



Dicembre 2018

Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema¹

La crescita del PIL in termini reali si è inaspettatamente indebolita nel terzo trimestre del 2018, riflettendo in parte le strozzature temporanee della produzione registrate dalle case automobilistiche. Anche se i dati recenti sono stati più deboli del previsto, la produzione di autovetture ha recuperato negli ultimi mesi e i fattori fondamentali a sostegno dell'espansione nell'area dell'euro rimangono sostanzialmente presenti. Pertanto, le proiezioni segnalano una ripresa nel breve periodo. Le prospettive di crescita previste rispecchiano l'impatto dell'orientamento molto accomodante della politica monetaria, il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro, il rafforzamento dei bilanci e il lieve allentamento delle politiche fiscali. La moderazione del ritmo di incremento del PIL in termini reali, dall'1,9% nel 2018 all'1,5% nel 2021, va ricondotta in larga parte alla crescente carenza di manodopera in alcuni paesi e alle condizioni di finanziamento leggermente meno favorevoli nell'orizzonte temporale di proiezione. L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) avrebbe raggiunto un massimo al 2,1% nel terzo trimestre del 2018 e ci si attende che tocchi il suo punto minimo all'1,4% entro la fine del 2019, per poi risalire gradualmente all'1,8% nel 2021. Questo profilo riflette un netto calo della componente energetica dell'inflazione rispetto ai suoi attuali livelli elevati nel corso del 2019, al venir meno dell'impatto esercitato dagli aumenti passati dei corsi petroliferi; il tasso calcolato al netto dell'energia e dei beni alimentari invece aumenterebbe, rispecchiando il perdurare dell'espansione economica e l'inasprimento delle condizioni nei mercati del lavoro.

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. Le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE o dell'Eurosistema non sono approvate dal Consiglio direttivo e non riflettono necessariamente le opinioni di quest'ultimo in merito alle prospettive dell'area dell'euro. Informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono reperibili in *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel luglio 2016 e consultabile nel suo sito Internet. Le ipotesi tecniche riguardanti, ad esempio, i prezzi del petrolio e i tassi di cambio sono aggiornate al 21 novembre 2018 (cfr. riquadro 1); per le altre informazioni utilizzate la data di chiusura dell'esercizio è il 28 novembre. Le proiezioni macroeconomiche di questo mese si riferiscono al periodo 2018-2021. Nella loro interpretazione va ricordato che esercizi previsivi condotti per un orizzonte temporale così esteso presentano un grado di incertezza molto elevato. Cfr. l'articolo *Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema* nel numero di maggio 2013 del Bollettino mensile della BCE.

All'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> sono accessibili i dati utilizzati per la compilazione di alcune tavole e figure.

1 Economia reale

La crescita economica si è indebolita nel terzo trimestre del 2018 rispetto alla prima metà dell'anno. Il calo del tasso di incremento del PIL in termini reali dallo 0,4% in ciascun trimestre nella prima metà del 2018 allo 0,2 per cento del terzo trimestre è connesso in parte al fatto che alcune case automobilistiche hanno registrato ritardi nel superamento della nuova procedura di prova per veicoli leggeri armonizzata a livello mondiale (Worldwide harmonised Light vehicle Test Procedure, WLTP) e hanno di conseguenza ridotto nettamente la produzione. Ciò è avvenuto in particolare in Germania, dove la sostanziale caduta della produzione di autovetture ha contribuito in larga misura alla diminuzione del PIL tedesco in termini reali nel terzo trimestre del 2018. Il PIL in termini reali ha altresì rallentato considerevolmente in alcuni altri paesi nel terzo trimestre, riflettendo la decelerazione della domanda interna.

Tavola 1
Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro¹⁾

(variazioni percentuali annue)

	Dicembre 2018				Settembre 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIL in termini reali	1,9	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8	1,7
	[1,8 - 2,0] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[0,5 - 2,5] ²⁾	[1,8 - 2,2] ²⁾	[1,0 - 2,6] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Consumi privati	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Consumi collettivi	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Investimenti fissi lordi	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Esportazioni ³⁾	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Importazioni ³⁾	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Occupazione	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
IAPC	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
	[1,8 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,1] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾	[0,9 - 2,7] ²⁾	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾
IAPC al netto dell'energia	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
IAPC al netto di energia e alimentari	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
IAPC al netto di energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette ⁴⁾	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
Costo unitario del lavoro	1,7	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7
Reddito per occupato	2,2	2,1	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7
Produttività del lavoro	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) ⁵⁾	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	3,0	2,7	2,6	2,5	3,2	2,8	2,8

1) Le proiezioni sul PIL in termini reali e le sue componenti si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative.

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

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

4) Il 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.

Le proiezioni ipotizzano che l'indebolimento nel terzo trimestre del 2018 sia in larga parte temporaneo e che successivamente la crescita faccia segnare una ripresa. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) ha continuato a diminuire sia in ottobre sia in novembre e gli indicatori del clima di fiducia elaborati dalla Commissione europea sono altresì scesi negli ultimi mesi su livelli che rimangono tuttavia superiori alle rispettive medie di lungo periodo, a indicare un'espansione solo moderata nel quarto trimestre. Al tempo stesso, i dati più recenti relativi alla produzione automobilistica in Germania evidenziano la natura temporanea del rallentamento e ci si attende che la produzione di autovetture recuperi ulteriormente avvicinandosi a valori in linea con la norma nei prossimi mesi. Nell'insieme, le proiezioni ipotizzano che l'indebolimento nel terzo trimestre di quest'anno sia in larga parte temporaneo e che successivamente si registri una ripresa della crescita. Va rilevato che questo profilo è sostanzialmente in linea con le informazioni provenienti da indicatori anticipatori quali EuroCOIN e il Conference Board Leading Economic Index.

Nel medio periodo continuano a sussistere i presupposti fondamentali per il proseguimento della fase espansiva. La domanda interna dovrebbe essere ancora sorretta da una serie di fattori favorevoli. L'orientamento molto accomodante della politica monetaria della BCE seguita a trasmettersi all'economia. I prestiti al settore privato continuano a registrare una crescita generalizzata nei paesi dell'area dell'euro e sono stimolati dal livello ancora basso, seppur lievemente aumentato, dei tassi di interesse e dalle condizioni favorevoli del credito bancario sia alle famiglie sia alle società non finanziarie. Le minori esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria nei diversi settori contribuiranno altresì al dinamismo della spesa privata. Si prevede che l'impatto di un allentamento delle politiche di bilancio nell'insieme dell'area dell'euro sia lievemente espansivo. La crescita dei consumi delle famiglie e degli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbe anche trarre beneficio dalle condizioni robuste nei mercati del lavoro e dall'incremento della ricchezza netta in termini reali. Al tempo stesso gli investimenti delle imprese continueranno a espandersi nel contesto dell'aumento degli utili, dell'alto grado di utilizzo della capacità produttiva e dei probabili investimenti volti a ridurre il fabbisogno del fattore lavoro in relazione alle crescenti carenze di manodopera. Le esportazioni dell'area dell'euro beneficerebbero della perdurante espansione dell'attività economica mondiale e della corrispondente crescita della domanda esterna dell'area.

Tuttavia, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe indebolirsi lievemente nell'orizzonte temporale di proiezione con il progressivo esaurirsi di alcuni andamenti favorevoli. Rispetto a quanto osservato nel 2017 e agli inizi del 2018, quando il commercio mondiale aveva registrato un'espansione robusta, nel periodo in esame il sostegno offerto dalla domanda esterna sarebbe inferiore e ci si attende che le condizioni di finanziamento siano lievemente meno favorevoli. L'occupazione dovrebbe decelerare sostanzialmente nell'arco di tempo considerato, per motivi in gran parte connessi all'acuirsi della carenza di manodopera in alcuni paesi. Gli investimenti delle imprese rallenterebbero sullo sfondo della minore crescita complessiva della domanda, dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento, della scadenza degli incentivi fiscali e di cambiamenti strutturali quali l'evoluzione

demografica sfavorevole. Anche gli investimenti nell'edilizia residenziale risentiranno dei fattori demografici.

Il ritmo di incremento del reddito disponibile reale si rafforzerebbe nel 2019 come conseguenza dei maggiori trasferimenti fiscali, per poi indebolirsi nel 2020 e nel periodo successivo. Il contributo di salari e stipendi lordi alla crescita del reddito disponibile nominale dovrebbe diminuire lievemente nel 2019 per l'impatto della minore dinamica dell'occupazione. Successivamente si prevede che rimanga sostanzialmente invariato, poiché l'attesa accelerazione dei salari nominali compenserebbe l'ulteriore rallentamento dell'occupazione. Il reddito non da lavoro registrerebbe un aumento più moderato nel 2019, per poi acquisire maggiore slancio nel resto del periodo di riferimento, in linea con gli utili. Riflettendo l'impatto congiunto delle riduzioni delle imposte dirette e dell'aumento dei trasferimenti alle famiglie, il contributo dei trasferimenti fiscali netti dovrebbe passare in territorio positivo nel 2019 per la prima volta dal 2010 nei grandi paesi dell'area dell'euro; diventerebbe poi sostanzialmente neutro nel 2020 e lievemente restrittivo nel 2021 nel contesto dei minori trasferimenti alle famiglie e del graduale aumento dell'imposizione diretta. Nell'insieme la crescita del reddito disponibile reale dovrebbe rafforzarsi nel 2019 ed evidenziare invece un indebolimento nel 2020-2021, accentuato dal previsto aumento dell'inflazione al consumo. Inoltre la sua composizione diventerebbe meno favorevole per la spesa delle famiglie in quanto il reddito disponibile sarà trainato più dai salari che dall'occupazione; di solito i consumi reagiscono infatti in misura lievemente maggiore alle variazioni di quest'ultima.

I consumi privati dovrebbero registrare una lieve accelerazione nel breve periodo. Secondo le stime, nel terzo trimestre del 2018 i consumi delle famiglie sono stati frenati dai sostanziali strozzamenti della produzione di autovetture che hanno comportato ritardi nelle consegne. Il perdurare del favorevole clima di fiducia dei consumatori, gli attesi miglioramenti ulteriori delle condizioni nei mercati del lavoro e l'aumento dei salari reali per occupato suggeriscono un'espansione dei consumi più vigorosa nei prossimi trimestri, sorretta anche dall'effetto positivo dell'allentamento delle politiche di bilancio in alcuni paesi.

La crescita dei consumi privati sarebbe sostenuta dalle condizioni favorevoli del credito bancario, rafforzate dalle misure di politica monetaria della BCE, e dai progressi realizzati nella riduzione della leva finanziaria. Nell'orizzonte temporale di proiezione si prevede un incremento moderato dei tassi sui prestiti bancari, che dovrebbe tuttavia esercitare un impatto limitato sulla spesa lorda per interessi poiché il debito delle famiglie è a lunga scadenza e la quota del debito a tasso variabile nei bilanci di questo settore è relativamente contenuta. Nonostante detto aumento, la spesa lorda per interessi si manterrebbe su livelli bassi e continuerebbe pertanto a sostenere i consumi privati. Le proiezioni indicano inoltre che la ricchezza netta in termini reali crescerà ulteriormente, seppure a un ritmo lievemente inferiore rispetto agli anni precedenti. L'espansione della ricchezza netta, unita ai progressi realizzati nella riduzione della leva finanziaria, dovrebbe altresì sostenere i consumi anche se l'indebitamento lordo delle famiglie rimane sui livelli osservati prima della crisi finanziaria mondiale.

Il tasso di risparmio delle famiglie aumenterebbe gradualmente, avvicinandosi a livelli più normali in una prospettiva storica nel periodo considerato. Questa normalizzazione riflette l'espansione ciclica in atto e i cambiamenti nella composizione della crescita del reddito. Si prevede inoltre che le famiglie accrescano il risparmio in risposta alle riduzioni dell'imposizione diretta e al temporaneo aumento dei trasferimenti pubblici.

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 ipotesi tecniche includono un indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro, un calo dei prezzi in dollari del petrolio e un lieve aumento dei tassi di interesse a lungo termine. Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 21 novembre 2018. I tassi di interesse a breve termine si riferiscono all'Euribor a tre mesi e le aspettative di mercato sono desunte dai tassi dei contratti future. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve del -0,3% nel 2019, dello 0,0% nel 2020 e dello 0,3% nel 2021. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media dell'1,4% nel 2019, dell'1,7% nel 2020 e dell'1,9% nel 2021². Da un confronto con l'esercizio di proiezione di settembre emerge che le aspettative di mercato per i tassi di interesse a breve termine sono state riviste verso il basso di 4 punti base per il 2019 e il 2020, mentre quelle per i tassi a lungo termine sono state corrette al rialzo di 13 e 15 punti base rispettivamente per il 2019 e il 2020.

Per quanto concerne le materie prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti future considerando la media delle due settimane fino al 21 novembre, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent scendano da 71,8 dollari al barile nel 2018 a 67,5 nel 2019 e che diminuiscano ulteriormente a 65,9 nel 2021. Tale profilo comporta che, rispetto alle proiezioni di settembre, i prezzi in dollari del petrolio siano superiori dello 0,4% nel 2018 e inferiori del 5,8% e del 3,2% rispettivamente nel 2019 e nel 2020. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire lievemente nel 2019 rispetto al 2018 e tornare a salire nel resto del periodo di riferimento³.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 21 novembre. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi in media a 1,18 nel 2018 e a 1,14 nel 2019-2021, sostanzialmente invariato rispetto alle proiezioni di settembre. Il tasso di cambio effettivo dell'euro (calcolato nei confronti delle valute di 38 partner commerciali) è inferiore dello 0,5% rispetto alle proiezioni di settembre.

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.

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 quarto trimestre del 2019 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

Ipotesi tecniche

	Dicembre 2018				Settembre 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	-0,3	-0,3	0,0	0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	1,1	1,4	1,7	1,9	1,1	1,3	1,6
Prezzo del petrolio (USD al barile)	71,8	67,5	66,8	65,9	71,5	71,7	69,0
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	3,0	-1,4	4,4	4,3	1,9	-2,6	4,2
Tasso di cambio USD/EUR	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	5,2	0,0	0,0	0,0	5,1	0,6	0,0

L'espansione degli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbe proseguire, sebbene a un ritmo più moderato.

La crescita degli investimenti in abitazioni avrebbe toccato un massimo agli inizi del 2018, per poi perdere slancio nei trimestri successivi. Questo indebolimento rispetto al boom del mercato degli immobili residenziali osservato nel 2016 e nel 2017 riflette principalmente l'impatto dei crescenti vincoli dal lato dell'offerta, in particolare carenze di manodopera, in alcuni paesi. Continuano a sussistere i presupposti fondamentali per un'ulteriore espansione degli investimenti nell'edilizia residenziale nell'orizzonte temporale di proiezione: le indagini congiunturali indicano un aumento delle famiglie che prevedono di acquistare, costruire o ristrutturare un'abitazione nei prossimi due anni. Tuttavia, in linea con le attese di un calo graduale del ritmo di incremento del reddito disponibile reale e di un lieve inasprimento delle condizioni di finanziamento, si prevede che questa espansione perda slancio. Tale moderazione può altresì emergere come conseguenza dell'acuirsi dei vincoli di capacità nel settore delle costruzioni e di andamenti demografici sfavorevoli in alcuni paesi.

Gli investimenti delle imprese continuerebbero a recuperare nel periodo in esame, seppure a ritmi gradualmente decrescenti a partire dal 2019.

Le stime segnalano che gli investimenti delle imprese hanno registrato una rapida espansione nel corso del 2018 e che la loro incidenza sul PIL in termini reali dell'area dell'euro è salita sui livelli massimi antecedenti la crisi. Guardando al futuro, oltre che dalle prospettive complessivamente favorevoli per la domanda, questo recupero sarebbe ancora sostenuto da una serie di altri fattori: il livello di fiducia delle imprese, seppure lievemente inferiore rispetto agli inizi del 2018, rimane superiore alla media grazie alle attese positive riguardo alla produzione e all'andamento favorevole degli ordini; il grado di utilizzo della capacità produttiva resta ben al di sopra della media di lungo periodo e la mancanza di attrezzature viene segnalata come un fattore che limita la produzione da un'ampia quota di imprese nel settore manifatturiero; le condizioni di finanziamento dovrebbero essere ancora favorevoli, anche se gradualmente più tese, nell'orizzonte temporale di proiezione; gli utili dovrebbero ampliarsi nel contesto di una liquidità già abbondante nel settore delle società non finanziarie (SNF); le imprese potrebbero accrescere gli investimenti per compensare i vincoli connessi al lato dell'offerta di manodopera. Inoltre, l'indice di leva finanziaria nel settore delle SNF è diminuito negli ultimi anni grazie alla ripresa dei corsi azionari, al protratto

accumulo di attività e alla moderata crescita dei debiti finanziari, anche se l'indebitamento lordo consolidato resta superiore ai livelli pre-crisi. Una graduale perdita di slancio degli investimenti delle imprese nel periodo considerato riflette la decelerazione complessiva della domanda sia interna sia esterna, oltre che l'aumento dei tassi sui prestiti alle SNF. Si prevede in aggiunta che l'attesa fine degli incentivi fiscali speciali e gli effetti avversi di alcuni cambiamenti strutturali (quali l'evoluzione demografica sfavorevole) incidano negativamente sugli investimenti delle imprese nel medio periodo.

Riquadro 2

Contesto internazionale

L'attività mondiale ha mostrato finora una buona capacità di tenuta, ma emergono segnali di rallentamento. L'economia globale ha continuato a espandersi a ritmi costanti nel secondo trimestre del 2018 e i dati sulla crescita nel terzo trimestre negli Stati Uniti e nel Regno Unito indicano ancora una certa tenuta dell'attività nonostante il calo del prodotto in Giappone, che riflette in larga misura fattori temporanei connessi a calamità naturali. Per quanto concerne le economie emergenti, in Cina l'attività ha dato prova di resilienza e in Turchia lo stabilizzarsi del clima di fiducia e il connesso apprezzamento della lira segnalano una contrazione lievemente meno pronunciata del previsto.

Nel breve periodo, si prevede che la dinamica congiunturale positiva a livello mondiale sostenga l'attività internazionale. I paesi avanzati continuano a beneficiare dell'orientamento accomodante delle politiche monetarie e delle ingenti misure di stimolo fiscale negli Stati Uniti. Il passato aumento dei corsi petroliferi ha altresì contribuito a stabilizzare gli investimenti in molte economie esportatrici di petrolio. Nondimeno, le tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina si sono intensificate e l'incertezza riguardo alle relazioni commerciali future rimane elevata, il che incide negativamente sull'attività mondiale. I timori per il commercio internazionale, la graduale normalizzazione delle politiche monetarie nei paesi avanzati e le incertezze sul piano delle politiche hanno determinato un inasprimento delle condizioni di finanziamento nei mesi estivi, soprattutto in alcune economie emergenti. Anche se i rischi a livello mondiale sembrano essersi stabilizzati nel periodo recente, gli investitori finanziari continuano ad avere una percezione più negativa delle economie emergenti caratterizzate da squilibri significativi, un elevato fabbisogno di finanziamento esterno e vincoli in termini di spazio di manovra delle politiche.

A più lungo termine, ci si attende che la crescita mondiale rimanga stabile. Da un lato, questo riflette il previsto rallentamento ciclico nelle economie avanzate e la transizione della Cina verso un sentiero di crescita inferiore. L'output gap negativo si è già chiuso o è in via di riassorbimento in gran parte dei paesi avanzati e vi sarà una riduzione graduale del sostegno offerto dalle politiche. Inoltre, sebbene si ipotizzi che le attuali relazioni commerciali fra il Regno Unito e l'UE27 siano mantenute sino alla fine del 2020, l'ipotizzata transizione verso nuove relazioni commerciali a partire dal 2021 eserciterà un certo effetto negativo sulla crescita dell'economia britannica. Dall'altro lato, le prospettive per l'attività mondiale riflettono altresì la prevista ripresa economica nel periodo in esame in diversi paesi emergenti e in particolare in quelli che hanno risentito della recente turbolenza nei mercati finanziari. Nell'insieme, la crescita dell'attività mondiale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe essere pari al 3,8% nel 2018 e scendere al 3,6% nel 2021.

Rispetto alle proiezioni di settembre, il tasso di incremento del PIL mondiale è stato rivisto verso il basso. Queste correzioni al ribasso riflettono un indebolimento delle prospettive nelle economie emergenti, a fronte di prospettive sostanzialmente invariate nei paesi avanzati.

Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Dicembre 2018				Settembre 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,7	3,7
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ¹⁾	5,1	3,5	3,6	3,6	4,6	3,9	3,8
Domanda esterna dell'area dell'euro ²⁾	4,3	3,1	3,5	3,4	4,1	3,6	3,6

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

Il commercio mondiale dovrebbe perdere vigore nel 2019 con il maturare del ciclo economico internazionale e l'impatto negativo sull'interscambio esercitato dalle nuove tariffe, soprattutto negli Stati Uniti e in Cina. A medio termine, le proiezioni per il commercio sono ancorate alla prospettiva di una crescita delle importazioni mondiali sostanzialmente in linea con l'attività globale. Complessivamente, la crescita della domanda esterna dell'area dell'euro scenderebbe dal 4,3% nel 2018 al 3,4% nel 2021. In confronto alle proiezioni di settembre è stata corretta al rialzo per il 2018 come conseguenza del maggiore slancio osservato nella prima metà dell'anno. Le revisioni al ribasso per il 2019 e il 2020 riflettono in parte l'impatto meccanico dell'aumento delle tariffe bilaterali negli Stati Uniti e in Cina e, in misura inferiore, il lieve indebolimento dell'attività mondiale.

La crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro sarebbe superiore a quella della domanda esterna sul breve termine e in linea con quest'ultima nel periodo successivo. Le esportazioni verso l'esterno dell'area crescerebbero lievemente di più della domanda esterna nel 2019, a indicare un lieve aumento della quota di mercato a breve termine grazie alla migliore competitività di prezzo nei paesi appartenenti all'area (nel contesto di rialzi dei prezzi all'esportazione inferiori a quelli dei concorrenti). Nel medio periodo, la crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area è attesa in linea con quella della domanda esterna. Le importazioni dall'esterno dell'area dovrebbero trarre beneficio dagli andamenti positivi della domanda e, nei prossimi trimestri, dal rafforzamento dell'euro. Il contributo dell'interscambio netto alla crescita economica sarebbe sostanzialmente neutro nell'orizzonte temporale di proiezione, dopo essere stato lievemente positivo nel 2018.

L'occupazione dovrebbe decelerare in presenza di un rallentamento dell'attività e di attese di carenze di manodopera sempre più restrittive in alcuni paesi. La crescita del numero di occupati è diminuita nel terzo trimestre del 2018, dopo essere stata pari allo 0,4% sul trimestre precedente nella prima metà dell'anno, di riflesso alla decelerazione dell'attività dagli inizi del 2018. Le indagini sugli andamenti futuri suggeriscono che l'occupazione continuerà a espandersi nel breve periodo nonostante la moderazione esercitata nel 2019 dalla riduzione dei dipendenti del settore pubblico, dall'attesa introduzione di un programma di

prepensionamento e dai previsti licenziamenti a seguito degli aumenti delle retribuzioni minime in alcuni paesi. Si prevede sostanzialmente una lieve perdita di slancio della dinamica dell'occupazione nel periodo in esame, in larga parte in linea con il rallentamento dell'attività.

Le proiezioni segnalano un'espansione delle forze di lavoro, ancorché a un ritmo decrescente nell'arco di tempo considerato. Ciò rispecchia la prevista immigrazione netta di lavoratori, l'attesa integrazione dei rifugiati e il perdurante aumento dei tassi di partecipazione al mercato del lavoro. Si prevede tuttavia che nel periodo in esame gli effetti di questi fattori vengano gradualmente meno e aumenti l'impatto sfavorevole esercitato dall'invecchiamento demografico, in un contesto in cui le coorti più anziane che escono dalle forze di lavoro sono in numero maggiore rispetto a quelle più giovani che entrano a farvi parte.

Il tasso di disoccupazione scenderebbe al 7,1% nel 2021. È diminuito all'8,1% nel terzo trimestre del 2018, il livello più basso osservato dalla fine del 2008. In prospettiva, le proiezioni segnalano che il numero di disoccupati continuerà a ridursi notevolmente avvicinandosi al minimo pre-crisi.

Di riflesso al suo profilo ciclico, la produttività del lavoro registrerebbe una ripresa nell'orizzonte temporale di proiezione. La produttività del lavoro ha ristagnato rispetto al periodo precedente nei primi tre trimestri del 2018, dopo il forte slancio del 2017, di riflesso all'inatteso indebolimento dell'attività. Guardando al futuro, il menzionato rallentamento dell'occupazione, il crescente utilizzo del capitale nel contesto della diminuzione del margine di capacità inutilizzata, il maggior numero di ore lavorate pro capite e il lieve incremento della produttività totale dei fattori suggeriscono che la crescita della produttività del lavoro aumenterà nel periodo in rassegna, anche se in misura lievemente inferiore al proprio tasso medio pre-crisi dell'1,0%.

Rispetto alle proiezioni di settembre, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista lievemente verso il basso per il 2018 e il 2019. Questo riflette i dati più modesti nel terzo trimestre del 2018 e la connessa moderazione dell'effetto di trascinamento nel 2019. Nel contempo, sia per il 2019 sia per il 2020, il leggero aumento dei tassi sui prestiti a lungo termine, il calo dei corsi azionari e la decelerazione della domanda esterna agiranno da freno sull'attività; si prevede tuttavia che tali effetti siano sostanzialmente compensati dall'impatto favorevole del calo dei corsi petroliferi, dall'indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro e dal lieve allentamento ulteriore delle politiche di bilancio.

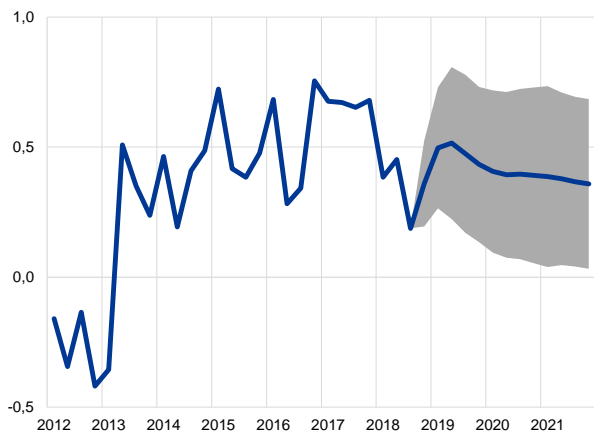
Grafico 1

Proiezioni macroeconomiche¹⁾

(dati trimestrali)

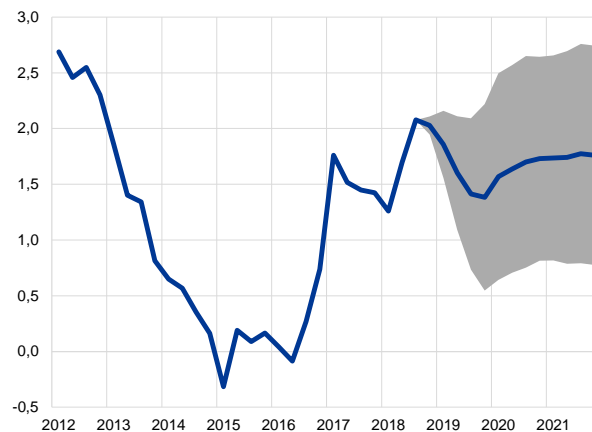
PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾

(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.

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

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

2

Prezzi e costi

L'inflazione misurata sullo IAPC avrebbe raggiunto un massimo nel terzo trimestre del 2018 e ci si attende che scenda sino alla fine del 2019, per poi rafforzarsi gradualmente nel resto del periodo di riferimento. Gli attuali tassi

elevati di variazione della componente energetica dello IAPC, connessi ai sostanziali aumenti passati dei corsi petroliferi, diminuirebbero significativamente nell'arco di tempo considerato data l'inclinazione lievemente discendente della curva dei futuri sui prezzi del petrolio. L'inflazione dei beni alimentari rimarrebbe relativamente invariata nell'orizzonte temporale di proiezione, collocandosi in media all'1,9%. Le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero aumentare gradualmente sulla scia del miglioramento della posizione ciclica dell'economia e della connessa intensificazione della dinamica salariale. Ci si attende in particolare che i crescenti vincoli dal lato dell'offerta di manodopera in alcuni paesi determinino un'accelerazione dei salari. Alcune ulteriori spinte verso l'alto sull'inflazione di fondo dovrebbero provenire tra l'altro dagli andamenti esterni dei prezzi in quanto gli aumenti passati dei corsi petroliferi esercitano un impatto indiretto sullo IAPC calcolato al netto dell'energia e dei beni alimentari. Nell'insieme, l'inflazione misurata sullo IAPC escludendo la componente energetica e alimentare dovrebbe salire all'1,8% nel 2021.

Si prevede che la crescita salariale registri un rafforzamento sensibile nell'orizzonte temporale di proiezione, in un contesto in cui le condizioni nei mercati del lavoro continuano a inasprirsi e viene meno l'impatto dei fattori che hanno frenato la dinamica delle retribuzioni in alcuni paesi negli ultimi anni. L'incremento del reddito per occupato dovrebbe salire notevolmente, dal 2,2%

nel 2018 al 2,7% nel 2021⁴. Il fattore principale alla base dell'accelerazione dei salari è il previsto miglioramento ulteriore delle condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro, che dovrebbero diventare sempre più tese e caratterizzate da una sensibile carenza di manodopera in alcune parti dell'area. In linea con la posizione ciclica dell'economia, l'accelerazione del reddito per occupato dovrebbe essere sostenuta dal consolidamento della crescita delle retribuzioni contrattuali. Al di là degli andamenti congiunturali, è prevedibile che il significativo aumento recente dell'inflazione complessiva contribuisca a un'intensificazione della dinamica salariale nelle economie dell'area in cui il processo di formazione dei salari include elementi retrospettivi. Inoltre, gli effetti di freno sulle retribuzioni esercitati da fattori connessi alla crisi – quali le esigenze di moderazione della dinamica retributiva per recuperare competitività di prezzo in alcune economie e la compressione dei salari (pent-up wage restraint) alla luce delle rigidità vincolanti verso il basso che hanno contraddistinto le retribuzioni nominali durante la crisi – dovrebbero gradualmente attenuarsi con il procedere e l'ampliarsi dell'espansione economica nei paesi dell'area. In aggiunta, alcune misure governative che hanno moderato la crescita salariale in passato dovrebbero diventare meno importanti e taluni paesi hanno introdotto aumenti delle retribuzioni minime che potrebbero trasmettersi alla distribuzione dei salari.

Rispetto al 2018, nell'orizzonte temporale di proiezione i margini di profitto dovrebbero registrare andamenti più favorevoli. Il loro indebolimento nel 2018 rispecchia in particolare il recente deterioramento delle ragioni di scambio, oltre che una lieve perdita di slancio dell'espansione congiunturale. Le prospettive più favorevoli per i margini di profitto nel periodo successivo al 2018 riflettono le attese di un'evoluzione positiva del potere delle imprese di determinare i prezzi.

Le pressioni esterne sui prezzi rimarrebbero positive pur registrando una leggera moderazione nel periodo in esame. La crescita sul periodo corrispondente del deflatore delle importazioni dovrebbe moderarsi dopo il 2018. Questo rispecchia il lieve impatto negativo esercitato dalla traiettoria leggermente discendente dei corsi petroliferi impliciti nelle ipotesi, mentre i prezzi delle materie prime non petrolifere e le spinte inflazionistiche di fondo a livello mondiale dovrebbero intensificarsi nel periodo in esame.

Da un confronto con l'esercizio previsivo di settembre emerge che le proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state corrette al ribasso per il 2019. Il profilo del tasso calcolato escludendo energia e beni alimentari è leggermente inferiore in ragione del lieve indebolimento delle prospettive riguardanti la crescita e i salari. Per l'inflazione complessiva, l'effetto della revisione dello IAPC al netto dei prodotti energetici e alimentari si aggiunge a quello delle correzioni al ribasso della componente energetica per il 2019 ma è compensato dalle revisioni al rialzo di quest'ultima per il 2020. Tali correzioni dell'inflazione dei beni energetici

⁴ Un rallentamento temporaneo del reddito per occupato nel 2019 riflette l'attuazione di una misura di bilancio in Francia consistente nella conversione di un credito d'imposta (il Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi, CICE) in una riduzione permanente dei contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro. Poiché il calo della crescita del reddito per occupato e del costo del lavoro per unità di prodotto è in larga parte compensato da un corrispondente incremento dei margini di profitto, l'impatto sulla determinazione dei prezzi dovrebbe essere limitato.

seguono sostanzialmente le variazioni delle ipotesi riguardanti i corsi petroliferi che, dopo essere state riviste al ribasso nel breve periodo, mostrano ora un andamento discendente meno pronunciato rispetto all'esercizio precedente.

3 Prospettive per i conti pubblici

L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe essere sostanzialmente neutro nel 2018 e lievemente espansivo nel 2019 e nel 2020, per poi tornare neutro nel 2021. Viene misurato come variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo, al netto del sostegno pubblico a favore del settore finanziario. Nel 2019 l'intonazione espansiva delle politiche di bilancio è riconducibile principalmente alla diminuzione delle imposte dirette e dei contributi previdenziali, oltre che all'aumento dei trasferimenti in alcuni paesi. Nel 2020 l'allentamento è sostenuto, ancorché in misura inferiore rispetto al 2019, da ulteriori riduzioni sia delle imposte dirette sia dei contributi previdenziali e da una crescita della spesa ancora piuttosto vigorosa in alcune economie.

Il saldo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe evidenziare un lieve deterioramento nel 2019-2021 dopo il miglioramento del 2018, mentre il debito pubblico in rapporto al PIL continua a seguire una traiettoria discendente.

L'ampliamento del disavanzo delle amministrazioni pubbliche è dovuto a un deterioramento del saldo primario corretto per il ciclo. Ciò è parzialmente compensato da un lieve calo degli esborsi per interessi, risultante dalla sostituzione di passività pregresse aventi costi elevati con nuovo debito a tassi di interesse inferiori, mentre la componente ciclica rimane sostanzialmente invariata.

L'andamento calante del debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è sorretto dai saldi primari positivi e dal differenziale favorevole fra tasso di interesse e tasso di crescita. Rispetto all'esercizio di settembre, le prospettive per il disavanzo si sono deteriorate a causa di un saldo primario meno favorevole e il debito pubblico in rapporto al PIL è stato invece corretto lievemente al rialzo a causa del calo dei saldi primari e della revisione verso l'alto dei dati storici.

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) Profili alternativi dei prezzi del petrolio

L'analisi di sensibilità è volta a valutare le implicazioni di profili alternativi dei corsi petroliferi. Le ipotesi tecniche sugli andamenti delle quotazioni del greggio sottostanti allo scenario di base delle proiezioni, che sono elaborate sui prezzi dei future, indicano un andamento

lievemente discendente dei corsi petroliferi, con il prezzo del greggio di qualità Brent che raggiungerebbe circa 66 dollari al barile alla fine del 2021. L'analisi considera due profili alternativi dei prezzi del petrolio. Il primo è calcolato utilizzando il 25° percentile inferiore della distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità implicite nelle opzioni per il prezzo del petrolio al 21 novembre 2018 e comporta un calo graduale delle quotazioni a 48,8 dollari per euro nel 2021, un livello inferiore del 25,9% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. Come emerge dalla media dei risultati di una serie di modelli macroeconomici costruiti dagli esperti, questo profilo eserciterebbe un lieve impatto al rialzo sulla crescita del PIL in termini reali; l'inflazione misurata sullo IAPC risulterebbe invece inferiore di 0,5, 0,4 e 0,2 punti percentuali rispettivamente nel 2019, nel 2020 e nel 2021. Il secondo profilo si basa sul 25° percentile superiore della stessa distribuzione e implica un aumento del prezzo del petrolio a circa 83 dollari per barile nel 2021, un livello superiore del 25,9% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per l'anno in questione. Questo profilo comporterebbe un aumento più rapido dell'inflazione misurata sullo IAPC, che risulterebbe superiore di 0,5, 0,4 e 0,2 punti percentuali rispettivamente nel 2019, nel 2020 e nel 2021, mentre la crescita del PIL in termini reali sarebbe lievemente inferiore nel 2019-2021.

2) Profilo alternativo del tasso di cambio

L'analisi di sensibilità indaga gli effetti di un rafforzamento del tasso di cambio dell'euro. Lo scenario è coerente con la distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio dollaro/euro al 21 novembre 2018, che è nettamente sbilanciata verso un apprezzamento dell'euro. Il 75° percentile di tale distribuzione comporta un apprezzamento dell'euro a 1,34 dollari per euro nel 2021, ossia un cambio superiore del 18,5% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. La corrispondente ipotesi per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro riflette regolarità storiche, ove le variazioni del cambio dollaro/euro corrispondono a quelle del tasso effettivo con un'elasticità pari a poco più del 50%. In tale scenario, da una serie di modelli macroeconomici costruiti dagli esperti emergono in media valori più bassi per la crescita del PIL in termini reali (rispettivamente di 0,3, 0,6 e 0,2 punti percentuali nel 2019, nel 2020 e nel 2021) e per l'inflazione misurata sullo IAPC (rispettivamente di 0,3 punti percentuali nel 2019 e 0,6-0,7 punti percentuali nel 2020 e nel 2021).

Riquadro 4

Previsioni formulate da altre organizzazioni

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

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

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

(variazioni percentuali annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali				IAPC			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	dicembre 2018	1,9	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
		[1,8 - 2,0]	[1,1 - 2,3]	[0,8 - 2,6]	[0,5 - 2,5]	[1,8 - 1,8]	[1,1 - 2,1]	[0,9 - 2,5]	[0,9 - 2,7]
Commissione europea	novembre 2018	2,1	1,9	1,7	-	1,8	1,8	1,6	-
OCSE	novembre 2018	1,9	1,8	1,6	-	1,8	1,9	1,9	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	novembre 2018	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2018	2,0	1,7	1,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,8
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	ottobre 2018	2,0	1,8	1,6	-	1,7	1,7	1,7	-
FMI	ottobre 2018	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9

Fonti: *Economic Forecast* della Commissione europea, autunno 2018; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2018; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2018; *Consensus Economics Forecasts*, novembre 2018; i dati di *Consensus Economics* per il 2020 e il 2021 sono tratti dall'indagine previsionale a lungo termine di ottobre 2018; *Euro Zone Barometer* di MJEconomics, novembre 2018; i dati dell'*Euro Zone Barometer* per il 2020 e il 2021 sono tratti dall'indagine previsionale a lungo termine di ottobre 2018; *Survey of Professional Forecasters* della BCE, ottobre 2018.

Nota: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e della BCE e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni non viene fornita alcuna precisazione in merito.

© Banca centrale europea, 2018

Recapito postale 60640 Frankfurt am Main, Germany
 Telefono +49 69 1344 0
 Internet www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4725 (pdf)
 Numero di catalogo UE QB-CF-18-002-IT-N (pdf)