



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE NEL MARZO 2014¹

Secondo le proiezioni la crescita del PIL in termini reali resterà moderata nel 2014, per poi acquisire slancio nel 2015. Il graduale recupero della domanda interna ed estera rappresenterebbe la principale determinante dell'incremento previsto per l'attività economica. La domanda estera beneficerebbe della progressiva accelerazione della ripresa mondiale. La domanda interna sarebbe favorita dal clima di fiducia più positivo in un contesto di minore incertezza, dall'orientamento molto accomodante della politica monetaria e dai ribassi dei prezzi del petrolio suscettibili di sostenere il reddito disponibile reale. Inoltre, beneficerebbe dell'intonazione meno restrittiva delle politiche di bilancio nei prossimi anni e del graduale miglioramento delle condizioni di offerta del credito. Al tempo stesso, l'impatto avverso sulle prospettive di crescita, esercitato dalla necessità di un ulteriore aggiustamento dei bilanci nel settore privato e dai livelli elevati di disoccupazione, dovrebbe via via diminuire nell'arco temporale considerato. Le proiezioni indicano un aumento del prodotto dell'1,2 per cento nel 2014, dell'1,5 nel 2015 e dell'1,8 nel 2016.

Il graduale rafforzamento della domanda e la riduzione in atto dell'eccesso di capacità produttiva, a fronte di aspettative di inflazione saldamente ancorate, dovrebbero determinare nel periodo in esame un incremento dell'inflazione misurata sullo IAPC, che si collocherebbe nell'area dell'euro all'1,0 per cento nel 2014, all'1,3 nel 2015 e all'1,5 nel 2016. Le moderate prospettive per l'inflazione sarebbero riconducibili soprattutto al calo dei prezzi dei contratti future per il petrolio e al sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. Tenuto conto delle pressioni interne sui costi – in aumento seppure ancora contenute – nel contesto del graduale recupero atteso per l'attività economica, l'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari passerebbe dall'1,1 per cento nel 2014 all'1,7 nel 2016.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di dicembre 2013 di questo Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL nel 2014 è stata rivista lievemente al rialzo; quella per l'inflazione complessiva è stata corretta al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2014, di riflesso agli ultimi dati, mentre per il 2015 resta invariata.

Questo articolo espone in sintesi le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate per il 2014, il 2015 e, per la prima volta, il 2016. Nella loro interpretazione va ricordato che esercizi previsivi condotti per un orizzonte temporale così esteso presentano peraltro un grado di incertezza molto elevato².

IL CONTESTO INTERNAZIONALE

La crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) registrerebbe un graduale incremento nel periodo considerato, passando dal 3,4 per cento nel 2013 al 4,1 nel 2016. Pur avendo acquisito un certo slancio nelle economie avanzate nella seconda metà del 2013, l'espansione nei mercati emergenti si è attenuata, per effetto della debole domanda interna, del limitato margine di manovra per ulteriori misure di sostegno interne e delle tensioni sui mercati finanziari. Nel breve periodo gli indicatori del clima di fiducia a livello internazionale suggeriscono condizioni favorevoli per le imprese, coerentemente con il progressivo rafforzamento dell'attività mondiale. Malgrado le tensioni finanziarie osservate di recente in alcune economie emergenti, le condizioni complessive nei mercati finanziari

¹ Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE rappresentano un contributo alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono reperibili in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel suo sito Internet. I dati utilizzati in questo esercizio previsivo sono aggiornati al 20 febbraio 2014.

² Cfr. l'articolo *Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema* nel numero di maggio 2013 di questo Bollettino.

internazionali sono rimaste sostanzialmente stabili dopo la decisione del Federal Open Market Committee statunitense di iniziare a diminuire gli acquisti di attività, contrariamente a quanto avvenuto durante le turbolenze di metà 2013, quando il Federal Reserve System ha annunciato per la prima volta la possibilità di ridimensionare tali acquisti. La ripresa mondiale dovrebbe continuare via via a rafforzarsi. Nelle economie avanzate la riduzione meno pronunciata della leva finanziaria nel settore privato e gli interventi meno cospicui di risanamento dei conti pubblici dovrebbero consolidare la fiducia e favorire la domanda interna, anche se la situazione nei mercati del lavoro migliorerebbe solo lentamente. La maggiore espansione nei paesi avanzati dovrebbe sostenere le economie emergenti.

Il commercio mondiale ha segnato un recupero di recente, in linea con la lieve ripresa dell'attività economica. Gli ultimi dati indicano un miglioramento a breve termine. In prospettiva, ci si attende che l'interscambio mondiale acceleri gradualmente; la sua elasticità all'attività economica alla fine del periodo in esame rimarrebbe al di sotto di quella registrata prima della crisi. Secondo le proiezioni, l'incremento del commercio internazionale (esclusa l'area dell'euro) si porterebbe dal 3,8 per cento nel 2013 al 6,2 nel 2016. A fronte di un'espansione della domanda dei principali partner commerciali dell'area dell'euro più moderata rispetto a quella del resto del mondo, la crescita della domanda estera dell'area risulterebbe in certa misura più debole.

Tavola 1 Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Marzo 2014				Revisioni rispetto a dicembre 2013		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,4	3,9	4,0	4,1	0,1	0,0	-0,1
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ¹⁾	3,8	5,1	6,2	6,2	-0,2	-0,5	-0,2
Domanda estera dell'area dell'euro ²⁾	3,0	4,5	5,6	5,8	0,0	-0,5	-0,1

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di dicembre 2013 di questo Bollettino, le prospettive per la crescita mondiale non hanno subito revisioni di rilievo. Le prospettive per la domanda estera dell'area dell'euro sono state corrette al ribasso per il 2014, ma restano pressoché invariate per il 2015. Le correzioni per il 2014 riflettono un effetto di trascinamento negativo derivante da un'evoluzione del commercio nella seconda metà del 2013 più debole rispetto alla precedente proiezione, evoluzione che dovrebbe proseguire nel breve periodo.

Riquadro 1

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 sono basate sulle aspettative di mercato al 12 febbraio 2014. I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le attese di mercato sono rilevate sui tassi future. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,3 per cento nel 2014, dello 0,4 nel 2015 e dello 0,8 nel 2016. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 2,8 per cento nel 2014, del 3,2 nel 2015 e del 3,6 nel 2016¹⁾. 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 composti sui prestiti bancari

al settore privato non finanziario dell'area dell'euro raggiungerebbero un livello minimo verso gli inizi del 2014 per poi mostrare un graduale incremento. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti future nelle due settimane fino al 12 febbraio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent si riducano, passando da 108,8 dollari al barile nel 2013 a 96,9 nel 2016. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire nel 2014, per poi aumentare nel 2015 e nel 2016².

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 12 febbraio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,36 fra il 2014 e il 2016, con un incremento del 2,1 per cento rispetto al 2013. In media, il tasso di cambio effettivo dell'euro si apprezzerrebbe dell'1,6 per cento rispetto al 2013.

Ipotesi tecniche

	Marzo 2014				Revisioni rispetto a dicembre 2013 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,2	0,3	0,4	0,8	0,0	0,0	-0,1
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	2,9	2,8	3,2	3,6	0,0	-0,3	-0,3
Prezzo del petrolio (USD al barile)	108,8	105,8	101,1	96,9	0,6	1,8	1,9
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-5,2	-2,5	3,1	4,8	0,2	0,1	-0,7
Tasso di cambio USD/EUR	1,33	1,36	1,36	1,36	0,2	0,9	0,8
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (variazione percentuale annua)	3,8	1,6	0,0	0,0	0,1	0,8	0,0

1) Le revisioni, calcolate su dati non arrotondati, sono espresse in percentuale per i livelli, in differenze per i tassi di crescita e in punti percentuali per i tassi di interesse e i rendimenti dei titoli.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 20 febbraio e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in sufficiente dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo.

Rispetto al numero di dicembre 2013 di questo Bollettino, le modifiche apportate alle ipotesi tecniche sono relativamente esigue; si segnalano una lieve flessione dei tassi di interesse a lungo termine dell'area dell'euro, un leggero incremento delle quotazioni del petrolio espresse in dollari e un modesto apprezzamento del tasso di cambio dell'euro.

1 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.

2 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 proiezione; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al primo trimestre del 2015 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale. Per i prezzi al consumo dei prodotti alimentari sono utilizzate le proiezioni relative ai prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari (espressi in euro) elaborate sulla base di un modello econometrico che tiene conto degli andamenti delle quotazioni mondiali.

PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Nel quarto trimestre del 2013 il PIL in termini reali ha continuato a recuperare moderatamente, aumentando dello 0,3 per cento rispetto al periodo precedente, dopo tassi di crescita dello 0,3 e dello 0,1 per cento rispettivamente nel secondo e nel terzo trimestre dello scorso anno (cfr. figura). Gli ultimi dati basati sulle indagini congiunturali sembrano essersi stabilizzati su livelli superiori alla media di lungo periodo, indicando un ulteriore incremento dell'attività nel primo trimestre del 2014. Le temperature invernali molto miti registrate in alcuni paesi hanno probabilmente favorito l'attività economica nel primo trimestre. La dinamica di fondo della crescita dovrebbe rimanere modesta in corso d'anno, per poi acquisire un certo slancio. Nell'orizzonte temporale della proiezione l'aumento dell'attività sarebbe sostenuto soprattutto dalla graduale ripresa della domanda interna sulla scorta del miglioramento del clima di fiducia in un contesto di minore incertezza, dall'orientamento molto accomodante della politica monetaria e dai prezzi del petrolio più contenuti (che favoriscono il reddito disponibile reale). La domanda interna beneficerebbe anche dell'intonazione meno restrittiva delle politiche di bilancio nei prossimi anni e del progressivo miglioramento delle condizioni di offerta del credito. In aggiunta, nell'arco temporale della proiezione l'attività complessiva sarà sempre più sostenuta dall'effetto positivo del graduale rafforzamento della domanda estera sulle esportazioni, che però agli inizi risentiranno in parte del passato apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Nel periodo in esame dovrebbe via via diminuire l'impatto avverso sulle prospettive di crescita esercitato dalla necessità di un ulteriore aggiustamento dei bilanci nei settori pubblico e privato, dagli alti livelli di disoccupazione e dall'incertezza ancora in certa misura elevata.

Nel complesso, la ripresa economica rimarrebbe contenuta nel confronto storico e il PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe superare il livello precedente alla crisi (ossia quello del primo trimestre del 2008) solo dopo la fine del 2015. In media d'anno, il PIL dovrebbe aumentare dell'1,2 per cento nel 2014, dell'1,5 nel 2015 e dell'1,8 nel 2016. Questa dinamica riflette il contributo in costante aumento della domanda interna accompagnato dall'esiguo apporto positivo delle esportazioni nette. La capacità produttiva inutilizzata si ridurrà gradualmente nell'orizzonte temporale considerato, poiché la crescita dovrebbe superare il potenziale.

Esaminando in maggior dettaglio le componenti della crescita, secondo le proiezioni le esportazioni all'esterno dell'area dell'euro prenderanno slancio nel 2014 e nel 2015, di riflesso al rafforzamento della domanda estera dell'area e al graduale venir meno dell'impatto avverso del passato apprezzamento dell'euro. Le quote di mercato delle esportazioni dell'area diminuirebbero in certa misura nel periodo in esame, per effetto delle recenti perdite di competitività. Le esportazioni all'interno dell'area aumenterebbero a un ritmo più lento di quelle verso l'esterno, a causa della relativa debolezza della domanda interna.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero via via aumentare, seppure a un ritmo troppo moderato per riportarsi sui livelli precedenti alla crisi, e sarebbero sostenuti da una serie di fattori: il progressivo rafforzamento previsto per la domanda interna ed estera, i tassi di interesse molto contenuti, la minore incertezza, la necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti, il venir meno delle restrizioni creditizie e un certo miglioramento dei margini di profitto concomitante con la ripresa dell'attività. Tuttavia, si ritiene che l'impatto negativo congiunto dell'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata, della necessità di un'ulteriore ristrutturazione dei bilanci societari, delle condizioni di finanziamento avverse in alcune aree e dell'incertezza relativamente elevata in alcuni paesi rientri solo gradualmente nell'arco temporale delle proiezioni.

Gli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbero registrare un modesto incremento nella prima metà del 2014, per poi rafforzarsi lievemente nel restante periodo della proiezione. L'aggiustamento ancora necessario nei mercati delle abitazioni in alcuni paesi e la fiacca espansione del reddito disponibile reale continuano a pesare sulle prospettive. Inoltre, la relativa appetibilità dell'investimento immobiliare in altri paesi, sostenuto dai tassi storicamente bassi sui mutui ipotecari, può esercitare un impatto solo graduale, poiché in tali paesi il settore delle costruzioni si trova già prossimo ai massimi livelli di utilizzo della capacità produttiva. Per tutto il periodo in esame ci si attende il persistere di una relativa debolezza degli investimenti pubblici, dovuta alle misure di risanamento di bilancio programmate in diversi paesi dell'area dell'euro.

Secondo le proiezioni, l'occupazione crescerà lievemente nel 2014 in termini di numero di occupati, per poi procedere a un ritmo più sostenuto. La sua contenuta ripresa riflette il debole recupero dell'attività, il suo consueto ritardo rispetto alle variazioni del prodotto, un incremento del numero di ore lavorate per addetto, ulteriori tagli all'organico nel settore pubblico e la maggiore incertezza in alcuni paesi che pesa sui piani di assunzione nel settore privato. Probabilmente questi fattori più che compenseranno l'impatto positivo delle riforme nei mercati del lavoro, le quali hanno aumentato la flessibilità e abbassato la soglia di crescita del prodotto per la creazione di nuova occupazione in alcuni paesi soggetti a tensioni. Le forze di lavoro dovrebbero registrare un modesto incremento nel periodo della proiezione, a fronte del graduale rientro di determinate fasce della popolazione nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione scenderebbe moderatamente nell'orizzonte temporale considerato, per collocarsi però al di sopra dell'11 per cento nel 2016. La produttività del lavoro (misurata in termini di prodotto per occupato) dovrebbe aumentare nel periodo della proiezione, riflettendo l'attesa accelerazione dell'attività economica e la reazione ritardata dell'occupazione.

Tavola 2 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro¹⁾

(variazioni percentuali annue)

	Marzo 2014				Revisioni rispetto a dicembre 2013 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
PIL in termini reali ³⁾	-0,4	1,2	1,5	1,8	0,0	0,1	-0,1
		[0,8 – 1,6] ⁴⁾	[0,4 – 2,6] ⁴⁾	[0,7 – 2,9] ⁴⁾			
Consumi privati	-0,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,0	0,0
Consumi collettivi	0,2	0,4	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0
Investimenti fissi lordi	-2,9	2,1	2,7	3,7	0,1	0,5	-0,1
Esportazioni ⁵⁾	1,1	3,6	4,7	5,1	0,1	-0,1	-0,2
Importazioni ⁵⁾	0,0	3,5	4,7	5,2	0,1	0,0	0,0
Occupazione	-0,8	0,2	0,5	0,7	0,0	0,0	0,1
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	12,1	11,9	11,7	11,4	0,0	-0,1	-0,1
IAPC	1,4	1,0	1,3	1,5	0,0	-0,1	0,0
		[0,7 – 1,3] ⁴⁾	[0,6 – 2,0] ⁴⁾	[0,7 – 2,3] ⁴⁾			
IAPC al netto dell'energia	1,4	1,2	1,5	1,7	0,0	-0,1	0,0
IAPC al netto di: energia e alimentari	1,1	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,0
IAPC al netto di: energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette ⁶⁾	1,0	1,0	1,4	1,7	0,0	-0,1	0,0
Costo unitario del lavoro	1,2	0,8	1,0	1,2	-0,2	-0,2	0,0
Redditi per occupato	1,7	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Produttività del lavoro	0,4	0,9	1,0	1,1	0,1	0,1	-0,1
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-3,2	-2,7	-2,5	-2,1	0,0	-0,1	-0,1
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) ⁷⁾	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0	0,0	0,0	-0,1
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	92,9	93,5	93,2	92,2	-0,3	-0,1	0,2
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2,2	2,4	2,6	2,7	0,2	0,2	0,0

1) I dati si riferiscono all'area dell'euro inclusa la Lettonia, ad eccezione dei dati sullo IAPC per il 2013. La variazione percentuale media dello IAPC per il 2014 è calcolata sulla base di una composizione dell'area comprendente la Lettonia già nel 2013.

2) Le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

3) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

4) 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 in passato. 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.

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

6) 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.

7) Calcolato come saldo delle amministrazioni pubbliche al netto degli effetti transitori del ciclo economico e delle misure temporanee assunte dai governi. Il calcolo riflette l'approccio del SEBC riguardo ai saldi di bilancio corretti per gli effetti del ciclo economico (cfr. Bouthevillain, C. *et al.*, "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001) e la definizione di misure temporanee adottata dal SEBC (cfr. Kremer, J. *et al.*, "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2006). 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 una trattazione in merito, anche con riferimento alla metodologia della Commissione europea, cfr. il riquadro *Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico* nel numero di marzo 2012 di questo Bollettino.

Nel corso del 2014 e anche in seguito i consumi privati dovrebbero acquisire un certo vigore, via via che la crescita del reddito disponibile reale – attenuata solo in parte da un lieve incremento del tasso di risparmio – si rafforzerà grazie all'aumento dei redditi da lavoro, al graduale miglioramento delle condizioni in tale mercato, al ritmo più lento del risanamento dei conti pubblici e all'inflazione contenuta. I consumi collettivi aumenterebbero in misura moderata nell'arco temporale della proiezione.

Le importazioni verso l'esterno dell'area dell'euro dovrebbero segnare una moderata accelerazione nel periodo in esame, in parte per effetto del passato apprezzamento dell'euro, ma resterebbero frenate dalla contenuta espansione della domanda totale. L'interscambio netto dovrebbe fornire un contributo positivo ma modesto alla crescita del PIL in termini reali nell'orizzonte temporale considerato e l'avanzo delle partite correnti aumenterebbe, raggiungendo il 2,7 per cento del PIL nel 2016.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di dicembre 2013 di questo Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL nel 2014 è stata rivista lievemente al rialzo.

PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è collocata allo 0,8 per cento in febbraio, come nell'ultimo trimestre del 2013. Tale livello contenuto riflette il calo delle quotazioni dell'energia abbinato ai moderati rincari degli alimentari, nonché la debole dinamica dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici (cfr. la sezione 3 e il riquadro *Effetto dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici sul recente calo dell'inflazione IAPC* in questo numero del Bollettino).

In prospettiva, l'inflazione si attesterebbe su bassi livelli nel breve periodo, per poi aumentare a partire dalla fine del 2014 con il graduale recupero dell'attività. Il tasso annuo di inflazione dovrebbe situarsi all'1,0 per cento nel 2014, all'1,3 nel 2015 e all'1,5 nel 2016, portandosi poi all'1,7 per cento a fine 2016.

Le moderate prospettive per l'inflazione andrebbero ricondotte in prevalenza all'andamento calante dei prezzi dei contratti future per il petrolio e all'attuale sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. Il graduale rafforzamento della domanda e la contrazione in atto dell'eccesso di capacità a fronte di aspettative di inflazione saldamente ancorate dovrebbero consentire un certo incremento dei margini di profitto e un maggiore costo del lavoro per unità di prodotto in gran parte dell'area dell'euro. Inoltre, nel periodo considerato all'aumento dell'inflazione dovrebbe contribuire anche la progressiva diminuzione della necessità di aggiustamento dei costi e dei prezzi nei paesi sottoposti a tensioni.

Più in dettaglio, le quotazioni dell'energia dovrebbero registrare una certa flessione nell'orizzonte temporale della proiezione, rispecchiando il profilo ipotizzato per i prezzi del petrolio, con un impatto al ribasso sull'inflazione complessiva. Nel periodo in esame i prezzi dell'energia fornirebbero un contributo quasi trascurabile all'inflazione in termini annui, a fronte di un contributo medio di 0,5 punti percentuali a partire dal 1999.

La componente alimentare dell'inflazione continuerebbe a ridursi nei primi tre trimestri del 2014, a causa delle passate contrazioni dei prezzi delle materie prime alimentari (in euro) e di effetti basi negativi. Si ritiene che aumenterà nella parte restante dell'orizzonte temporale della proiezione, in linea con i rincari ipotizzati per le materie prime alimentari in tale periodo. Il contributo positivo delle quotazioni dei prodotti alimentari all'inflazione complessiva sarebbe pari in media a 0,3 punti percentuali nell'arco di tempo considerato, livello lievemente inferiore al contributo medio a partire dal 1999 (0,5 punti percentuali).

L'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari dovrebbe salire gradualmente nel corso del 2014, all'1,1 per cento nella media dell'intero anno, per poi passare all'1,4 nel 2015 e all'1,7 nel 2016. Secondo le proiezioni, l'andamento sarebbe ascrivibile alla progressiva ripresa prospettata per l'attività economica. Il contributo medio di questa componente all'inflazione complessiva nel periodo considerato sarebbe pari a circa 1,0 punti percentuali, valore anche in questo caso lievemente inferiore al contributo medio dal 1999 (1,1 punti percentuali).

Nel 2014 gli aumenti delle imposte indirette inclusi nei piani di risanamento dei conti pubblici fornirebbero all'inflazione un contributo al rialzo significativo, di circa 0,2 punti percentuali, paragonabile a quello osservato nel 2013. Nel 2015 e nel 2016 tale contributo dovrebbe essere trascurabile, in mancanza di informazioni dettagliate sulle misure di bilancio per tali anni. L'inflazione al netto dell'energia, degli alimentari e delle variazioni delle imposte indirette dovrebbe pertanto registrare un incremento in qualche misura più marcato rispetto all'indice complessivo delle imposte.

Le pressioni esterne sui prezzi si sono allentate nel corso del 2013, a causa della debole domanda mondiale, dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e dei ribassi delle quotazioni del greggio e delle materie prime non petrolifere. Questi fattori hanno indotto un calo del deflatore delle importazioni durante l'anno. In prospettiva, tuttavia, in seguito al rafforzamento anticipato per la domanda mondiale nell'arco temporale considerato, all'incremento atteso per i prezzi delle materie prime non energetiche e al venir meno degli effetti del passato apprezzamento dell'euro, il deflatore delle importazioni dovrebbe aumentare nel 2014 e nella parte restante del periodo in esame. In base alle proiezioni, registrerà una variazione annua dell'1,1 per cento circa nel 2016, prossima al livello medio di lungo periodo.

Passando alle spinte interne sui prezzi, data l'attuale debolezza dei mercati del lavoro nell'area dell'euro, seppure in lento miglioramento, il tasso di crescita annuo dei redditi per occupato dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile nel 2014, per poi rafforzarsi ancora nel 2015 e nel 2016. Il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe rallentare nel 2014, di riflesso all'incremento congiunturale della crescita della produttività, tenuto conto della reazione ritardata dell'occupazione a fronte della ripresa economica e del tasso di espansione pressoché invariato dei redditi per occupato durante l'anno. Con lo slancio acquisito dalla ripresa nel 2015 e nel 2016 e il graduale miglioramento dei mercati del lavoro, ci si attende che l'espansione in certa misura più sostenuta dei redditi per occupato rispetto alla produttività induca una moderata accelerazione del costo unitario del lavoro.

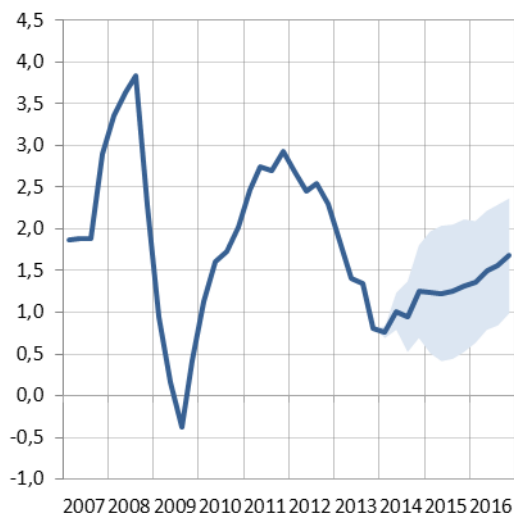
La crescita dell'indicatore dei margini di profitto (misurato dalla differenza tra deflatore del PIL al costo dei fattori e incremento del costo unitario del lavoro) dovrebbe consolidarsi nel 2014 e aumentare ancora lievemente nel periodo in esame, sorretta dall'atteso miglioramento delle condizioni economiche.

Figura 1 Proiezioni macroeconomiche¹⁾

(dati trimestrali)

IAPC dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



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.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di dicembre 2013 di questo Bollettino, la proiezione per l'inflazione complessiva è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2014, mentre rimane invariata per il 2015.

PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI

Sulla base delle ipotesi esposte nel riquadro 1, nell'area dell'euro il rapporto fra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL diminuirebbe dal 3,2 per cento nel 2013 al 2,7 nel 2014, per poi scendere ancora al 2,1 nel 2016. Il calo del disavanzo previsto per il 2014 riflette l'azione di risanamento dei conti pubblici intrapresa in alcuni paesi dell'area e la sospensione dell'assistenza pubblica a favore del settore finanziario. Nel 2015 e nel 2016 la graduale flessione del disavanzo pubblico dovrebbe essere riconducibile in prevalenza al contributo favorevole della componente ciclica concomitante con la riduzione dell'eccesso di capacità produttiva e, in misura minore, al protratto miglioramento della componente strutturale che procederebbe a un ritmo più lento rispetto agli ultimi anni. Pertanto il saldo strutturale di bilancio, ossia il saldo corretto per il ciclo economico e al netto di tutte le misure temporanee, registrerebbe un miglioramento visibile nel 2014 e meno marcato nella parte restante del periodo in esame. Si prevede che nell'area dell'euro il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL tocchi un massimo del 93,5 per cento nel 2014, per poi scendere al 92,2 nel 2016.

ANALISI DI SENSIBILITÀ

Le proiezioni si fondano in ampia misura su ipotesi tecniche formulate sull'evoluzione di alcune variabili fondamentali. Poiché le proiezioni dell'area dell'euro possono risentire fortemente di alcune di queste variabili, la loro sensibilità in relazione a profili alternativi per le ipotesi sottostanti può contribuire all'analisi dei rischi inerenti alle proiezioni stesse. Questo riquadro esamina l'incertezza che circonda tre ipotesi sottostanti fondamentali e la sensibilità delle proiezioni rispetto ad esse¹.

1) PROFILO ALTERNATIVO DEI PREZZI DEL PETROLIO

Le ipotesi sulle quotazioni del petrolio alla base delle attuali proiezioni degli esperti della BCE sono definite sulle aspettative di mercato misurate dai prezzi impliciti dei contratti future sul greggio nelle due settimane fino al 12 febbraio. Attualmente implicano un costante calo delle quotazioni del petrolio nell'arco temporale della proiezione, profilo che però resta soggetto a incertezza. L'evoluzione sia della domanda, sia dell'offerta è circondata da incertezza.

Dal lato della domanda un rallentamento dell'economia nei mercati emergenti potrebbe esercitare un impatto negativo sui prezzi internazionali delle materie prime. Tuttavia, le quotazioni del petrolio potrebbero aumentare nel caso di una ripresa più vigorosa, a livello mondiale e in particolare negli Stati Uniti. Allo stesso tempo, dal lato dell'offerta si ritiene che l'impatto dell'incremento della produzione di petrolio da scisti nell'orizzonte temporale della proiezione sia limitato per due ragioni. Innanzitutto, la maggior parte degli effetti del petrolio da scisti sembra essere stata già valutata dal mercato e, secondariamente, persino variazioni notevoli del volume di produzione statunitense possono ripercuotersi solo in misura esigua sui prezzi internazionali, a causa della possibile reazione dell'Arabia Saudita che compenserebbe tali variazioni con una minore produzione petrolifera. Nel contempo, le pressioni al rialzo sulle quotazioni del greggio dal lato dell'offerta potrebbero essere associate a eventi geopolitici inattesi.

Complessivamente, nel contesto della ripresa mondiale, prezzi del petrolio più elevati di quanto ipotizzato nello scenario di base sono ritenuti plausibili. Pertanto, in questa analisi di sensibilità si tiene conto di un aggiustamento al rialzo del profilo dei prezzi dei contratti future sul petrolio sulla base del grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero statunitense². Nel profilo alternativo si assume che le quotazioni del greggio superino del 2, dell'8 e del 14 per cento i prezzi dei contratti future rispettivamente nel 2014, 2015 e 2016. Secondo i modelli macroeconomici degli esperti della BCE, i più elevati prezzi del petrolio determinerebbero un aumento dell'inflazione di 0,2 punti percentuali rispetto allo scenario di base delle proiezioni per il 2015 e il 2016. A loro volta, prezzi del petrolio più elevati rallenterebbero la crescita del PIL in termini reali, che risulterebbe inferiore di 0,1 punti percentuali nel 2016.

2) TASSO DI CAMBIO DELL'EURO PIÙ CONTENUTO

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è rafforzato negli ultimi mesi e al momento si colloca su un livello superiore del 3 per cento rispetto alla media storica di lungo periodo calcolata dal 1999. Tale rafforzamento è stato attribuito dagli operatori di mercato soprattutto all'attuale ritiro degli investitori internazionali dai mercati emergenti (parte del capitale affluisce nell'area dell'euro), alla correzione delle valute dei grandi paesi esportatori di materie prime e alla persistente debolezza dello yen giapponese.

Nello scenario di base delle proiezioni si assume che i tassi di cambio bilaterali restino invariati nel periodo in esame sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 12 febbraio. In tale contesto, si costruisce a scopo illustrativo un profilo alternativo stilizzato del tasso di cambio, ipotizzando che l'euro si deprezzi in termini effettivi nominali del 3 per cento a partire dal secondo trimestre del 2014. Tale deprezzamento determinerebbe una crescita del PIL in termini reali e un'inflazione superiori di circa 0,1-0,2 punti percentuali per ogni anno dell'orizzonte temporale della proiezione.

3) MISURE AGGIUNTIVE DI RISANAMENTO DI BILANCIO

Come affermato nel riquadro 1, le ipotesi concernenti le politiche di bilancio includono tutti i provvedimenti già approvati dai parlamenti nazionali, o che sono stati definiti in sufficiente dettaglio dai governi e probabilmente supereranno l'iter legislativo. Per la maggior parte dei paesi le misure considerate nello scenario di base delle proiezioni non bastano a realizzare il risanamento richiesto nel quadro del meccanismo correttivo e di quello preventivo del Patto di stabilità e crescita. L'impegno a soddisfare tali requisiti si riflette ampiamente negli obiettivi di bilancio delineati dai governi nelle leggi di bilancio o nei progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2014, nella documentazione relativa ai programmi UE-FMI e, in certa misura, nei programmi di stabilità del 2013 (che saranno aggiornati nell'aprile 2014). Tuttavia, gli interventi tesi al raggiungimento di tali obiettivi spesso mancano oppure non sono sufficientemente precisati nel dettaglio e, pertanto, non se ne tiene conto nello scenario di base delle proiezioni, in particolare per il 2015-2016, periodo che non è compreso nelle manovre di finanza pubblica e nelle leggi di bilancio di gran parte dei paesi. Pertanto, non solo è necessario ma è anche probabile che entro il 2016 la maggior parte dei governi adotti ulteriori interventi di risanamento oltre a quelli considerati nello scenario di base.

Ipotesi alla base dell'analisi di sensibilità del bilancio

Il punto di partenza dell'analisi di sensibilità alla politica di bilancio è il divario (fiscal gap) fra gli obiettivi di bilancio dei governi e lo scenario dei conti pubblici utilizzato per le proiezioni. Per ottenere un'indicazione del probabile risanamento aggiuntivo si considerano la situazione e le informazioni specifiche per paese in termini sia di dimensioni sia di composizione delle misure di bilancio. In particolare, le informazioni specifiche per paese servono a cogliere le incertezze che circondano gli obiettivi di bilancio, la probabilità di ulteriori interventi di risanamento e i relativi effetti di retroazione a livello macroeconomico.

In base a queste premesse, per l'area dell'euro si valuta un risanamento aggiuntivo pari a circa lo 0,1 per cento del PIL nel 2014, mentre ulteriori interventi di riequilibrio saranno probabilmente adottati nel 2015 (intorno allo 0,6 per cento) e in misura inferiore nel 2016 (circa lo 0,3 per cento); il valore cumulato si collocherebbe quindi intorno all'1,0 per cento del PIL entro la fine del 2016. Per quanto riguarda la composizione delle misure di bilancio, l'analisi di sensibilità cerca di integrare i profili nazionali e temporali specifici degli interventi di risanamento aggiuntivi più probabili. Nel quadro di questo esercizio, al livello di aggregazione dell'area dell'euro si valuta che il risanamento dei conti sia sbilanciato verso il lato della spesa, ma emergono anche incrementi dell'imposizione fiscale diretta e indiretta e dei contributi previdenziali.

Impatto macroeconomico delle misure di risanamento aggiuntive

La tavola seguente presenta in sintesi i risultati della simulazione dell'impatto derivante dall'analisi di sensibilità alle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione al consumo per l'area dell'euro, con l'ausilio del New Area-Wide Model (NAWM)³ della BCE.

Impatto macroeconomico stimato delle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL in termini reali e sullo IAPC dell'area dell'euro

(percentuale del PIL)	2014	2015	2016
Obiettivi di bilancio dei governi ¹⁾	-2,4	-1,6	-0,8
Scenario dei conti pubblici per le proiezioni	-2,7	-2,5	-2,1
Misure di risanamento aggiuntive (cumulate) ²⁾	0,1	0,7	1,0
Effetti delle misure di risanamento aggiuntive (punti percentuali) ³⁾			
Crescita del PIL in termini reali	-0,1	-0,4	-0,1
IAPC	0,0	0,1	0,1

1) Obiettivi in termini nominali riportati nella recente documentazione sui programmi UE-FMI per i paesi pertinenti, nelle ultime raccomandazioni rivolte ai paesi nel quadro della procedura per i disavanzi eccessivi, nelle leggi di bilancio e nei progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2014 e negli aggiornamenti dei programmi di stabilità del 2013 per i paesi non soggetti a procedura per i disavanzi eccessivi.

2) Analisi di sensibilità basata sulle valutazioni degli esperti dell'Eurosistema.

3) Scostamenti dallo scenario di base in punti percentuali per la crescita del PIL in termini reali e lo IAPC (su base annua in entrambi i casi). La simulazione dell'impatto macroeconomico è stata effettuata con l'ausilio del NAWM della BCE.

Per il 2014 l'impatto macroeconomico delle misure di risanamento aggiuntive risulta contenuto, per il 2015 è stimato a circa -0,4 punti percentuali e per il 2016 risulta nuovamente limitato. L'effetto sull'inflazione al consumo è stimato a circa 0,1 punti percentuali.

Soprattutto per il 2015 l'analisi attuale evidenzia dunque alcuni rischi al ribasso per la crescita del PIL rispetto allo scenario di base delle proiezioni, poiché quest'ultimo non include tutte le misure di risanamento che i governi intendono attuare. Al tempo stesso emergono anche rischi al rialzo per l'inflazione, in quanto si valuta che il risanamento aggiuntivo scaturirà in parte da incrementi dell'imposizione indiretta.

Va rilevato che questa analisi di sensibilità alla politica di bilancio si incentra unicamente sul potenziale impatto a breve termine di probabili misure aggiuntive di riequilibrio dei conti. Se da un lato anche interventi di risanamento ben concepiti spesso hanno ripercussioni negative di breve periodo sulla crescita del PIL, dall'altro lato vi sono effetti positivi a più lungo termine sull'attività che non risultano evidenti nell'orizzonte di tale analisi⁴. Infine, gli esiti dell'analisi non devono essere interpretati come una critica all'adozione di sforzi di risanamento aggiuntivi nell'orizzonte di proiezione. Serve infatti ulteriore impegno nel riequilibrio dei conti per ripristinare finanze pubbliche solide nell'area dell'euro. In assenza di tale riequilibrio, vi è il rischio di ricadute negative sui prezzi dei titoli di Stato. Inoltre, le ulteriori possibili conseguenze avverse sul clima di fiducia potrebbero ostacolare la ripresa dell'economia.

1 Tutte le simulazioni sono state condotte assumendo l'invarianza delle politiche e di ogni altra variabile relativa alle ipotesi tecniche e al contesto internazionale dell'area dell'euro.

2 Per una descrizione approfondita del modello utilizzato per derivare l'aggiustamento al rialzo, cfr. Pagano, P. e Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, n. 1, art. 24, 2009.

3 Per una descrizione del modello cfr. Christoffel, K., G. Coenen e A. Warne, "The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, n. 944, BCE, ottobre 2008.

4 Per un'analisi più dettagliata degli effetti macroeconomici del riequilibrio dei bilanci, cfr. il riquadro *Il ruolo dei moltiplicatori fiscali nell'attuale dibattito sul risanamento* nel numero di dicembre 2012 di questo Bollettino.

Riquadro 3

PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro, né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili

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 (cfr. tavola seguente).

Secondo le previsioni diffuse da altre organizzazioni, la crescita PIL in termini reali dell'area dell'euro nel 2014 e nel 2015 seguirebbe un andamento analogo a quello indicato dalle proiezioni degli esperti della BCE. Nel 2016 si collocherebbe nell'intervallo delle proiezioni della BCE. Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni della maggior parte delle organizzazioni riportano tassi medi annui nel 2014 e nel 2015 prossimi a quelli delle proiezioni della BCE. Nel 2016 l'inflazione si dovrebbe situare in media tra l'1,5 e l'1,8 per cento per le altre previsioni disponibili, ovvero entro l'intervallo delle proiezioni della BCE.

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		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proiezioni degli esperti della BCE	marzo 2014	1,2 [0,8-1,6]	1,5 [0,4-2,6]	1,8 [0,7-2,9]	1,0 [0,7-1,3]	1,3 [0,6-2,0]	1,5 [0,7-2,3]
Commissione europea	febbraio 2014	1,2	1,8	-	1,0	1,3	-
OCSE	novembre 2013	1,0	1,6	-	1,2	1,2	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	febbraio 2014	1,1	1,5	1,5	1,0	1,3	1,8
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	febbraio 2014	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,8
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	febbraio 2014	1,0	1,5	1,7	1,1	1,4	1,7
FMI	gennaio 2014	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, inverno 2014; *World Economic Outlook* dell'FMI, aggiornamento di gennaio 2014 (PIL); *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2013; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2013; *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, 2014

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.