orientamento espansivo della politica monetaria.

L'attività nell'area dell'euro dovrebbe avvertire un impatto negativo principalmente attraverso il calo delle esportazioni. Tenendo conto anche delle sue ripercussioni su scala mondiale, la Brexit eserciterà un considerevole effetto al ribasso sulla domanda esterna dell'area dell'euro complessivamente pari a circa 1,3 punti percentuali nel periodo in esame. L'impatto negativo sulla crescita del PIL in termini reali esercitato dalla minore domanda esterna varia fra un paese e l'altro dell'area, di riflesso ai diversi legami commerciali con il Regno Unito. A questi effetti legati al commercio si aggiungono effetti di cambio connessi alla Brexit specifici per paese, derivanti dal forte indebolimento della sterlina rispetto all'euro dopo il referendum britannico. Tuttavia, per tutti i paesi dell'area a eccezione dell'Irlanda, l'apprezzamento dell'euro sulla sterlina è stato più che compensato dal deprezzamento dell'euro in termini effettivi nei confronti delle altre divise principali. Inoltre, dal referendum vi sono state significative revisioni al ribasso dei tassi di interesse a lungo termine e questo può riflettere il mutare delle attese riguardo alla futura politica monetaria a livello sia di area dell'euro sia mondiale. Questi due fattori moderano l'impatto negativo della Brexit sulle prospettive di crescita dell'area.

La proiezione sulla crescita nell'area dell'euro include altresì ulteriori effetti al ribasso specifici dei singoli paesi. Essi riguardano ad esempio gli effetti di fiducia negativi in alcune economie aventi stretti legami con il Regno Unito, oltre che l'indebolimento del turismo e gli andamenti sfavorevoli del mercato immobiliare in determinati paesi. In aggiunta, derivando soprattutto dalla dinamica considerevolmente più fiacca degli investimenti, la revisione al ribasso della crescita britannica inciderà in misura sproporzionata sui partner commerciali che forniscono beni di investimento al Regno Unito.

Le proiezioni per l'area dell'euro sono soggette a significativi rischi verso il basso connessi alla Brexit. I negoziati tra il Regno Unito e l'UE possono rivelarsi più difficili del previsto e questo potrebbe pesare ulteriormente sulle prospettive per il commercio. Il perdurare dell'incertezza può ancora determinare un peggioramento del clima di fiducia e un calo dell'attività economica nell'orizzonte temporale della proiezione. La minore domanda britannica di abitazioni all'estero potrebbe altresì influire negativamente sulla dinamica degli investimenti nell'edilizia residenziale in determinate economie dell'area. Al tempo stesso si possono individuare dei rischi verso l'alto in alcuni paesi dell'area connessi alla rilocalizzazione di servizi finanziari o di flussi per investimenti diretti esteri (IDE) per il Regno Unito che sono invece investiti nel paese di origine o altrove nell'area.

La spesa per consumi privati registrerebbe un forte aumento quest'anno e continuerebbe a mostrare capacità di tenuta nel periodo successivo. Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori restano ben al di sopra delle medie storiche, a indicare una perdurante espansione dei consumi privati nella seconda metà del 2016. Le prospettive per la crescita del reddito disponibile nominale rimangono favorevoli, poiché il continuo aumento dell'occupazione è accompagnato da un lieve rafforzamento del tasso di espansione dei redditi per occupato. Gli altri redditi personali dovrebbero fornire un contributo positivo a detta crescita, essenzialmente in linea con l'evoluzione degli utili. Ci si attende che il ritmo di incremento del reddito disponibile reale si intensifichi nel 2016, per poi perdere slancio nel 2017 e nel periodo successivo, riflettendo principalmente il profilo della componente energetica dell'inflazione. Il miglioramento delle condizioni del credito bancario, favorito dalle misure di politica monetaria della BCE, dovrebbe sostenere la dinamica dei consumi privati. I minori tassi di interesse hanno inciso sugli interessi versati e su quelli percepiti dalle famiglie in misura pressoché pari, lasciando perlopiù invariato il livello medio del reddito netto da interessi delle famiglie dell'area, ma determinando una redistribuzione delle risorse dai risparmiatori netti ai prenditori netti. Poiché questi ultimi hanno di norma una maggiore propensione marginale al consumo, la redistribuzione degli interessi percepiti/versati dovrebbe fornire un sostegno ulteriore ai consumi aggregati. Inoltre, anche i progressi conseguiti nell'abbassamento del grado di leva finanziaria dovrebbero sorreggere i consumi privati. Nell'insieme, la crescita annua dei consumi privati sarebbe mediamente pari all'1,7% nel 2016, all'1,6% nel 2017 e all'1,5% nel 2018.

Il tasso di risparmio dovrebbe diminuire fino alla metà del 2017, per poi mantenersi invariato nel periodo successivo. Si stima che abbia registrato un certo aumento nella seconda metà del 2015 e un'ulteriore crescita nella prima parte del 2016, di riflesso a una trasmissione parziale e graduale alla spesa per consumi degli incrementi del reddito reale connessi ai prezzi del petrolio. Tale impatto verso l'alto sul tasso di risparmio sarebbe temporaneo e il suo venir meno implica un calo di quest'ultimo tra la fine del 2016 e la metà del 2017. Il saggio di risparmio dovrebbe poi mostrare un andamento stagnante nel resto del periodo di proiezione, riflettendo diversi fattori contrastanti. Se il calo della disoccupazione, il miglioramento delle condizioni creditizie e i bassi tassi di interesse ne segnalano una diminuzione in

alcuni paesi, le esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria lo faranno verosimilmente aumentare in talune economie vulnerabili.

Riquadro 2

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

Rispetto alle proiezioni di giugno, le modifiche apportate alle ipotesi tecniche includono quotazioni in dollari del petrolio lievemente inferiori, un contenuto deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e tassi di interesse di mercato a lungo termine significativamente più bassi.

Ipotesi tecniche

	Settembre 2016				Giugno 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Prezzo del petrolio (USD al barile)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
Tasso di cambio USD/EUR	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato all'11 agosto 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 del -0,4% nel 2017 e nel 2018. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media dello 0,7% nel 2016, dello 0,6% nel 2017 e dello 0,8% nel 2018². 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 una certa flessione nel 2016, per poi registrare un ulteriore calo modesto nel 2017 e aumentare in misura marginale nel 2018. Per quanto concerne le materie prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti future considerando la media delle due settimane fino all'11 agosto, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent calino da 52,4 dollari al barile nel 2015 a 42,8 nel 2016, per poi aumentare a 47,4 nel 2017 e 50,6 nel 2018; i valori per il periodo in esame risultano ora mediamente inferiori di

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

circa un dollaro a quelli indicati nelle proiezioni di giugno. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire in certa misura nel 2016 e registrare un aumento nel biennio successivo³. Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione, sui livelli medi osservati nelle due settimane fino all'11 agosto. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi in media a 1,11 nel periodo di riferimento, rispetto a 1,14 indicato nelle proiezioni di giugno. Nonostante il forte deprezzamento della sterlina sull'euro dopo il referendum nel Regno Unito, il tasso di cambio effettivo dell'euro (calcolato nei confronti delle valute di 38 partner commerciali) sarebbe inferiore dello 0,5% nel 2016 e dello 0,9% nel 2017 e nel 2018 rispetto alle ipotesi dell'esercizio di giugno.

Ci si attende una ripresa modesta degli investimenti nell'edilizia residenziale nell'area dell'euro. Secondo le proiezioni, l'accelerazione del reddito disponibile nominale e il livello estremamente contenuto dei tassi sui mutui ipotecari dovrebbero favorire una ripresa sostenuta degli investimenti residenziali. Ciò è dimostrato anche dal numero crescente di concessioni edilizie e dalla sempre maggiore domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni nel contesto delle migliori condizioni del credito bancario. Inoltre, il processo di aggiustamento nei mercati immobiliari di alcuni paesi sembra essersi concluso e i prezzi delle abitazioni hanno iniziato ad aumentare. Ciò nonostante, gli elevati livelli della disoccupazione e del debito delle famiglie in alcuni paesi assieme agli andamenti demografici sfavorevoli frenano la crescita di tali investimenti.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a recuperare. La ripresa degli investimenti sarebbe sostenuta da una serie di fattori: il clima di fiducia continua a migliorare sulla scia delle attese favorevoli riguardo alla produzione e di un'inversione delle aspettative per i prezzi di vendita; il grado di utilizzo della capacità produttiva è salito al di sopra della sua media di lungo periodo; le condizioni di finanziamento e credito bancario hanno registrato un miglioramento sostanziale, favorito 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. 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 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 del lavoro e dalle attese di una crescita del prodotto potenziale inferiore al passato.

³ Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti future fino al termine del periodo di riferimento; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al terzo trimestre del 2017 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro risentono in misura significativa di una revisione al ribasso della domanda esterna dell'area, connessa in larga parte alle più deboli prospettive per il Regno Unito. In linea con il recupero dell'attività mondiale, il tasso di crescita della domanda esterna acquisirebbe uno slancio appena modesto dalla metà del 2016, trainato principalmente dalle economie emergenti. Ciò nonostante, le proiezioni indicano che rimarrà ben inferiore ai livelli osservati prima della crisi. Il conseguente impatto avverso sulle esportazioni verso l'esterno dell'area è solo in parte mitigato da quello favorevole dell'indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Nell'insieme, ci si attende che le esportazioni verso l'esterno dell'area registrino un rafforzamento solo modesto dalla seconda metà del 2016. Le quote di mercato delle esportazioni dovrebbero aumentare in modo marginale nel breve periodo, a seguito dell'indebolimento dell'euro, e ristagnare nel periodo successivo. Nell'arco temporale considerato le importazioni dall'esterno dell'area continuerebbero ad aumentare in misura relativamente contenuta, in linea con la loro elasticità storica alla domanda totale, pur seguitando a espandersi a un ritmo in qualche modo superiore a quello delle esportazioni. Di conseguenza, l'avanzo delle partite correnti dovrebbe scendere al 3,3% nel 2018.

Riquadro 3

Contesto internazionale

L'attività economica mondiale dovrebbe rafforzarsi gradualmente. La Brexit segna il concretizzarsi di un rischio verso il basso che grava su prospettive mondiali già modeste. Se la volatilità nei mercati finanziari internazionali successiva al referendum britannico è stata di breve durata, contenuta in parte dalle attese di un ulteriore accomodamento delle politiche, le prospettive nel Regno Unito si sono deteriorate e pesano sulla domanda mondiale. Inoltre, anche se vi sono timidi segnali di incipiente rafforzamento dell'attività nelle grandi economie emergenti esportatrici di materie prime, gli indicatori globali mostravano una crescita mondiale modesta ancor prima del referendum. Guardando al futuro, ci si attende che la ripresa su scala internazionale resti molto graduale. Politiche accomodanti dovrebbero sostenere le prospettive di crescita nelle economie avanzate, mentre la progressiva attenuazione della profonda recessione osservata in alcune grandi economie emergenti – in particolare in Russia e Brasile – dovrebbe sorreggere la crescita mondiale, più che compensando il rallentamento strutturale in Cina.

Il commercio mondiale rimane debole. Gli andamenti ciclici sfavorevoli nelle economie emergenti, in particolare in quelle esportatrici di materie prime, dove gli investimenti sono notevolmente diminuiti, hanno gravato sull'interscambio internazionale negli ultimi trimestri. Con il venir meno di questi shock, le importazioni mondiali dovrebbero registrare una ripresa modesta nei prossimi trimestri. A medio termine, le proiezioni ipotizzano un'elasticità del commercio internazionale alla crescita mondiale di circa 1, significativamente inferiore ai livelli antecedenti la crisi. Secondo le attese il tasso di incremento della domanda esterna dell'area aumenterebbe dall'1,6% nel 2016 al 2,6% nel 2017 e al 3,5% nel 2018.

Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Settembre 2016				Giugno 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,2	3,0	3,5	3,7	3,1	3,1	3,7	3,8
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ¹⁾	0,7	0,9	2,8	3,7	0,7	1,8	3,5	4,0
Domanda esterna dell'area dell'euro ²⁾	0,6	1,6	2,6	3,5	0,6	2,0	3,5	4,0

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

Rispetto alle proiezioni di giugno, la crescita dell'attività mondiale e quella della domanda esterna dell'area dell'euro sono state riviste verso il basso. Le correzioni al ribasso della crescita della domanda esterna dell'area dell'euro – in misura rispettivamente pari a 0,4, 0,9 e 0,5 punti percentuali nel 2016, nel 2017 e nel 2018 – riflettono principalmente le aspettative di una minore espansione delle importazioni del Regno Unito e le ripercussioni internazionali di tale andamento.

L'output gap negativo nell'area dell'euro dovrebbe restringersi costantemente nell'orizzonte di proiezione, riflettendo la crescita solo moderata del prodotto potenziale. Secondo le stime la crescita del prodotto potenziale dovrebbe aumentare nel periodo di riferimento, pur rimanendo ben inferiore al livello osservato prima della crisi, pari a circa l'1,7%. Questa debolezza riflette principalmente il contributo piuttosto basso del capitale dopo un periodo protratto di dinamica molto modesta degli investimenti. Il contributo del lavoro aumenterebbe nell'arco di tempo considerato, rispecchiando l'incremento della popolazione in età lavorativa nel contesto dell'afflusso di rifugiati e la crescente partecipazione alle forze di lavoro come conseguenza parziale delle riforme strutturali passate. Tuttavia, esso resterà in certa misura inferiore alla media antecedente la crisi a causa dell'invecchiamento demografico. Per contro, la produttività totale dei fattori dovrebbe fornire un contributo pressoché analogo a quello osservato prima della crisi.

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 in qualche modo 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. Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere, sebbene a ritmi inferiori rispetto al 2015, poiché la maggiore espansione delle forze di lavoro – che riflette l'afflusso di rifugiati e l'effetto di incoraggiamento dei lavoratori – compenserebbe in parte l'impatto dell'aumento dell'occupazione. Questi andamenti dell'occupazione implicano un rafforzamento della crescita della produttività del lavoro dallo 0,4% nel 2016 allo 0,9% nel 2018, di riflesso al consueto profilo prociclico.

Rispetto alle proiezioni di giugno, le prospettive per la crescita del PIL in termini reali sono state riviste lievemente verso il basso nell'orizzonte considerato.

Questo riflette soprattutto l'impatto negativo della revisione al ribasso della domanda esterna sulle esportazioni dell'area, solo in parte compensato dall'effetto positivo del calo dei tassi di interesse a lungo termine, dell'indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro e di politiche di bilancio in certa misura più favorevoli.

2

Prezzi e costi

L'inflazione misurata sullo IAPC si collocherebbe in media allo 0,2% nel 2016, per poi aumentare sensibilmente all'1,2% nel 2017 e all'1,6% nel 2018.

Ci si attende che il venir meno del forte effetto al ribasso esercitato dal passato calo dei corsi petroliferi determini un aumento significativo dell'inflazione complessiva agli inizi del 2017, portandola all'1,2% nel primo trimestre dell'anno. Sulla base della curva dei contratti future sui prezzi del petrolio, l'apporto della componente energetica dello IAPC dovrebbe passare da -0,6 punti percentuali nel 2016 a circa 0,1-0,2 nel 2017 e nel 2018, contribuendo quindi per 0,7 punti percentuali all'aumento dell'inflazione complessiva tra il 2016 e il 2017.

Lo IAPC al netto dell'energia e dei beni alimentari dovrebbe aumentare con il lento riassorbimento dell'eccesso di capacità produttiva. Il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro, riflesso nel sensibile calo del tasso di disoccupazione, sosterrrebbe un graduale rafforzamento della crescita dei salari nel periodo di riferimento. Con la ripresa economica in atto, un perdurante sostegno all'inflazione di fondo dovrebbe altresì concretizzarsi per il tramite del maggiore potere delle imprese nel determinare i prezzi e del connesso aumento dei margini di profitto. Il venir meno degli effetti indiretti di freno esercitati dagli andamenti dei prezzi dell'energia e delle materie prime non energetiche contribuirebbe anch'esso all'atteso incremento dello IAPC al netto della componente energetica e alimentare. Effetti al rialzo possono altresì provenire più in generale dall'intensificazione delle spinte sui prezzi a livello mondiale, ma la graduale attenuazione delle pressioni verso l'alto derivanti dal passato deprezzamento dell'euro dovrebbe gravare sull'aumento dell'inflazione calcolata escludendo l'energia e i beni alimentari nell'orizzonte di riferimento. Nel complesso l'inflazione misurata sullo IAPC al netto della componente energetica e alimentare si collocherebbe in media allo 0,9% nel 2016 e salirebbe rispettivamente all'1,3% e all'1,5% nel 2017 e nel 2018.

Le spinte esterne sui prezzi contribuiranno a far aumentare l'inflazione, in un contesto in cui ci si attende che il tasso di variazione dei prezzi all'importazione torni in territorio positivo nel 2017 dopo un periodo prolungato di quattro anni di valori negativi.

Il deflatore delle importazioni dovrebbe continuare a scendere nel 2016, per poi aumentare nel 2017 e nel 2018. Un elemento fondamentale dell'inversione di direzione delle spinte sui prezzi all'importazione è l'ipotizzato aumento dei corsi delle materie prime e, in particolare, del petrolio come indicato dalle curve dei contratti future, dopo la netta caduta negli

anni precedenti. 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. Oltre che da questi fattori, le crescenti spinte esterne sui prezzi nell'area dell'euro dovrebbero essere alimentate più in generale anche dal graduale aumento delle pressioni inflazionistiche su scala mondiale, riflesso ad esempio nel previsto aumento dell'inflazione al consumo a livello internazionale.

La riduzione dell'eccesso di offerta nei mercati del lavoro e l'aumento dell'inflazione complessiva dovrebbero sostenere un rafforzamento della dinamica salariale nel 2017 e nel 2018.

Malgrado la costante diminuzione dell'eccesso di offerta osservata nei mercati del lavoro negli anni recenti, la crescita dei salari è rimasta finora pressoché stabile. A parte l'eccesso di offerta e la bassa inflazione, gli altri fattori che hanno verosimilmente continuato a gravare sulla dinamica salariale nell'attuale fase di ripresa economica includono i processi di aggiustamento in corso tra paesi volti a recuperare o mantenere competitività di prezzo, rafforzati dalle riforme del mercato del lavoro attuate durante la crisi. Inoltre i nuovi posti di lavoro sarebbero stati creati in particolare nei settori con una produttività del lavoro bassa e quindi con livelli retributivi contenuti, il che pesa sulla crescita aggregata dei salari per il tramite degli effetti di composizione. Nell'orizzonte di proiezione l'importanza di questi effetti di freno per le retribuzioni si ridurrebbe in certa misura e l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro diminuirebbe ulteriormente, il che dovrebbe far salire l'incremento dei redditi per occupato dall'1,2% del 2016 all'1,8% nel 2017 e al 2,2% nel 2018.

L'indicatore dei margini di profitto dovrebbe beneficiare della ripresa economica in atto nel periodo di riferimento.

I margini di profitto sono stati sostenuti nel 2015 dai deboli andamenti del costo del lavoro e dalla netta flessione dei corsi petroliferi, che non sarebbe stata interamente trasmessa ai prezzi al consumo. Poiché quest'ultimo effetto verrebbe meno nel 2016, il tasso di crescita dell'indicatore dei margini di profitto dovrebbe scendere secondo le attese. Tuttavia, il prospettato miglioramento ciclico dell'attività economica nell'orizzonte di proiezione dovrebbe continuare a influire positivamente sul potere delle imprese nel determinare i prezzi e quindi sui margini di profitto nonostante l'impatto frenante esercitato dall'aumento del costo del lavoro.

Rispetto all'esercizio di proiezione di giugno, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono sostanzialmente invariate nell'arco di tempo considerato.

3 Prospettive per i conti pubblici

L'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe essere espansivo nel 2016 e neutro nel 2017 e nel 2018.

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 2016 l'orientamento espansivo delle politiche di bilancio è perlopiù riconducibile alle misure fiscali discrezionali, mentre i fattori non discrezionali

svolgono un ruolo minore e sono connessi tra l'altro 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 2018, ulteriori cali della spesa per interessi e miglioramenti sia della componente ciclica sia del saldo primario comportano un ulteriore ridimensionamento del disavanzo di bilancio. 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 modesti avanzi primari dovrebbero avere un impatto favorevole sull'evoluzione prevista del debito.

Rispetto all'esercizio di giugno, le prospettive per le finanze pubbliche sono sostanzialmente invariate per quanto concerne il disavanzo e più favorevoli per il debito pubblico in rapporto al PIL. Il rapporto debito/PIL dovrebbe altresì diminuire nel periodo considerato, riflettendo in particolare la revisione al rialzo della crescita del PIL irlandese in termini nominali per il 2015, che ha fatto scendere di circa lo 0,4% l'incidenza del debito sul PIL nell'area dell'euro.

Tavola 1

Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro¹⁾

(variazioni percentuali annue)

	Settembre 2016				Giugno 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIL in termini reali ¹⁾	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
		[1,5-1,9] ²⁾	[0,7-2,5] ²⁾	[0,4-2,8] ²⁾		[1,3-1,9] ²⁾	[0,7-2,7] ²⁾	[0,5-2,9] ²⁾
Consumi privati	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Consumi collettivi	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Investimenti fissi lordi	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Esportazioni ³⁾	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Importazioni ³⁾	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Occupazione	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
IAPC	0,0	0,2	1,2	1,6	0,0	0,2	1,3	1,6
		[0,1-0,3] ²⁾	[0,6-1,8] ²⁾	[0,8-2,4] ²⁾		[0,1-0,3] ²⁾	[0,6-2,0] ²⁾	[0,7-2,5] ²⁾
IAPC al netto dell'energia	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
IAPC al netto di energia e alimentari	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
IAPC al netto di energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Costo unitario del lavoro	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Redditi per occupato	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Produttività del lavoro	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

1) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

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

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

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

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

Riquadro 4

Analisi di sensibilità

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 un rincaro in certa misura 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 i 51,6 dollari entro la fine del 2018. 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 della BCE⁴ per elaborare le proiezioni sui prezzi del petrolio nell'orizzonte considerato suggerisce al momento corsi più elevati nel 2017 e 2018 rispetto alle ipotesi tecniche. Questo potrebbe emergere a causa di una ripresa più robusta della domanda mondiale di greggio, come conseguenza di un aumento dell'attività mondiale superiore alle attese, e/o di una maggiore riduzione dell'offerta di petrolio dovuta ai più bassi investimenti nel settore e quindi a una minore capacità estrattiva in alcuni paesi produttori. Il concretizzarsi di un profilo alternativo, con corsi del greggio superiori dell'11% rispetto allo scenario di base fino al 2018, da un lato frenerebbe in modo marginale la crescita del PIL in termini reali, dall'altro comporterebbe un incremento in certa misura più rapido dello IAPC (con un aumento di 0,1 punti percentuali nel 2017 e 0,3 nel 2018).

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 ulteriore accomodamento della politica monetaria nell'area dell'euro e un aumento del tasso di interesse sui Federal Fund negli Stati Uniti prima di quanto atteso accrescano le pressioni al ribasso sull'euro. Il profilo alternativo del tasso di cambio dell'euro è stato calcolato utilizzando il 25° percentile della distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio dollaro/euro all'11 agosto 2016. Tale profilo comporta un graduale indebolimento della moneta unica a 1,04 dollari per euro nel 2018, ossia un cambio inferiore del 6,3% 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 3,3% rispetto allo scenario di base per il 2018. In tale contesto, da una serie di modelli macroeconomici costruiti dagli esperti emergono in media valori più elevati sia per la crescita del PIL in termini reali (di 0,1-0,2 punti percentuali) sia per l'inflazione misurata sullo IAPC (di 0,1-0,2 punti percentuali) nel 2017 e nel 2018.

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

Riquadro 5

Previsioni formulate da altre organizzazioni

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

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

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

(variazioni percentuali annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Proiezioni degli esperti della BCE	settembre 2016	1,7 [1,5-1,9]	1,6 [0,7-2,5]	1,6 [0,4-2,8]	0,2 [0,1-0,3]	1,2 [0,6-1,8]	1,6 [0,8-2,4]
Commissione europea	maggio 2016	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
OCSE	giugno 2016	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	agosto 2016	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	agosto 2016	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	luglio 2016	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
FMI	luglio (PIL)/aprile (IAPC) 2016	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, primavera 2016, maggio 2016 (a luglio 2016 la Commissione europea ha pubblicato due scenari per riflettere l'impatto dell'esito del referendum britannico sulle prospettive economiche per l'area dell'euro; essi mostravano una crescita del PIL dell'area pari all'1,6% nel 2016 e all'1,5% nel 2017 nello scenario moderato e all'1,5% nel 2016 e all'1,3% nel 2017 nello scenario grave); *World Economic Outlook Update* dell'FMI, luglio 2016 (PIL); *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2016 (IAPC); *Economic Outlook* dell'OCSE, giugno 2016; *Consensus Economics Forecasts*, agosto 2016; *Euro Zone Barometer* di MJEconomics, agosto 2016; *Survey of Professional Forecasters* della BCE, luglio 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

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