



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Riquadro

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 23 febbraio 2012, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Il tasso di crescita del PIL in termini reali si collocherebbe in media fra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e fra lo 0,0 e il 2,2 per cento nel 2013. L'inflazione si situerebbe al 2,1-2,7 per cento nel 2012 e allo 0,9-2,3 per cento nel 2013.

### Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e le politiche di bilancio

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime energetiche e non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato fino al 16 febbraio 2012.

I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,9 per cento sia nel 2012 che nel 2013. Le attese di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,6 per cento nel 2012 e del 5,0 nel 2013. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, i tassi a breve e a lungo termine sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro dovrebbero ridursi nei prossimi trimestri, per toccare il minimo nel 2012: i tassi a lungo termine a metà anno e quelli a breve a fine anno. Seppur favorite dalle misure di politica monetaria dell'Eurosistema, nel complesso le condizioni di offerta del credito per l'insieme dell'area dell'euro rimarrebbero ancora relativamente restrittive.

Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 16 febbraio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 115,1 dollari al barile nel 2012 e a 110,2 nel 2013. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari<sup>2</sup>, dovrebbero diminuire del 3,1 per cento nel 2012, per poi aumentare del 3,8 l'anno seguente. Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 16 febbraio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,31 nel 2012 e a 1,32 nel 2013. Il tasso di cambio effettivo dell'euro dovrebbe deprezzarsi del 4,0 per cento nel 2012 e restare invariato l'anno successivo. Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 22 febbraio e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in modo abbastanza dettagliato dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo.

<sup>1</sup> Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro due volte l'anno. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle utilizzate nelle proiezioni dell'Eurosistema, che sono descritte in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata nel giugno 2001 dalla BCE e consultabile nel suo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

<sup>2</sup> Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del periodo della proiezione; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al primo trimestre del 2013 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

## Ipotesi relative al contesto internazionale

La crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro), stimata al 4,1 per cento nel 2011, dovrebbe scendere al 3,8 nel 2012, per poi risalire al 4,3 l'anno seguente. Nella seconda metà del 2011 il rallentamento dell'economia mondiale era connesso in prevalenza all'attenuazione della dinamica dei redditi in termini reali, dovuta ai più elevati prezzi delle materie prime, alla maggiore incertezza e all'accresciuta avversione al rischio che hanno generato tensioni nei mercati finanziari internazionali. Tuttavia, gli ultimi dati, soprattutto per gli Stati Uniti, sembrano suggerire una certa stabilizzazione ciclica al volgere dell'anno. In particolare, tale valutazione trova conferma nei timidi segnali di stabilizzazione degli indicatori del clima di fiducia di imprese e consumatori e nel lieve allentamento delle condizioni nei mercati finanziari mondiali. Nondimeno, le prospettive di crescita a medio termine rimangono modeste, specie nelle economie avanzate, poiché l'espansione del prodotto continua a essere ostacolata dalla necessità di risanare i bilanci. A tale riguardo, benché il riequilibrio dell'indebitamento del settore privato progredisca, i livelli del debito delle famiglie restano alti in numerosi paesi avanzati. Inoltre, anche il ridimensionamento della spesa pubblica, volto a ripristinare saldi di bilancio sostenibili, comprime la domanda interna in diverse economie avanzate. Per contro, i paesi emergenti dovrebbero continuare a crescere a un ritmo molto più sostenuto, rispetto alle economie avanzate, nell'orizzonte temporale della proiezione; tuttavia, un loro modesto rallentamento dovrebbe attenuare le pressioni di surriscaldamento osservate in precedenza nei principali di essi (ad es. Cina). Nel complesso, le economie asiatiche emergenti continuerebbero a procedere verso un "atterraggio morbido", mentre la crescita nei paesi dell'Europa centrale e orientale dovrebbe diminuire. Per effetto della ripresa a livello mondiale, si stima che la domanda estera nei confronti dell'area dell'euro aumenti del 4,3 per cento nel 2012 e del 6,5 nel 2013.

## Proiezioni sulla crescita del PIL

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro ha perso slancio nel corso del 2011, registrando un calo nel quarto trimestre. La decelerazione dell'attività durante il 2011 riflette, fra l'altro, il rallentamento dell'economia mondiale, i prezzi elevati delle materie prime, l'effetto avverso della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro sulla fiducia di consumatori e imprese, nonché il deterioramento delle condizioni di offerta del credito e l'ulteriore inasprimento fiscale in alcuni paesi dell'area. Tali fattori negativi dovrebbero continuare a pesare sull'attività nella prima metà del 2012, ancorché mitigati in misura crescente dall'impatto favorevole del rafforzamento della domanda estera, dal tasso di cambio effettivo più contenuto e dal sostegno delle misure di politica monetaria convenzionali e non convenzionali. In prospettiva, nell'ipotesi che la crisi finanziaria non si aggravi nuovamente, l'espansione del PIL dovrebbe registrare un modesto recupero nella seconda metà del 2012 e un ulteriore lieve miglioramento nel 2013, di riflesso al graduale rafforzamento della domanda interna e all'effetto favorevole dell'interscambio netto ascrivibile all'incremento della domanda estera e al tasso di cambio più contenuto. La ripresa della domanda interna dovrebbe trarre vigore dal sostegno al reddito disponibile reale proveniente dal calo dell'inflazione dei beni energetici e alimentari, nonché dall'impatto positivo dei tassi di interesse a breve termine molto bassi e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Nondimeno, la ripresa subirebbe un'attenuazione, a fronte del risanamento dei conti pubblici in atto, delle condizioni sfavorevoli dell'offerta del credito, che si allenterebbero solo gradualmente, e della ristrutturazione dei bilanci ancora in corso in molti settori. Secondo le proiezioni, il tasso di crescita del PIL supererebbe quello potenziale alla fine dell'orizzonte considerato, determinando una riduzione dell'*output gap*. Nel complesso, ci si attende che la ripresa sia lenta. Il tasso di variazione del PIL si collocherebbe, in media d'anno, tra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e tra lo 0,0 e il 2,2 l'anno successivo.

Considerando in maggior dettaglio le componenti della domanda, la crescita delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro dovrebbe aumentare nel corso del 2012 per poi acquisire slancio nel 2013, soprattutto

per effetto degli andamenti della domanda estera e della maggiore competitività connessa al calo del tasso di cambio effettivo dell'euro. Ci si attende che gli investimenti delle imprese si riducano nel breve periodo e registrino un graduale recupero nel 2013, sorretti dal rafforzamento della crescita delle esportazioni, dall'aumento della domanda interna, dal basso livello dei tassi di interesse e dalla dinamica relativamente sostenuta della redditività. Gli investimenti nell'edilizia residenziale resterebbero molto modesti durante il 2012, per poi segnare una graduale espansione l'anno seguente. Se da un lato gli aggiustamenti in atto nel mercato immobiliare di alcuni paesi continuano a frenare la ripresa, dall'altro l'appetibilità delle abitazioni rispetto ad altre forme di investimento sembra essere aumentata in altri paesi, a fronte dei più elevati rischi percepiti riguardo a investimenti alternativi. Si assume che gli investimenti pubblici diminuiscano nel 2012 per poi stabilizzarsi nel 2013, come indicano le misure di risanamento dei bilanci annunciate in diversi paesi dell'area.

Si stima che i consumi privati si siano ridotti nel quarto trimestre del 2011; durante il 2012 dovrebbero rimanere piuttosto moderati per poi segnare un graduale aumento. La crescita del reddito disponibile nominale sarebbe frenata inizialmente dal calo dell'occupazione e in seguito da un'espansione solo modesta dell'occupazione. Inoltre, i tassi di incremento dei salari e dei redditi da trasferimenti risentirebbero in parte delle misure di inasprimento fiscale attuate in diversi paesi dell'area. Nondimeno, il reddito disponibile reale dovrebbe beneficiare nel corso del tempo del venir meno dell'impatto negativo dei passati rincari delle materie prime. Il tasso di risparmio si ridurrebbe lievemente nell'orizzonte temporale della proiezione. Nonostante il sostegno al risparmio derivante dal basso grado di fiducia, ci si attende infatti che una certa redistribuzione intertemporale dei consumi, a fronte degli sviluppi avversi del reddito reale, freni il risparmio nel biennio in esame. Anche il livello contenuto dei tassi di interesse contribuirebbe alla diminuzione del saggio di risparmio. I consumi collettivi in termini reali dovrebbero rimanere moderati nell'orizzonte temporale della proiezione, per effetto delle misure di risanamento delle finanze pubbliche annunciate in diversi paesi dell'area dell'euro.

Le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro dovrebbero registrare una graduale accelerazione nell'orizzonte temporale considerato, aumentando a un ritmo più sostenuto rispetto alla domanda totale, sostanzialmente in linea con i profili storici. Di riflesso all'espansione in certa misura più vigorosa delle esportazioni, l'interscambio netto fornirebbe un contributo positivo, seppure in diminuzione, alla crescita del PIL in termini reali nel periodo in esame.

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

(variazioni percentuali; medie annue)<sup>1), 2)</sup>

	2011	2012	2013
IAPC	2,7	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
PIL in termini reali	1,5	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
Consumi privati	0,2	-0,7 – 0,1	0,0 – 1,6
Consumi collettivi	0,2	-0,6 – 0,2	-0,1 – 1,3
Investimenti fissi lordi	1,6	-2,6 – 0,2	-0,9 – 3,7
Esportazioni (beni e servizi)	6,4	0,1 – 5,1	0,7 – 8,1
Importazioni (beni e servizi)	4,1	-1,1 – 3,5	0,7 – 7,3

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

2) I dati si riferiscono all'area dell'euro inclusa l'Estonia. La variazione percentuale media per lo IAPC nel 2011 è calcolata sulla base di una composizione dell'area comprendente l'Estonia già nel 2010.

## Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

In base alla stima rapida dell'Eurostat, il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC si è collocato al 2,7 per cento lo scorso febbraio, a fronte di una media del 2,7 nel 2011. Nei prossimi trimestri dovrebbe diminuire e portarsi, secondo le attese, su una media del 2,1-2,7 per cento nel 2012 e dello 0,9-2,3 nel 2013. Tale rallentamento è riconducibile per lo più al minor contributo dei prezzi dell'energia, tenuto conto della graduale riduzione ipotizzata per le quotazioni del greggio nel periodo in esame e del venir meno degli effetti dei precedenti rincari. Anche per la componente alimentare dello IAPC si prevede un rallentamento nel 2012 e nel 2013, di riflesso all'ipotesi che i corsi delle materie prime alimentari restino stabili nei trimestri a venire. Infine, lo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici si manterrebbe sostanzialmente stabile nel periodo considerato. Se da un lato le pressioni interne sui prezzi derivanti dalla modesta crescita della domanda interna e dalla contenuta dinamica del costo del lavoro risulterebbero deboli, dall'altro sarebbero ampiamente compensate dalle spinte al rialzo dei previsti aumenti di imposte indirette e prezzi amministrati.

Più specificamente, le pressioni esterne sui prezzi si sono intensificate in certa misura negli ultimi mesi, soprattutto in seguito al deprezzamento dell'euro, che ha determinato fra l'altro un aumento delle quotazioni delle materie prime espresse in euro. Ci si attende che questa evoluzione spinga al rialzo il deflatore delle importazioni nei prossimi trimestri. Nondimeno, tali fattori dovrebbero essere più che compensati da effetti base al ribasso, derivanti soprattutto dai rincari delle materie prime nel 2011. Pertanto, il tasso di incremento del deflatore delle importazioni, sul periodo corrispondente, dovrebbe diminuire agli inizi del 2012 e mostrare un'ulteriore lieve riduzione nel 2013. Quanto alle pressioni interne sui prezzi, la crescita dei redditi per occupato si indebolirebbe nel 2012 – per effetto delle spinte al ribasso esercitate dal deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro – per poi registrare sul periodo corrispondente una graduale ripresa, sorretta dal rafforzamento dell'attività economica. L'incremento sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto rimarrebbe sostanzialmente stabile nel 2012 e nel 2013. L'espansione dei margini di profitto risulterebbe modesta nel 2012, di riflesso alla debole domanda aggregata, e leggermente più sostenuta nel 2013, in linea con il miglioramento delle prospettive per l'attività economica. Gli aumenti dei prezzi amministrati fornirebbero un notevole contributo all'inflazione misurata sullo IAPC nell'intero periodo di riferimento, rispecchiando il risanamento dei conti pubblici in atto in diversi paesi dell'area dell'euro. Anche le imposte indirette dovrebbero avere effetti significativi nel biennio in rassegna.

## Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2011

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, pubblicate nel numero di dicembre 2011 del Bollettino, l'intervallo di valori per il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro ha subito una leggera revisione verso il basso sia per il 2012, che per il 2013. Tale revisione riflette in prevalenza l'impatto della più debole domanda estera, dei più elevati prezzi del petrolio, delle ulteriori misure di risanamento delle finanze pubbliche e delle condizioni di offerta del credito lievemente più restrittive, malgrado i più contenuti tassi di interesse a breve e a lungo termine e i più alti corsi azionari. Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, gli intervalli di valori per il 2012 e il 2013 sono in certa misura superiori rispetto all'esercizio di proiezione dello scorso dicembre, soprattutto di riflesso alle più elevate quotazioni dell'energia e al tasso di cambio dell'euro più contenuto, ma in parte anche per effetto del più alto livello dei prezzi degli alimentari e delle imposte indirette.

## Tavola B Confronto con le proiezioni di dicembre 2011

(variazioni percentuali; medie annue)

	2012	2013
PIL in termini reali – dicembre 2011	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
PIL in termini reali – marzo 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
IAPC – dicembre 2011	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
IAPC – marzo 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

### Confronto con le previsioni di altre organizzazioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro (cfr. tavola C). Tali previsioni non sono tuttavia perfettamente confrontabili tra loro, né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, incluse le quotazioni del petrolio e delle altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative.

Secondo le previsioni diffuse da altre organizzazioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si situerebbe tra il -0,5 e lo 0,2 per cento nel 2012 e tra lo 0,8 e l'1,4 per cento nel 2013, ricadendo in entrambi i casi negli intervalli di valori delle proiezioni degli esperti della BCE. Per l'inflazione misurata sullo IAPC si prevede un tasso medio annuo compreso tra l'1,5 e il 2,1 per cento nel 2012, che si colloca all'estremità inferiore o al di sotto dell'intervallo di valori delle proiezioni. Per il 2013 il tasso di inflazione si porterebbe tra l'1,2 e l'1,7 per cento, ovvero entro l'intervallo di valori delle proiezioni.

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

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali		IAPC	
		2012	2013	2012	2013
OCSE	novembre 2011	0,2	1,4	1,6	1,2
Commissione europea	febbraio 2012/ novembre 2011	-0,3	1,3	2,1	1,6
FMI	gennaio 2012/ settembre 2011	-0,5	0,8	1,5	
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	febbraio 2012	-0,1	1,1	1,9	1,7
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	febbraio 2012	-0,3	0,9	2,0	1,7
Proiezioni degli esperti della BCE	marzo 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

Fonti: *Interim Forecast* della Commissione europea, febbraio 2012, per i dati relativi al 2012 ed *Economic Forecast* della Commissione europea, autunno 2011, per i dati relativi al 2013; *World Economic Outlook Update* dell'FMI, gennaio 2012, per la crescita del PIL e *World Economic Outlook*, settembre 2011, per l'inflazione; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2011; *Consensus Economics Forecasts* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

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

© Banca centrale europea, 2012

Indirizzo: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Germany  
Recapito postale: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono: +49 69 1344 0  
Fax: +49 69 1344 6000  
Sito Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Tutti i diritti riservati.

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