



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE NEL SETTEMBRE 2015<sup>1</sup>

## 1. PROSPETTIVE PER L'AREA DELL'EURO: SINTESI E FATTORI PRINCIPALI

*La ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, benché a un ritmo in certa misura più lento delle precedenti attese, come riflettono alcune correzioni al ribasso delle prospettive di crescita. Il recupero sarà sostenuto da andamenti interni favorevoli, mentre il contesto esterno è divenuto meno positivo. L'inflazione dovrebbe rimanere molto bassa nel 2015 per poi aumentare nell'orizzonte temporale della proiezione, raggiungendo l'1,7% nel 2017. Allo stato attuale ci si attende che l'incremento dei tassi di inflazione sui dodici mesi risulti in qualche misura più lento di quanto prospettato a giugno. Pertanto, anche la proiezione dell'inflazione misurata sullo IAPC comporta revisioni al ribasso, riconducibili soprattutto a quotazioni petrolifere più contenute.*

*Le proiezioni si basano sulle ipotesi concernenti i prezzi del greggio e i tassi di cambio al 12 agosto 2015. Dall'evoluzione dei corsi petroliferi e del cambio dell'euro dopo la data di chiusura dell'esercizio emergono rischi al ribasso per le proiezioni macroeconomiche degli esperti sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione armonizzata.*

**La ripresa dell'attività economica dovrebbe proseguire, sebbene a un ritmo in certa misura più debole delle precedenti aspettative.** La dinamica interna si rafforzerebbe gradualmente, sorretta dalla politica monetaria della BCE, ivi comprese le misure non convenzionali. Le prospettive a livello mondiale sono divenute meno favorevoli, di riflesso agli andamenti avversi in alcune economie emergenti. Nel complesso, tuttavia, è ancora atteso un rafforzamento della crescita mondiale nell'orizzonte di proiezione, trainato in particolare da un'evoluzione positiva dell'attività nei paesi avanzati.

**Il contributo dei fattori esterni all'attività economica nell'area dell'euro risulterebbe inferiore a quanto indicato nelle proiezioni dello scorso giugno.** Mentre la crescita attesa per le economie avanzate resta sostanzialmente invariata rispetto all'esercizio di giugno, le prospettive per l'attività e le importazioni dei principali paesi emergenti sono state riviste considerevolmente al ribasso. Di conseguenza, la domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbe aumentare molto più lentamente di quanto suggerito nelle proiezioni di giugno, benché permanga l'aspettativa che il precedente deprezzamento dell'euro eserciti un impatto positivo sulla crescita delle esportazioni dell'area.

**Gli effetti favorevoli delle misure non convenzionali della BCE continuano a trasmettersi all'economia.** Secondo le attese i tassi sui prestiti bancari, diminuiti ancora nel secondo trimestre di quest'anno, si manterrebbero su livelli storicamente bassi nel periodo in esame. La domanda aggregata e,

---

<sup>1</sup> 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 2011 e consultabile nel suo sito Internet. Le ipotesi tecniche riguardanti, ad esempio, i prezzi del petrolio e i tassi di cambio sono aggiornate al 12 agosto 2015 (cfr. riquadro 2); per le altre informazioni utilizzate, la data di chiusura dell'esercizio era il 21 agosto.

Le proiezioni macroeconomiche di questo mese coprono il periodo 2015-2017. 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.

in particolare, gli investimenti fissi lordi e le esportazioni dovrebbero beneficiare dell'orientamento molto accomodante della politica monetaria.

**Il processo di aggiustamento dell'economia a seguito della crisi prosegue, fornendo sostegno alla crescita.** Dopo diversi anni di risanamento dei conti pubblici (fino al 2013) l'intonazione delle politiche di bilancio, misurata dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo al netto dell'assistenza pubblica al settore finanziario, dovrebbe essere lievemente espansiva nell'orizzonte di proiezione. Le condizioni di offerta del credito sono migliorate ancora, come emerge dai risultati dell'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, che segnalano un allentamento netto sia dei criteri di concessione sia delle condizioni di prestito. La leva finanziaria delle società non finanziarie, misurata dal rapporto fra debito e patrimonio netto, ha continuato a diminuire nella prima parte del 2015, tornando sui livelli precedenti la crisi. Le famiglie hanno compiuto ulteriori progressi sul fronte della riduzione dell'indebitamento, registrando negli ultimi trimestri un nuovo incremento della ricchezza netta. Al tempo stesso i prezzi delle abitazioni sembrano aver toccato un punto di minimo e, in media, hanno ripreso ad aumentare in gran parte dei paesi dell'area dell'euro. Infine, il mercato del lavoro ha segnato un'inversione di tendenza sostenendo sempre più l'espansione dei consumi privati.

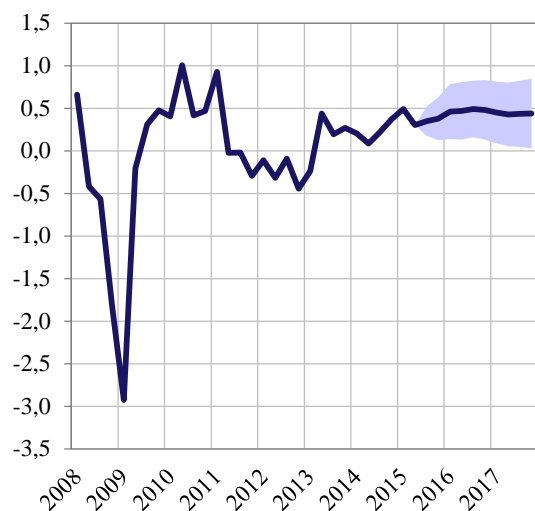
**Nondimeno, diversi fattori seguitano a gravare sulle prospettive di crescita.** L'indebitamento dei settori pubblico e privato resta molto alto in alcuni paesi. Anche la disoccupazione strutturale permane su livelli elevati, specie in alcune delle economie dell'area dell'euro sottoposte a tensioni. La spesa per investimenti sarà ancora frenata dai timori riguardanti il potenziale di crescita a lungo termine e i lenti progressi nell'attuazione delle riforme strutturali. Da ultimo, i recenti sviluppi in Grecia comportano una cospicua revisione al ribasso delle prospettive per l'economia nazionale.

**Figura 1 Proiezioni macroeconomiche<sup>1)</sup>**

(dati trimestrali)

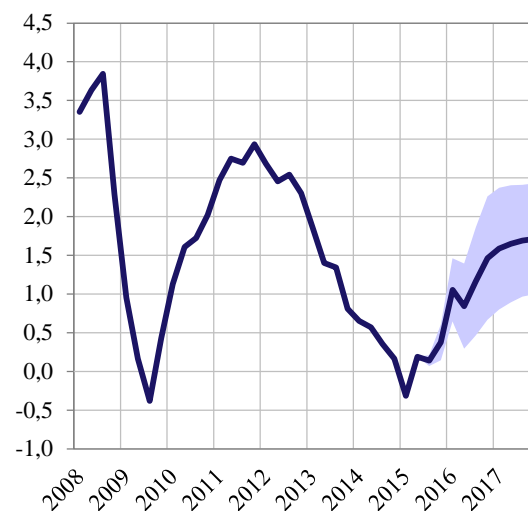
**PIL in termini reali dell'area dell'euro<sup>2)</sup>**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



**IAPC dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

**Negli ultimi mesi l'inflazione misurata sullo IAPC si è pressoché stabilizzata su livelli positivi contenuti.** L'inflazione complessiva, dopo aver segnato un recupero dal minimo del -0,6% di gennaio, ha oscillato intorno allo 0,2% nei mesi fino ad agosto; dietro la sostanziale stabilità dei mesi scorsi si celano gli andamenti delle diverse componenti, che si compensano tra loro. Il rallentamento dei prezzi di energia e beni alimentari riflette il calo delle quotazioni del petrolio e delle materie prime, che nel primo caso è

stato parzialmente attenuato da un rialzo dei margini di raffinazione per la benzina. Per contro, negli ultimi mesi l'inflazione armonizzata al netto di energia e alimentari ha mostrato un lieve incremento riconducibile alla componente dei beni industriali non energetici, mentre l'inflazione dei servizi è risultata piuttosto stabile.

**Secondo le proiezioni l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere bassa nel breve termine, per poi aumentare sul finire dell'anno.** Nel 2015 si collocherebbe in media allo 0,1%, raggiungendo l'1,1% nel 2016 e l'1,7% nel 2017. A partire dal quarto trimestre del 2015 si osserverebbe un allentamento dell'impatto al ribasso della componente energetica dello IAPC, dovuto a effetti base al rialzo nonché all'aumento ipotizzato per i prezzi del petrolio espressi in euro. Tuttavia, il contributo dell'energia all'inflazione armonizzata complessiva dovrebbe passare in territorio positivo solo dal quarto trimestre del 2016. L'inflazione armonizzata al netto della componente energetica si rafforzerebbe gradualmente nel periodo considerato, riflettendo un consolidamento della crescita dei salari e dei margini di profitto. Nei prossimi anni l'inflazione di fondo dovrebbe ricevere una spinta al rialzo dal minor grado di capacità inutilizzata nell'economia, nonché da una riduzione dell'eccesso di offerta e da condizioni più tese nei mercati del lavoro, come indica il calo del tasso di disoccupazione al 10,1% nel 2017. Contribuiranno al suo recupero anche crescenti pressioni esterne sui prezzi – alla luce della protratta trasmissione del tasso di cambio ai prezzi al consumo – ed effetti al rialzo imputabili al rincaro ipotizzato per l'energia e le materie prime non energetiche.

## 2. ECONOMIA REALE

**La ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro dovrebbe proseguire, sebbene a un ritmo in certa misura più debole di quanto atteso in precedenza.** Dopo il forte stimolo ricevuto dalla flessione dei corsi petroliferi a cavallo fra il 2014 e il 2015, nel secondo trimestre l'attività economica non ha del tutto conservato lo slancio di inizio anno. L'espansione del PIL in termini reali si è attenuata allo 0,3% nel secondo trimestre e dovrebbe mantenersi su livelli pressoché analoghi nella seconda metà del 2015. Mentre le deboli prospettive dell'interscambio frenano il ritmo di crescita nell'area, il precedente deprezzamento del cambio effettivo dell'euro e i bassi tassi di interesse sosterranno probabilmente gli investimenti delle imprese, così come gli andamenti favorevoli nei mercati del lavoro e i prezzi dell'energia più contenuti beneficeranno i consumi. Nondimeno, considerati il deterioramento delle prospettive di crescita nelle economie emergenti e la minore domanda esterna, la ripresa ciclica risulterà più fiacca rispetto alle precedenti attese e l'output gap negativo lievemente più persistente. L'espansione del PIL in termini reali dovrebbe aumentare considerevolmente in media d'anno, dallo 0,9% nel 2014 all'1,4% nel 2015, all'1,7% nel 2016 e all'1,8% nel 2017.

**La spesa per consumi privati dovrebbe rimanere la determinante principale della ripresa.** Nel breve periodo le prospettive per la crescita del reddito disponibile reale restano favorevoli, sorrette dall'impatto sui redditi reali dell'ulteriore calo delle quotazioni energetiche. In seguito, ci si attende un aumento dei redditi da lavoro in un contesto di stabile crescita dell'occupazione e di accelerazione dei redditi nominali per occupato, come pure un'espansione degli altri redditi personali con la ripresa dell'economia nel suo complesso. I bassi costi di finanziamento e l'allentamento delle condizioni finanziarie, rafforzati dalle misure non convenzionali della BCE, dovrebbero sostenere i consumi privati e, in certa misura, la crescente ricchezza netta delle famiglie, per effetto di rincari delle attività finanziarie nel 2015 e di nuovi miglioramenti nei mercati delle abitazioni nel 2016-2017. Secondo le proiezioni l'espansione dei consumi privati dovrebbe portarsi complessivamente all'1,7% in media d'anno nell'orizzonte temporale considerato (rispetto all'incremento dell'1,0% nel 2014).

**Secondo le attese il tasso di risparmio mostrerebbe un profilo "a campana" nei prossimi trimestri, riflettendo una certa rimodulazione dei consumi (consumption smoothing) di fronte alla recente debolezza delle quotazioni petrolifere.** Dopo un lieve rialzo nel corso del 2015, dovuto al risparmio di parte dei redditi straordinari connessi al calo dei prezzi del greggio, il tasso di risparmio dovrebbe scendere leggermente durante il 2016 con il venir meno di questo effetto; al di là di tale evoluzione temporanea, resterebbe pressoché invariato per il resto del periodo considerato sulla scorta di effetti di compensazione. Da un lato, rendimenti molto bassi tendono a scoraggiare il risparmio tramite un effetto di sostituzione intertemporale. In alcuni paesi, fra l'altro, un ulteriore miglioramento del clima di fiducia

dei consumatori, insieme alla graduale diminuzione della disoccupazione, potrebbe far calare il risparmio a scopo precauzionale. Le famiglie inoltre potrebbero effettuare in misura crescente acquisti di importo rilevante in precedenza rinviati, con una riduzione del tasso di risparmio. Dall'altro lato, gli alti livelli di disoccupazione e di indebitamento dovrebbero continuare a esercitare qualche spinta al rialzo sul risparmio e i tassi di interesse molto bassi potrebbero accrescere la necessità di risparmi a fini pensionistici in alcuni paesi.

**Ci si attende un aumento degli investimenti nell'edilizia residenziale nell'area dell'euro, benché da un livello contenuto.** Dopo una profonda recessione durata otto anni e un calo cumulato superiore al 25%, tali investimenti dovrebbero stabilizzarsi nel 2015 e, in prospettiva, acquisire slancio nell'arco temporale considerato, sorretti da una vigorosa espansione del reddito disponibile reale, da tassi sui mutui molto contenuti e da un allentamento delle condizioni finanziarie, con il sostegno delle misure non convenzionali della BCE. Di riflesso si rafforzerebbe la crescita dei prestiti alle famiglie. Tuttavia, è probabile che gli elevati livelli del debito delle famiglie in alcuni paesi e gli effetti demografici sfavorevoli in altri impediscano un incremento più sostenuto degli investimenti nell'edilizia residenziale.

**Gli investimenti delle imprese sono destinati ad accelerare gradualmente, sostenuti dalle misure non convenzionali della BCE e dalla ripresa congiunturale.** Esistono i presupposti per un loro graduale recupero. La spesa per investimenti sarebbe favorita dalla dinamica della domanda, dalla necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti, dall'orientamento molto accomodante della politica monetaria e dal miglioramento dei margini di profitto. Inoltre, le pressioni complessive di riduzione della leva finanziaria delle imprese nell'area dell'euro dovrebbero, nel periodo di proiezione, condizionare meno che in passato gli investimenti societari. Nondimeno, la ripresa di questi ultimi continuerà a essere frenata dalle rimanenti strozzature finanziarie e dagli elevati livelli di indebitamento in alcune economie, nonché dalle attese di una crescita del prodotto potenziale più debole che in precedenza.

**Secondo le aspettative la domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbe rafforzarsi gradualmente nell'arco di tempo considerato, benché a un ritmo più lento delle precedenti attese per via di una netta moderazione della crescita delle importazioni nei paesi emergenti.** La domanda esterna dell'area mostrerebbe uno slancio molto inferiore rispetto al periodo pre-crisi, a causa sia di una contrazione dell'attività economica mondiale sia di una minore elasticità dell'interscambio internazionale alla crescita. Quest'ultimo aspetto si riflette in una correzione al ribasso del contenuto di importazioni atteso per la crescita delle economie emergenti (cfr. riquadro 1).

**Ciò nonostante, la crescita delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro dovrebbe recuperare moderatamente nel periodo in esame, beneficiando fra l'altro del precedente deprezzamento dell'euro.** È previsto un incremento delle quote di mercato delle esportazioni verso l'esterno dell'area. Le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro dovrebbero aumentare gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione, rispecchiando il rafforzamento della domanda complessiva dell'area. Ci si attende che l'attuale avanzo delle partite correnti passi dal 2,1% del PIL nel 2014 al 3,0% nel 2015 per effetto dell'evoluzione delle ragioni di scambio, scendendo poi al 2,7% nel 2017.

**L'output gap si dovrebbe ridimensionare, soprattutto a causa della debole dinamica del prodotto potenziale.** La crescita di quest'ultimo, stimata all'1% circa nel periodo di riferimento, resterebbe decisamente inferiore ai livelli precedenti la crisi. Tenuto conto che le proiezioni indicano una crescita del PIL in termini reali superiore al potenziale, l'output gap negativo dovrebbe restringersi gradualmente nell'orizzonte di proiezione.

#### Riquadro 1

##### CONTESTO INTERNAZIONALE

**La crescita mondiale resta graduale e disomogenea,** dopo la dinamica moderata registrata nel primo trimestre dell'anno. Gli ultimi dati e indicatori delineano un'attività economica modesta a livello

internazionale anche nel breve termine. In prospettiva, ci si attende un rafforzamento della crescita su scala mondiale. Nelle economie avanzate tale evoluzione dovrebbe essere sostenuta dai bassi prezzi del petrolio, da condizioni finanziarie ancora accomodanti a livello globale e dall'esaurirsi del processo di risanamento dei conti pubblici, nonché dalla situazione più favorevole nei mercati del lavoro e dal miglioramento del clima di fiducia. Per contro, si osserva un netto deterioramento delle prospettive per i paesi emergenti, dovuto al manifestarsi di alcuni dei rischi al ribasso indicati nei precedenti esercizi previsivi. In alcune di queste economie la crescita è frenata da ostacoli strutturali e squilibri macroeconomici, mentre su altre gravano il calo dei corsi delle materie prime, incertezze di ordine politico e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento esterne. Secondo le proiezioni, dopo la debolezza di inizio anno il tasso di crescita del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare dal 3,2% nel 2015 al 4% nel 2017.

**Il commercio mondiale ha perso gran parte del suo slancio nella prima metà del 2015 e dovrebbe rafforzarsi solo gradualmente nel periodo di proiezione.** La cospicua flessione delle importazioni in alcune fra le principali economie emergenti ha frenato le importazioni mondiali, nonostante la maggiore tenuta dell'interscambio con i paesi avanzati. Dopo il persistere di imprevisti andamenti al ribasso del commercio internazionale negli ultimi quattro anni, e tenuto conto che le prospettive per le importazioni dei paesi emergenti dovrebbero rimanere modeste, non si prevede più un forte recupero dell'interscambio mondiale. Le indagini congiunturali e i modelli di breve periodo segnalano una ripresa molto contenuta nella restante parte di quest'anno. Successivamente, le proiezioni indicano una crescita delle importazioni mondiali in linea con il PIL. La domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbe accelerare dall'1,5% nel 2015 al 4,1% entro il 2017.

**Rispetto alle proiezioni di giugno, la crescita dell'attività mondiale è stata rivista verso il basso per l'intero periodo considerato, a causa del deterioramento delle prospettive per le economie emergenti.** Anche la domanda esterna dell'area dell'euro ha subito una notevole correzione al ribasso, rispecchiando la valutazione che la debole dinamica dell'attività nei paesi emergenti graverà sulle importazioni più di quanto previsto in precedenza.

## Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Settembre 2015				Giugno 2015			Revisioni rispetto a giugno 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,7	3,2	3,8	4,0	3,4	4,1	4,1	-0,2	-0,3	-0,1
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) <sup>1)</sup>	3,2	1,4	3,3	4,1	2,0	4,8	5,2	-0,6	-1,5	-1,1
Domanda esterna dell'area dell'euro <sup>2)</sup>	3,3	1,5	3,3	4,1	2,2	4,6	5,0	-0,7	-1,2	-0,9

Nota: le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

**Per il periodo in rassegna ci si attende un ulteriore miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro.** Nella prima metà del 2015 il numero di occupati è salito di 1,9 milioni dal punto minimo toccato a metà 2013, pur restando su un livello inferiore di 3,9 milioni al picco precedente la crisi. Secondo le stime dovrebbe continuare a recuperare in misura significativa nell'arco di tempo considerato, grazie soprattutto alla ripresa economica e, in alcuni paesi, anche agli incentivi fiscali, alla moderazione salariale e alle passate riforme del mercato del lavoro. Le proiezioni indicano per il periodo in esame un lieve incremento del numero di ore lavorate per occupato, che si manterrebbero però ben al di sotto dei livelli pre-crisi. Le forze di lavoro aumenterebbero solo in misura modesta, frenate dagli effetti di scoraggiamento associati alla disoccupazione tuttora elevata in alcuni paesi e da andamenti demografici avversi in altri. Il tasso di disoccupazione, sceso all'11,1% nel secondo trimestre del 2015, dovrebbe diminuire al 10,1% nel 2017.

## Riquadro 2

### IPOTESI TECNICHE RIGUARDANTI I TASSI DI INTERESSE, I TASSI DI CAMBIO E I PREZZI DELLE MATERIE PRIME

**Rispetto alle proiezioni di giugno, le modifiche apportate alle ipotesi tecniche includono corsi del petrolio e delle materie prime non energetiche espressi in dollari statunitensi considerevolmente inferiori e tassi di interesse leggermente più contenuti nell'area dell'euro.**

**Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 12 agosto 2015.** I tassi di interesse a breve termine si riferiscono all'Euribor a tre mesi, con le aspettative di mercato desunte dai tassi dei contratti future. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,0% nel 2015 e nel 2016 e dello 0,1% nel 2017. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media dell'1,3% nel 2015, dell'1,6% nel 2016 e dell'1,8% nel 2017<sup>1</sup>. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, i tassi compositi sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro dovrebbero mostrare una certa flessione nel 2015, per poi registrare un modesto incremento nel corso del 2016 e del 2017. Per quanto riguarda le materie prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti future nelle due settimane fino al 12 agosto, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent calino da 98,9 dollari al barile nel 2014 a 55,3 nel 2015, per poi salire a 56,1 e 60,9 dollari rispettivamente nel 2016 e nel 2017. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire notevolmente nel 2015 e nel 2016, per poi evidenziare una lieve crescita nel 2017<sup>2</sup>. Quanto ai tassi di cambio bilaterali, si ipotizza che restino invariati nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 12 agosto. Ciò implica un cambio di 1,10 dollari per euro nel periodo di riferimento.

#### Ipotesi tecniche

	Settembre 2015				Giugno 2015			Revisioni rispetto a giugno 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Prezzo del petrolio (USD al barile)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
Tasso di cambio USD/EUR	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-19) (variazione percentuale annua)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

1) Le revisioni sono calcolate sulla base di dati non arrotondati ed 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.

- 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 riferimento; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al terzo trimestre del 2016 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.



**Le prospettive per la crescita sono state riviste al ribasso rispetto al precedente esercizio di proiezione.** Tale revisione riflette essenzialmente un profilo meno favorevole della domanda esterna (connesso soprattutto alla crescita più debole nelle economie emergenti), da cui discendono un rallentamento delle esportazioni e, nel 2016 e nel 2017, una minore espansione degli investimenti. Un altro fattore è rappresentato dalla recente crisi greca, che ha indotto cospicue correzioni al ribasso delle prospettive di crescita del paese nel periodo in rassegna.

### 3. PREZZI E COSTI

**L'inflazione misurata sullo IAPC si collocherebbe in media allo 0,1% nel 2015, per poi salire all'1,1% nel 2016 e all'1,7% nel 2017.** Ci si attende che il tasso di inflazione armonizzata resti basso nei prossimi mesi, ma aumenti al volgere dell'anno, riflettendo in ampia misura effetti base al rialzo della componente energetica e l'ipotesizzato rincaro del petrolio. Ne deriverebbero un significativo incremento del contributo della componente energetica dell'indice e il graduale emergere di alcune pressioni al rialzo sull'inflazione al netto dell'energia. Nel complesso, l'atteso aumento dell'inflazione nel periodo considerato rispecchia l'incremento dei prezzi interni tenuto conto di questi fattori: la riduzione della capacità produttiva inutilizzata, l'eccesso di offerta nel mercato del lavoro, il graduale restringimento dell'output gap e il rafforzamento delle spinte esterne sui prezzi, dovuto agli effetti ritardati del precedente indebolimento dell'euro sui prezzi al consumo e agli ipotizzati rincari delle materie prime energetiche e non energetiche.

**Gli effetti base al rialzo dei corsi dell'energia e il passato deprezzamento dell'euro dovrebbero contribuire a un aumento dell'inflazione a partire dalla fine del 2015.** L'inversione dal ribasso al rialzo delle pressioni esterne sui prezzi è una determinante fondamentale dell'atteso incremento dell'inflazione armonizzata. I passati cali delle quotazioni delle materie prime energetiche e non energetiche e gli effetti ritardati del precedente apprezzamento dell'euro sono tra le principali cause degli attuali livelli molto bassi dell'inflazione. L'ulteriore brusca flessione osservata di recente per il prezzo del greggio eserciterà altre spinte al ribasso sull'inflazione, specie a breve termine. In seguito, gli effetti base al rialzo e gli ipotizzati rincari delle materie prime energetiche e non energetiche, come pure l'impatto del passato indebolimento dell'euro, concorreranno all'aumento dei prezzi al consumo nell'orizzonte temporale della proiezione.

**Le pressioni interne sui prezzi dovrebbero intensificarsi nel periodo in esame, con il miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro e la riduzione della capacità produttiva inutilizzata.** In un contesto di perdurante recupero dell'economia e rafforzamento della domanda, il calo dei tassi di disoccupazione e il maggiore potere delle imprese di determinare i prezzi dovrebbero riflettersi in una più vigorosa dinamica delle retribuzioni e in un incremento dei margini di profitto.

**Alcuni fattori dovrebbero contenere il rafforzamento della dinamica salariale nel corso della perdurante ripresa economica.** Fra questi fattori vi sono il basso livello dell'inflazione, l'eccesso di offerta nel mercato del lavoro ancora presente nei prossimi due anni, nonché il probabile effetto frenante sulla dinamica salariale, nell'attuale fase di ripresa, esercitato dalle riforme strutturali attuate durante la crisi per accrescere la flessibilità del mercato del lavoro. Inoltre, in alcuni paesi dell'area dell'euro il perdurante aggiustamento della competitività di costo seguirebbe a contenere l'incremento delle retribuzioni nell'area.

**La moderata dinamica salariale e il rafforzamento congiunturale della produttività influenzeranno il profilo di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nell'arco temporale della proiezione.** Si prevede che nel 2017 l'espansione del costo unitario del lavoro si mantenga su un livello simile (1,1%) a quello del 2014 (1,2%). L'accelerazione ciclica prospettata per la produttività, che si manifesta prima di quella delle retribuzioni, implica una temporanea contrazione della crescita del costo unitario del lavoro nel 2015 e nel 2016.

**La prospettata ripresa economica suggerisce un rafforzamento dei margini di profitto fino al 2017.** Dopo la protratta debolezza degli ultimi anni i margini di profitto dovrebbero aumentare nel periodo considerato. Secondo le attese, sarebbero sostenuti dal maggiore potere delle imprese di determinare i

prezzi, tenuto conto del rafforzamento della domanda e delle entrate straordinarie connesse al passato forte calo delle quotazioni petrolifere. Un effetto frenante sulle prospettive per i margini di profitto sarebbe però esercitato dalla maggiore concorrenza, riconducibile alle riforme strutturali attuate nei mercati dei beni e servizi durante e dopo la crisi.

**Rispetto all'esercizio di proiezione di giugno, le prospettive per l'inflazione armonizzata sono state riviste al ribasso, principalmente di riflesso ai prezzi del petrolio più moderati.** Per il 2015 e il 2016 l'inflazione complessiva è stata corretta al ribasso, soprattutto a causa del più debole andamento della componente energetica dello IAPC dovuto agli effetti al ribasso derivanti dal profilo più contenuto ipotizzato per i prezzi del petrolio in dollari, effetti mitigati solo in parte dal cambio dollaro/euro in certa misura inferiore. Per il 2017 la correzione al ribasso rispecchia prospettive di una crescita lievemente più debole del PIL e alcuni effetti indiretti ritardati dei più bassi prezzi del greggio sull'inflazione di fondo.

#### 4. PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI

**Secondo le attese, l'orientamento delle politiche di bilancio, misurato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo, darebbe un modesto contributo positivo alla domanda nel periodo considerato.** Si assume che gli interventi discrezionali di bilancio siano sostanzialmente neutri, ma un limitato contributo verso l'allentamento fiscale proverrà dai fattori non discrezionali, in particolare un lieve calo della quota sul PIL delle principali basi macroeconomiche delle entrate nel 2015 (effetto di composizione del PIL) e una leggera flessione delle entrate non tributarie nel 2016<sup>2</sup>.

**Il disavanzo e il debito pubblico in rapporto al PIL dovrebbero registrare una contrazione.** La diminuzione del rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL è riconducibile esclusivamente al miglioramento congiunturale dell'economia dell'area dell'euro e alla flessione della spesa per interessi; tuttavia, il saldo primario strutturale di bilancio dovrebbe deteriorarsi in certa misura nell'orizzonte temporale considerato. In base alle proiezioni, il debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL inizierebbe a ridursi a partire dal 2015.

**Rispetto all'esercizio di giugno, le prospettive per le finanze pubbliche sono in certa misura peggiorate.** La lieve revisione verso il basso del saldo del bilancio pubblico è parzialmente ascrivibile alle ridotte misure di risanamento e all'evoluzione, in qualche modo meno favorevole, di alcune basi macroeconomiche delle entrate. La più netta correzione al rialzo del rapporto debito/PIL è stata accentuata dalla revisione al ribasso della crescita nominale del prodotto.

---

<sup>2</sup> Le ipotesi sui conti pubblici riflettono le informazioni contenute nelle leggi finanziarie e nelle manovre aggiuntive per il 2015, nonché nei programmi di finanza pubblica nazionali di medio periodo e negli aggiornamenti dei programmi di stabilità disponibili al 21 agosto. Nelle ipotesi confluiscano tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in sufficiente dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo.



**Tavola 1 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro<sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali annue)

	Settembre 2015				Giugno 2015			Revisioni rispetto a giugno 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIL in termini reali <sup>3)</sup>	0,9	1,4 [1,3-1,5] <sup>4)</sup>	1,7 [0,8-2,6] <sup>4)</sup>	1,8 [0,6-3,0] <sup>4)</sup>	1,5 [1,2-1,8] <sup>4)</sup>	1,9 [0,8-3,0] <sup>4)</sup>	2,0 [0,7-3,3] <sup>4)</sup>	-0,1	-0,2	-0,1
Consumi privati	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Consumi collettivi	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Investimenti fissi lordi	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Esportazioni <sup>5)</sup>	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Importazioni <sup>5)</sup>	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Occupazione	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
IAPC	0,4	0,1 [0,0-0,2] <sup>4)</sup>	1,1 [0,5-1,7] <sup>4)</sup>	1,7 [0,9-2,5] <sup>4)</sup>	0,3 [0,2-0,4] <sup>4)</sup>	1,5 [0,9-2,1] <sup>4)</sup>	1,8 [1,0-2,6] <sup>4)</sup>	-0,2	-0,3	-0,1
IAPC al netto dell'energia	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
IAPC al netto di: energia e alimentari	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
IAPC al netto di: energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette <sup>6)</sup>	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Costo unitario del lavoro	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Redditi per occupato	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Produttività del lavoro	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) <sup>7)</sup>	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

1) I dati si riferiscono all'area dell'euro inclusa la Lituania, ad eccezione dei dati sullo IAPC per il 2014. La variazione percentuale media dello IAPC per il 2015 è calcolata sulla base di una composizione dell'area comprendente la Lituania già nel 2014.

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 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.

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 (per l'approccio del SEBC, cfr. *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001, e *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2007). La proiezione del saldo strutturale di bilancio non è derivata da una misura aggregata dell'output gap. Secondo la metodologia adottata dal SEBC, le componenti cicliche sono calcolate distintamente per le varie voci di entrata e di spesa. Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico* nel numero di marzo 2012 del Bollettino mensile della BCE, nonché il riquadro *Il saldo strutturale come indicatore della posizione di bilancio* nel numero di settembre 2014 del Bollettino mensile della BCE.

### Riquadro 3

#### ANALISI DI SENSIBILITÀ

**Le proiezioni si fondano in ampia misura su ipotesi tecniche concernenti l'evoluzione di alcune variabili fondamentali.** Poiché queste ultime possono influire fortemente sulle proiezioni per l'area dell'euro, la valutazione della 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 i prezzi del petrolio e i tassi di cambio, nonché la sensibilità delle proiezioni rispetto a queste variabili.

## 1) Profilo alternativo dei prezzi del petrolio

**Dai modelli alternativi emergono per il 2017 corsi del greggio in qualche misura più elevati rispetto a quanto indicato dai contratti future.** Le ipotesi tecniche sull'andamento delle quotazioni petrolifere sottostanti allo scenario di base delle proiezioni, che sono elaborate sui prezzi dei future, anticipano un rincaro del greggio nell'arco temporale considerato (cfr. riquadro 2). I modelli alternativi, utilizzati dagli esperti della BCE<sup>1</sup> per formulare le proiezioni sui prezzi del petrolio, suggeriscono al momento quotazioni più elevate nel periodo in esame rispetto alle ipotesi tecniche. Questa evoluzione sarebbe coerente con una più forte ripresa della domanda mondiale di greggio a medio termine e con una certa riduzione dell'offerta dovuta ai più bassi investimenti nel settore e quindi a una minore capacità estrattiva in alcuni paesi, in risposta al recente calo dei prezzi petroliferi. Questo profilo alternativo, in cui i corsi del greggio sono superiori dell'8,1% rispetto allo scenario di base fino al 2017, implica da un lato una crescita del PIL in termini reali lievemente inferiore (di 0,1 punti percentuali nel 2017), dall'altro un'inflazione misurata sullo IAPC più elevata nel 2016 e nel 2017 (di circa 0,1-0,2 punti percentuali nei due anni).

Diversamente dall'evoluzione alternativa descritta che incorpora quotazioni petrolifere più alte rispetto allo scenario di base, i prezzi del greggio sono calati dopo la data di chiusura delle ipotesi tecniche, anche a causa delle recentissime turbolenze finanziarie in alcune economie emergenti. Quando le ipotesi sui corsi del greggio sono state aggiornate sulla base delle informazioni disponibili fino al 1° settembre<sup>2</sup>, il profilo assunto per i prezzi del petrolio è risultato in media inferiore del 6% nell'orizzonte temporale considerato, rispetto a quello incorporato nelle proiezioni. Ciò indicherebbe contenuti rischi al rialzo per le proiezioni sulla crescita e rischi al ribasso per quelle sull'inflazione.

## 2) Profilo alternativo del tasso di cambio

**Le recentissime tensioni nei mercati finanziari implicano un ulteriore rafforzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro.** Al fine di illustrare i relativi rischi per le proiezioni, l'analisi di sensibilità comprende rispetto allo scenario di base un profilo alternativo dell'euro, che comporta un ulteriore apprezzamento. Tale profilo è stato calcolato con il 75° percentile della distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio dollaro/euro al 12 agosto. Il profilo implica un graduale rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro a un tasso di cambio di 1,21 nel 2017, valore superiore del 10,6% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. Le corrispondenti ipotesi per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro riflettono regolarità storiche, ove le variazioni del tasso dollaro/euro rispecchiano quelle del tasso effettivo con un'elasticità di circa il 52%. Ne consegue una graduale divergenza al rialzo del tasso di cambio effettivo dell'euro, che si porterebbe su un livello superiore del 5,3% rispetto allo scenario di base per il 2017. Secondo alcuni modelli macroeconomici applicati dagli esperti, nel 2016 e nel 2017 risulterebbero inferiori sia la crescita del PIL (di 0,2-0,4 punti percentuali) sia l'inflazione (di 0,1-0,5 punti percentuali).

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

2 L'aggiornamento si è basato sull'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti future per il petrolio nelle due settimane fino al 1° settembre.

### Riquadro 4

#### IMPATTO DELLA MAGGIORE INCERTEZZA MONDIALE SULL'ATTIVITÀ NELL'AREA DELL'EURO

**Come dimostrano chiaramente le recentissime tensioni nei mercati finanziari, le prospettive per l'economia mondiale restano vulnerabili ad alcune fonti di incertezza.** In particolare, gli ultimi eventi hanno reso evidente che crescenti timori per le prospettive di crescita in Cina e in altri paesi emergenti

possono determinare con molta rapidità bruschi movimenti nei mercati finanziari, in grado di produrre effetti avversi sulle prospettive per l'area dell'euro. Questo riquadro illustra, in uno scenario alternativo, il potenziale impatto di alcuni shock mondiali sulle prospettive di crescita dell'area dell'euro.

**Una delle fonti di incertezza a livello mondiale è connessa all'entità del rallentamento dell'economia cinese.** Lo scenario di base incorpora già una decelerazione dell'economia in Cina, ma un ulteriore riassorbimento degli squilibri connessi all'accumulo del debito nel paese potrebbe generare maggiori tensioni finanziarie e un rallentamento più marcato dell'attività. Nello scenario alternativo, la capacità e la volontà delle banche cinesi di concedere credito all'economia potrebbero essere gravemente compromesse, a fronte di un rapido deterioramento della qualità dei loro attivi. Un possibile catalizzatore di questo calo, più accentuato delle attese, dell'erogazione del credito bancario potrebbe essere un'evoluzione avversa nel mercato delle abitazioni (riconducibile alla notevole esposizione delle banche alle società di sviluppo immobiliare ad alta leva finanziaria). Inoltre, i corsi delle azioni in Cina potrebbero scendere ancora, in un contesto di rideterminazione dei premi al rischio azionario da parte degli investitori nazionali. Il deterioramento della qualità degli attivi e i più elevati premi al rischio eserciterebbero pressioni al rialzo sui rendimenti delle obbligazioni sovrane, in quanto il governo sarebbe costretto a sostenere su vasta scala il settore bancario. Pertanto, gli investimenti e – in misura minore – i consumi crescerebbero a un ritmo molto più lento di quanto anticipato nell'attuale scenario di base. Poiché un rallentamento dell'economia indurrebbe un aumento significativo della disoccupazione, si assume che le autorità cinesi intervengano massicciamente, con misure di stimolo monetario e fiscale e con un altro possibile deprezzamento del renminbi, per scongiurare un'ulteriore forte contrazione della crescita. Nel complesso, nello scenario alternativo si ipotizza che l'espansione dell'economia cinese sia inferiore di 1 punto percentuale nel 2016 e nel 2017 rispetto allo scenario di base.

**Una seconda fonte di incertezza a livello mondiale è legata alla traiettoria di normalizzazione della politica monetaria statunitense.** Le aspettative dei mercati sui tassi di interesse a breve termine negli Stati Uniti, utilizzate come ipotesi tecniche per formulare le proiezioni, indicano attualmente un incremento solo molto graduale dei tassi a breve, su un livello di appena l'1,6% a fine 2017. Tuttavia, se i tassi statunitensi seguono la proiezione del tasso di interesse mediano del Federal Open Market Committee (FOMC), aumenteranno più rapidamente di quanto anticipato dai mercati. Inoltre, malgrado l'attesa normalizzazione della politica monetaria, il premio a termine statunitense resta prossimo ai minimi storici. In caso di maggiore incertezza a livello mondiale, che a sua volta intensificherebbe l'incertezza per la futura intonazione della politica monetaria, vi è il rischio di un repentino aggiustamento al rialzo del premio a termine statunitense. Per cogliere tale aggiustamento, nello scenario alternativo si assume un rialzo del premio di 130 punti base, che alimenta un incremento dei tassi a lungo termine statunitensi e quindi anche dei tassi analoghi dei maggiori paesi avanzati.

**La crescita nelle altre economie emergenti risentirebbe probabilmente di questi shock.** La Russia versa in una profonda recessione e i minori proventi del petrolio dovrebbero indurre bruschi cali della spesa pubblica. Le prospettive per il Brasile sono peggiorate considerevolmente in un contesto di crescente inflazione. Un rallentamento più accentuato della Cina potrebbe comportare notevoli rischi al ribasso per le prospettive economiche, in particolare per gli esportatori di materie prime. I dati recenti segnalano un'ulteriore decelerazione dei flussi di capitali verso i paesi emergenti, similmente all'evoluzione osservata a metà del 2013 con la convulsa reazione dei mercati all'annuncio del FOMC di ridurre gli acquisti di attività ("taper tantrum"). Questa inversione dei flussi di capitali nei confronti dei paesi emergenti indica una maggiore incertezza su scala mondiale e un calo di fiducia degli investitori nelle prospettive di crescita delle economie emergenti. In tale contesto, altri imprevisti effetti al ribasso per le prospettive di espansione della Cina e/o un incremento inatteso dei tassi di interesse a lungo termine statunitensi potrebbero ampliare i deflussi di capitali dai paesi emergenti, inasprire le condizioni finanziarie e quindi frenare la crescita in tali paesi. Nello scenario alternativo l'impatto della maggiore incertezza macroeconomica mondiale sull'attività nei mercati emergenti è colto da uno shock pari a due deviazioni standard applicato alla volatilità implicita dei prezzi delle opzioni sull'indice S&P 500 (VIX), shock che influisce negativamente sulla domanda interna di queste economie.

**La maggiore incertezza a livello mondiale potrebbe ripercuotersi sull'economia dell'area dell'euro attraverso le relazioni sia commerciali sia finanziarie.** L'accresciuta incertezza sul piano internazionale deprimerebbe la domanda negli Stati Uniti (tramite i più elevati tassi di interesse a lungo

termine statunitensi) e anche nelle principali economie avanzate ed emergenti. Questa evoluzione influirebbe sulla crescita mondiale e dell'area dell'euro attraverso il canale dell'interscambio, per effetto della minore domanda esterna dell'area. Inoltre, effetti finanziari avversi si propagherebbero ai tassi a lungo termini a livello mondiale e di area dell'euro, innalzando il costo del finanziamento per famiglie, imprese e Stati. Per quanto concerne il tasso di cambio effettivo dell'euro, l'aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti potrebbe far apprezzare il dollaro rispetto all'euro. Al tempo stesso, la volatilità nei mercati finanziari dei paesi emergenti potrebbe generare un rafforzamento dell'euro nei confronti delle loro valute.

**Si stima che la più elevata incertezza mondiale, tenuto conto dell'insieme delle tre fonti descritte in precedenza, riduca la crescita dell'area dell'euro di 0,1-0,2 punti percentuali rispetto a quella ipotizzata dallo scenario di base per il 2016.** La più contenuta espansione del PIL dell'area in termini reali è ascrivibile in parte a una contrazione della sua domanda esterna, di riflesso all'indebolimento dell'attività negli Stati Uniti e in altre economie avanzate, nonché in Cina e in altri paesi emergenti. Inoltre, effetti finanziari avversi (che si rispecchiano nei più alti tassi di interesse a lungo termine dell'area dell'euro) investono anche le prospettive di crescita dell'area.

**Benché nello scenario alternativo l'impatto sull'area dell'euro sia modesto, continuano a esservi dei motivi di cautela.** Ad esempio, i canali del clima di fiducia presso famiglie e imprese non sono presi in considerazione. In aggiunta, i prezzi di altre attività, fra cui i corsi dei mercati azionari, potrebbero essere soggetti a effetti di propagazione e correzioni al ribasso più forti di quelli rilevati in modo endogeno dai modelli. Inoltre, vengono applicati modelli lineari, mentre marcate correzioni avverse nei mercati finanziari possono implicare comovimenti non lineari tra variabili, determinando potenzialmente un impatto più accentuato. Infine, le simulazioni non tengono conto interamente degli effetti del tasso di cambio o dell'impatto avverso sui prezzi delle materie prime. Nel contempo, gli shock sfavorevoli sull'economia dell'area dell'euro potrebbero essere attenuati da eventuali misure compensative nei paesi emergenti o dal possibile rinvio dell'inasprimento di politica monetaria negli Stati Uniti, dovuto agli effetti di propagazione negativi della maggiore debolezza delle economie emergenti.

## Riquadro 5

### 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). Come si evince dalla tavola, le previsioni delle altre organizzazioni disponibili al momento non differiscono molto dai valori centrali di questo esercizio di proiezione e rientrano ampiamente negli intervalli qui riportati (fra parentesi nella tavola).

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

(variazioni percentuali annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Proiezioni degli esperti della BCE	settembre 2015	1,4 [1,3-1,5]	1,7 [0,8-2,6]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [0,0-0,2]	1,1 [0,5-1,7]	1,7 [0,9-2,5]
Commissione europea	maggio 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	agosto 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	agosto 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	agosto 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
FMI	luglio 2015	1,5	1,7	-	0,1	1,0	-

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, primavera 2015; *World Economic Outlook Update* dell'FMI, luglio 2015 (PIL); *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2015; *Consensus Economics Forecasts*; MJEconomics e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: i tassi di crescita delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE 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, 2015

Indirizzo: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Germany

Recapito postale: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefono: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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.