



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Riquadro

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 23 agosto 2013, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Per quanto riguarda il PIL in termini reali si prevede un calo dello 0,4 per cento nel 2013 e un aumento dell'1,0 nel 2014, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe collocarsi in media all'1,5 per cento nel 2013 e all'1,3 nel 2014.

### 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 15 agosto 2013.

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 0,2 per cento nel 2013 e dello 0,5 nel 2014. Le attese di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 3,0 per cento nel 2013 e del 3,5 nel 2014. 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 raggiungerebbero un livello minimo nella seconda metà del 2013 per poi mostrare un graduale incremento. Nell'area dell'euro le condizioni di offerta del credito eserciterebbero sulla crescita economica un'influenza negativa nel 2013 e più neutrale nel 2014.

Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 15 agosto, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 107,8 dollari al barile nel 2013 e a 102,8 nel 2014. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari<sup>2</sup>, dovrebbero diminuire del 5,4 per cento nel 2013 e dello 0,1 nel 2014.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 15 agosto. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi mediamente a 1,32 nel 2013 e a 1,33 nel 2014, in aumento da 1,29 del 2012. Il tasso di cambio effettivo dell'euro dovrebbe apprezzarsi in media del 3,6 per cento nel 2013 e dello 0,7 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 23 agosto e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio 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. Gli intervalli di valori delle proiezioni presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata, 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 secondo trimestre del 2014 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

## Proiezioni relative al contesto internazionale

La crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) registrerebbe un graduale incremento nel periodo considerato, passando dal 3,4 per cento del 2013 al 4,0 nel 2014. Ampiamente in linea con le proiezioni pubblicate nel numero di giugno scorso del Bollettino, l'espansione ha acquisito un certo slancio nelle economie avanzate nella prima metà del 2013, mentre nei mercati emergenti si è in qualche modo attenuata, per effetto dell'indebolimento della domanda interna, in un contesto in cui i prezzi più contenuti delle materie prime (che hanno influito sugli esportatori) e la fiacca domanda estera hanno pesato sulle esportazioni. Nel breve periodo gli indicatori del clima di fiducia segnalano il protrarsi di un'attività modesta a livello mondiale. Pesa inoltre sulle prospettive di crescita a breve termine, in particolare in alcuni paesi emergenti, un certo inasprimento delle condizioni finanziarie successivo al precedente esercizio di proiezione in parte dovuto a una nuova valutazione dei mercati circa la portata del futuro stimolo monetario negli Stati Uniti. Su un orizzonte temporale più lungo, ci si attende che il recupero dell'economia prosegua a un ritmo graduale. Il riequilibrio nel settore privato – che procede ma è ancora incompleto – e il risanamento dei conti pubblici influiranno in senso negativo sulla crescita nelle economie avanzate. In alcuni dei principali mercati emergenti, soprattutto in Cina, la ripresa dovrebbe risultare moderata in quanto alcuni fattori strutturali frenano l'attività. A fronte di un'espansione della domanda dei principali partner commerciali dell'area dell'euro più moderata che nel resto del mondo, la domanda estera dell'area è in certa misura più debole e secondo le proiezioni dovrebbe crescere del 2,9 per cento nel 2013 e del 5,0 nel 2014.

## Proiezioni sulla crescita del PIL

Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,3 per cento nel secondo trimestre del 2013, dopo sei trimestri consecutivi di contrazione. La domanda interna e l'interscambio netto hanno fornito un contributo positivo alla crescita del PIL nel secondo trimestre, mentre la variazione delle scorte ha inciso in senso lievemente negativo. L'incremento relativamente consistente dell'attività nel secondo trimestre è ascrivibile in parte a fattori temporanei, legati in ampia misura alle condizioni meteorologiche.

Con il venir meno di tali fattori, la crescita del PIL dovrebbe essere più contenuta nel terzo trimestre del 2013, pur rimanendo positiva. Prescindendo dall'impatto di questi fattori, nell'intero arco temporale della proiezione l'attività sarà sostenuta dall'effetto favorevole esercitato dal graduale rafforzamento della domanda estera sulle esportazioni. Nel breve periodo la domanda interna beneficerà del calo dell'inflazione relativa alle materie prime che dovrebbe sostenere i redditi reali. In aggiunta, l'orientamento accomodante della politica monetaria, ulteriormente rafforzato dalle recenti indicazioni prospettiche (*forward guidance*) fornite in proposito dal Consiglio direttivo della BCE, e il miglioramento del clima di fiducia in un contesto di minore incertezza dovrebbero spingere la domanda interna. Oltre il breve termine, quest'ultima dovrebbe inoltre beneficiare dell'orientamento meno restrittivo delle politiche di bilancio e dell'allentarsi dei vincoli dal lato dell'offerta di credito. Ciò nonostante, ci si attende che nell'orizzonte di proiezione diminuiscano solo con gradualità le ricadute negative sulla domanda interna dell'andamento contenuto del mercato del lavoro e delle restanti esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria in alcuni paesi. Nel complesso, la ripresa dovrebbe mantenersi moderata nel confronto storico, dando luogo a un *output gap* che permanerebbe in territorio negativo. Ci si attende che il PIL in termini reali registri, in media d'anno, una contrazione dello 0,4 per cento nel 2013, in larga misura riconducibile a un effetto di trascinamento negativo, per poi segnare un incremento dell'1,0 per cento nel 2014. Questo profilo di crescita riflette il contributo in costante aumento della domanda interna accompagnato dall'apporto positivo, seppur in calo, del commercio netto.

Considerando in maggior dettaglio le componenti della domanda, la crescita delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro risulterebbe modesta nella parte restante del 2013 per poi acquisire uno slancio in certa misura più intenso nel 2014, soprattutto di riflesso al rafforzamento alquanto graduale della domanda estera dell'area. In base alle proiezioni, gli investimenti delle imprese acquisterebbero vigore dalla fine del 2013 e sarebbero sostenuti dal graduale rafforzamento atteso per la domanda interna ed estera, dal livello molto basso

dei tassi di interesse, dalla necessità di una progressiva sostituzione dello stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti, da effetti meno avversi sull'offerta di credito e dal miglioramento dei margini di profitto a fronte della ripresa dell'attività. Tuttavia, l'impatto congiunto negativo del basso grado di utilizzo della capacità produttiva, della necessità di un'ulteriore ristrutturazione dei bilanci societari e delle condizioni di finanziamento avverse in alcuni paesi e settori dell'area dell'euro si ridurrà solo gradualmente secondo le proiezioni. Gli investimenti nell'edilizia residenziale rimarrebbero contenuti in questo e nel prossimo anno, a causa soprattutto delle ulteriori esigenze di aggiustamento dei mercati delle abitazioni in alcuni paesi, della debole crescita del reddito disponibile e delle aspettative di altri cali dei prezzi degli immobili. L'impatto avverso di questi fattori dovrebbe più che compensare l'appetibilità relativa dell'investimento immobiliare in altri paesi, dove è favorito da livelli storicamente bassi dei tassi sui mutui ipotecari e dagli incrementi dei prezzi delle abitazioni. Nel periodo in esame si prospetta una protratta debolezza degli investimenti pubblici dovuta alle misure di risanamento di bilancio attese in diversi paesi dell'area.

I consumi privati dovrebbero risultare moderati nella parte restante dell'anno, a fronte di un profilo coincidente piatto del reddito disponibile reale e di un tasso di risparmio sostanzialmente invariato. Nel 2014 i consumi privati acquisirebbero un certo slancio, grazie al minore impatto negativo del risanamento dei conti pubblici e all'aumento dei redditi da lavoro, riconducibile alle migliori condizioni su tale mercato, nonostante il lieve incremento del tasso di risparmio. Nel periodo in rassegna la quota di famiglie che dovrebbero aumentare il proprio saggio di risparmio tenuto conto del crescente reddito disponibile e della necessità di diminuire l'indebitamento dovrebbe più che compensare la percentuale di quelle che continuano invece a ridurlo a fronte del reddito disponibile in calo e del basso rendimento del risparmio. Per i consumi collettivi si prospetta una sostanziale stagnazione nel 2013, a seguito delle misure di risanamento dei bilanci, e un modesto incremento nel 2014.

Secondo le proiezioni, le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro registrerebbero una ripresa nel periodo considerato, pur rimanendo frenate dalla persistente debolezza della domanda totale. L'avanzo delle partite correnti dovrebbe aumentare nel biennio in rassegna.

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

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

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
IAPC	2,5	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]
PIL in termini reali	-0,6	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
Consumi privati	-1,4	-0,7 [-0,9 – -0,5]	0,7 [-0,2 – 1,6]
Consumi collettivi	-0,5	-0,1 [-0,6 – 0,4]	0,6 [0,0 – 1,2]
Investimenti fissi lordi	-4,0	-3,6 [-4,4 – -2,8]	1,8 [-0,7 – 4,3]
Esportazioni (beni e servizi)	2,7	0,9 [-0,4 – 2,2]	3,6 [0,1 – 7,1]
Importazioni (beni e servizi)	-0,9	-0,6 [-1,9 – 0,7]	3,8 [0,3 – 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) Le proiezioni per il 2014 includono i dati relativi alla Lettonia. Le variazioni percentuali per il 2014 si basano su una composizione dell'area dell'euro nel 2013 comprendente la Lettonia.

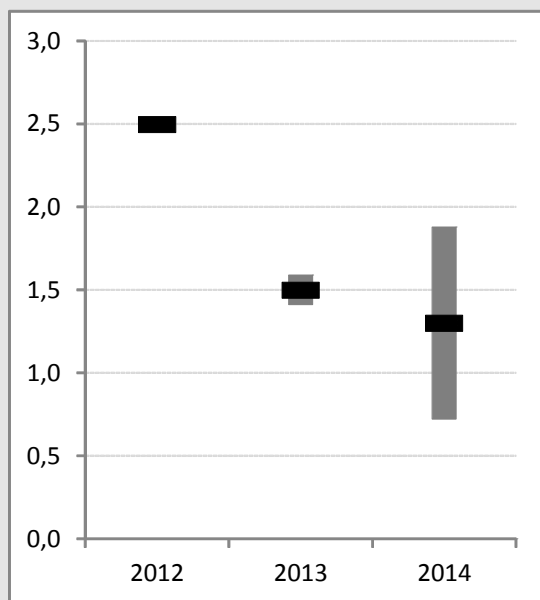
### Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC, all'1,3 per cento in agosto secondo la stima rapida dell'Eurostat, si collocherebbe in media all'1,5 nel 2013 e all'1,3 nel 2014. L'inflazione ha mostrato una marcata flessione nella prima metà del 2013, attribuibile al forte calo relativo alla componente energetica dai livelli elevati del 2012. Tale calo riflette a sua volta la contrazione dei corsi del petrolio e l'apprezzamento dell'euro lo scorso anno, nonché gli effetti base al ribasso determinati dall'esaurirsi dell'impatto dei precedenti rincari del greggio. In prospettiva, le quotazioni dell'energia dovrebbero ridursi in certa misura nel periodo in rassegna, rispecchiando il profilo ipotizzato per i prezzi del petrolio. Nell'orizzonte temporale della proiezione la componente energetica dovrebbe fornire un contributo trascurabile, e quindi significativamente inferiore alla media storica, all'inflazione complessiva, il che ne spiega in parte la modesta dinamica. L'incremento dei prezzi degli alimentari è rimasto sostanzialmente invariato nella prima metà del 2013, malgrado gli insoliti picchi raggiunti dalle quotazioni degli alimentari non trasformati. In prospettiva, i prezzi degli alimentari dovrebbero rallentare in certa misura a causa di un effetto base negativo e dell'iniziale contrazione attesa per le quotazioni delle materie prime alimentari a livello internazionale ed europeo. L'inflazione armonizzata al netto dell'energia e degli alimentari si è attenuata nella prima metà di quest'anno, di riflesso alla debole dinamica dell'attività. Nel 2014 segnerebbe un lieve aumento, per effetto della modesta ripresa economica e delle crescenti pressioni esterne sui prezzi.

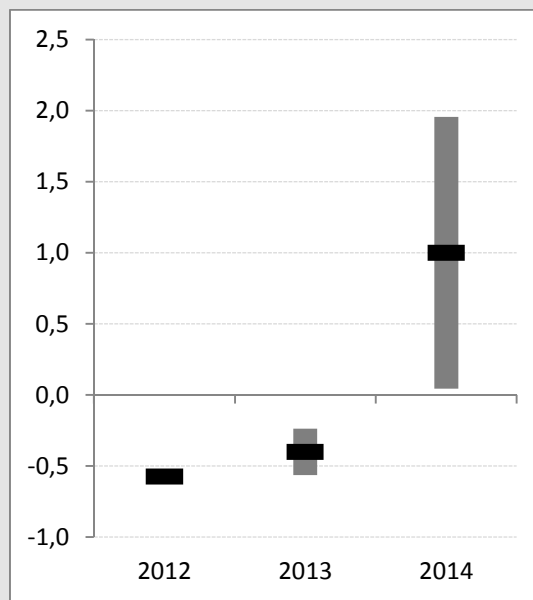
### Proiezioni macroeconomiche

(variazioni percentuali; medie annue)

a) IAPC dell'area dell'euro



b) PIL in termini reali dell'area dell'euro<sup>1)</sup>



1) Le proiezioni sul PIL si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative.

In maggiore dettaglio, le spinte esterne sui prezzi si sono allentate nella prima metà del 2013, a causa dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e dei ribassi delle quotazioni del greggio e delle materie prime non petrolifere, determinando una flessione del deflatore delle importazioni. Quest'ultimo dovrebbe tuttavia aumentare gradualmente nel 2014, a fronte del venir meno dell'effetto al ribasso connesso al precedente apprezzamento dell'euro, del rincaro ipotizzato per le materie prime non energetiche e del rafforzamento della domanda di importazioni. Quanto alle pressioni interne sui prezzi,

ci si attende che la crescita dei redditi per occupato resti contenuta nel 2013 e nel 2014 a causa della debolezza del mercato del lavoro. Tenuto conto del forte calo prospettato per l'inflazione al consumo, l'espansione dei redditi per occupato in termini reali dovrebbe aumentare nel 2013 per poi continuare a recuperare moderatamente nel periodo in rassegna, dopo i decrementi del 2011 e del 2012. Secondo le attese, i tassi di incremento sul periodo corrispondente dei redditi per occupato in termini reali resterebbero ben al di sotto di quelli della produttività nel 2014, di riflesso alla debolezza del mercato del lavoro. Il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe rallentare nel 2013 e nel 2014, via via che il lieve rialzo del tasso di crescita dei redditi per occupato è più che compensato dall'accelerazione ciclica della produttività. Dopo la pronunciata flessione del 2012, l'indicatore del margine di profitto (misurato dal rapporto fra deflatore del PIL a prezzi base e costo unitario del lavoro) dovrebbe ristagnare nel 2013, rispecchiando la debolezza dell'attività interna. In seguito ci si attende che la decelerazione del costo unitario del lavoro e il graduale miglioramento delle condizioni economiche favoriscano un recupero dei margini di profitto. Nel 2013 e nel 2014 gli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette inclusi nei piani di risanamento dei bilanci fornirebbero un contributo significativo all'inflazione misurata sullo IAPC, anche se leggermente inferiore a quello osservato nel 2012.

### Confronto con le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel giugno 2013

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel numero di giugno scorso del Bollettino, il valore relativo alla crescita del PIL in termini reali è stato rivisto lievemente al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2013, soprattutto sulla base dei nuovi dati. Il valore anticipato per il 2014 è stato corretto al ribasso di 0,1 punti percentuali, di riflesso all'impatto della minore domanda estera, al più elevato tasso di cambio effettivo dell'euro e ai più alti tassi di interesse. La proiezione per l'inflazione complessiva è stata modificata al rialzo di 0,1 punti percentuali per il 2013, rispecchiando prezzi degli alimentari superiori alle attese e ipotesi di quotazioni del petrolio più elevate, mentre per il 2014 rimane invariata.

### Tavola B Confronto con le proiezioni di giugno 2013

(variazioni percentuali; medie annue)

	2013	2014
PIL in termini reali – giugno 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
PIL in termini reali – settembre 2013	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
IAPC – giugno 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]
IAPC – settembre 2013	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

### Confronto con le previsioni di altre organizzazioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, pubblicano 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 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.

Gli intervalli delle previsioni diffuse da altre organizzazioni sulla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro ricadono sia per il 2013 sia per il 2014 negli intervalli di incertezza delle proiezioni degli esperti della BCE e risultano prossimi ai valori centrali di queste ultime. Per l'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo delle previsioni è lievemente più elevato rispetto all'intervallo di incertezza delle proiezioni per il 2013 ed è anche superiore al loro valore centrale, mentre per il 2014 rientra nell'intervallo di incertezza delle proiezioni ed è prossimo al loro valore centrale.

**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	
		2013	2014	2013	2014
OCSE	maggio 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Commissione europea	maggio 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
FMI	luglio 2013	-0,6	0,9	1,7	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
<i>Euro Zone Barometer</i>	agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Proiezioni degli esperti della BCE	settembre 2013	-0,4	1,0	1,5	1,3
		[-0,6 – -0,2] [0,0 – 2,0] [1,4 – 1,6] [0,7 – 1,9]			

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, primavera 2013; in riferimento all'FMI, *World Economic Outlook Update*, luglio 2013, per la crescita del PIL in termini reali e *World Economic Outlook*, aprile 2013, per l'inflazione; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2013; *Consensus Economics Forecasts*; MJEconomics e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

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

© Banca centrale europea, 2013

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.