



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

## PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA NEL DICEMBRE 2014<sup>1</sup>

*La dinamica dell'attività economica si è rivelata più debole delle attese agli inizi dell'anno, risentendo soprattutto della crescita inaspettatamente contenuta di investimenti ed esportazioni. L'attuale fase di modesta espansione si protrarrebbe anche nel 2015. Tuttavia, nel corso del prossimo anno dovrebbe emergere una serie di fattori favorevoli di natura sia esterna sia interna (tra cui l'orientamento molto accomodante della politica monetaria nell'area dell'euro, rafforzato dalle misure convenzionali e non convenzionali adottate in giugno e in settembre), cui seguirebbe un'espansione in certa misura più sostenuta del PIL in termini reali. Le proiezioni indicano un aumento del prodotto pari allo 0,8 per cento nel 2014, all'1,0 nel 2015 e all'1,5 nel 2016. Poiché questi tassi sono sempre più superiori alla crescita potenziale stimata, l'output gap si ridurrà lentamente nell'orizzonte di proiezione, pur rimanendo negativo nel 2016. Le prospettive per la crescita del PIL in termini reali hanno subito consistenti revisioni al ribasso rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre 2014 di questo Bollettino.*

*L'inflazione misurata sullo IAPC si manterrebbe moderata nel breve termine, aumentando solo gradualmente nell'arco temporale considerato e portandosi in media allo 0,5 per cento nel 2014, allo 0,7 nel 2015 e all'1,3 nel 2016. Il recente calo delle quotazioni petrolifere ha frenato considerevolmente le prospettive di inflazione a breve termine. Tuttavia, la progressiva riduzione dell'output gap negativo e l'intensificarsi delle pressioni esterne sui prezzi, accentuate dal minore tasso di cambio dell'euro, dovrebbero favorire un rialzo dell'inflazione armonizzata nel periodo previsivo, che non potrà però risultare vigoroso in ragione del sottoutilizzo della capacità produttiva ancora presente nell'economia. Rispetto alle proiezioni pubblicate nel numero dello scorso settembre del Bollettino, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC hanno evidenziato cospicue revisioni di segno negativo.*

*Questo articolo espone in sintesi le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate per il periodo 2014-2016. Nella loro interpretazione va ricordato che esercizi previsivi condotti per un orizzonte temporale così esteso presentano un grado di incertezza molto elevato<sup>2</sup>. Occorre inoltre sottolineare che queste proiezioni tengono conto delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria solo laddove queste ultime hanno già influito sulle variabili finanziarie, mentre non sono inclusi altri canali di trasmissione. È quindi molto probabile che nello scenario di base si sottovaluti l'effettivo impatto degli interventi di politica monetaria.*

### IL CONTESTO INTERNAZIONALE

La ripresa mondiale dovrebbe continuare a rafforzarsi, sebbene con gradualità. La crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) mostrerebbe un recupero nel periodo considerato, passando dal 3,6 per cento nel 2014 al 4,2 nel 2016. Ci si attende tuttavia che la ripresa resti disomogenea tra le diverse regioni. Dopo la dinamica piuttosto debole evidenziata dall'attività economica agli inizi dell'anno, lo slancio della crescita si sta ampiamente consolidando in alcune economie avanzate

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

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

all'esterno dell'area dell'euro, mentre si conferma complessivamente contenuto nei mercati emergenti, con una certa divergenza fra regioni. Oltre il breve termine, l'attività mondiale dovrebbe acquisire gradualmente vigore, ma la ripresa resterebbe modesta. Se da un lato alcune fra le maggiori economie avanzate stanno beneficiando dell'affievolirsi di andamenti avversi, dall'altro le crescenti sfide di natura strutturale e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento rendono improbabile che i paesi emergenti tornino a crescere ai ritmi osservati prima della crisi.

La crescita del commercio mondiale è rimasta debole nella prima metà dell'anno; avrebbe però toccato un punto di minimo nel secondo trimestre e, in base alle proiezioni, dovrebbe segnare un recupero nell'arco temporale considerato, portandosi dal 2,7 per cento nel 2014 al 5,2 nel 2016 (esclusa l'area dell'euro). Ci si attende che alla fine del periodo previsivo l'elasticità dell'interscambio all'attività mondiale registri valori inferiori a quelli pre-crisi. A fronte di un'espansione più contenuta della domanda di importazioni dei principali partner commerciali dell'area rispetto al resto del mondo, la crescita della domanda estera dell'area risulterebbe lievemente più moderata di quella del commercio internazionale (cfr. tavola 1).

**Tavola 1 Contesto internazionale**

(variazioni percentuali annue)

	Dicembre 2014				Settembre 2014			Revisioni rispetto a settembre 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) <sup>1)</sup>	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Domanda estera dell'area dell'euro <sup>2)</sup>	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

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.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre 2014 di questo Bollettino, le prospettive per la crescita mondiale sono state riviste lievemente verso il basso; quelle riguardanti la domanda estera dell'area dell'euro hanno invece subito correzioni al ribasso più significative, che riflettono sia dati più modesti sia la revisione al ribasso effettuata sul profilo dell'aumento dell'elasticità del commercio internazionale all'attività verso il rispettivo livello di lungo termine, per tener conto di precedenti errori di previsione.

#### Riquadro 1

##### **IPOTESI TECNICHE RIGUARDANTI I TASSI DI INTERESSE, I TASSI DI CAMBIO, I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E LE POLITICHE DI BILANCIO**

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 13 novembre 2014. I tassi di interesse a breve 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 0,2 per cento nel 2014 e dello 0,1 nel 2015 e nel 2016. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media del 2,0 per cento nel 2014, dell'1,8 nel 2015 e del 2,1 nel 2016<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 2014 e nel 2015, per poi registrare un modesto incremento nel corso del 2016.

Per quanto riguarda le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti future nelle due settimane fino al 13 novembre, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent scendano, passando da 102,6 dollari al barile nel terzo trimestre del 2014 a 85,6 nel 2015, per poi segnare un rialzo a

88,5 nel 2016. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero registrare un consistente calo nel 2014 e nel 2015, seguito da un incremento nel 2016<sup>2</sup>.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 13 novembre. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,33 nel 2014 e a 1,25 nel 2015 e nel 2016.

### Ipotesi tecniche

	Dicembre 2014				Settembre 2014			Revisioni rispetto a settembre 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Prezzo del petrolio (USD al barile)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Tasso di cambio USD/EUR	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-20) (variazione percentuale annua)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Nota: le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

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

Le ipotesi sui conti pubblici riflettono l'esecuzione del bilancio dell'esercizio 2014 e le informazioni contenute nelle leggi finanziarie presentate o già varate per il 2015, nei documenti programmatici di bilancio predisposti nel contesto del semestre europeo e nei programmi di finanza pubblica nazionali di medio periodo disponibili al 20 novembre. Nelle ipotesi confluiscono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in sufficiente dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo. Nel complesso, le informazioni sull'esecuzione del bilancio nel 2014 e sulle misure programmate per il 2015 implicano interventi discrezionali sostanzialmente neutrali a livello di area dell'euro. I provvedimenti di risanamento dei conti in alcuni paesi sono ampiamente compensati da riduzioni dell'imposizione diretta in altri e da incrementi della spesa.

Rispetto al numero di settembre scorso del Bollettino, le modifiche apportate alle ipotesi tecniche includono un considerevole calo delle quotazioni in dollari del petrolio e delle materie prime non energetiche, un deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e una riduzione dei tassi di interesse a breve e a lungo termine nell'area dell'euro.

- 1 L'ipotesi formulata per i rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro si basa sulla media dei rendimenti dei titoli di riferimento a dieci anni dei vari paesi, ponderata per il PIL su base annua; la media è poi estesa utilizzando il profilo dei tassi a termine derivato dal par yield a dieci anni di tutti i titoli dell'area dell'euro stimato dalla BCE, con la discrepanza iniziale tra le due serie mantenuta costante nel periodo della proiezione. Si ipotizza che i differenziali tra i rendimenti dei titoli dei singoli paesi e la corrispondente media dell'area dell'euro rimangano costanti nell'orizzonte temporale considerato.
- 2 Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti future fino al termine del periodo di proiezione; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al quarto trimestre del 2015 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale. Per i prezzi al consumo dei prodotti alimentari sono utilizzate le proiezioni relative ai prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari (espressi in euro) elaborate sulla base di un modello econometrico che tiene conto degli andamenti delle quotazioni mondiali.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

I recenti andamenti economici non hanno confermato la ripresa attesa all'inizio dell'anno. Il PIL in termini reali ha mostrato una crescita solo moderata nel secondo e nel terzo trimestre del 2014, in seguito al venir meno dei fattori temporanei che avevano stimolato l'attività economica nel primo trimestre. La debolezza dell'attività, superiore alle aspettative, si è inserita nel contesto di una modesta dinamica del commercio mondiale, di crescenti timori circa le prospettive per la crescita interna (forse alimentati dallo stallo delle riforme economiche in alcuni paesi), di persistenti tensioni geopolitiche e di un recupero inferiore alle previsioni per gli investimenti nell'edilizia residenziale in talune economie.

Secondo le proiezioni, l'espansione del PIL in termini reali si manterrebbe su livelli contenuti nel breve termine. Nei prossimi trimestri la crescita continuerà a subire l'impatto dei fattori avversi che avevano rappresentato un freno nella precedente parte dell'anno; un segnale in tal senso proviene dagli indicatori del clima di fiducia di imprese e consumatori, in rallentamento dalla scorsa primavera, i cui livelli attuali rivelano un'espansione dell'attività economica continua ma solo moderata nel breve periodo. In particolare, ci si attende che gli investimenti privati permangano modesti fino agli inizi del 2015.

Ciò nonostante, diversi fondamentali seguitano a mostrare un'evoluzione positiva, corroborando le aspettative di una ripresa nel 2015 e nel periodo successivo. La domanda interna dovrebbe beneficiare dell'orientamento accomodante della politica monetaria e di un miglior funzionamento del processo di trasmissione di quest'ultima (ulteriormente rafforzati dalle misure convenzionali e non convenzionali adottate di recente dalla BCE) nonché di un'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio, dopo anni di considerevole inasprimento fiscale, e di un certo allentamento delle condizioni di offerta del credito. Inoltre i consumi privati sarebbero favoriti da un incremento del reddito disponibile reale, attribuibile principalmente all'impatto favorevole di ribassi delle materie prime ma anche all'accelerazione, benché modesta, dei salari e dell'occupazione, nonché a un aumento degli altri redditi personali (fra cui gli utili distribuiti) nel contesto di una più sostenuta crescita degli utili. In aggiunta, nell'arco temporale della proiezione l'attività complessiva sarà sempre più sorretta dall'effetto positivo sulle esportazioni del graduale rafforzamento ipotizzato per la domanda estera, ulteriormente amplificato dall'impatto del deprezzamento dell'euro.

Tuttavia, le proiezioni indicano una ripresa ancora modesta rispetto all'esperienza storica, di riflesso a una serie di fattori che continuerebbero a gravare sulla crescita nel medio termine. Ci si attende che le restanti esigenze di aggiustamento dei bilanci nei settori pubblico e privato diminuiscano solo gradualmente nell'orizzonte previsivo, come pure l'azione di freno esercitata in alcuni paesi sui consumi privati dagli elevati tassi di disoccupazione, mentre in talune economie l'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata seguirà a rallentare la spesa per investimenti. La crescita del PIL in termini reali dovrebbe collocarsi, in media d'anno, allo 0,8 per cento nel 2014, all'1,0 per cento nel 2015 e all'1,5 per cento nel 2016.

Esaminando in maggior dettaglio le componenti della domanda, la spesa per consumi privati manterrà uno slancio moderato nell'orizzonte temporale della proiezione di riflesso a una ripresa del reddito disponibile reale. Quest'ultimo accelererà, dopo diversi anni di marcata debolezza, grazie a un incremento dei redditi da lavoro (imputabile a un rialzo dell'occupazione e a una crescita salariale leggermente più vigorosa) nonché a un maggior contributo da parte di altri redditi personali (connessi soprattutto a utili) e a prezzi contenuti delle materie prime. Favoriranno i consumi privati anche un aumento della ricchezza netta delle famiglie e costi di finanziamento contenuti.

Ci si attende che il tasso di risparmio rimanga stabile, su livelli storicamente bassi, a causa di effetti contrastanti; all'impatto al ribasso esercitato dai tassi di interesse molto contenuti e dalla disoccupazione in graduale diminuzione si contrapporrà infatti l'emergere di spinte al rialzo, poiché in alcuni paesi il maggior reddito disponibile ridurrà la necessità di finanziare i consumi attraverso i risparmi. Il deterioramento osservato per il clima di fiducia dei consumatori potrebbe favorire il risparmio a fini precauzionali. Inoltre, in alcune economie permangono forti pressioni per il ridimensionamento della leva finanziaria delle famiglie, che determinano ulteriori effetti al rialzo sul tasso di risparmio.

Restano moderate le prospettive per gli investimenti nell'edilizia residenziale, che dovrebbero acquisire un certo vigore nel corso del 2015, con la ripresa dell'attività economica in un contesto di bassi tassi sui mutui ipotecari e di migliori condizioni di offerta del credito nonché con il graduale esaurirsi delle esigenze di aggiustamento nei mercati delle abitazioni. In alcuni paesi, tuttavia, la correzione in atto in questi ultimi e/o la crescita tuttora debole del reddito disponibile reale continuano a deprimere l'edilizia residenziale. Inoltre, in alcune economie i livelli storicamente bassi dei tassi sui mutui ipotecari sembrano fornire un contributo positivo inferiore alle attese.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero beneficiare di una serie di fattori, quali il progressivo rafforzamento previsto per la domanda interna ed estera, i tassi di interesse molto contenuti, la necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti, condizioni più favorevoli di offerta del credito e un certo miglioramento dei margini di profitto concomitante con la ripresa dell'attività. In aggiunta, ci si attende che gli effetti negativi derivanti dalle esigenze di riduzione della leva finanziaria nel settore privato vadano gradualmente scemando, di riflesso al calo del rapporto debito pubblico/PIL registrato negli ultimi anni. Nondimeno, tenuto conto del persistere di livelli di indebitamento elevati, è possibile che tali esigenze frenino ancora la crescita.

Secondo le stime, gli investimenti delle imprese continuerebbero ad aumentare a un ritmo piuttosto moderato nel breve termine. Malgrado i fattori favorevoli menzionati, di recente si è osservato un peggioramento del clima di fiducia delle imprese. Gli investimenti di queste ultime sembrano subire fortemente l'impatto di alcuni andamenti avversi, vale a dire le condizioni di finanziamento tuttora svantaggiose (sebbene in miglioramento) riscontrabili in talune economie, i timori per i lenti progressi sul fronte delle riforme strutturali in determinati paesi e il perdurare di tensioni geopolitiche; risentono inoltre delle incertezze riguardanti le prospettive per la domanda.

In base alle proiezioni la domanda estera dell'area dell'euro segnerà un debole recupero con la ripresa dell'attività mondiale. Le esportazioni all'esterno dell'area aumenteranno in misura modesta nella seconda metà del 2014, sostanzialmente in linea con la domanda estera. Le esportazioni dovrebbero acquisire slancio nel corso del 2015, di riflesso al graduale rafforzamento della domanda estera e all'impatto favorevole del recente deprezzamento dell'euro. Ci si attende che le quote di mercato delle esportazioni si mantengano pressoché invariate nell'orizzonte della proiezione. Le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro cresceranno in modo solo contenuto nell'arco temporale considerato, a causa della debole dinamica della domanda nell'area e del minore tasso di cambio dell'euro. Le esportazioni nette dovrebbero fornire un contributo positivo, benché marginale, all'espansione del PIL in termini reali sul finire dell'orizzonte previsivo. L'avanzo delle partite correnti mostrerà un incremento durante il periodo in esame, raggiungendo nel 2016 il 2,4 per cento del PIL.

La crescita dell'occupazione ha evidenziato di recente una ripresa relativamente rapida e vigorosa, dopo il rialzo, osservato già dalla metà del 2013, che in un primo momento aveva interessato le ore lavorate e si era successivamente esteso anche al numero di addetti. Nel secondo trimestre del 2014 il numero di occupati è salito dello 0,4 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente, rispetto a una crescita del PIL in termini reali pari allo 0,8 per cento. Questa dinamica relativamente sostenuta sembra riflettere l'impatto positivo della passata moderazione salariale e probabilmente gli effetti favorevoli delle recenti riforme del mercato del lavoro. Tali riforme, attraverso ad esempio un maggiore decentramento della contrattazione salariale, una minore tutela dell'occupazione e forme di lavoro più flessibili, sembrano aver fatto sì che l'occupazione rispondesse agli andamenti del prodotto con più rapidità e vigore rispetto all'esperienza storica, sebbene si osservino alcune vistose differenze tra paesi.

Per il periodo in rassegna ci si attende un modesto miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro. Secondo le stime, nella seconda metà del 2014 sarebbe proseguita la moderata ripresa del numero di occupati, che dovrebbe pressoché mantenere questo slancio nell'orizzonte temporale della proiezione. Tale evoluzione riflette il persistere del profilo per il quale l'occupazione reagisce al rialzo dell'attività a ritmi relativamente rapidi e sostenuti. Si prospetta un contenuto incremento delle forze di lavoro, dovuto all'immigrazione e al fatto che il graduale miglioramento della situazione nei mercati del lavoro stimola la partecipazione di determinate fasce della popolazione. Il tasso di disoccupazione dovrebbe diminuire nel periodo in esame, pur mantenendosi su livelli ben superiori a quelli pre-crisi.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero dello scorso settembre di questo Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali nel periodo 2014-2016 è stata corretta al ribasso di 1,0 punti percentuali per effetto di un deterioramento delle prospettive per le esportazioni; le prospettive per la domanda estera dell'area dell'euro hanno infatti subito una consistente revisione di segno negativo che ha riflesso dati più modesti e una correzione al ribasso del profilo dell'aumento dell'elasticità del commercio mondiale all'attività economica verso il rispettivo valore di lungo termine. Alla base della modifica al ribasso della crescita vi è anche una più debole attività di investimento delle imprese, in considerazione del recente peggioramento del clima di fiducia e dell'acuirsi dei timori circa le prospettive per la crescita interna. Anche gli investimenti nell'edilizia residenziale sono stati corretti notevolmente al ribasso, alla luce delle più forti esigenze di aggiustamento ancora presenti nei mercati delle abitazioni di alcuni paesi e del fatto che l'impatto dei tassi di interesse sui mutui ipotecari storicamente bassi sembra essere stato sottovalutato nei precedenti esercizi previsivi. Parimenti, è stata effettuata una revisione al ribasso dei consumi privati che riflette una correzione di uguale segno dell'incremento dei redditi per occupato e utili distribuiti inferiori alle attese, di riflesso a un contesto economico complessivamente più debole.

Per quanto riguarda le recenti misure non convenzionali di politica monetaria, lo scenario di base tiene conto solo della loro incidenza sui dati già rilevati e sulle ipotesi tecniche finanziarie desunte dal mercato, vale a dire i tassi di interesse di mercato, i corsi azionari e anche il tasso di cambio; potrebbe quindi sottostimarne l'impatto favorevole, poiché non considera canali aggiuntivi (cfr. il riquadro 2).

**Tavola 2 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro<sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali annue)

	Dicembre 2014				Settembre 2014			Revisioni rispetto a settembre 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIL in termini reali <sup>3)</sup>	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7-0,9] <sup>4)</sup>	[0,4-1,6] <sup>4)</sup>	[0,4-2,6] <sup>4)</sup>	[0,7-1,1] <sup>4)</sup>	[0,6-2,6] <sup>4)</sup>	[0,6-3,2] <sup>4)</sup>			
Consumi privati	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Consumi collettivi	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Investimenti fissi lordi	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Esportazioni <sup>5)</sup>	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Importazioni <sup>5)</sup>	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Occupazione	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
IAPC	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5-0,5] <sup>4)</sup>	[0,2-1,2] <sup>4)</sup>	[0,6-2,0] <sup>4)</sup>	[0,5-0,7] <sup>4)</sup>	[0,5-1,7] <sup>4)</sup>	[0,7-2,1] <sup>4)</sup>			
IAPC al netto dell'energia	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
IAPC al netto di: energia e alimentari	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
IAPC al netto di: energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette <sup>6)</sup>	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Costo unitario del lavoro	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Redditi per occupato	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Produttività del lavoro	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) <sup>7)</sup>	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) Le proiezioni per il 2015 e il 2016 includono i dati relativi alla Lituania. Le variazioni percentuali medie per il 2015 sono calcolate sulla base di una composizione dell'area comprendente questo paese 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. L'ampiezza degli intervalli è pari al doppio della media di tali scarti, in valore assoluto. 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, nonché il riquadro *Il saldo strutturale come indicatore della posizione di bilancio* nel numero di settembre 2014 sempre del Bollettino.

**INCLUSIONE NELLE PROIEZIONI DELLE RECENTI MISURE NON CONVENZIONALI DI POLITICA MONETARIA**

I pacchetti di credit-easing annunciati il 5 giugno e il 4 settembre 2014 comprendono una serie di misure non convenzionali di politica monetaria, attuate attraverso operazioni di finanziamento, ossia le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), e operazioni definitive, ovvero un programma di acquisto per le attività cartolarizzate e uno per le obbligazioni garantite.

L'impatto degli interventi sulle prospettive di crescita e di inflazione si riflette nello scenario di base solo nella misura in cui essi hanno già influenzato le variabili finanziarie, segnatamente i tassi di interesse, i corsi azionari e il tasso di cambio dell'euro. Questo approccio tecnico fa sì che altri canali di trasmissione potenziali non sono colti nello scenario di base, fra i quali ad esempio il canale di trasmissione diretta, associato al calo del costo di finanziamento per le banche dell'area dell'euro derivante da tali misure. Un altro canale escluso dallo scenario di base è quello di riequilibrio dei portafogli, secondo cui ampie immissioni di liquidità associate a ciascuna delle tre misure potrebbero rafforzare l'incentivo per gli investitori a ridurre le attività liquide in eccesso acquistando strumenti finanziari alternativi (diversi da quelli acquisiti dalla banca centrale) e inducendone di conseguenza un rialzo dei prezzi e una flessione dei rendimenti.

Nel complesso, è probabile che lo scenario di base sottostimi l'impatto dei pacchetti di misure di politica monetaria, il che rappresenta un rischio al rialzo per le derivanti proiezioni sulla crescita e sull'inflazione.

**PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI**

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è collocata allo 0,3 per cento lo scorso novembre. L'attuale basso livello riflette i prezzi contenuti dell'energia connessi al recente calo delle quotazioni del greggio, ai modesti rincari degli alimentari, nonché alla debole dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi.

Nel breve periodo, si prevede che l'inflazione armonizzata si mantenga su livelli modesti. Successivamente, aumenterebbe solo con gradualità fino al termine del periodo di proiezione, raggiungendo l'1,4 per cento nel quarto trimestre del 2016. Ci si attende che l'incremento dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'arco di tempo considerato sia sorretto dal graduale restringimento dell'output gap negativo e dalle maggiori pressioni esterne sui prezzi. Queste riflettono in particolare il passaggio da pressioni al ribasso a pressioni al rialzo ascrivibile ai corsi delle materie prime e alla trasmissione del passato indebolimento del tasso di cambio dell'euro.

Il rimanente eccesso di capacità produttiva nell'area dell'euro, unitamente all'ipotesi di una modesta evoluzione dei prezzi delle materie prime, impedirà un rialzo più consistente dell'inflazione nell'area. Fino al 2016 l'output gap negativo si ridurrebbe solo in parte, circostanza che implica dinamiche salariali e dei margini di profitto modeste. Nel complesso, l'inflazione misurata sullo IAPC si attesterebbe su livelli molto contenuti, pari in media allo 0,5 per cento nel 2014, allo 0,7 per cento nel 2015 e all'1,3 per cento nel 2016; il tasso al netto della componente energetica e alimentare si porterebbe in media allo 0,8 per cento nel 2014, all'1,0 per cento nel 2015 e all'1,3 per cento nel 2016.

Le pressioni esterne sui prezzi, pur esercitando attualmente un effetto frenante sulle prospettive di inflazione, dovrebbero aumentare nell'arco di tempo considerato, di riflesso al rafforzamento previsto per la domanda mondiale, al minore tasso di cambio dell'euro e ai rincari delle materie prime attesi per il 2016. Di recente hanno contribuito alle spinte al ribasso sull'inflazione nell'area dell'euro gli andamenti dei prezzi all'esterno dell'area. La debole crescita mondiale, il calo delle quotazioni delle materie prime petrolifere e non petrolifere nonché il passato apprezzamento dell'euro hanno determinato diminuzioni dei prezzi all'importazione nell'area nel 2013 e nel 2014. In prospettiva, con il graduale venir meno di questi effetti, si prevede per il 2016 un incremento del deflatore delle importazioni provenienti dai paesi esterni all'area.

Il miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro e la riduzione della capacità produttiva inutilizzata dovrebbero innescare un moderato aumento delle pressioni interne sui prezzi nel periodo in rassegna. In base alle proiezioni, i redditi per occupato salirebbero nel periodo in esame, pur mantenendosi su livelli contenuti, in considerazione dei processi di aggiustamento e della moderazione salariale in atto in diversi paesi dell'area dell'euro. Il contesto di bassa inflazione concorre inoltre alle modeste prospettive salariali. Il costo del lavoro per unità di prodotto si ridurrebbe lievemente nell'orizzonte temporale della proiezione, di riflesso al fatto che la tenue accelerazione dei redditi per occupato è più che compensata dalla maggiore crescita della produttività. La debole evoluzione del costo del lavoro per unità di prodotto costituisce una delle principali ragioni delle basse pressioni interne sui costi prospettate fino al termine del periodo di riferimento.

Ci si attende che i margini di profitto (misurati dalla differenza tra deflatore del PIL al costo dei fattori e incremento del costo unitario del lavoro) registrino una contrazione nel 2014, per poi stabilizzarsi nel 2015 e segnare una ripresa nel 2016, in seguito al rafforzamento dell'attività economica e, in particolare, alla moderazione del costo unitario del lavoro.

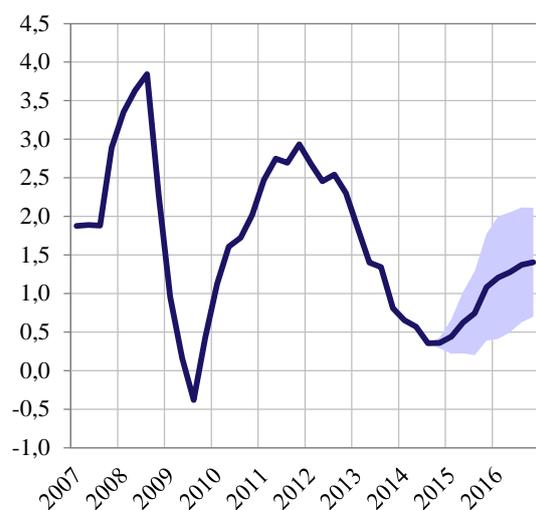
Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero dello scorso settembre del Bollettino, la proiezione per l'inflazione complessiva è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2014, di 0,4 per il 2015 e di 0,1 per il 2016. Tale correzione è riconducibile principalmente al calo dei prezzi del petrolio espressi in euro, al sorprendente impatto al ribasso esercitato da alcuni recenti dati sulle componenti non energetiche, nonché agli effetti della revisione verso il basso delle prospettive di crescita. Per il 2016, quest'ultima sarà in parte compensata da un accresciuto impatto al rialzo proveniente dall'inflazione armonizzata dei beni energetici, imputabile a un indebolimento del tasso di cambio e a un incremento dei prezzi dei contratti future per il petrolio rispetto alle proiezioni dello scorso settembre. Anche l'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia è stata corretta al ribasso, di riflesso al rallentamento delle dinamiche salariali e dei margini di profitto, nonché alla trasmissione indiretta del recente deprezzamento del tasso di cambio.

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

(dati trimestrali)

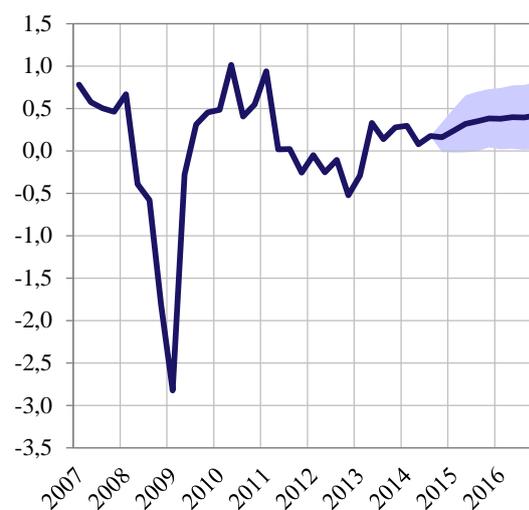
**IAPC dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



1) Gli intervalli di valori delle proiezioni centrali presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. L'ampiezza degli intervalli è pari al doppio della media di tali scarti, in valore assoluto. 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.

## PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI

L'orientamento delle politiche di bilancio, misurato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo, sarà sostanzialmente neutro nell'orizzonte di proiezione; dovrebbe risultare lievemente espansivo nel biennio 2014-2015 e neutrale nel 2016, in contrasto con il significativo irrigidimento osservato negli anni precedenti.

Il rapporto fra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL mostrerebbe una graduale diminuzione nell'arco di tempo considerato, sorretta dall'evoluzione più positiva della posizione ciclica dell'economia dell'area dell'euro. Le proiezioni indicano che il saldo strutturale di bilancio migliorerà solo lievemente nel periodo di riferimento, di riflesso all'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio. Il rapporto tra debito pubblico e PIL inizierà a ridursi a partire dal 2015, a seguito dei recenti miglioramenti del saldo primario e di un differenziale più favorevole fra interessi e crescita.

Rispetto alle proiezioni per i conti pubblici pubblicate nel numero dello scorso settembre del Bollettino, le prospettive per il disavanzo e le dinamiche del debito hanno registrato un certo peggioramento, ascrivibile alle prospettive macroeconomiche meno favorevoli e al lieve allentamento delle politiche di bilancio discrezionali. La revisione al ribasso del rapporto debito pubblico/PIL è dovuta principalmente all'applicazione dei nuovi standard statistici del SEC 2010.

### Riquadro 3

#### ANALISI DI SENSIBILITÀ

Le proiezioni si fondano in ampia misura su ipotesi tecniche formulate sull'evoluzione di alcune variabili fondamentali. Poiché le proiezioni per l'area dell'euro possono risentire fortemente di alcune di queste variabili, la loro sensibilità in relazione a profili alternativi per le ipotesi sottostanti può contribuire all'analisi dei rischi inerenti alle proiezioni stesse. Questo riquadro esamina l'incertezza che circonda tre ipotesi sottostanti fondamentali e la sensibilità delle proiezioni rispetto ad esse<sup>1</sup>.

##### 1) Profilo alternativo dei prezzi del petrolio

Le ipotesi sulle quotazioni del petrolio alla base delle attuali proiezioni degli esperti dell'Eurosistema sono definite sulle aspettative di mercato misurate dai prezzi impliciti dei contratti future sul greggio nelle due settimane fino al 13 novembre, data di chiusura dell'esercizio previsivo. Al 13 novembre si è prospettato che il petrolio di qualità Brent sarebbe sceso da 102,6 dollari al barile nel terzo trimestre del 2014 a 85,6 nel 2015, per poi salire a 88,5 nel 2016. Tuttavia, dopo la data di chiusura le quotazioni del greggio e i prezzi dei future si sono ridotti ulteriormente a fronte dell'abbondante offerta e della debole domanda, in particolare in seguito alla decisione dell'OPEC del 27 novembre di mantenere gli attuali livelli di produzione. Il 2 dicembre i contratti future indicavano che il prezzo del Brent sarebbe sceso a 73,2 dollari nel 2015 e salito a 78,1 nel 2016, cioè su livelli inferiori del 14,5 e dell'11,7 per cento rispetto a quanto ipotizzato nello scenario di base delle proiezioni.

Applicando dei modelli macroeconomici, gli esperti dell'Eurosistema hanno stimato che il profilo alternativo dei prezzi del petrolio determinerebbe un'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro inferiore, rispetto allo scenario di base, di circa 0,4 punti percentuali per il 2015 e 0,1 punti percentuali per il 2016. Nel contempo tale profilo sosterrrebbe la crescita del PIL in termini reali di circa 0,1 punti percentuali sia nel 2015 sia nel 2016.

##### 2) Profilo alternativo del tasso di cambio

Lo scenario di base ipotizza l'invarianza del tasso di cambio effettivo dell'euro sino alla fine dell'orizzonte temporale. Tuttavia, un indebolimento dell'euro potrebbe risultare dal deterioramento delle prospettive di crescita nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e dalle attese di orientamenti di politica monetaria divergenti nelle due economie; ciò implicherebbe aspettative di mercato indicanti un

prolungato periodo di tassi di interesse contenuti nell'area e una normalizzazione più rapida negli Stati Uniti. Un profilo alternativo dell'euro, che comporti un deprezzamento più marcato, è stato calcolato con il 25° percentile della distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio euro/dollaro al 13 novembre. Tale profilo comporta un graduale indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro a un tasso di cambio di 1,17 nel 2016, ossia inferiore del 6,1 per cento rispetto all'ipotesi dello scenario di base. Le corrispondenti ipotesi per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro riflettono regolarità storiche, ove le variazioni del tasso euro/dollaro rispecchiano quelle del tasso effettivo con un'elasticità di circa il 52 per cento. Ne consegue una graduale divergenza del tasso di cambio effettivo dell'euro, che si porterebbe su un livello inferiore del 3,2 per cento rispetto allo scenario di base per il 2016. Tenuto conto di ciò, secondo vari modelli macroeconomici applicati dagli esperti dell'Eurosistema, nel 2015 e nel 2016 risulterebbero superiori sia la crescita del PIL in termini reali (di 0,1-0,3 punti percentuali) sia l'inflazione misurata sullo IAPC (di 0,1-0,4 punti percentuali).

### 3) Misure aggiuntive di risanamento di bilancio

Come affermato nel riquadro 1, le ipotesi concernenti le politiche di bilancio includono tutti i provvedimenti già approvati dai parlamenti nazionali o che sono stati definiti in sufficiente dettaglio dai governi e probabilmente supereranno l'iter legislativo. Per la maggior parte dei paesi le misure considerate nello scenario di base delle proiezioni non bastano a realizzare il risanamento richiesto nel quadro del meccanismo correttivo e di quello preventivo del Patto di stabilità e crescita. L'impegno a soddisfare tali requisiti si riflette ampiamente nei programmi di stabilità del 2014 e nella documentazione relativa ai programmi dell'UE-FMI. Tuttavia, gli interventi finalizzati al raggiungimento di tali obiettivi spesso mancano oppure non sono sufficientemente precisati nel dettaglio e quindi non confluiscono nello scenario di base. Pertanto, non solo è necessario ma è anche probabile che entro il 2016 diversi governi adottino ulteriori interventi di risanamento oltre a quelli considerati nello scenario di base.

#### Ipotesi alla base dell'analisi di sensibilità del bilancio

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

In base a queste premesse, saranno probabilmente adottati ulteriori interventi di riequilibrio aventi un impatto sulla domanda nel 2015 e nel 2016; pertanto, il valore cumulato del risanamento aggiuntivo si collocherebbe intorno allo 0,2 per cento del PIL entro la fine del 2016. Per quanto riguarda la composizione delle misure di bilancio, l'analisi di sensibilità cerca di integrare i profili nazionali e temporali specifici degli interventi aggiuntivi più probabili. Nel quadro di questo esercizio, a livello di aggregazione dell'area dell'euro, si valuta che il risanamento dei conti sia leggermente sbilanciato verso il lato della spesa.

#### Impatto macroeconomico delle misure di risanamento aggiuntive

La tavola seguente presenta in sintesi i risultati della simulazione dell'impatto derivante dall'analisi di sensibilità alle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione al consumo per l'area dell'euro, con l'ausilio del New Area-Wide Model (NAWM<sup>2</sup>) della BCE.

Per il 2014 e il 2015 l'impatto delle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL risulta limitato, ma si stima che si collocherà all'incirca a -0,1 punti percentuali nel 2016. Secondo le stime, l'effetto sull'inflazione è irrilevante sull'intero orizzonte temporale considerato.

Per il 2016 l'analisi attuale evidenzia dunque dei modesti rischi al ribasso per la crescita del PIL rispetto allo scenario di base delle proiezioni, poiché quest'ultimo non include tutte le misure di risanamento che i governi intendono attuare. Allo stesso tempo emergono rischi trascurabili per l'inflazione.

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

(in percentuale del PIL)

	2014	2015	2016
Obiettivi di bilancio dei governi <sup>1)</sup>	-2,7	-2,2	-1,7
Scenario dei conti pubblici per le proiezioni	-2,6	-2,5	-2,2
Misure di risanamento aggiuntive (cumulate) <sup>2)</sup>	0,0	0,0	0,2
Effetti delle misure di risanamento aggiuntive con impatto sulla domanda (punti percentuali) <sup>3)</sup>			
Crescita del PIL in termini reali	0	0	-0,1
IAPC	0	0	0

1) Obiettivi in termini nominali riportati nella recente documentazione sui programmi dell'UE-FMI per i paesi pertinenti e nei documenti programmatici di bilancio o nelle leggi di bilancio approvate per il 2015 e negli aggiornamenti dei programmi di stabilità del 2014 per i rimanenti paesi.

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

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

Va rilevato che questa analisi di sensibilità alla politica di bilancio si incentra unicamente sul potenziale impatto a breve termine di probabili misure aggiuntive di riequilibrio dei conti. Se da un lato anche interventi di risanamento ben concepiti spesso hanno ripercussioni negative di breve periodo sulla crescita del PIL, dall'altro lato vi sono effetti positivi a più lungo termine sull'attività che non risultano evidenti nell'orizzonte di tale analisi<sup>3)</sup>. Gli esiti dell'analisi non mettono quindi in discussione la necessità di sforzi di risanamento aggiuntivi nell'arco temporale della proiezione. Serve infatti ulteriore impegno nel riequilibrio dei conti per ripristinare finanze pubbliche solide nell'area dell'euro. In assenza di tale riequilibrio, vi è il rischio di ricadute negative sui prezzi dei titoli di Stato. Inoltre, le ulteriori possibili conseguenze avverse sul clima di fiducia potrebbero ostacolare la ripresa dell'economia.

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

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

3) Per un'analisi più dettagliata degli effetti macroeconomici del riequilibrio dei bilanci, cfr. l'articolo *I moltiplicatori di bilancio e la tempistica di risanamento* nel numero di aprile 2014 di questo Bollettino.

#### 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 dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

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

(variazioni percentuali annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	dicembre 2014	0,8 [0,7-0,9]	1,0 [0,4-1,6]	1,5 [0,4-2,6]	0,5 [0,5-0,5]	0,7 [0,2-1,2]	1,3 [0,6-2,0]
Commissione europea	novembre 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
OCSE	novembre 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
<i>Euro Zone Barometer</i>	novembre 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	novembre 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
FMI	ottobre 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, autunno 2014; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2014; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2014; *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 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.

Secondo le previsioni diffuse dalle altre organizzazioni, nel 2014 la crescita PIL in termini reali dell'area dell'euro sarebbe pari a quella indicata nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, mentre nel 2015 e nel 2016 si collocherebbe su livelli simili o leggermente superiori. Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, le altre organizzazioni riportano per il 2014 valori pari a quelli indicati dall'Eurosistema e per il 2015 valori per lo più lievemente superiori. Nel 2016 l'inflazione dovrebbe situarsi in media tra l'1,0 e l'1,5 per cento secondo le altre previsioni disponibili, rispetto all'1,3 per cento delle proiezioni. Al momento tutti i valori per il 2015 e il 2016 si collocano all'interno degli intervalli delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, come riportati nella tavola.

© Banca centrale europea, 2014

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

Sito Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Tutti i diritti riservati.

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