



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 24 maggio 2012, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Nell'ipotesi che la crisi finanziaria non si aggravi, il PIL in termini reali dovrebbe accelerare gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione, per effetto della più vigorosa domanda estera e del graduale rafforzamento della domanda interna. La ripresa della domanda interna sarebbe sostenuta in misura crescente dall'impatto positivo dei tassi di interesse a breve termine molto bassi e dal calo dell'inflazione dei beni energetici e alimentari, che beneficerebbe i redditi reali; inoltre, sarebbe favorita dalle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Ci si attende tuttavia che il recupero dell'attività economica sia frenato dal processo di ristrutturazione dei bilanci in corso in molti settori. Per quanto concerne il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso fra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e fra lo 0,0 e il 2,0 per cento nel 2013.

L'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro dovrebbe collocarsi in un intervallo di valori del 2,3-2,5 per cento nella media del 2012, di riflesso alle pressioni degli elevati corsi dell'energia, al deprezzamento del tasso di cambio dell'euro e agli aumenti delle imposte indirette. Con il graduale venir meno dell'impatto delle quotazioni elevate delle materie prime, l'inflazione complessiva dovrebbe ridursi, per portarsi in media all'1,0-2,2 per cento nel 2013; al netto degli alimentari e dell'energia, rimarrebbe sostanzialmente stabile nel 2012 e nel 2013, poiché gli incrementi attesi per le imposte indirette e i prezzi amministrati dovrebbero compensare le spinte al ribasso derivanti dalla debole domanda interna e dai moderati aumenti del costo del lavoro.

### 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 15 maggio 2012<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 attese di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,8 per cento nel 2012 e dello 0,7 nel 2013. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,2 per cento nel 2012 e del 4,5 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 sul credito, i tassi sui prestiti bancari a breve termine dovrebbero restare praticamente invariati nell'orizzonte temporale di proiezione, mentre quelli a lungo termine registrerebbero un lieve incremento nel 2013. Le condizioni di offerta del credito nell'insieme dell'area dell'euro dovrebbero esercitare un'influenza complessivamente negativa sull'attività economica nel 2012, mentre nel 2013 risulterebbero neutrali. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 15 maggio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 114,6 dollari al barile nel 2012 e a 107,9 nel 2013. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire dell'8,0 per cento nel 2012, per poi aumentare dell'1,6 nel 2013.

Quanto ai tassi di cambio bilaterali, si assume che restino immutati nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 15 maggio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro

<sup>1</sup> Le proiezioni 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.

rimanga pari a 1,30 nel biennio considerato. Per il tasso di cambio effettivo dell'euro si ipotizza un deprezzamento del 4,4 per cento nella media del 2012 e dello 0,3 in quella del 2013.

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 minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al secondo trimestre del 2013 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

## IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Secondo le attese, la graduale accelerazione dell'attività economica mondiale nell'arco di tempo considerato sarebbe sostenuta dalle migliori condizioni di finanziamento in un contesto di politiche monetarie accomodanti. Inoltre, le opere di ricostruzione e il venir meno delle turbative lungo la filiera produttiva conseguenti alle calamità naturali in Giappone e Thailandia dovrebbero imprimere slancio all'attività mondiale nel 2012. Nel medio periodo, il ritmo di crescita nei paesi esterni all'area dell'euro sarebbe rallentato dalla considerevole debolezza dei mercati del lavoro e delle abitazioni, nonché dalla necessità di ulteriori azioni di risanamento dei bilanci nei settori pubblico e privato. Nei mercati emergenti l'espansione economica si è moderata di recente, ma resta solida, fornendo un contributo importante alla crescita mondiale. Le proiezioni indicano che l'incremento del PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro scenderà dal 4,1 per cento del 2011 al 3,8 nel 2012, per poi salire al 4,3 nel 2013. Per la domanda estera dell'area si stima un aumento del 4,0 per cento nel 2012 e del 6,4 l'anno seguente.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha ristagnato nel primo trimestre del 2012, dopo il calo dello 0,3 per cento del quarto trimestre del 2011. Nel secondo trimestre di quest'anno la crescita del prodotto dovrebbe evidenziare un indebolimento. La fragilità dell'attività economica osservata di recente è dovuta soprattutto alla debole domanda interna, a fronte dell'effetto avverso sulla fiducia di consumatori e imprese esercitato congiuntamente dalla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, dai prezzi elevati del petrolio, dalle condizioni sfavorevoli di offerta del credito e dall'orientamento più restrittivo delle politiche di bilancio in alcuni paesi dell'area.

In prospettiva, nell'ipotesi che la crisi finanziaria non si aggravi, la crescita del PIL dovrebbe recuperare nel periodo in rassegna. La ripresa rispecchia l'accelerazione del commercio mondiale e quindi della domanda estera, nonché il graduale rafforzamento della domanda interna. A sua volta la domanda interna sarebbe sostenuta dai tassi di interesse a breve termine molto bassi e dall'impatto positivo del calo dell'inflazione dei beni energetici e alimentari sul reddito disponibile reale delle famiglie; inoltre, sarebbe favorita dalle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Nel complesso, è probabile che la ripresa si riveli piuttosto moderata rispetto all'esperienza storica, a causa della perdurante esigenza di ristrutturazione dei bilanci nei settori pubblico e privato in diversi paesi dell'area dell'euro. L'espansione del PIL in termini reali si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo compreso fra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e fra lo 0,0 e il 2,0 nel 2013.

Più precisamente, la crescita delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro dovrebbe acquisire slancio nell'orizzonte temporale di proiezione, rispecchiando soprattutto il rafforzamento della domanda estera e gli effetti dei passati miglioramenti della competitività di prezzo delle esportazioni. Le quote di mercato delle esportazioni dell'area, in recente ripresa, dovrebbero stabilizzarsi nel periodo in rassegna.

Nell'area dell'euro gli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale dovrebbero diminuire ulteriormente nel prossimo periodo, per poi recuperare nell'orizzonte temporale di proiezione, grazie al sostegno del rafforzamento della domanda, dei tassi di interesse contenuti e del miglioramento dei margini di profitto. Nell'arco di tempo considerato gli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbero segnare una ripresa appena lieve. Tale ripresa continua a essere smorzata dagli aggiustamenti

in atto nei mercati delle abitazioni di alcuni paesi. Tuttavia, questi andamenti avversi sono in parte compensati dalla maggiore appetibilità delle abitazioni rispetto a forme alternative di investimento in altri paesi, dove gli investimenti immobiliari sarebbero alimentati anche dal basso livello dei tassi sui mutui ipotecari. Ci si attende che gli investimenti pubblici diminuiscano nel periodo in rassegna, come indicano le misure di risanamento di bilancio annunciate in diversi paesi dell'area.

Nel corso del 2012 i consumi privati dovrebbero rimanere modesti, in quanto la notevole flessione del reddito disponibile reale è controbilanciata solo in parte dalla riduzione del tasso di risparmio, per effetto della redistribuzione nel tempo dei consumi. La netta contrazione del reddito disponibile reale è dovuta al calo dell'occupazione e dei redditi per occupato in termini reali, alle misure di risanamento di bilancio e alla debole dinamica dei redditi non da lavoro. Nel 2013 i consumi privati dovrebbero aumentare moderatamente, soprattutto a causa della ripresa del reddito disponibile reale con il graduale venir meno dell'impatto avverso dei suddetti fattori. I consumi privati sarebbero sostenuti anche dall'attenuazione delle pressioni sui prezzi delle materie prime. Le proiezioni indicano che i consumi collettivi in termini reali rimarranno sostanzialmente stabili sia nel 2012 che nel 2013.

Nel periodo in rassegna il ritmo di crescita delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro dovrebbe acquisire slancio, benché resti limitato dalla debolezza della domanda interna. Di riflesso alla più vigorosa espansione delle esportazioni, l'interscambio netto fornirebbe un rilevante contributo positivo alla crescita del PIL in termini reali per tutto l'orizzonte temporale di proiezione.

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

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

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

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.

La crisi in atto avrebbe esercitato sulla crescita potenziale un impatto negativo, la cui entità esatta rimane però estremamente dubbia. È probabile che la perdurante debolezza dell'occupazione e degli investimenti gravi ulteriormente sull'espansione del prodotto potenziale. Date le prospettive sfavorevoli per la crescita, l'*output gap* negativo dovrebbe ampliarsi nel 2012, prima di registrare una certa riduzione nel 2013.

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

In base alle attese, l'inflazione misurata sullo IAPC si porterebbe in media in un intervallo del 2,3-2,5 per cento nel 2012, livello relativamente elevato che rispecchia l'impatto dei rincari del petrolio e del deprezzamento del tasso di cambio dell'euro, nonché gli incrementi delle imposte indirette. L'inflazione dovrebbe situarsi all'1,0-2,2 per cento nella media del 2013, registrando una considerevole flessione, che sarà determinata in larga misura dall'andamento prospettato per la componente energetica. Tenuto conto della graduale contrazione ipotizzata per le quotazioni del greggio nel periodo in esame e del venir meno dell'impatto dei precedenti rincari, il contributo dei prezzi dell'energia all'inflazione complessiva dovrebbe ridursi nel 2013. Anche il contributo degli alimentari dovrebbe diminuire, seppure in misura molto minore. L'inflazione armonizzata al netto degli alimentari e dell'energia rimarrebbe sostanzialmente stabile nei due anni considerati, poiché gli incrementi attesi per le imposte indirette e i

prezzi amministrati esercitano pressioni al rialzo, compensando le spinte al ribasso derivanti dalla debole domanda interna e dai moderati aumenti del costo del lavoro.

Più precisamente, le pressioni esterne sui prezzi si sono intensificate al volgere dell'anno, alimentate dai rincari del petrolio e dal deprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Tuttavia, le ipotesi tecniche formulate per i tassi di cambio e le quotazioni delle materie prime presuppongono un'attenuazione di tali pressioni nel periodo di riferimento. Inoltre, il tasso di incremento del deflatore delle importazioni, sul periodo corrispondente, risentirà di ampi effetti base al ribasso, poiché gli aumenti dell'anno precedente non esercitano più effetti nel calcolo della variazione sui dodici mesi; pertanto, dovrebbe diminuire rapidamente nell'orizzonte temporale di proiezione. Quanto alle spinte interne sui prezzi, la crescita dei redditi per occupato registrerebbe una lieve flessione nel 2012 e qualche ulteriore riduzione nel 2013, a seguito del deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Tenuto conto dell'elevato tasso medio di inflazione del 2012, i redditi per occupato in termini reali dovrebbero segnare una contrazione. Nel 2013 farebbero osservare un rialzo, per effetto del calo previsto per l'inflazione, ma aumenterebbero a un ritmo più lento della produttività per l'intero periodo in esame. L'espansione sui dodici mesi del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe risalire nel 2012, di riflesso alla debolezza congiunturale della crescita della produttività, per poi moderarsi nel 2013, a fronte di una ripresa della produttività e di pressioni salariali ancora contenute. I margini di profitto scenderebbero nel 2012, mitigando il brusco rialzo del costo unitario del lavoro, sullo sfondo della debole domanda aggregata; un recupero è previsto per il 2013, a seguito del rallentamento del costo unitario del lavoro riconducibile alla maggiore crescita della produttività e alla ripresa della domanda. Per effetto del processo di risanamento di bilancio in atto in molti paesi dell'area dell'euro, gli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette contribuirebbero all'inflazione armonizzata in misura superiore alla media sia nel 2012 che nel 2013.

## CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL MARZO 2012

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel Bollettino di marzo scorso, l'intervallo di valori per la crescita del PIL in termini reali è rimasto invariato per il 2012, mentre per il 2013 ha subito un lieve restringimento. Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, gli intervalli di valori risultano più ristretti per entrambi gli anni considerati.

**Tavola 2 Confronto con le proiezioni di marzo 2012**

(variazioni percentuali; medie annue)

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
PIL in termini reali – marzo 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
PIL in termini reali – giugno 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
IAPC – marzo 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
IAPC – giugno 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

## 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 PIL in termini reali dell'area dell'euro registrerebbe un calo compreso fra lo 0,1 e lo 0,4 per cento nel 2012, che rientra nell'intervallo di valori delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema. L'anno successivo segnerebbe un incremento compreso fra lo 0,8 e l'1,0 per cento, anch'esso entro l'intervallo di valori delle proiezioni.

Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni disponibili indicano un tasso medio annuo compreso fra il 2,0 e il 2,4 per cento nel 2012, che si colloca nell'intervallo di valori delle proiezioni o risulta lievemente inferiore. Per il 2013 rilevano una media compresa fra l'1,6 e l'1,9 per cento, ossia entro l'intervallo di valori delle proiezioni.

#### 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
FMI	aprile 2012	-0,3	0,9	2,0	1,6
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	maggio 2012	-0,2	1,0	2,3	1,8
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	maggio 2012	-0,4	0,8	2,4	1,8
OCSE	maggio 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Commissione europea	maggio 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	giugno 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, primavera 2012; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2012; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2012; *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, 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.