



Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2016¹

1 Prospettive per l'area dell'euro: sintesi e fattori principali

La ripresa economica dell'area dell'euro dovrebbe proseguire, anche se in misura meno intensa rispetto a quanto anticipato prima. Questo ritmo più lento riflette l'indebolimento della crescita mondiale e l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. In media d'anno, il PIL in termini reali aumenterebbe dell'1,4% nel 2016, dell'1,7% nel 2017 e dell'1,8% nel 2018. A seguito dell'ulteriore brusco calo dei prezzi del petrolio, la proiezione per l'inflazione misurata sullo IAPC è stata rivista al ribasso, allo 0,1% per il 2016, con una correzione più moderata per il 2017, all'1,3%. Per il 2018 ci si attende un ulteriore aumento all'1,6%.

Le prospettive a breve termine per la crescita del PIL in termini reali si sono attenuate a fronte del recente intensificarsi delle spinte negative. Queste ultime sono connesse agli andamenti avversi dell'attività mondiale, specie nelle economie emergenti, all'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e alla maggiore incertezza, che si riflette nella più elevata volatilità dei mercati finanziari. Tenuto conto anche del deterioramento del clima di fiducia di imprese e consumatori a gennaio e febbraio, le prospettive di breve periodo per la crescita del PIL sono peggiorate dopo le proiezioni di dicembre.

Nondimeno, alcuni fattori positivi dovrebbero sostenere il procedere della ripresa economica. L'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, maggiormente rafforzato lo scorso dicembre dall'annuncio di misure aggiuntive, seguita a trasmettersi all'economia. I consumi privati sarebbero sorretti nel 2016 dall'ulteriore brusco calo osservato di recente per i prezzi del petrolio e dai continui miglioramenti in atto nel mercato del lavoro. La ripresa mondiale dovrebbe contribuire anche a un graduale incremento degli investimenti, dovuto in parte a effetti di accelerazione. La domanda interna beneficerà altresì di un certo allentamento di bilancio, connesso in parte all'afflusso di rifugiati.

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. Le ipotesi tecniche riguardanti, ad esempio, i prezzi del petrolio e i tassi di cambio sono aggiornate al 15 febbraio 2016 (cfr. riquadro 2); per le altre informazioni utilizzate la data di chiusura dell'esercizio è il 25 febbraio.

Le proiezioni macroeconomiche di questo mese si riferiscono al periodo 2016-2018. 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.

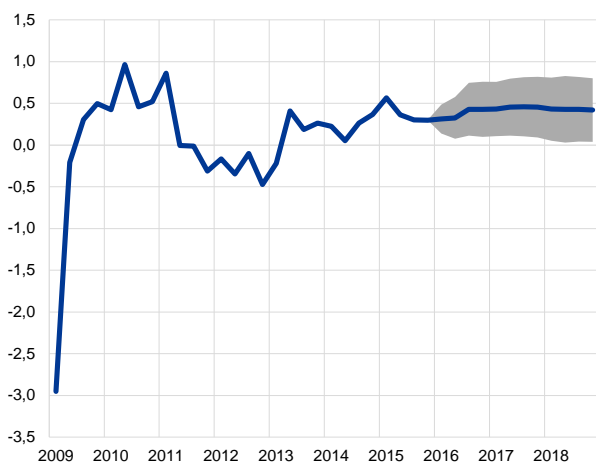
Il profilo dell'inflazione complessiva nell'orizzonte temporale di proiezione dovrebbe essere fortemente influenzato da quello della componente energetica dello IACP. Dato l'ulteriore brusco calo delle quotazioni del petrolio negli ultimi mesi, la componente energetica dell'indice registrerebbe tassi di variazione negativi nel 2016, per poi tornare in territorio positivo nel 2017, tenuto conto dei forti effetti base al rialzo e degli incrementi ipotizzati per i prezzi del greggio impliciti nella curva dei contratti future. Nel contempo si ritiene che l'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia aumenterà gradualmente negli anni a venire, via via che il miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro e la riduzione della capacità produttiva inutilizzata si traducono in un aumento di salari e margini di profitto. Inoltre, l'impatto ritardato del passato forte deprezzamento dell'euro e gli effetti indiretti dei rincari ipotizzati per l'energia e le materie prime non energetiche, congiuntamente al venir meno degli effetti al ribasso derivanti dalle loro passate diminuzioni, dovrebbero sostenere un aumento dello IACP al netto di alimentari ed energia.

Grafico 1
Proiezioni macroeconomiche¹⁾

(dati trimestrali)

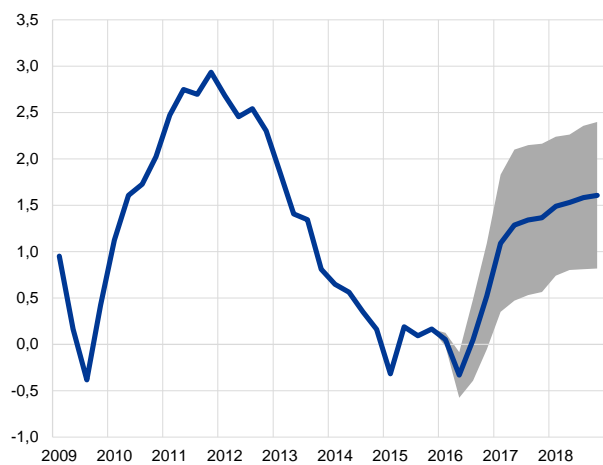
PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



IACP 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.

2 Economia reale

La ripresa dell'attività dovrebbe proseguire nell'area dell'euro, anche se con un'intensità in certa misura inferiore rispetto a quanto anticipato in precedenza. Il PIL in termini reali ha mantenuto un ritmo di crescita moderato nell'ultimo trimestre del 2015, aumentando dello 0,3% rispetto al trimestre precedente. I recenti indicatori del clima di fiducia di consumatori e imprese sono

scesi, ma continuano a suggerire il protrarsi di un'espansione moderata dell'attività nella prima metà del 2016.

Secondo le proiezioni la spesa per consumi privati beneficerebbe fortemente dei bassi prezzi del petrolio nel 2016. Si ipotizza che le quotazioni del greggio espresse in dollari statunitensi raggiungano in media 34,9 dollari al barile nel 2016, livello inferiore del 33% rispetto a quello assunto nelle proiezioni di dicembre (cfr. riquadro 1). Il reddito disponibile nominale dovrebbe aumentare nel periodo di riferimento, sostenuto dalla costante crescita dell'occupazione e dall'accelerazione dei redditi nominali per occupato; quanto agli altri redditi personali, anch'essi fornirebbero un contributo positivo. La crescita del reddito disponibile reale dovrebbe perdere slancio nel 2017 in presenza di un rialzo dell'inflazione per la componente energetica. Sull'intero orizzonte temporale di proiezione, il basso costo del finanziamento e il moderato incremento della ricchezza netta delle famiglie, entrambi rafforzati dall'insieme delle misure di politica monetaria adottate di recente dalla BCE, dovrebbero sostenere i consumi privati. Nel complesso le proiezioni indicano per la crescita annua dei consumi privati un aumento dall'1,6% nel 2015 all'1,9% nel 2016 e un successivo calo all'1,8% e all'1,6% nel 2017 e nel 2018, rispettivamente.

Riquadro 1

Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio e i prezzi delle materie prime

Rispetto alle proiezioni di dicembre, le principali modifiche apportate alle ipotesi tecniche sono rappresentate da quotazioni petrolifere in dollari significativamente inferiori, un apprezzamento del 5% del tasso di cambio effettivo dell'euro e tassi di interesse di mercato a breve e lungo termine più bassi.

Ipotesi tecniche

	Marzo 2016				Dicembre 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Prezzo del petrolio (USD al barile)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
Tasso di cambio USD/EUR	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 15 febbraio 2016. I tassi di interesse a breve termine si riferiscono all'Euribor a tre mesi e le aspettative di mercato sono desunte dai tassi dei contratti future. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve termine del -0,3% nel 2016 e nel 2017

e del -0,2% nel 2018. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media dell'1,2% nel 2016, dell'1,4% nel 2017 e dell'1,7% nel 2018². 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 2016, per poi mantenersi pressoché invariati nel 2017 e aumentare moderatamente nel 2018. Per quanto concerne le materie prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti future nelle due settimane fino al 15 febbraio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent calino da 52,5 dollari al barile nel 2015 a 34,9 nel 2016, per poi aumentare a 41,2 nel 2017 e 44,9 nel 2018; i valori per il 2016 e il 2017 risultano ora inferiori, rispettivamente di 17 e di 16 dollari, ai valori indicati nelle proiezioni di dicembre. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire notevolmente nel 2016 e registrare un certo aumento nel biennio successivo³. Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione, sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 15 febbraio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi in media a 1,11 nel 2016 e a 1,12 nel 2017 e nel 2018, rispetto a 1,09 indicato nelle proiezioni di dicembre. Il tasso di cambio effettivo dell'euro (calcolato nei confronti delle valute di 38 partner commerciali) dovrebbe apprezzarsi del 5% nell'arco temporale della proiezione.

Il profilo del tasso di risparmio delle famiglie dovrebbe essere determinato soprattutto dalla rimodulazione dei consumi (consumption smoothing), dato l'andamento dei prezzi del petrolio. Si stima che il tasso di risparmio aumenti nel 2016, di riflesso a una trasmissione discontinua alla spesa per consumi degli incrementi del reddito reale connessi ai prezzi del greggio. Questo effetto dovrebbe in parte riassorbirsi nel 2017. Il tasso di risparmio risulterebbe stagnante nella parte restante del periodo di proiezione. Il suo profilo pressoché piatto rispecchia andamenti contrapposti all'interno dell'area dell'euro. In alcuni paesi la disoccupazione tuttora elevata, gli alti livelli del debito lordo e l'impatto sul risparmio connesso alle pensioni dei tassi di interesse molto bassi continuerebbero a esercitare pressioni al rialzo sul risparmio, mentre in altri dovrebbero prevalere le spinte al ribasso. Innanzitutto, il graduale calo della disoccupazione farebbe diminuire il risparmio a scopo precauzionale, consentendo alle famiglie di effettuare acquisti di importo rilevante che potrebbero avere rinvii in passato. In aggiunta, rendimenti molto bassi tendono a scoraggiare il risparmio tramite un effetto di sostituzione intertemporale.

² L'ipotesi formulata per i rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro si basa sulla media dei rendimenti dei titoli di riferimento a dieci anni dei vari paesi, ponderata per il PIL su base annua; la media è poi estesa utilizzando il profilo dei tassi a termine derivato dal par yield a dieci anni di tutti i titoli dell'area dell'euro stimato dalla BCE, con la discrepanza iniziale tra le due serie mantenuta costante nel periodo della proiezione. Si ipotizza che i differenziali tra i rendimenti dei titoli dei singoli paesi e la corrispondente media dell'area dell'euro rimangano costanti nell'orizzonte temporale considerato.

³ Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti future fino al termine del periodo di riferimento; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al primo trimestre del 2017 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

Secondo le proiezioni gli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbero acquisire slancio nell'area dell'euro, pur partendo da un livello molto contenuto.

La ripresa degli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbe essere sostenuta dalla protratta crescita del reddito disponibile reale e dai tassi sui mutui ipotecari molto bassi. Inoltre, il processo di aggiustamento nei mercati immobiliari di diversi paesi sembra essersi concluso e le prospettive per i prezzi delle abitazioni sono migliorate. Tuttavia, è probabile che l'elevato livello del debito delle famiglie in molti paesi impedisca un forte incremento degli investimenti nell'edilizia residenziale. Nell'insieme, dato il loro modesto recupero atteso, continueranno a collocarsi verosimilmente su un livello inferiore di circa il 20% nel 2018, rispetto al picco registrato nel 2007.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero mostrare una ripresa contenuta. Le loro prospettive di breve periodo risentirebbero negativamente della recente volatilità nei mercati finanziari e dell'indebolimento della crescita economica nei paesi emergenti. Nondimeno, una serie di fattori dovrebbe sostenere gli investimenti nel tempo. L'orientamento molto accomodante della politica monetaria, gli effetti di accelerazione nel contesto del previsto rafforzamento della domanda, la necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti, le misure di bilancio espansive in alcuni paesi e il miglioramento dei margini di profitto in presenza di un settore delle società non finanziarie dotato di abbondante liquidità sono tutti elementi che dovrebbero favorire la spesa per investimenti. 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. Di fatto, i rapporti passività/capitale proprio sono scesi in misura considerevole dai massimi raggiunti durante la crisi finanziaria e restano significativamente al di sotto delle medie storiche. Tuttavia, la ripresa degli investimenti delle imprese continuerà a essere frenata dalle rimanenti strozzature finanziarie e dagli elevati livelli di indebitamento in alcuni paesi, nonché dalle attese di una minore crescita del prodotto potenziale.

Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro dovrebbero beneficiare dell'atteso recupero della domanda esterna dell'area (cfr. riquadro 2) e degli effetti ritardati del passato deprezzamento dell'euro.

Dopo il recente indebolimento, la crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area dovrebbe recuperare in modo graduale nel 2016 e registrare poi un ulteriore aumento, lievemente superiore all'atteso incremento della domanda esterna. Nel periodo di riferimento le quote di mercato delle esportazioni mostrerebbero una lieve espansione dovuta agli effetti ritardati dei passati incrementi di competitività. La crescita delle importazioni dall'esterno dell'area sarebbe trainata dalla domanda interna, mantenendosi lievemente superiore all'espansione delle esportazioni. Pertanto, l'avanzo delle partite correnti dovrebbe scendere dal 3,0% del PIL nel 2015 e nel 2016 al 2,5% nel 2018.

Nel complesso, ci si attende che il PIL in termini reali aumenti dell'1,4% nel 2016, dell'1,7% nel 2017 e dell'1,8% nel 2018.

Riquadro 2

Contesto internazionale

L'andamento dell'economia nei paesi avanzati e in quelli emergenti è risultato più debole di quanto atteso a fine 2015, confermando la protratta fragilità della crescita globale. Dopo aver perso slancio al volgere dell'anno, secondo le proiezioni l'attività economica mondiale aumenterebbe gradualmente a un ritmo moderato, sorretta dalle prospettive di una perdurante tenuta della crescita nei paesi più avanzati e dalla progressiva attenuazione attesa per la profonda recessione in alcune grandi economie emergenti. Le favorevoli condizioni di finanziamento e il miglioramento nei mercati del lavoro dovrebbero sostenere le prospettive per i paesi avanzati. Inoltre, gli elevati livelli di fiducia dei consumatori in alcune delle maggiori economie avanzate potrebbero implicare uno scenario favorevole per la crescita. Per contro, le prospettive di medio termine restano più incerte per i paesi emergenti. Oltre alla diminuzione della crescita tendenziale dell'economia cinese e ai suoi riflessi negativi per gli altri paesi emergenti, soprattutto in Asia, gli esportatori di materie prime dovranno proseguire l'aggiustamento macroeconomico in risposta al calo dei prezzi di tali beni. Inoltre, queste economie si troveranno ad affrontare condizioni di finanziamento esterne più aspre, a seguito della normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti, della maggiore incertezza politica e delle accresciute tensioni geopolitiche.

Il commercio mondiale ha fatto osservare di recente un'evoluzione deludente e dovrebbe crescere a un ritmo lento nel periodo di proiezione. Rispetto al PIL mondiale, il profilo delle importazioni globali e quello della domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbero risultare piuttosto deboli nell'arco di tempo considerato. Secondo le attese la crescita della domanda esterna dell'area aumenterebbe dallo 0,4% nel 2015, al 2,2% nel 2016, al 3,8% nel 2017 e al 4,1% nel 2018. A titolo di raffronto, i tassi di crescita medi annui erano dell'ordine del 7,7% nel periodo 1999-2007.

Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Marzo 2016				Dicembre 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ¹⁾	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Domanda esterna dell'area dell'euro ²⁾	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

Rispetto alle proiezioni di dicembre, la crescita dell'attività mondiale è stata rivista verso il basso, specie per il 2016. Anche l'espansione della domanda esterna dell'area dell'euro ha subito una notevole correzione al ribasso per il 2016.

Poiché l'incremento effettivo del PIL dovrebbe risultare ben superiore al tasso di crescita del prodotto potenziale, ci si attende un costante ridimensionamento dell'output gap nel periodo di proiezione. Secondo le stime, la crescita del prodotto potenziale registrerebbe un certo rialzo nell'orizzonte

temporale considerato, lievemente superiore all'1%, mantenendosi su livelli ben inferiori a quelli precedenti la crisi.

Le condizioni nel mercato del lavoro dovrebbero continuare a migliorare.

L'occupazione seguirebbe ad aumentare nel periodo in esame, ancorché a un ritmo lievemente inferiore rispetto alle attese, soprattutto di riflesso alla più contenuta ripresa economica. Si ritiene che la moderazione salariale e le passate riforme dei mercati del lavoro sostengano la crescita dell'occupazione nell'orizzonte di riferimento. Le forze di lavoro dovrebbero registrare un forte incremento nell'arco temporale considerato, rispecchiando il continuo afflusso di rifugiati e il venir meno degli effetti di scoraggiamento. Il tasso di disoccupazione, sceso al 10,3% a gennaio 2016, diminuirebbe ulteriormente.

Le prospettive per la crescita del PIL in termini reali sono state riviste al ribasso rispetto alla proiezione di dicembre.

Questa revisione rispecchia l'impatto negativo congiunto della minore domanda esterna dell'area e dell'apprezzamento del cambio dell'euro sulla crescita delle esportazioni, come pure l'effetto della più elevata volatilità nei mercati finanziari e del peggioramento degli indicatori del clima di fiducia sulle prospettive a breve termine. Unitamente, questi effetti avversi più che compensano l'impatto favorevole dei ribassi delle quotazioni petrolifere e delle recenti misure aggiuntive di politica monetaria sulla domanda interna.

3

Prezzi e costi

Secondo la stima rapida dell'Eurostat (pubblicata oltre il termine fissato per l'inclusione dei dati più aggiornati ai fini dell'esercizio di proiezione), l'inflazione armonizzata si è collocata in febbraio al -0,2%, mostrando un calo di 0,3 punti percentuali da novembre 2015, riconducibile a diminuzioni di tutte le principali componenti.

Un consistente apporto negativo di 0,8 punti percentuali derivante dalla componente energetica dello IAPC, connesso al brusco ribasso registrato di recente dai corsi petroliferi, dovrebbe continuare a frenare in misura significativa l'inflazione complessiva nel 2016, che per l'anno, secondo le attese, risulterebbe in media pari allo 0,1%. L'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia mostrerebbe un certo incremento nel 2016, portandosi all'1,1% dopo lo 0,8% del 2015, ma resterebbe comunque piuttosto moderata a causa degli effetti indiretti di prezzi petroliferi più bassi, del recente apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e del sottoutilizzo della capacità produttiva ancora presente nell'economia.

È principalmente riconducibile agli effetti base derivanti dai prezzi delle materie prime il forte incremento, all'1,3%, che ci si attende per l'inflazione armonizzata nel 2017.

Gli effetti base al rialzo, una volta esauritosi l'impatto dei bruschi ribassi dei corsi del petrolio e dell'energia nel raffronto sui 12 mesi, e ulteriori rincari ipotizzati delle materie prime dovrebbero comportare più elevate pressioni esterne sui prezzi nel 2017.

La crescita salariale è stata finora contenuta, ma si dovrebbe gradualmente rafforzare nell'arco di tempo considerato. Se sino a questo momento l'elevata disoccupazione e la bassa crescita della produttività hanno limitato l'incremento dei salari, nel periodo in esame ci si attende che una perdurante crescita dell'occupazione riduca il margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro. Inoltre, anche il prospettato incremento dell'inflazione dovrebbe sostenere aumenti dei salari, perlopiù sul finire dell'orizzonte di proiezione. Ci si attende tuttavia che il ritmo di espansione dei salari resti contenuto, riflettendo anche la protratta debolezza della crescita della produttività.

I margini di profitto dovrebbero beneficiare della ripresa economica in corso e del calo dei prezzi del petrolio. Secondo le attese, l'ulteriore miglioramento della domanda interna e la riduzione della capacità produttiva inutilizzata previsti per i prossimi anni dovrebbero rafforzare il potere delle imprese nel determinare i prezzi, favorendone i margini di profitto. Questi ultimi continuerebbero inoltre a essere favoriti dalle entrate straordinarie connesse a quotazioni petrolifere più contenute nel 2016.

Per effetto di crescenti pressioni interne sui prezzi, per il 2018 ci si attende un ulteriore incremento dell'inflazione misurata sullo IAPC, all'1,6%.

Rispetto all'esercizio di proiezione di dicembre, le prospettive per l'inflazione armonizzata sono state riviste al ribasso, soprattutto per il 2016. In misura prevalente ciò è riconducibile a pressioni esterne sui prezzi significativamente più basse, connesse in particolare a corsi petroliferi molto inferiori e un tasso di cambio effettivo dell'euro più forte rispetto alle ipotesi. Ha inoltre contribuito una crescita salariale più moderata di quanto anticipato in precedenza.

4

Prospettive per i conti pubblici

Ci si attende un orientamento delle politiche di bilancio espansivo fino al 2017 e più neutro nel 2018. Questo è misurato come variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo, al netto del sostegno pubblico a favore del settore finanziario. Fino al 2017 l'intonazione espansiva deriva principalmente da riduzioni dell'imposizione diretta in alcuni paesi e dalla spesa connessa ai rifugiati.

Nel periodo in esame il rapporto fra il disavanzo pubblico e il PIL si dovrebbe stabilizzare intorno al 2%, mentre il rapporto debito/PIL registrerebbe un lieve calo. Il contributo favorevole della componente ciclica e dei minori esborsi per interessi al saldo di bilancio sarebbe probabilmente compensato, soprattutto nel 2016, attraverso l'allentamento dell'orientamento delle politiche fiscali. Fino al 2018 ci si attende che la graduale riduzione del debito pubblico sia principalmente sostenuta dal differenziale favorevole fra crescita e tassi di interesse alla luce della prospettata ripresa dell'economia e dell'ipotesi di tassi di interesse contenuti. Anche modesti avanzi primari dovrebbero avere un impatto favorevole sull'evoluzione prospettata del debito.

Rispetto all'esercizio di dicembre le prospettive per le finanze pubbliche sono leggermente peggiorate. Per effetto di un calo del PIL nominale, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche ha registrato una lieve rivisione al ribasso per il 2015, che si estenderà al 2016-2017. Le proiezioni indicano un rapporto debito/PIL più elevato nel periodo in esame, riconducibile a un avanzo primario leggermente più basso e, soprattutto nel 2015-2016, a un differenziale fra crescita e tassi di interesse meno favorevole, derivante da una revisione verso il basso dell'inflazione e della crescita del PIL in termini nominali.

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

(variazioni percentuali annue)

	Marzo 2016				Dicembre 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
PIL in termini reali ¹⁾	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,6 - 3,0] ²⁾	[1,4 - 1,6] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾
Consumi privati	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Consumi collettivi	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Investimenti fissi lordi	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Esportazioni ³⁾	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Importazioni ³⁾	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Occupazione	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
IAPC	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 - 0,4] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾	[0,1 - 0,1] ²⁾	[0,5 - 1,5] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾
IAPC al netto dell'energia	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
IAPC al netto di energia e alimentari	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
IAPC al netto di energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Costo unitario del lavoro	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Redditi per occupato	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Produttività del lavoro	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) ⁵⁾	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

1) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

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

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

4) Il sottoindice si basa sulle stime dell'impatto effettivo delle imposte indirette. Può divergere dai dati dell'Eurostat, che ipotizza la trasmissione completa e immediata dell'impatto dell'imposizione indiretta allo IAPC.

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

Riquadro 3

Analisi di sensibilità e di scenario

Le proiezioni si basano in ampia misura su ipotesi tecniche concernenti l'evoluzione di alcune variabili fondamentali. Poiché queste ultime possono incidere notevolmente sulle proiezioni formulate per l'area dell'euro, un esame della sensibilità a profili alternativi per le ipotesi sottostanti può contribuire all'analisi dei rischi che circondano le proiezioni. Questo riquadro verte sull'incertezza inerente ad alcune ipotesi sottostanti fondamentali e sulla sensibilità delle proiezioni rispetto a tali variabili. Inoltre include uno scenario riguardante il possibile impatto sulla crescita e sull'inflazione dell'area dell'euro che deriverebbe da un più marcato rallentamento sincronizzato nelle economie emergenti.

1) Profilo alternativo dei prezzi del petrolio

Da modelli alternativi sui corsi del greggio emerge, nel periodo in esame, un rincaro in certa misura più rapido di quanto suggeriscano i prezzi dei contratti future. Le ipotesi tecniche sugli andamenti delle quotazioni del petrolio sottostanti allo scenario di base delle proiezioni, che sono elaborate sui prezzi dei future, indicano un rincaro del greggio del 40% fra il primo trimestre del 2016 e il quarto trimestre del 2018. Una combinazione di modelli alternativi utilizzati dagli esperti della BCE⁴ per elaborare le proiezioni sui prezzi del petrolio suggerisce al momento corsi più elevati nel periodo considerato rispetto alle ipotesi tecniche. Ciò sarebbe coerente con una ripresa più vigorosa della domanda mondiale di greggio nel medio termine oppure con una riduzione dell'offerta di petrolio dovuta a più bassi investimenti nel settore e quindi a una minore capacità estrattiva in alcuni paesi, in risposta al recente calo delle quotazioni petrolifere. Il concretizzarsi di questo profilo alternativo, con corsi del greggio superiori dell'11,6% rispetto allo scenario di base fino al 2018, da un lato frenerebbe in misura marginale la crescita del PIL in termini reali, dall'altro comporterebbe un incremento lievemente più rapido dell'inflazione misurata sullo IAPC (con un aumento di circa 0,1-0,2 punti percentuali nel 2016, 2017 e 2018).

2) Profili alternativi del tasso di cambio

L'analisi di sensibilità comprende due profili alternativi per il tasso di cambio dell'euro rispetto allo scenario di base. Il primo è stato calcolato utilizzando il 25° percentile della distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio dollaro/euro al 15 febbraio 2016. Tale profilo comporta un graduale indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro; nel 2018 si registrerebbe un cambio di 1,00 dollari per euro, ossia un tasso inferiore del 10,8% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. Il secondo profilo, calcolato con il 75° percentile della stessa distribuzione, implica invece un graduale apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro; nel 2018 si raggiungerebbe un cambio di 1,24 dollari per euro, ossia un tasso superiore dell'11,2% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per l'anno. Le corrispondenti ipotesi per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro riflettono regolarità storiche, ove le variazioni del cambio dollaro/euro rispecchiano quelle del tasso effettivo

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

con un'elasticità di circa il 52%. Nel caso del deprezzamento, da questa ipotesi consegue una graduale divergenza al ribasso del tasso di cambio effettivo dell'euro, che si porterebbe su un livello inferiore del 5,8% rispetto allo scenario di base per il 2018. Tenuto conto di ciò, da una serie di modelli macroeconomici emergono in media valori più elevati sia per la crescita del PIL in termini reali (di 0,1-0,3 punti percentuali) sia per l'inflazione misurata sullo IAPC (di 0,1-0,4 punti percentuali) nel 2016, 2017 e 2018. Nel caso dell'apprezzamento, da tale ipotesi risulta una graduale divergenza al rialzo del tasso di cambio effettivo dell'euro, che si porterebbe su un livello superiore del 5,5% rispetto allo scenario di base per il 2018. In questo contesto, da una serie di modelli macroeconomici emergono in media valori più bassi sia per la crescita del PIL in termini reali (di 0,1-0,3 punti percentuali) sia per l'inflazione misurata sullo IAPC (di 0,1-0,4 punti percentuali) nel 2016, 2017 e 2018.

3) Scenario di rallentamento sincronizzato nelle economie emergenti

Le prospettive di crescita per i paesi emergenti sono peggiorate negli ultimi mesi e si sono intensificati i rischi al ribasso per le proiezioni sulla crescita mondiale. Lo scenario di base della proiezione ipotizza tuttavia una graduale contenuta ripresa dell'attività nelle economie emergenti sull'orizzonte temporale considerato. In questo contesto è stato elaborato uno scenario per analizzare l'impatto che un più marcato rallentamento sincronizzato in tali paesi avrebbe sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione armonizzata nell'area dell'euro.

Lo scenario si basa sull'ipotesi che il rallentamento sia innescato da un "atterraggio duro" in Cina, determinato dal concretizzarsi dei rischi per la stabilità finanziaria e da un calo della fiducia dei consumatori e delle imprese cinesi, intaccata dai deflussi di capitali. Per la Cina un "atterraggio duro" comporterebbe un più accentuato riassorbimento degli squilibri interni, con un rallentamento degli investimenti che farebbe aumentare la disoccupazione. La crescita dei consumi privati registrerebbe inoltre, nel paese, una significativa decelerazione. In base al modello, il peggioramento delle condizioni finanziarie e delle prospettive economiche in Cina si trasmetterebbe ad altre economie emergenti, che ne sarebbero influenzate attraverso il canale diretto degli scambi commerciali e per effetto di un ipotizzato incremento dell'incertezza mondiale. In questo scenario l'incertezza su scala globale è approssimata da un aumento temporaneo di 10 punti percentuali del VIX⁵, che andrebbe scemando nel corso del periodo in esame. Il calo ipotizzato delle quotazioni azionarie in Cina ne determinerebbe una diminuzione anche a livello mondiale. Secondo il modello, il più marcato rallentamento nelle economie emergenti implicherebbe un andamento più debole dei prezzi delle materie prime nell'orizzonte di proiezione. Si ipotizza anche che le autorità cinesi mitigino "l'atterraggio duro" consentendo al renminbi di deprezzarsi e che, per effetti di contagio, ciò determini un indebolimento delle valute dei paesi emergenti. Il dollaro statunitense, lo yen e l'euro registrerebbero quindi un apprezzamento in termini effettivi nominali. A sua volta, il rafforzamento delle tre valute avrebbe ripercussioni negative sul settore delle esportazioni negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro, comportando ulteriori pressioni al ribasso sull'inflazione in queste regioni, principalmente a seguito di un calo dei prezzi all'importazione.

⁵ Il VIX è una misura della volatilità implicita dei prezzi delle opzioni sull'indice S&P 500, calcolata dal Chicago Board Options Exchange.

Principali ipotesi per lo scenario

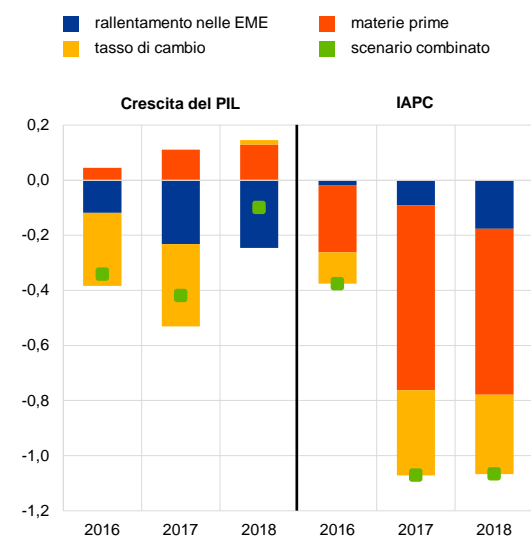
	2016	2017	2018
Domanda interna cinese	-2,3	-4,7	-3,0
Mercati azionari mondiali	-20,0	-20,0	-20,0
Deprezzamento delle valute di Cina ed EME rispetto a quelle delle economie avanzate	-5,0	-10,0	-10,0
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro	1,1	2,8	2,8
Quotazioni del petrolio (USD al barile)	-8,8	-26,0	-37,8

Fonte: esperti della BCE.

Note: valori calcolati come deviazione di variazioni percentuali dai livelli dello scenario di base, eccetto la domanda interna cinese, che è calcolata come deviazione in punti percentuali rispetto ai tassi di crescita dello scenario di base. L'indice azionario cinese mostra un calo del 40% rispetto al relativo scenario di base. L'acronimo "EME" indica le economie di mercato emergenti.

Contributi alla crescita del PIL e all'inflazione dell'area dell'euro

(deviazione in punti percentuali dalla crescita dello scenario di base)



Fonte: esperti della BCE.

Note: gli scenari sono elaborati utilizzando vari modelli. La politica monetaria è considerata un fattore esogeno. L'acronimo "EME" indica le economie di mercato emergenti.

In questo scenario sia la crescita del PIL in termini reali sia l'inflazione armonizzata dell'area dell'euro sarebbero più contenuti rispetto allo scenario di base.

Le evidenze ricavate da vari modelli macroeconomici degli esperti della BCE suggeriscono che il rallentamento dell'attività nei paesi emergenti darebbe luogo a un calo della domanda esterna dell'area dell'euro, che ne frenerebbe la crescita del PIL in termini reali e l'inflazione misurata sullo IAPC nel 2017 e nel 2018. La connessa riduzione dei prezzi delle materie prime (petrolifere e non) a seguito del rallentamento nelle economie emergenti imprimerebbe slancio all'attività nell'area dell'euro, a fronte di un incremento del reddito reale delle famiglie e dei profitti delle imprese. Al tempo stesso il calo dei prezzi delle materie prime eserciterebbe forti spinte al ribasso sull'inflazione armonizzata dell'area. Infine l'apprezzamento dell'euro nei confronti del renminbi e delle valute di altri paesi emergenti intensificherebbe le pressioni verso il

basso sull'attività e sui prezzi nell'area dell'euro. In sintesi, un rallentamento sincronizzato nelle economie emergenti, innescato dalla Cina, comporterebbe significativi rischi al ribasso per lo scenario di base delle proiezioni riguardanti sia il PIL in termini reali sia l'inflazione armonizzata dell'area dell'euro.

Riquadro 4

Previsioni formulate da altre organizzazioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro, né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti 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, la maggior parte delle previsioni disponibili al momento delle altre organizzazioni mostra valori più elevati per la crescita del PIL in termini reali e per l'inflazione misurata sullo IAPC nel 2016, ma non differisce molto dai valori centrali di questo esercizio di proiezione per il 2017 e il 2018 e rientra 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Proiezioni degli esperti della BCE	marzo 2016	1,4 [1,0-1,8]	1,7 [0,7-2,7]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [-0,2-0,4]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,8-2,4]
Commissione europea	febbraio 2016	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
OCSE	feb. 2016 / nov. 2015	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Euro Zone Barometer	febbraio 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	febbraio 2016	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Survey of Professional Forecasters	gennaio 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
FMI	gen. 2016 / ott. 2015	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Fonti: European Economic Forecast della Commissione europea, inverno 2016; World Economic Outlook Update dell'FMI, gennaio 2016 (PIL), World Economic Outlook dell'FMI, ottobre 2015 (inflazione misurata sullo IAPC); Economic Outlook Update dell'OCSE, febbraio 2016 (PIL), Economic Outlook dell'OCSE, novembre 2015 (inflazione misurata sullo IAPC); Consensus Economics Forecasts; MJEconomics e Survey of Professional Forecasters della BCE.

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

© Banca centrale europea, 2016

Recapito postale: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefono: +49 69 1344 0

Internet: www.ecb.europa.eu

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