



Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2016¹

1 Prospettive per l'area dell'euro: sintesi e fattori principali

La ripresa economica nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, sorretta dall'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, dal basso livello dei corsi petroliferi, dal miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro e da un lieve allentamento di bilancio nel 2016. I progressi realizzati nella riduzione della leva finanziaria nei vari settori dovrebbero altresì sostenere la crescita della domanda interna nell'orizzonte temporale di proiezione. Al tempo stesso l'azione di freno esercitata dalla debole dinamica delle esportazioni si esaurirebbe, grazie all'atteso recupero graduale del commercio mondiale. In media d'anno, il PIL in termini reali aumenterebbe dell'1,6% nel 2016 e dell'1,7% nel 2017 e nel 2018. L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) dovrebbe rimanere ancora molto bassa nel 2016, allo 0,2%, fortemente moderata dalla precedente diminuzione dei prezzi dell'energia. Per il 2017 si prevede un significativo aumento dell'inflazione complessiva, all'1,3%, riconducibile in larga misura a effetti base al rialzo nella componente energetica. La riduzione della capacità produttiva inutilizzata dovrebbe sospingere l'inflazione su un livello lievemente più alto, all'1,6%, nel 2018.

La ripresa è trainata dalla domanda interna, che dovrebbe essere sostenuta da una serie di andamenti favorevoli. In particolare, l'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE seguita a trasmettersi all'economia. La crescita dei consumi privati, pur in lieve moderazione, dovrebbe mantenersi robusta in particolare nel 2016 poiché è probabile che le famiglie spendano gran parte dei precedenti introiti straordinari connessi ai prezzi del petrolio in un contesto di

¹ Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema rappresentano un contributo alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono reperibili in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel suo sito Internet. Le ipotesi tecniche riguardanti, ad esempio, i prezzi del petrolio e i tassi di cambio sono aggiornate al 10 maggio 2016 (cfr. riquadro 1); per le altre informazioni utilizzate la data di chiusura dell'esercizio è il 18 maggio.

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.

Una tabella contenente le proiezioni di determinate variabili nazionali che sottendono le proiezioni degli aggregati dell'area dell'euro presentate in questo articolo sarà pubblicata sul sito Internet della BCE due settimane dopo l'uscita del presente articolo, successivamente alla pubblicazione delle proiezioni per paese da parte delle banche centrali nazionali.

miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro e di domanda latente di consumi. L'attesa ripresa contribuirà anche a un perdurante, ancorché graduale, incremento degli investimenti dovuto in parte a effetti di accelerazione. La domanda interna beneficerà altresì di un lieve allentamento di bilancio nel breve periodo.

Andamenti sfavorevoli sul piano esterno peggiorano le prospettive a breve termine, ma dovrebbero venire meno nel medio periodo. La domanda esterna dell'area dell'euro continuerà a recuperare in misura solo modesta nella prima metà del 2016, ancora frenata dalla debolezza della componente rappresentata dalle economie emergenti. Questo impatto avverso sulla crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area rimane solo in parte mitigato dagli effetti ritardati favorevoli del passato forte deprezzamento dell'euro. In prospettiva l'attività mondiale all'esterno dell'area dovrebbe rafforzarsi gradualmente nel periodo di proiezione, sostenendo quindi la domanda esterna dell'area e di conseguenza le esportazioni verso l'esterno della stessa.

Gli andamenti dei prezzi dell'energia all'interno dello IAPC restano una determinante fondamentale sia del basso livello dell'inflazione complessiva nel 2016 sia del netto aumento previsto tra il 2016 e il 2017. L'inflazione dei beni energetici dovrebbe continuare a fornire un contributo fortemente negativo nel 2016, agendo da freno sull'inflazione complessiva. Significativi effetti base al rialzo implicano un forte aumento della componente energetica dello IAPC che passa in territorio positivo nel 2017. Una volta venuti meno questi effetti, tale componente dovrebbe mantenersi relativamente stabile nel resto del periodo di riferimento. Si prevede che le spinte verso l'alto sull'inflazione armonizzata calcolata al netto dei beni energetici e alimentari aumentino gradualmente nell'orizzonte di proiezione. Il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro e l'atteso rafforzamento ulteriore della ripresa economica dovrebbero sostenere la crescita dei salari e i margini di profitto. Dati gli ipotizzati incrementi dei prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche, gli effetti indiretti al rialzo di questi rincari sull'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari dovrebbero intensificarsi e in definitiva superare quelli frenanti e in via di esaurimento prodotti dal precedente calo delle quotazioni delle materie prime. Ci si attende inoltre che la perdurante trasmissione del passato deprezzamento del tasso di cambio dell'euro continui a esercitare effetti verso l'alto per tutto il 2017.

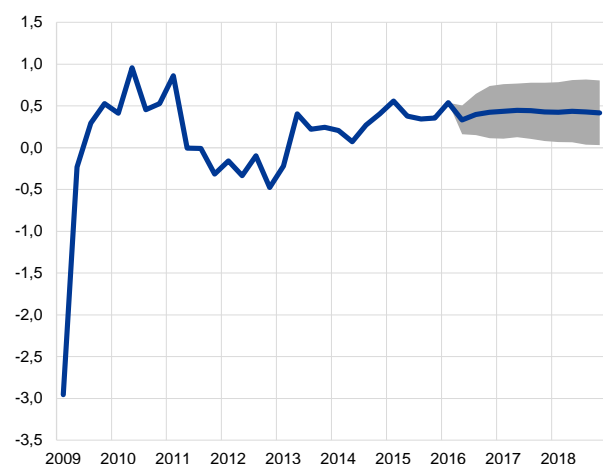
Grafico 1

Proiezioni macroeconomiche¹⁾

(dati trimestrali)

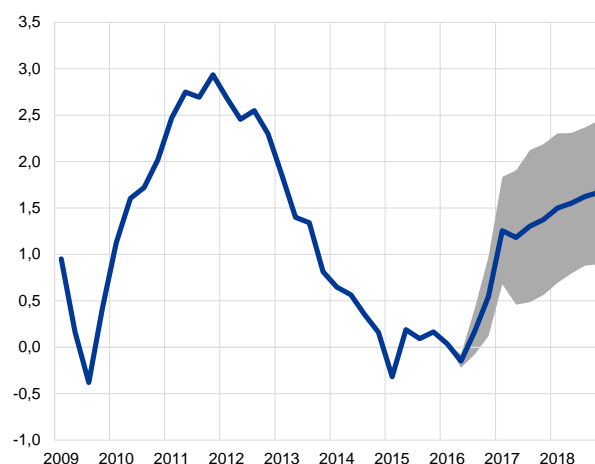
PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



IAPC dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

2

Economia reale

La ripresa dell'attività nell'area dell'euro dovrebbe continuare a dar prova di buona tenuta. Il tasso di incremento del PIL in termini reali è salito allo 0,5% nel primo trimestre del 2016. Le indagini congiunturali più recenti mostrano che gli indicatori del clima di fiducia di imprese e consumatori si sono stabilizzati su livelli superiori alle rispettive medie di lungo periodo, a segnalare una crescita economica sostenuta a breve termine.

Secondo le proiezioni la spesa per consumi privati registrerebbe un forte aumento nel 2016 e continuerebbe a evidenziare capacità di tenuta nel periodo successivo. Il reddito disponibile nominale dovrebbe accelerare gradualmente nell'orizzonte di proiezione, sorretto dalla crescita dell'occupazione e dalla maggiore espansione dei redditi nominali per occupato. I redditi personali non da lavoro dovrebbero fornire un contributo positivo a detta accelerazione, sostanzialmente in linea con l'evoluzione degli utili. Ci si attende che la crescita del reddito disponibile reale si rafforzi nel 2016, per poi perdere slancio nel 2017 e nel periodo successivo, riflettendo principalmente il profilo della componente energetica dell'inflazione. I costi di finanziamento contenuti, la ripresa modesta della dinamica dei prestiti e il moderato aumento della ricchezza netta delle famiglie – andamenti che traggono tutti impulso dalle misure di politica monetaria della BCE – dovrebbero sostenere i consumi privati ed essere solo in parte compensati dall'impatto sfavorevole dei minori interessi percepiti sul reddito disponibile. Un ulteriore contributo dovrebbe

altresì provenire dai progressi realizzati nella riduzione della leva finanziaria. Nel complesso le proiezioni indicano per la crescita annua dei consumi privati un aumento dall'1,7% nel 2015 all'1,9% nel 2016 e un successivo calo all'1,7% nel 2017 e all'1,5% nel 2018.

Riquadro 1

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

Rispetto alle proiezioni di marzo, le principali modifiche apportate alle ipotesi tecniche sono rappresentate da quotazioni in dollari del petrolio e delle materie prime non energetiche significativamente superiori, un contenuto deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e tassi di interesse di mercato a lungo termine più bassi.

Ipotesi tecniche

	Giugno 2016				Marzo 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Prezzo del petrolio (USD al barile)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
Tasso di cambio USD/EUR	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 10 maggio 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, 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 0,9% nel 2016, dell'1,1% nel 2017 e dell'1,4% 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 mantenersi pressoché invariati nel 2017 e aumentare moderatamente 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 al 10 maggio, si assume che le quotazioni del

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.

greggio di qualità Brent calino da 52,4 dollari al barile nel 2015 a 43,4 nel 2016, per poi aumentare a 49,1 nel 2017 e 51,3 nel 2018; i valori per il 2016 e il 2017 da un lato e quello relativo al 2018 dall'altro risultano ora superiori di circa 8 e 6 dollari, rispettivamente, ai valori indicati nelle proiezioni di marzo. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire lievemente 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 al 10 maggio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi in media a 1,13 nel 2016 e a 1,14 nel 2017 e nel 2018, rispetto a 1,11 per il 2016 e a 1,12 per il 2017 e il 2018 indicati nelle proiezioni di marzo. Il tasso di cambio effettivo dell'euro (calcolato nei confronti delle valute di 38 partner commerciali) dovrebbe indebolirsi dello 0,6% nell'arco temporale della proiezione rispetto alle ipotesi dell'esercizio di marzo.

Il tasso di risparmio dovrebbe diminuire fino alla metà del 2017, per poi mantenersi sostanzialmente invariato nel periodo successivo.

La graduale trasmissione degli incrementi del reddito reale connessi ai prezzi del petrolio continuerebbe a fornire un certo sostegno nel 2016, prima di venire meno nel 2017. Il tasso di risparmio dovrebbe poi evidenziare un andamento stagnante nel resto del periodo di proiezione, di riflesso a fattori contrastanti. In generale il calo della disoccupazione, il miglioramento delle condizioni di erogazione del credito e i bassi tassi di interesse ne segnalano una diminuzione. In alcuni paesi, tuttavia, si prevede che le esigenze di riduzione della leva finanziaria compensino tali andamenti e portino a un aumento del risparmio.

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. Inoltre, il processo di aggiustamento nei mercati immobiliari di numerosi paesi sembra essersi concluso e i prezzi delle abitazioni hanno superato il punto di minimo. Ciò nonostante, è probabile che gli elevati livelli della disoccupazione e del debito delle famiglie in alcuni paesi unitamente ad andamenti demografici sfavorevoli impediscano un incremento più marcato di tali investimenti.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a recuperare.

La spesa per investimenti sarebbe sostenuta da una serie di fattori: l'intonazione molto accomodante della politica monetaria, ulteriormente rafforzata dalle recenti misure adottate dalla BCE; il miglioramento prospettato per la domanda interna ed esterna; la necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti; il basso costo e l'ampia disponibilità del finanziamento esterno; le misure di bilancio varate in alcuni paesi; l'aumento dei margini di profitto a fronte di

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

una liquidità già abbondante nel settore delle imprese 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 frenata da rigidità nei mercati dei beni e servizi e del lavoro, dalle attese di una crescita del prodotto potenziale inferiore al passato e dalle acute incertezze geopolitiche.

Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro dovrebbero aumentare in linea con la domanda esterna dell'area. Secondo le proiezioni la domanda esterna acquisirebbe gradualmente slancio dalla seconda metà del 2016, in linea con il rafforzamento dell'attività mondiale, mantenendosi tuttavia ben al di sotto dei livelli di crescita osservati prima della crisi (cfr. riquadro 2). Nel periodo di riferimento le quote di mercato delle esportazioni verso l'esterno dell'area dovrebbero rimanere sostanzialmente invariate dopo i recenti incrementi. Le importazioni dall'esterno dell'area aumenterebbero in linea con la loro elasticità storica alla domanda totale, pur continuando a espandersi a un ritmo superiore a quello delle esportazioni e implicando un contributo del commercio alla crescita negativo nel 2016 e neutro nel periodo successivo. L'avanzo delle partite correnti dovrebbe scendere lievemente, dal 3,2% del PIL nel 2015 al 2,8% nel 2018.

Riquadro 2

Contesto internazionale

L'attività economica mondiale dovrebbe rafforzarsi gradualmente, trainata dalle prospettive di una perdurante tenuta della crescita nella maggior parte dei paesi più avanzati e dalla progressiva attenuazione della profonda recessione osservata in alcune grandi economie emergenti. Le favorevoli condizioni di finanziamento e il miglioramento nei mercati del lavoro dovrebbero sostenere le prospettive per i paesi avanzati. La graduale decelerazione dell'economia cinese graverà verosimilmente sulla crescita negli altri paesi emergenti, soprattutto in Asia. Anche se la recente ripresa dei prezzi delle materie prime allevia alcune delle pressioni più acute, gli esportatori di tali beni proseguiranno l'aggiustamento in risposta al basso livello delle quotazioni. Inoltre, nonostante il recente recupero nei mercati finanziari, le economie emergenti si trovano ad affrontare condizioni di finanziamento esterne più restrittive parzialmente associate alla normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti. Anche l'incertezza politica e le tensioni geopolitiche pesano sulla domanda in alcuni paesi.

Il commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) è tornato a registrare una crescita positiva nella seconda metà del 2015 dopo la pronunciata debolezza nella parte precedente dell'anno. Nel breve periodo le importazioni globali continuano a risentire della debolezza in alcune economie emergenti, in particolare in Brasile e Russia. Successivamente l'interscambio internazionale dovrebbe rafforzarsi gradualmente, in linea con la ripresa dell'attività mondiale. Le proiezioni continuano a ipotizzare un'elasticità a medio termine del commercio 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 complessivamente dallo 0,6% nel 2015, al 2,0% nel 2016, al 3,5% nel 2017 e al 4,0% nel 2018.

Rispetto alle proiezioni di marzo, la crescita dell'attività mondiale e quella della domanda esterna dell'area dell'euro sono state riviste verso il basso.

Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

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

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

Nel complesso, ci si attende che il PIL in termini reali aumenti dell'1,6% nel 2016 e dell'1,7% sia nel 2017 sia nel 2018.

L'output gap negativo dovrebbe restringersi costantemente nell'orizzonte di proiezione, riflettendo la crescita solo moderata del prodotto potenziale.

Secondo le stime l'espansione del prodotto potenziale dovrebbe aumentare nel periodo di riferimento, pur rimanendo ben inferiore al livello di circa l'1,7% osservato prima della crisi. Questa debolezza riflette principalmente il contributo piuttosto basso del capitale dopo un periodo protratto di dinamica modesta degli investimenti. Il contributo del lavoro aumenterebbe nell'arco di tempo considerato, rispecchiando l'incremento della popolazione in età lavorativa nel contesto della crescente partecipazione alle forze di lavoro come conseguenza parziale di alcune riforme strutturali e anche di riflesso alla perdurante immigrazione.

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro dovrebbero continuare a migliorare nell'orizzonte di proiezione, a ritmi lievemente superiori al previsto. L'occupazione seguirebbe ad aumentare nel periodo in esame. Si

prevede che le forze di lavoro registrino un forte incremento nel 2016 e nel 2017, rispecchiando in parte l'afflusso di rifugiati e l'effetto di incoraggiamento dei lavoratori. Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere, pur mantenendosi su un livello storicamente elevato. Gli andamenti dell'occupazione implicano un aumento della crescita della produttività del lavoro dallo 0,6% nel 2015 allo 0,9% nel 2018, coerentemente con il suo normale profilo prociclico.

Rispetto alle proiezioni di marzo, le prospettive per la crescita del PIL in termini reali nel 2016 sono state riviste verso l'alto. La correzione al rialzo nel 2016 rispecchia in parte un effetto di trascinamento più positivo connesso alle revisioni dei dati storici, oltre che una crescita superiore al previsto nel primo trimestre dell'anno e una riduzione dell'incertezza connessa al calo della volatilità nei mercati finanziari. Oltre il breve periodo le prospettive per la crescita rimangono sostanzialmente invariate, rispecchiando effetti al ribasso dei maggiori prezzi del petrolio e della più debole domanda esterna ampiamente compensati dall'impatto favorevole delle misure di politica monetaria adottate a marzo 2016.

Gli andamenti recenti dell'inflazione misurata sullo IAPC sono stati determinati dal basso livello dei prezzi dell'energia e dalla dinamica modesta del tasso calcolato al netto della componente energetica e alimentare. L'inflazione armonizzata si è collocata in maggio al -0,1%, di riflesso al -8,1% della componente energetica e allo 0,8% del tasso calcolato al netto degli alimentari e dell'energia.

Nell'orizzonte di proiezione le spinte esterne sui prezzi dovrebbero accentuarsi, contribuendo in misura considerevole a un aumento dell'inflazione complessiva. Gli effetti base al rialzo connessi ai corsi petroliferi sulla componente energetica dello IAPC e gli ipotizzati ulteriori incrementi espressi dalle quotazioni dei contratti future sul petrolio dovrebbero rappresentare una parte significativa di detto aumento tra il 2016 e il 2017. Si prevede inoltre che il passato deprezzamento sostanziale del tasso di cambio dell'euro dalla metà del 2014 continui a esercitare pressioni verso l'alto sull'inflazione complessiva. Il tasso calcolato al netto della componente energetica e alimentare dovrebbe salire gradualmente nell'orizzonte di proiezione in un contesto in cui le condizioni nel mercato del lavoro migliorano e la ripresa economica si rafforza, con il sostegno degli interventi di politica monetaria della BCE.

La crescita salariale è moderata, ma dovrebbe rafforzarsi lievemente via via che le condizioni nei mercati del lavoro divengono gradualmente più tese. La dinamica dei salari è frenata dall'elevata disoccupazione, dalla bassa crescita della produttività, da processi di aggiustamento tra paesi volti a recuperare competitività e dalla maggiore flessibilità delle retribuzioni dopo le riforme strutturali del mercato del lavoro attuate durante la crisi. A questo proposito ci si attende che gli effetti di composizione continuino a moderare la crescita salariale aggregata, in quanto i nuovi posti di lavoro sembrano essere creati in particolare nei settori con una produttività del lavoro relativamente più bassa e quindi con livelli retributivi inferiori. Nell'insieme, l'incremento dei redditi per occupato dovrebbe salire gradualmente da una media dell'1,3% nel 2016 all'1,8% nel 2017 e al 2,2% nel 2018.

I margini di profitto dovrebbero beneficiare della ripresa economica in corso. Secondo le attese, il previsto miglioramento ulteriore della domanda dovrebbe rafforzare il potere delle imprese nel determinare i prezzi e di conseguenza accrescere i margini di profitto. Questi ultimi sono stati recentemente favoriti dalle entrate straordinarie connesse alle quotazioni petrolifere più contenute, un effetto che dovrebbe tuttavia esaurirsi nel breve periodo in linea con i recenti e ipotizzati ulteriori aumenti dei prezzi del petrolio come indicato dalla curva dei contratti future. La prevista accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto nell'orizzonte di proiezione dovrebbe inoltre esercitare un effetto di freno sui margini di profitto in particolare nel 2018.

Rispetto all'esercizio di proiezione di marzo, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC hanno subito una lieve correzione verso l'alto per il 2016 e sono rimaste sostanzialmente invariate per il 2017 e il 2018. Per il 2016 le

revisioni al rialzo dello IAPC per i beni energetici connesse alle variazioni delle ipotesi relative ai corsi petroliferi sono state lievemente superiori a quelle al ribasso delle altre componenti dell'indice. Per il 2017 e il 2018 le correzioni verso l'alto dell'inflazione per i beni energetici e alimentari sono state sostanzialmente compensate dalle revisioni verso il basso dello IAPC al netto di queste due componenti.

4 Prospettive per i conti pubblici

Ci si attende che l'orientamento delle politiche di bilancio fornisca un contributo lievemente positivo alla domanda nel 2016 e che diventi sostanzialmente neutro nel 2017 e nel 2018. Questo è misurato come variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo, al netto del sostegno pubblico a favore del settore finanziario. L'orientamento espansivo delle politiche di bilancio nel 2016 deriva principalmente da riduzioni delle imposte dirette e dei contributi previdenziali in diversi paesi, oltre che dall'aumento della spesa connessa all'afflusso di rifugiati.

Nel periodo in esame il disavanzo e il debito pubblico in rapporto al PIL dovrebbero seguire entrambi un andamento calante. La riduzione del disavanzo nel 2016 deriva da un calo degli esborsi per interessi e dal miglioramento della componente ciclica, parzialmente compensati da un allentamento dell'intonazione delle politiche fiscali. Nel 2017-18 l'effetto positivo della minore spesa per interessi è stato probabilmente accresciuto dal miglioramento del saldo primario riconducibile soprattutto ad andamenti ciclici favorevoli. Nel periodo 2016-18 ci si attende che la graduale riduzione del debito pubblico sia 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 avranno verosimilmente un impatto favorevole sull'evoluzione del debito.

Rispetto all'esercizio di marzo, le prospettive per le finanze pubbliche sono più favorevoli. Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche è stato rivisto al rialzo sull'intero orizzonte di proiezione per l'ipotesi di una crescita meno dinamica dei consumi collettivi, comprese le retribuzioni dei funzionari pubblici, in presenza di un tasso di incremento del PIL in termini nominali sostanzialmente invariato nel 2017-18. Il rapporto debito/PIL dovrebbe scendere anch'esso nel periodo in esame, di riflesso ad avanzi primari più ampi e – specie nel 2016 – a un differenziale più favorevole fra crescita e tassi di interesse derivante dalla revisione al rialzo della crescita del PIL in termini nominali.

Tavola 1

Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro¹⁾

(variazioni percentuali annue)

	Giugno 2016				Marzo 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIL in termini reali ¹⁾	1,6	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,8
		[1,3 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,9] ²⁾		[1,0 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,6 - 3,0] ²⁾
Consumi privati	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Consumi collettivi	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Investimenti fissi lordi	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Esportazioni ³⁾	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Importazioni ³⁾	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Occupazione	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
IAPC	0,0	0,2	1,3	1,6	0,0	0,1	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾		[-0,2 - 0,4] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾
IAPC al netto dell'energia	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
IAPC al netto di energia e alimentari	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
IAPC al netto di energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Costo unitario del lavoro	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Redditi per occupato	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Produttività del lavoro	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

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

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 profilo ascendente delle quotazioni, con il prezzo del greggio di qualità Brent che raggiungerebbe i 52 dollari a fine 2018. Tale profilo è coerente con un moderato recupero della domanda mondiale di petrolio, uno scenario che potrebbe accompagnarsi 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'Eurosistema⁴ per elaborare le proiezioni sui prezzi del petrolio nell'orizzonte di proiezione 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 superiore al previsto dell'attività mondiale, 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 del 10% rispetto allo scenario di base fino al 2018, da un lato frenerebbe in misura marginale la crescita del PIL in termini reali, dall'altro comporterebbe un incremento lievemente più rapido dell'inflazione misurata sullo IAPC (con un aumento di circa 0,1 punti percentuali nel 2017 e 0,2 nel 2018).

2) Profilo alternativo del tasso di cambio

L'analisi di sensibilità indaga 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 del previsto 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 al 10 maggio 2016. Tale profilo comporta un graduale indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro; nel 2018 si registrerebbe un cambio di 1,04 dollari per euro, ossia un tasso inferiore dell'8,8% 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 4,6% rispetto allo scenario di base per il 2018. In tale contesto, da una serie di modelli macroeconomici emergono in

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

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 0,1-0,3 punti percentuali) nel 2016, 2017 e 2018.

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, la maggior parte delle previsioni disponibili al momento dalle altre organizzazioni mostra valori simili o lievemente inferiori per la crescita del PIL in termini reali nell'orizzonte temporale considerato e prospettive analoghe o leggermente superiori per l'inflazione. Le proiezioni per la crescita del PIL in termini reali e l'inflazione misurata sullo IAPC non differiscono molto dai valori centrali di questo esercizio di proiezione e rientrano ampiamente negli intervalli qui riportati (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 dell'Eurosistema	giugno 2016	1,6	1,7	1,7	0,2	1,3	1,6
		[1,3-1,9]	[0,7-2,7]	[0,5-2,9]	[0,1-0,3]	[0,6-2,0]	[0,7-2,5]
Commissione europea	maggio 2016	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
OCSE	giugno 2016	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
Euro Zone Barometer	maggio 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	maggio 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	aprile 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
FMI	aprile 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Fonti: European Economic Forecast della Commissione europea, primavera 2016; World Economic Outlook dell'FMI, aprile 2016; Economic Outlook dell'OCSE, giugno 2016; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics e Survey of Professional Forecasters della BCE.

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.