



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 24 maggio 2011, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Beneficiando di una vigorosa domanda mondiale, di un rafforzamento degli investimenti, delle misure tese a ripristinare il funzionamento del sistema finanziario e dell'orientamento tuttora accomodante della politica monetaria, l'espansione del PIL in termini reali si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo dell'1,5-2,3 per cento nel 2011 e dello 0,6-2,8 nel 2012. L'inflazione complessiva misurata sullo IAPC rimarrebbe superiore al 2,0 per cento per il resto dell'anno in corso, principalmente a causa dei recenti forti rincari del petrolio. In seguito l'aumento dei prezzi delle materie prime evidenzerebbe una moderazione e, con il venire meno dell'impatto diretto dei passati incrementi, il tasso medio annuo di inflazione complessivo diminuirebbe. Per contro, ci si attende che le pressioni interne sui prezzi aumentino per effetto di un incremento del tasso di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nel mercato del lavoro, nonché di una trasmissione graduale e parziale dei passati rincari delle materie prime. Il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC si porterebbe in media al 2,5-2,7 per cento nel 2011 e all'1,1-2,3 nel 2012.

### 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 18 maggio 2011<sup>1</sup>. 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 dell'1,6 per cento nel 2011 e del 2,3 nel 2012. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,5 per cento nel 2011 e del 4,8 nel 2012. Quanto alle condizioni di finanziamento, lo scenario di base delineato dalle proiezioni ipotizza che nell'arco di tempo considerato i differenziali dei tassi sui prestiti bancari rispetto ai tassi a breve termine si riducano per effetto della graduale trasmissione dell'aumento dei tassi di mercato a termine e del minore rischio di insolvenza sia per le società non finanziarie sia per le famiglie. I differenziali rispetto ai tassi a lungo termine aumenterebbero gradualmente, dopo il marcato restringimento dell'ultimo trimestre del 2010, per riportarsi su un livello in linea con la media storica entro la fine del periodo in rassegna. I criteri di erogazione del credito nel complesso dell'area dell'euro dovrebbero normalizzarsi ulteriormente, continuando tuttavia a esercitare un'influenza negativa sull'attività economica nell'arco di tempo considerato. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 18 maggio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 111,1 dollari al barile nel 2011 e a 108,0 nel 2012. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare del 20,4 per cento nel 2011 e dell'1,2 l'anno seguente.

<sup>1</sup> Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro, rappresentano un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 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.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale di proiezione, sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 18 maggio. Ciò implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,42 nel 2011 e a 1,43 nel 2012 e che il tasso di cambio effettivo dell'euro, in media, si apprezzi moderatamente dello 0,8 e dello 0,4 per cento, rispettivamente, nei due anni considerati.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 24 maggio 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 ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del periodo di riferimento; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al secondo trimestre del 2012 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

## IL CONTESTO INTERNAZIONALE

La ripresa dell'attività mondiale prosegue, dimostrandosi sempre più in grado di autoalimentarsi. Il suo vigore, nonostante il consolidamento in atto nelle economie avanzate, continuerebbe a risentire degli effetti della crisi finanziaria, che frenano le prospettive di un pronto recupero nel mercato del lavoro. Ciò è in netto contrasto con la situazione nelle economie emergenti in rapida crescita, che sono prossime al pieno utilizzo della capacità produttiva (e in alcuni casi lo superano), seguitando a registrare pressioni di surriscaldamento. Rispetto alle precedenti proiezioni del marzo 2011, i disordini politici nel Medio Oriente e nell'Africa settentrionale si sono intensificati e il Giappone è stato colpito da un disastro naturale e nucleare. Questi eventi, pur avendo accresciuto l'incertezza per le prospettive mondiali, non dovrebbero arrestare la ripresa dell'attività economica internazionale. Le proiezioni indicano che l'aumento del PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro passerà dal 4,5 per cento del 2011 al 4,7 nel 2012. L'incremento della domanda nei mercati di esportazione dell'area è stimato all'8,3 per cento nel 2011 e al 7,9 l'anno seguente.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Dopo un'espansione relativamente modesta nella seconda metà del 2010, la crescita del PIL in termini reali è aumentata in maniera particolarmente sostenuta nel primo trimestre del 2011, a un tasso dello 0,8 per cento sul periodo precedente. La scomposizione suggerisce che nel trimestre in esame la domanda interna, e soprattutto gli investimenti, hanno fornito un contributo significativo a tale andamento. In particolare, l'attività nel settore delle costruzioni avrebbe recuperato rispetto alla debole dinamica del quarto trimestre dovuta alle condizioni meteorologiche. Con l'esaurirsi di questo temporaneo effetto al rialzo, è probabile che l'espansione del PIL in termini reali diminuisca nel secondo trimestre. Su un orizzonte di più lungo periodo, l'attività economica continuerebbe ad acquisire vigore, sospinta principalmente da una vivace domanda mondiale e da un rafforzamento degli investimenti. Le proiezioni segnalano che nel periodo considerato aumenterà il contributo della domanda interna alla crescita del PIL, mentre si ridurrà quello dell'interscambio netto, pur rimanendo positivo. Nel complesso, in linea con gli andamenti osservati dopo le passate crisi finanziarie, il PIL dovrebbe segnare solo un lento recupero e riportarsi sul livello precedente alla crisi appena nel 2012. Il tasso di incremento del PIL in termini reali si collocherebbe, in media d'anno, all'1,5-2,3 per cento nel 2011 e allo 0,6-2,8 l'anno successivo.

Più precisamente, l'espansione dei consumi privati dovrebbe essere contenuta nel 2011 per l'impatto negativo dei rincari delle materie prime sulla crescita del reddito disponibile reale. Successivamente, a fronte delle attese di un calo delle spinte inflazionistiche e di un incremento sia dell'occupazione sia dei redditi per occupato, il reddito disponibile reale e, di conseguenza, i consumi privati dovrebbero registrare un'accelerazione. Il tasso di risparmio scenderebbe nel 2011, sulla scorta di un clima di fiducia più positivo, per rimanere sostanzialmente invariato in seguito. Di riflesso al miglioramento solo graduale dell'occupazione, il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere pressoché stabile per gran parte del 2011 e poi diminuire lentamente.

Nell'orizzonte temporale di proiezione gli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale evidenzerebbero un incremento relativamente vigoroso, sospinti da un miglioramento del clima di fiducia

delle imprese, da una graduale ripresa della domanda, dall'emergere di strozzature nella capacità produttiva e dalla riduzione dei vincoli finanziari. Gli investimenti in edilizia residenziale, invece, resterebbero piuttosto modesti fino al 2012 per effetto degli aggiustamenti in atto nei mercati immobiliari di alcuni paesi. In linea con le misure di risanamento fiscale annunciate in diversi paesi dell'area dell'euro, si ipotizza che gli investimenti pubblici diminuiscano nel periodo considerato.

Dopo il forte incremento della domanda esterna nel 2010, il ritmo di crescita delle esportazioni dovrebbe moderarsi ma rimanere relativamente sostenuto nel 2011 e nel 2012; per l'aumento delle importazioni si prospetta un'evoluzione analoga. Nel complesso, l'interscambio netto fornirebbe un contributo decrescente, sebbene ancora positivo, all'espansione del PIL nel periodo in esame.

**Tavola 1 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro**

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

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
IAPC	1,6	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3
PIL in termini reali	1,7	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
Consumi privati	0,8	0,6 – 1,2	0,4 – 2,2
Consumi collettivi	0,6	-0,4 – 0,6	-0,5 – 0,9
Investimenti fissi lordi	-0,9	2,0 – 4,2	1,1 – 5,9
Esportazioni (beni e servizi)	11,1	5,8 – 9,6	2,6 – 10,6
Importazioni (beni e servizi)	9,3	4,3 – 7,9	2,6 – 10,0

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, ad eccezione dei dati sullo IAPC nel 2010. La variazione percentuale media per lo IAPC nel 2011 è calcolata sulla base di una composizione dell'area comprendente questo paese già nel 2010.

Si ritiene che la crisi abbia esercitato sulla crescita potenziale un impatto negativo, la cui entità esatta rimane però estremamente dubbia. Le proiezioni su questa variabile, e quindi sull'*output gap*, sono caratterizzate pertanto da un grado di incertezza eccezionalmente elevato. Ciò nondimeno, la crescita potenziale dovrebbe mostrare una certa ripresa nel periodo in esame, registrando tuttavia tassi significativamente inferiori rispetto ai livelli precedenti alla crisi per i minori contributi del lavoro e del capitale. La corrispondente stima negativa dell'*output gap* si ridurrebbe nell'arco di tempo considerato.

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

Per effetto principalmente dei recenti rincari petroliferi, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC rimarrebbe superiore al 2,0 per cento fino agli inizi del 2012. In seguito, le pressioni dei prezzi delle materie prime registrerebbero una moderazione e, con il venire meno dell'impatto diretto dei recenti incrementi, il tasso di inflazione in media d'anno diminuirebbe. Per contro, ci si attende che le pressioni interne sui prezzi aumentino a fronte di un incremento del tasso di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nel mercato del lavoro, nonché di una trasmissione graduale e parziale dei passati rincari delle materie prime. Il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC si porterebbe in media al 2,5-2,7 per cento nel 2011 e all'1,1-2,3 nel 2012. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari aumenterebbe gradualmente nell'intero periodo di riferimento.

Più precisamente, dopo il forte incremento del primo trimestre del 2011 attribuibile per lo più all'aumento delle quotazioni internazionali delle materie prime, le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero attenuarsi nella parte restante del periodo in rassegna. Questo profilo è ampiamente ascrivibile alla moderazione

ipotizzata per la dinamica dei prezzi delle materie prime e al recente apprezzamento dell'euro. Per contro, le pressioni interne sui prezzi dovrebbero intensificarsi in certa misura nell'orizzonte temporale di proiezione. La crescita dei redditi nominali per occupato aumenterebbe gradualmente, di riflesso alla situazione più favorevole del mercato del lavoro e, in misura limitata, agli effetti ritardati del rialzo dell'inflazione al consumo nel 2011 dovuti in parte ai meccanismi di indicizzazione dei salari attivi in alcuni paesi dell'area dell'euro. Per effetto dello scaglionamento delle contrattazioni sui salari nominali e del marcato rialzo dell'inflazione al consumo, i redditi per occupato in termini reali diminuirebbero nel 2011, per poi evidenziare un certo recupero nella parte restante del periodo in esame. Dopo il calo del 2010, ci si attende che la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto diventi positiva nel 2011 e aumenti nel 2012 a causa di una decelerazione della produttività del lavoro e di un graduale incremento del tasso di crescita dei redditi nominali per occupato. I margini di profitto, che avevano registrato un marcato recupero nel 2010, rallenterebbero nel 2011 per accelerare lievemente in seguito. La moderazione iniziale della crescita dei margini di profitto riflette un assorbimento dell'inversione nel costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il successivo incremento deriva da una maggiore domanda aggregata. Nondimeno, i margini di profitto dovrebbero rimanere inferiori ai livelli del 2007 nel periodo considerato. In base alle misure già annunciate, anche le imposte indirette e l'aumento dei prezzi amministrati dovrebbero fornire un contributo positivo all'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nel 2011.

## CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL MARZO 2011

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel Bollettino di marzo scorso, l'intervallo di valori riguardante la crescita del PIL in termini reali nel 2011 è stato rivisto al rialzo, principalmente sulla scorta di dati sul PIL più favorevoli delle attese nel primo trimestre dell'anno. Per il 2012 l'intervallo di valori rimane sostanzialmente invariato. Anche in relazione all'inflazione misurata sullo IAPC l'intervallo di valori per il 2011 è stato rivisto al rialzo, di riflesso principalmente ai rincari dell'energia, mentre quello per il 2012 si è leggermente ristretto.

Tavola 2 Confronto con le proiezioni di marzo 2011

(variazioni percentuali; medie annue)

	2011	2012
PIL in termini reali – marzo 2011	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8
PIL in termini reali – giugno 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
IAPC – marzo 2011	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4
IAPC – giugno 2011	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3

## Riquadro 2

### 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).

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si porterebbe fra l'1,6 e il 2,0 per cento nel 2011 e fra l'1,7 e il 2,0 nel 2012. Tutti i valori rientrano negli intervalli delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema.

Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni divulgate da altre organizzazioni indicano un tasso medio annuo compreso fra il 2,3 e il 2,6 per cento nel 2011 e fra l'1,6 e l'1,9 nel 2012. Ad eccezione della proiezione dell'FMI per l'inflazione armonizzata nel 2011, basata su ipotesi diverse riguardanti i prezzi delle materie prime, tutte le previsioni ricadono nell'intervallo di valori delle proiezioni dell'Eurosistema.

#### 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	
		2011	2012	2011	2012
FMI	aprile 2011	1,6	1,8	2,3	1,7
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	maggio 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	maggio 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
OCSE	maggio 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Commissione europea	maggio 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	giugno 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3

Fonti: previsioni di primavera 2011 della Commissione europea; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2011; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2011; *Consensus Economics Forecasts* 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.

© Banca centrale europea, 2011

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.