



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Riquadro

## PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE

Sulla base delle informazioni disponibili al 18 febbraio 2011, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Il tasso di crescita del PIL in termini reali si collocherebbe in media fra l'1,3 e il 2,1 per cento nel 2011 e fra lo 0,8 e il 2,8 per cento nel 2012. L'inflazione si situerebbe al 2,0-2,6 per cento nel 2011 e all'1,0-2,4 per cento nel 2012.

### Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e le politiche di bilancio

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime energetiche e non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato fino al 10 febbraio 2011<sup>2</sup>. I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi e le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello complessivo medio dei tassi a breve dell'1,5 per cento nel 2011 e del 2,4 nel 2012. Anche le ipotesi tecniche relative ai rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro sono desunte dalle attese di mercato e comportano una media del 4,5 per cento nel 2011 e del 4,9 nel 2012<sup>3</sup>. Quanto alle condizioni di finanziamento, lo scenario di base delineato dalle proiezioni ipotizza che i differenziali dei tassi sui prestiti bancari rispetto ai tassi a breve termine si riducano in certa misura nell'arco di tempo considerato. I differenziali rispetto ai tassi a lungo termine aumenterebbero gradualmente, dopo il marcato restringimento dell'ultimo trimestre del 2010, per poi tornare sulla media storica alla fine del periodo in rassegna. I criteri di erogazione del credito dovrebbero ulteriormente normalizzarsi, continuando tuttavia a pesare in qualche misura sull'attività economica nel periodo in esame. Per quanto concerne le materie prime, sulla base dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 10 febbraio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 101,3 dollari al barile nel 2011 e a 102,4 nel 2012. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, mostrerebbero un forte incremento, del 27,5 per cento nel 2011 e dell'1,0 nel 2012.

I tassi di cambio bilaterali si ipotizza restino invariati nell'orizzonte temporale di proiezione, sulla media dei valori osservati nelle due settimane fino al 10 febbraio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro rimanga pari a 1,37 nell'intero periodo di riferimento e che il tasso di cambio effettivo dell'euro si deprezzi in media dell'1,1 per cento nel 2011, per poi aumentare dello 0,1 nel 2012.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili all'11 febbraio e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in modo abbastanza dettagliato dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

- 1 Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro due volte l'anno. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle utilizzate nelle proiezioni dell'Eurosistema, che sono descritte in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata nel giugno 2001 dalla BCE e consultabile nel suo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata, 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 Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del periodo di riferimento; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al primo trimestre del 2012 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.
- 3 L'ipotesi tecnica relativa al tasso di interesse a lungo termine per l'area dell'euro corrisponde fino al 10 febbraio alla media dei rendimenti dei titoli di riferimento a dieci anni dei vari paesi, ponderata con il PIL su base annua. È poi estesa all'orizzonte di proiezione utilizzando il profilo dei tassi a termine derivato dalla curva dei rendimenti dell'area dell'euro stimata dalla BCE.

## Ipotesi relative al contesto internazionale

La crescita dell'economia mondiale ha mostrato un rinnovato slancio al volgere dell'anno, sostenuta dal miglioramento complessivo delle condizioni finanziarie su scala internazionale. Le prospettive di breve periodo per l'attività economica sono inoltre favorite dalle nuove misure di stimolo fiscale statunitensi. Nondimeno, le posizioni cicliche restano disomogenee tra i diversi paesi. Nelle principali economie avanzate le prospettive di crescita a medio termine rimangono piuttosto contenute, in particolare nei paesi in cui permane l'esigenza di risanare i bilanci. Inoltre, la diffusa debolezza del mercato degli immobili residenziali e i tassi di disoccupazione persistentemente elevati dovrebbero offuscare lo scenario di medio periodo per i consumi privati. Per contro, alcune economie emergenti dovrebbero registrare una vigorosa espansione e crescenti pressioni inflazionistiche. Le ipotesi relative al PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro indicano un tasso medio di crescita del 4,7 per cento nel 2011 e del 4,6 nel 2012. Di riflesso alla significativa ripresa del commercio internazionale, la domanda estera nei confronti dell'area dovrebbe aumentare del 7,9 per cento nel 2011 e del 7,6 nel 2012. Questi tassi di incremento sono in certa misura superiori alle medie rilevate nei dieci anni antecedenti la crisi finanziaria.

## Proiezioni sulla crescita del PIL

Nel quarto trimestre del 2010 il tasso di incremento del PIL in termini reali per l'area dell'euro è stato dello 0,3 per cento, stesso valore del periodo precedente. In prospettiva, si prevede che la ripresa economica continui, trainata sempre più dalla domanda interna, anziché dalle esportazioni. Questo riequilibrio dell'attività rispecchia gli effetti delle passate misure di politica monetaria e i notevoli sforzi profusi per ristabilire il funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia, l'esigenza di risanare i bilanci in vari settori, nonché gli interventi di riequilibrio delle finanze pubbliche ipotizzati nelle proiezioni, che sono finalizzati a ripristinare la fiducia nella sostenibilità a medio termine, dovrebbero gravare sulle prospettive di crescita dell'area dell'euro. Dopo un tasso di espansione dell'1,7 per cento nel 2010, il PIL in termini reali aumenterebbe dell'1,3-2,1 per cento nel 2011 e dello 0,8-2,8 per cento nel 2012. Essendo la crescita potenziale annua significativamente inferiore a quanto fosse prima della crisi, si prevede un riassorbimento dell'*output gap* nel periodo di proiezione.

## Tavola A Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)<sup>1), 2)</sup>

	2010	2011	2012
IAPC	1,6	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4
PIL in termini reali	1,7	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8
Consumi privati	0,7	0,6 – 1,4	0,4 – 2,2
Consumi collettivi	0,8	-0,3 – 0,5	-0,5 – 0,9
Investimenti fissi lordi	-0,8	0,4 – 3,4	0,7 – 5,5
Esportazioni (beni e servizi)	10,9	4,9 – 9,5	3,0 – 9,2
Importazioni (beni e servizi)	9,0	3,5 – 7,7	2,8 – 8,4

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti sono ottenute in base a dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

2) I dati si riferiscono all'area dell'euro inclusa l'Estonia, ad eccezione dei dati sullo IAPC nel 2010. La variazione percentuale media per lo IAPC nel 2011 è calcolata sulla base di una composizione dell'area comprendente questo paese già nel 2010.

## Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC si è collocata al 2,4 per cento in febbraio. L'inflazione armonizzata complessiva dovrebbe rimanere al di sopra del 2 per cento sino alla fine del 2011, soprattutto per effetto dei recenti forti rincari dell'energia e degli alimentari. In seguito, sulla base dei prezzi correnti impliciti nei contratti *future* per le materie prime, l'incremento dei prezzi all'importazione dovrebbe moderarsi. Per contro, di riflesso al graduale miglioramento dell'attività e alla più sostenuta dinamica salariale, le pressioni interne sui prezzi dovrebbero intensificarsi in certa misura, determinando nel periodo in esame un graduale rialzo dell'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari. Nell'insieme, l'inflazione complessiva si porterebbe in media al 2,0-2,6 per cento nel 2011 e all'1,0-2,4 per cento nel 2012. Per i prossimi due anni si prevede un'accelerazione dei redditi per occupato nell'area dell'euro, in linea con il progressivo miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro; tuttavia, in termini reali i redditi per occupato diminuirebbero in qualche misura nel 2011, a causa del rialzo dell'inflazione, per poi tornare su valori lievemente positivi nel 2012. Tenuto conto del rallentamento della produttività anticipato per i prossimi due anni, il costo unitario del lavoro dovrebbe risalire nel 2011, dopo il calo ciclico del 2010, e aumentare a un ritmo più rapido nel 2012. Questo a sua volta frenerebbe l'incremento dei margini di profitto, che hanno segnato un notevole recupero nel 2010.

## Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2010

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel numero di dicembre 2010 del Bollettino, i limiti inferiori degli intervalli di valori relativi alla crescita del PIL in termini reali nel 2011 e nel 2012 sono stati rivisti al rialzo, di riflesso alla più vigorosa espansione economica mondiale e a un previsto aumento delle esportazioni dell'area dell'euro, nonché a prospettive più favorevoli per la domanda interna, come indicato dal miglioramento del clima di fiducia. Per quanto riguarda l'inflazione misurata sullo IAPC, gli intervalli per il 2011 e il 2012 sono stati corretti al rialzo rispetto alle proiezioni di dicembre 2010, principalmente per effetto di incrementi superiori alle attese dei prezzi dei beni energetici e alimentari.

## Tavola B Confronto con le proiezioni di dicembre 2010

(variazioni percentuali; medie annue)

	2010	2011	2012
PIL in termini reali – dicembre 2010	1,6 – 1,8	0,7 – 2,1	0,6 – 2,8
PIL in termini reali – marzo 2011	1,7	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8
IAPC – dicembre 2010	1,5 – 1,7	1,3 – 2,3	0,7 – 2,3
IAPC – marzo 2011	1,6	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4

## Confronto con le previsioni di altre organizzazioni

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

Secondo le previsioni diffuse da altre organizzazioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si situerebbe tra l'1,5 e l'1,7 per cento nel 2011 e tra l'1,7 e il 2,0 per cento nel 2012, ricadendo quindi ampiamente negli intervalli di valori delle proiezioni degli esperti della BCE. Per quanto riguarda l'inflazione misurata sullo IAPC, si prevede un tasso medio annuo compreso tra l'1,3 e il 2,2 per cento nel 2011. Tali previsioni sono per la maggior parte inferiori all'intervallo delle proiezioni degli esperti della BCE, poiché probabilmente non tengono ancora conto dei recenti rincari delle materie prime. Per il 2012 il tasso di inflazione si collocherebbe tra l'1,2 e l'1,8 per cento, in linea con le proiezioni degli esperti della BCE.

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

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali		IAPC	
		2011	2012	2011	2012
OCSE	novembre 2010	1,7	2,0	1,3	1,2
Commissione europea	febbraio 2011	1,6	1,8	2,2	1,7
FMI	gennaio 2011	1,5	1,7	1,5	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	febbraio 2011	1,6	1,7	1,9	1,8
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	febbraio 2011	1,6	1,7	2,0	1,8
Proiezioni degli esperti della BCE	marzo 2011	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4

Fonti: previsioni intermedie di febbraio 2011 della Commissione europea per i dati del 2011 e previsioni d'autunno per i dati del 2012; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2010, per l'inflazione e *World Economic Outlook Update*, gennaio 2011, per la crescita del PIL; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2010; *Consensus Economics Forecasts* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Nota: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti 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, 2011

Indirizzo: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Germany  
 Recapito postale: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany  
 Telefono: +49 69 1344 0  
 Fax: +49 69 1344 6000  
 Sito Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Tutti i diritti riservati.

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