



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Riquadro

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

Le prospettive economiche attuali sono altamente incerte poiché dipendono in misura decisiva dalle imminenti decisioni di politica economica nonché dalla conseguente reazione degli operatori del settore privato e dei mercati finanziari. In tale contesto e sulla base delle informazioni disponibili al 24 agosto 2012, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹. Il tasso di crescita del PIL in termini reali si collocherebbe in media fra il -0,6 e il -0,2 nel 2012 e fra il -0,4 e l'1,4 per cento nel 2013. L'inflazione si situerebbe al 2,4-2,6 per cento nel 2012 e all'1,3-2,5 per cento nel 2013.

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 16 agosto 2012.

I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,6 per cento nel 2012 e dello 0,3 nel 2013. Le attese di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,0 per cento nel 2012 e del 4,2 nel 2013. 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 a breve e a lungo termine sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro dovrebbero raggiungere un punto di svolta: per i tassi a lungo termine il livello minimo sarebbe stato registrato verso la metà del 2012, mentre per quelli a breve ciò avverrebbe sul finire dell'anno. Nell'area dell'euro le condizioni di offerta del credito eserciterebbero un'influenza negativa sull'attività economica nel 2012 e nel 2013.

Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 16 agosto, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 111,7 dollari al barile nel 2012 e a 107,3 nel 2013. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari², dovrebbero diminuire dell'8,3 per cento nel 2012 e dello 0,3 l'anno seguente.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 16 agosto. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,26 nel 2012 e a 1,23 nel 2013. Il tasso di cambio effettivo dell'euro dovrebbe deprezzarsi del 6,3 per cento nel 2012 e del 2,1 l'anno successivo.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio discendono dalle misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in modo abbastanza dettagliato dai governi e supereranno verosimilmente l'*iter* legislativo. Per il 2012 sono previste consistenti misure di risanamento, tra cui

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 della proiezione; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al terzo trimestre del 2013 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

incrementi delle imposte in vari paesi, mentre nel 2013 gli interventi sono più contenuti e maggiormente incentrati dal lato della spesa.

Ipotesi relative al contesto internazionale

Le proiezioni indicano che la crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) aumenterà dal 3,8 per cento del 2012 al 4,0 per cento nel 2013. Sebbene i dati recenti sull'espansione del prodotto nel secondo trimestre del 2012 abbiano confermato un indebolimento pressoché simultaneo a livello internazionale, ci si attende una graduale ripresa nel corso della seconda metà del 2012, sorretta dalle migliori condizioni di finanziamento in un contesto di politiche monetarie accomodanti. La dinamica del prodotto nelle principali economie avanzate sarebbe tuttavia frenata dalla debolezza dei rispettivi mercati del lavoro e delle abitazioni, nonché dalla necessità di ulteriori azioni di risanamento dei bilanci nei settori pubblico e privato. Nei mercati emergenti la crescita economica è diminuita di recente, ma resta solida, fornendo un contributo importante all'attività mondiale. La domanda estera nei confronti dell'area dell'euro dovrebbe aumentare del 4,2 per cento nel 2012 e del 5,8 nel 2013.

Proiezioni sulla crescita del PIL

Il PIL dell'area dell'euro è diminuito in termini reali dello 0,2 per cento nel secondo trimestre del 2012, dopo la stagnazione del trimestre precedente. L'attuale persistente debolezza dell'attività, iniziata nella primavera del 2011, riflette in ampia misura la fragilità della domanda interna, la quale più che compensa i contributi positivi alla crescita derivanti dalla domanda estera. Nella seconda metà dell'anno in corso la crescita del prodotto dovrebbe evidenziare un lieve calo poiché sull'attività continuerebbero a incidere i prezzi elevati delle materie prime, l'inasprimento delle politiche di bilancio, il basso grado di fiducia dei consumatori e delle imprese nonché le sfavorevoli condizioni di offerta del credito in alcuni paesi. In prospettiva, la crescita del PIL acquisirebbe gradualmente slancio durante il 2013. Il miglioramento del contesto esterno e la maggiore competitività dovrebbero inizialmente favorire le esportazioni. È probabile inoltre che la ripresa sia sostenuta dall'impatto positivo, sulla domanda privata, dei tassi di interesse a breve termine molto bassi nonché dagli effetti che la minore inflazione ipotizzata per i beni energetici e alimentari eserciterebbe sul reddito disponibile reale. In aggiunta, anche le misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario dovrebbero dare impulso alla domanda interna. Nondimeno, nell'orizzonte temporale di riferimento il processo in atto di ristrutturazione dei bilanci e le sfavorevoli condizioni di finanziamento in alcuni paesi dell'area dell'euro seguiteranno probabilmente a smorzare la ripresa prevista. Nel complesso, si ritiene che questa rimanga moderata in termini storici, dando luogo a un *output gap* negativo nell'intero periodo sotto rassegna. Il tasso di variazione del PIL si collocherebbe, in media d'anno, tra il -0,6 e il -0,2 per cento nel 2012 e tra il -0,4 e l'1,4 l'anno successivo.

Considerando in maggiore dettaglio le componenti della domanda, la crescita delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro dovrebbe acquisire slancio nella seconda metà del 2012 e aumentare ulteriormente in seguito, per effetto del graduale rafforzamento della domanda estera nonché di una maggiore competitività di prezzo delle esportazioni. Gli investimenti delle imprese si ridurrebbero nella parte restante dell'anno in corso a causa dell'accresciuta incertezza, del debole clima di fiducia, nonché delle sfavorevoli condizioni di offerta del credito in alcuni paesi. Nel 2013 dovrebbero espandersi nuovamente, sostenuti dal rafforzamento della domanda interna ed estera, dai tassi di interesse estremamente bassi, dalle attese di minori pressioni sui costi e dal miglioramento dei margini di profitto. Gli investimenti nell'edilizia residenziale diminuirebbero nel breve periodo, per poi incominciare un moderato recupero verso la fine dell'anno. Su questa tipologia di investimenti graverebbe ancora l'esigenza di un ulteriore aggiustamento a correzione dei passati eccessi nei mercati immobiliari. Tuttavia, tali effetti avversi dovrebbero essere compensati, ancorché solo in parte, dall'accresciuta appetibilità relativa degli investimenti in abitazioni in altri paesi, dove sono particolarmente favoriti dai livelli storicamente bassi dei tassi sui mutui ipotecari. Nell'intero periodo in esame è attesa una diminuzione

degli investimenti pubblici a seguito delle misure di risanamento di bilancio adottate in diversi paesi dell'area.

I consumi privati si ridurrebbero per tutto il 2012, a causa della contrazione del reddito disponibile reale dovuta al calo dell'occupazione e dei redditi per occupato in termini reali, alle misure di risanamento di bilancio e alla debole dinamica dei redditi non da lavoro. La flessione del tasso di risparmio, riconducibile all'intento delle famiglie di rimodulare i consumi nel tempo, dovrebbe in parte compensare il calo del reddito disponibile reale; tale flessione verrebbe limitata dal persistente incremento del tasso di disoccupazione e dal basso grado di fiducia dei consumatori, fattori che determineranno probabilmente un aumento del risparmio precauzionale. I consumi privati evidenzerebbero un moderato incremento nel corso del 2013, poiché il graduale venir meno dell'impatto avverso dei suddetti fattori e gli effetti positivi sui redditi reali ascrivibili all'attenuazione delle pressioni sui prezzi delle materie prime dovrebbero comportare una ripresa del reddito disponibile reale. Si prevede un calo dei consumi collettivi nel 2012 e nel 2013 per le iniziative di risanamento dei conti pubblici.

Dopo la contrazione della prima metà del 2012, ci si attende che le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro tornino ad aumentare nella seconda metà dell'anno e acquistino in seguito maggiore vigore, pur rimanendo limitate dalla debolezza della domanda totale. Di riflesso alla più vivace espansione delle esportazioni, l'interscambio netto fornirebbe un rilevante contributo positivo alla crescita del PIL per tutto l'orizzonte temporale di proiezione. Il conto delle partite correnti, in equilibrio nel 2011, registrerebbe un maggiore surplus nel periodo considerato per effetto di un crescente avanzo commerciale.

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

(variazioni percentuali; medie annue)¹⁾

| | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------------------------|------|-------------|------------|
| IAPC | 2,7 | 2,4 – 2,6 | 1,3 – 2,5 |
| PIL in termini reali | 1,5 | -0,6 – -0,2 | -0,4 – 1,4 |
| Consumi privati | 0,2 | -1,1 – -0,7 | -0,8 – 0,8 |
| Consumi collettivi | -0,3 | -0,8 – -0,2 | -0,8 – 0,4 |
| Investimenti fissi lordi | 1,5 | -4,1 – -2,5 | -1,7 – 2,7 |
| Esportazioni (beni e servizi) | 6,4 | 1,8 – 4,4 | 1,1 – 8,1 |
| Importazioni (beni e servizi) | 4,2 | -1,3 – 1,3 | 0,3 – 7,1 |

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Secondo le proiezioni, il tasso di inflazione complessivo, collocatosi in agosto al 2,6 per cento, rimarrebbe al di sopra della soglia del 2 per cento per tutto il 2012 a causa degli elevati prezzi dell'energia, del deprezzamento dell'euro e degli incrementi delle imposte indirette in alcuni paesi. Nell'anno si porterebbe su una media del 2,4-2,6 per cento. Nel 2013 dovrebbe diminuire, situandosi in un intervallo tra l'1,3 e il 2,5 per cento, soprattutto per effetto della dinamica dell'inflazione dei beni energetici: questa subirebbe una marcata diminuzione nel periodo di riferimento a seguito del graduale ribasso ipotizzato per i corsi petroliferi. Anche l'inflazione dei prodotti alimentari evidenzerebbe un calo nel 2013, mentre lo IAPC al netto dei prodotti alimentari ed energetici si manterrebbe sostanzialmente stabile nell'arco di tempo considerato. Le pressioni al rialzo connesse al recente deprezzamento dell'euro

e agli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati in alcuni paesi verrebbero sostanzialmente compensate dalle spinte al ribasso derivanti da un contesto di debole domanda interna ed elevata disoccupazione.

Più specificatamente, le pressioni esterne sui prezzi, accentuate in passato dai rincari petroliferi e dal deprezzamento dell'euro, si attenuerebbero nel periodo in rassegna. In particolare, nell'ipotesi di una stabilizzazione del tasso di cambio della moneta unica e di un calo dei corsi petroliferi, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore delle importazioni dovrebbe gradualmente diminuire. Quanto alle pressioni interne sui prezzi, la crescita dei redditi per occupato si indebolirebbe nel 2012 per rimanere contenuta nel 2013, di riflesso al deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro e alle misure di risanamento delle finanze pubbliche in alcuni paesi. Poiché l'aumento dei salari dovrebbe essere inferiore a quello dei prezzi, i redditi per occupato in termini reali diminuirebbero nel 2012 per poi stabilizzarsi l'anno successivo, continuando tuttavia a registrare un tasso di espansione decisamente inferiore a quello della produttività. Le proiezioni indicano che l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto aumenterà nel 2012 e diminuirà nel 2013, per effetto principalmente della dinamica della produttività. L'indicatore dei margini di profitto scenderebbe nel 2012, assorbendo l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto in un contesto di debolezza della domanda. In seguito, il rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto e il miglioramento delle condizioni economiche dovrebbero favorire un recupero dei margini di profitto. Nel 2012 e nel 2013 gli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette nell'ambito dei piani di risanamento dei conti pubblici fornirebbero un notevole contributo all'inflazione misurata sullo IAPC.

Confronto con le proiezioni pubblicate nel giugno 2012

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, pubblicate nel numero di giugno 2012 del Bollettino, gli intervalli di valori relativi alla crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali sono stati rivisti al ribasso sia per il 2012, sia per il 2013. Le revisioni interessano prevalentemente gli ultimi due trimestri del 2012 e comportano un effetto di trascinamento statistico negativo nel 2013. Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, gli intervalli di valori per il 2012 e il 2013 sono in certa misura superiori rispetto all'esercizio di proiezione dello scorso giugno, soprattutto di riflesso all'impatto del deprezzamento del tasso di cambio dell'euro.

Tavola B Confronto con le proiezioni di giugno 2012

(variazioni percentuali; medie annue)

| | 2012 | 2013 |
|---------------------------------------|-------------|-------------|
| PIL in termini reali – giugno 2012 | -0,5 – 0,3 | 0,0 – 2,0 |
| PIL in termini reali – settembre 2012 | -0,6 – -0,2 | -0,4 – 1,4 |
| IAPC – giugno 2012 | 2,3 – 2,5 | 1,0 – 2,2 |
| IAPC – settembre 2012 | 2,4 – 2,6 | 1,3 – 2,5 |

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 della BCE, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle

variabili fiscali, 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.

Secondo le previsioni diffuse da altre organizzazioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si situerebbe nel 2012 tra il -0,5 e il -0,1 per cento, in prossimità dell'intervallo di valori indicato dalle proiezioni degli esperti della BCE. Per il 2013 le previsioni disponibili si collocano tra lo 0,3 e l'1,0 per cento, entro l'intervallo di valori delle proiezioni. Per l'inflazione misurata sullo IAPC si prevede un tasso medio annuo compreso tra il 2,0 e il 2,4 per cento nel 2012, al di sotto dell'intervallo delle proiezioni. Per il 2013 il tasso di inflazione si porterebbe tra l'1,6 e l'1,9 per cento, ossia entro l'intervallo delle proiezioni.

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 | |
|---|-----------------------|----------------------|------------|-----------|-----------|
| | | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 |
| OCSE | maggio 2012 | -0,1 | 0,9 | 2,4 | 1,9 |
| Commissione europea | maggio 2012 | -0,3 | 1,0 | 2,4 | 1,8 |
| FMI | luglio 2012 | -0,3 | 0,7 | 2,0 | 1,6 |
| <i>Survey of Professional Forecasters</i> | agosto 2012 | -0,3 | 0,6 | 2,3 | 1,7 |
| <i>Consensus Economics Forecasts</i> | agosto 2012 | -0,5 | 0,3 | 2,3 | 1,7 |
| <i>Euro Zone Barometer</i> | agosto 2012 | -0,5 | 0,3 | 2,3 | 1,8 |
| Proiezioni degli esperti della BCE | settembre 2012 | -0,6 – -0,2 | -0,4 – 1,4 | 2,4 – 2,6 | 1,3 – 2,5 |

Fonti: *Economic Forecast* della Commissione europea, primavera 2012; in relazione all'FMI, per il PIL in termini reali *World Economic Outlook Update*, luglio 2012, mentre per l'inflazione *World Economic Outlook Update*, aprile 2012; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2012; *Consensus Economics Forecasts*; MJEconomics e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: 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, 2012

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.