



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

## PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE NEL SETTEMBRE 2014<sup>1</sup>

*Gli indicatori recenti suggeriscono prospettive più deboli nel breve termine a fronte di una moderata dinamica dell'interscambio, di tensioni geopolitiche e di incertezze circa il processo di riforma in alcuni paesi dell'area dell'euro. Ciò nonostante, nello scenario di base delle proiezioni si riscontrano ancora le forze sottostanti per un protrarsi della ripresa. La domanda interna beneficerà dell'orientamento accomodante della politica monetaria, rafforzato dalle misure convenzionali e non convenzionali adottate lo scorso giugno, e delle condizioni più favorevoli di offerta del credito. Lo scenario di base delle proiezioni ipotizza un'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio dopo anni di considerevole inasprimento fiscale. Inoltre, i consumi privati saranno favoriti dall'impatto di prezzi contenuti delle materie prime e dall'incremento dei redditi ascrivibile al graduale miglioramento del mercato del lavoro; gli investimenti, seppur frenati all'inizio da una cospicua capacità produttiva inutilizzata, saranno sospinti da una minore esigenza di aggiustamento dei bilanci e dagli effetti di recupero dopo anni di attività moderata. Le esportazioni beneficeranno della graduale ripresa mondiale, con il concorso di un cambio effettivo dell'euro più debole. Le proiezioni indicano un'espansione del PIL in termini reali pari allo 0,9 per cento nel 2014, all'1,6 nel 2015 e all'1,9 nel 2016. Poiché si tratta di valori superiori alla crescita potenziale stimata, questi tassi contribuiscono a una graduale riduzione dell'output gap.*

*L'inflazione misurata sullo IAPC si manterrebbe moderata nel breve periodo, in media allo 0,6 per cento nel 2014, per poi aumentare lentamente all'1,1 per cento nel 2015 e all'1,4 nel 2016 di riflesso all'atteso miglioramento dell'attività economica, che comporterebbe un'accelerazione di salari e utili. Inoltre, alle pressioni al rialzo sui prezzi dovrebbe concorrere l'aumento ipotizzato per i prezzi delle materie prime non energetiche e più in generale per i prezzi all'importazione dell'area dell'euro, anche sulla scia di un indebolimento del tasso di cambio dell'euro. Tuttavia, il rimanente eccesso di capacità produttiva e il calo delle quotazioni petrolifere desunto dall'andamento discendente dei contratti future frenano le prospettive di inflazione.*

*Rispetto alle proiezioni pubblicate nel numero di giugno scorso del Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali nel 2014 è stata rivista al ribasso di 0,2 punti percentuali, di riflesso a una dinamica del prodotto più debole delle attese nel secondo trimestre e a minori esportazioni nella seconda metà dell'anno. È stato corretto al ribasso anche il dato per il 2015, principalmente a causa di un effetto di trascinarsi meno favorevole. Per contro, la proiezione per il 2016 è stata rivista al rialzo, di 0,1 punti percentuali, soprattutto in ragione dell'impatto favorevole di migliori condizioni di finanziamento per gli investimenti privati. L'inflazione misurata sullo IAPC per il 2014 è stata modificata al ribasso, di 0,2 punti percentuali, sulla scorta dei dati effettivi inferiori alle proiezioni rilevati negli ultimi mesi. Per il 2015 e il 2016 la proiezione resta invariata poiché la dinamica di fondo dell'inflazione armonizzata, più contenuta di quanto prospettato in passato, viene sostanzialmente compensata da rincari della componente energetica in qualche misura maggiori, dal momento che si ipotizzano quotazioni petrolifere più elevate e un tasso di cambio inferiore.*

*Le recenti misure di politica monetaria della BCE sono comprese nello scenario di base delle proiezioni unicamente attraverso il loro impatto sulle ipotesi tecniche finanziarie (tasso di interesse del mercato e quotazioni azionarie, compreso il tasso di cambio). È quindi probabile che in tale scenario si sottovaluti l'impatto del pacchetto di interventi, poiché non sono ricompresi altri canali (cfr. riquadro 2).*

<sup>1</sup> Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE 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 21 agosto 2014.

*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>.*

*Per la prima volta nelle proiezioni dell'area dell'euro è inclusa la Lituania.*

## IL CONTESTO INTERNAZIONALE

In base alle proiezioni la crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) mostrerà un recupero nel periodo considerato, passando dal 3,7 per cento nel 2014 al 4,2 nel 2015 e al 4,3 nel 2016. Nonostante la variabilità nel breve termine, lo slancio nelle economie avanzate all'esterno dell'area dell'euro si sta consolidando. Ha segnato un recupero anche l'attività nei mercati emergenti, per effetto della forte accelerazione in Cina. Gli indicatori su scala mondiale confermano per il breve termine un rafforzamento della crescita, che secondo le attese si protrarrebbe anche in seguito. Le politiche monetarie molto accomodanti nelle economie avanzate continuano a sostenere i mercati finanziari e la ripresa a livello mondiale. Questi paesi dovrebbero anche beneficiare in misura crescente di andamenti meno sfavorevoli, per effetto dell'esaurirsi del processo di riduzione della leva finanziaria nel settore privato, della minore esigenza di risanamento dei conti pubblici e di mercati del lavoro in via di miglioramento. Per contro, è probabile che in varie economie emergenti il potenziale di crescita venga frenato da strozzature di natura infrastrutturale, vincoli di capacità produttiva e squilibri macroeconomici, mentre altre economie dello stesso gruppo si stanno adeguando all'inasprimento delle condizioni finanziarie e alla prevista normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti.

L'interscambio mondiale ha perso parte del suo slancio dalla fine dello scorso anno. In prospettiva, ci si attende che i maggiori investimenti nelle economie avanzate all'esterno dell'area dell'euro favoriscano una graduale ripresa degli scambi internazionali. Si ritiene, tuttavia, che incidano anche fattori strutturali, tra cui il rallentamento del ritmo di integrazione tramite le filiere produttive su scala mondiale. Di conseguenza, e in linea con i precedenti esercizi previsivi, le proiezioni ipotizzano per l'interscambio un'elasticità all'attività economica inferiore a quella osservata prima della crisi finanziaria globale. Viene prospettato un rafforzamento del commercio internazionale (esclusa l'area dell'euro) del 3,9 per cento nel 2014, del 5,5 nel 2015 e del 5,9 nel 2016. Poiché il ritmo di espansione della domanda di importazioni da parte dei principali partner commerciali dell'area sarebbe più contenuto rispetto alla domanda proveniente dal resto del mondo, la crescita della domanda estera dell'area risulterebbe lievemente inferiore a quella del commercio internazionale (cfr. tavola 1).

**Tavola 1 Contesto internazionale**

(variazioni percentuali annue)

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

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.

2 Cfr. l'articolo *Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema* nel numero di maggio 2013 del Bollettino.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero dello scorso giugno del Bollettino, le prospettive per la crescita mondiale sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali per il 2014 e di 0,2 per il 2015 e il 2016. Queste modifiche sono tuttavia di natura tecnica e rispecchiano interamente, anziché una diversa valutazione a livello dei singoli paesi, un aggiornamento dei pesi che, sulla base della parità dei poteri d'acquisto, vengono assegnati al PIL dei vari paesi considerati nella costruzione degli aggregati relativi all'attività mondiale; i pesi riveduti attribuiscono maggiore importanza alle economie emergenti a più rapida crescita<sup>3</sup>. Al netto degli effetti della nuova ponderazione, la crescita del PIL mondiale resta sostanzialmente invariata. La domanda estera dell'area dell'euro è stata corretta al ribasso di 0,3 punti percentuali per il 2014 e il 2015, e di 0,1 punti percentuali per il 2016. Queste revisioni discendono dalla considerazione che l'interscambio mondiale sarà probabilmente più debole di quanto atteso in precedenza nonché dalle prospettive più sfavorevoli per quanto concerne gli scambi con la Russia e l'Ucraina (cfr. riquadro 4).

#### Riquadro 1

##### **IPOSTESI 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 agosto 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 nel 2015, nonché dello 0,3 nel 2016. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 2,3 per cento nel 2014, del 2,2 nel 2015 e del 2,5 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 rimarrebbero sostanzialmente stabili nel 2014 e nel 2015, per poi mostrare 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 agosto, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent si riducano, passando da 109,8 dollari al barile nel secondo trimestre del 2014 a 102,7 nel 2016. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero registrare nel 2014 un consistente calo, al quale seguirebbe un incremento moderato nel 2015 e uno più sostenuto 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 agosto. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,36 nel 2014 e a 1,34 nel 2015 e nel 2016.

3 A seguito della pubblicazione dell'indagine del 2011 condotta nell'ambito dell'International Comparison Program sui nuovi parametri per la parità dei poteri d'acquisto, l'FMI ha aggiornato nel *World Economic Outlook* le stime per il PIL valutato alla parità dei poteri di acquisto (cfr. il riquadro nell'aggiornamento di luglio 2014 del *World Economic Outlook* pubblicato dall'FMI).

## Ipotesi tecniche

	Settembre 2014				Giugno 2014			Revisioni rispetto a giugno 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Prezzo del petrolio (USD al barile)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Tasso di cambio USD/EUR	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-20) (variazione percentuale annua)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	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 le leggi di bilancio e le manovre aggiuntive approvate dai paesi dell'area dell'euro, i rispettivi programmi di finanza pubblica di medio periodo e gli interventi ampiamente precisati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità disponibili al 21 agosto. Tali interventi includono 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, queste ipotesi implicano in media un risanamento dei conti pubblici di entità appena contenuta nel periodo considerato, in base ai programmi di bilancio per il 2014 e alle informazioni solo limitate per i due anni successivi. La portata dell'azione di riequilibrio ipotizzata per l'arco temporale della proiezione è significativamente inferiore a quella registrata negli ultimi anni.

Rispetto al numero di giugno scorso del Bollettino, le principali modifiche apportate alle ipotesi tecniche includono una flessione dei tassi di interesse a breve e a lungo termine nell'area dell'euro nonché un indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Al confronto con le proiezioni di giugno, le quotazioni petrolifere denominate in dollari statunitensi sono lievemente superiori mentre sono inferiori i prezzi delle materie prime non energetiche.

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 terzo 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

Dopo quattro trimestri di crescita moderata, la ripresa economica nell'area dell'euro ha ristagnato nel secondo trimestre. La debolezza dell'attività in questo periodo rifletterebbe in parte l'effetto avverso esercitato da svariati fattori una tantum. Innanzitutto, nel primo trimestre l'attività è stata soggetta a un inconsueto impatto al rialzo dovuto al basso numero di giornate festive (poiché le vacanze scolastiche pasquali cadevano interamente nel secondo trimestre) e all'inverno mite che aveva dato slancio alle costruzioni. Questi due fattori del primo trimestre, che non sono stati colti in maniera sufficiente né dalla

destagionalizzazione né dalla correzione per il numero di giornate lavorative, hanno frenato la crescita nel trimestre successivo, quando sono stati riassorbiti. In secondo luogo, gli effetti di calendario negativi connessi al numero più elevato del consueto di “ponti” in prossimità delle festività potrebbero aver ridotto in maggio il numero di giornate lavorative effettive in molti paesi dell’area dell’euro, fattore di cui la correzione applicata non ha tenuto conto.

Quanto alla seconda metà del 2014, il recente indebolimento degli indicatori del clima di fiducia, che pure rimangono prossimi alle medie di lungo periodo, segnala un aumento dell’attività piuttosto modesto a breve termine. I dati delle indagini congiunturali sono peggiorati a fronte dell’ulteriore recente inasprimento delle tensioni geopolitiche (cfr. riquadro 4) unitamente all’incertezza circa il processo di riforma economica in alcuni paesi dell’area dell’euro. Nel complesso, le proiezioni indicano nella seconda metà del 2014 una ripresa piuttosto moderata dell’attività, più debole di quanto atteso in precedenza.

Oltre il breve termine, in assenza di un ulteriore acuirsi delle tensioni mondiali si prospetta nell’orizzonte di proiezione una graduale accelerazione del PIL in termini reali. L’espansione del prodotto dovrebbe aumentare nel 2015 e nel 2016 a fronte di un calo dei differenziali di crescita tra paesi, grazie ai progressi compiuti nel superare la frammentazione dei mercati finanziari, alle minori differenze nel profilo delle politiche di bilancio e all’impatto positivo esercitato sull’attività dalle passate riforme strutturali in vari paesi. La ripresa prospettata per l’attività sarà trainata soprattutto da un rafforzamento della domanda interna, riconducibile all’orientamento accomodante della politica monetaria (ulteriormente rafforzato dalle recenti misure convenzionali e non convenzionali), a un’intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio dopo anni di considerevole inasprimento fiscale e al ripristino di criteri neutri per l’erogazione del credito. Inoltre, i consumi privati dovrebbero beneficiare di un incremento del reddito disponibile reale derivante dall’impatto favorevole della moderata dinamica dei prezzi delle materie prime e dell’accelerazione dei salari. Anche gli investimenti privati in immobili residenziali e in altri settori dovrebbero essere favoriti dall’esaurirsi dell’impatto negativo degli aggiustamenti di bilancio necessari e dall’effetto di recupero dopo anni di investimenti deboli. L’attività, inoltre, sarà sempre più sospinta anche da un graduale consolidamento della domanda estera, rafforzata dal recente deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell’euro e dai passati incrementi di competitività. Ciò nondimeno, alcuni fattori continuano a frenare i progressi verso una crescita più sostenuta. Ci si attende che l’impatto avverso sulle prospettive per i consumi privati dovuto agli elevati tassi di disoccupazione in alcuni paesi diminuisca solo con gradualità nel periodo considerato, mentre l’ampia capacità produttiva inutilizzata in alcuni paesi e, presumibilmente, i vincoli dal lato dell’offerta di lavoro in altri continuerebbero a frenare la spesa per investimenti. In aggiunta, le tensioni geopolitiche correnti offuscano le prospettive a breve termine per investimenti ed esportazioni. Il PIL in termini reali aumenterebbe, in media d’anno, dello 0,9 per cento nel 2014, dell’1,6 nel 2015 e dell’1,9 nel 2016. Questa dinamica riflette il contributo in costante aumento della domanda interna accompagnato dall’esiguo apporto positivo delle esportazioni nette.

Esaminando in maggior dettaglio le componenti della domanda, secondo le proiezioni le esportazioni all’esterno dell’area dell’euro acquisiranno slancio nel prosieguo del 2014 e nel 2015, di riflesso al graduale rafforzamento della domanda estera dell’area e all’effetto positivo del recente deprezzamento della moneta unica. Le recenti tensioni tra UE e Russia hanno nel complesso ricadute limitate per la domanda estera e le esportazioni dell’area dell’euro, ma alcuni paesi che presentano legami commerciali relativamente forti con la Russia potrebbero risentirne in misura maggiore. Le quote di mercato delle esportazioni dell’area dovrebbero diminuire marginalmente nell’arco temporale considerato, evidenziando tuttavia andamenti piuttosto eterogenei tra paesi a causa di una diversa evoluzione della competitività e di strutture dell’interscambio differenti. Le esportazioni all’interno dell’area aumenterebbero a un ritmo in qualche misura più lento di quelle verso l’esterno, a causa di una domanda interna ancora piuttosto debole.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero via via aumentare nell’orizzonte di proiezione, sorretti dal rafforzamento della domanda interna ed estera in presenza di un fabbisogno cumulato di investimenti di sostituzione, dal livello molto basso dei tassi di interesse e dall’atteso miglioramento in alcuni paesi della trasmissione dei tassi di politica monetaria a quelli sui prestiti, dall’incremento degli utili e da un certo miglioramento degli effetti dal lato dell’offerta di credito. Tuttavia, l’impatto negativo della più debole dinamica della crescita e dell’ulteriore ristrutturazione dei bilanci societari in alcuni paesi dell’area

dell'euro ostacola una più vigorosa ripresa degli investimenti delle imprese. Al termine del periodo in rassegna ci si attende che gli investimenti delle imprese si collochino ancora su un livello inferiore del 6 per cento al massimo raggiunto prima della crisi, seppure con notevoli differenze tra paesi dell'area.

Secondo le proiezioni, gli investimenti nell'edilizia residenziale registreranno un graduale incremento nella seconda metà del 2014 per poi acquisire maggiore slancio nel 2015 con la ripresa dell'attività economica nel contesto di bassi tassi sui mutui ipotecari e di migliori condizioni dell'offerta di credito nonché con il progressivo esaurirsi delle esigenze di aggiustamento. In alcuni paesi, tuttavia, la correzione nei mercati delle abitazioni e/o la crescita tuttora debole del reddito disponibile reale continuano a deprimere l'edilizia residenziale. Per tutto il periodo considerato ci si attende una perdurante debolezza degli investimenti pubblici dovuta al protratto contenimento della spesa in diversi paesi dell'area dell'euro, il quale più che compensa la dinamica maggiormente espansiva di tali investimenti in altri.

Sebbene l'occupazione in termini di numero di occupati sia moderatamente aumentata nella prima metà del 2014, l'espansione rimarrebbe debole nella seconda metà dell'anno e segnerebbe poi un lieve incremento nel 2015 e nel 2016. L'aumento atteso riflette la ripresa dell'attività, l'impatto al rialzo della passata moderazione salariale e l'effetto positivo delle riforme nei mercati del lavoro, che hanno accresciuto la flessibilità e favorito la creazione di posti di lavoro nel settore privato, specie in alcuni paesi sottoposti a tensioni. Tuttavia, ulteriori riduzioni all'organico del settore pubblico freneranno in alcuni paesi la crescita complessiva dell'occupazione. Per il periodo in rassegna si prospetta un moderato 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 è leggermente diminuito nei mesi recenti, soprattutto per effetto della svolta nell'occupazione. Ci si attende che scenda ancora nell'arco di tempo considerato, pur mantenendosi su livelli significativamente superiori a quelli osservati prima della crisi. La produttività del lavoro (misurata in termini di prodotto per occupato) aumenterebbe, di riflesso all'accelerazione attesa per il PIL in termini reali e alla risposta ritardata dell'occupazione agli andamenti dell'attività economica.

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

(variazioni percentuali annue)

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

1) Le proiezioni per il 2015 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. Per le variabili di contabilità nazionale la proiezione si basa sul Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95).

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. 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. Il calcolo riflette l'approccio del SEBC riguardo ai saldi di bilancio corretti per gli effetti del ciclo economico (cfr. Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001) e la definizione di misure temporanee adottata dal SEBC (cfr. Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2006). 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 una trattazione in merito, anche con riferimento alla metodologia della Commissione europea, 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.

La crescita dei consumi privati dovrebbe mostrare un recupero nel periodo in esame, seguendo da vicino l'espansione del reddito disponibile reale. Questa sarebbe favorita da un incremento dei redditi da lavoro (imputabile a un rialzo dell'occupazione e a una crescita salariale più vigorosa), da un impatto meno gravoso delle misure di riequilibrio dei conti pubblici, da un maggiore contributo da parte di altri redditi

personali (connessi soprattutto a utili) e da prezzi contenuti delle materie prime. Ci si attende che il tasso di risparmio rimanga stabile a causa di effetti opposti riconducibili, da un lato, all'impatto al ribasso dei tassi di interesse inferiori e della disoccupazione in graduale diminuzione (che comporta una minore esigenza di risparmio a scopo precauzionale) e, dall'altro, alle spinte al rialzo dovute a un minore ridimensionamento forzato del risparmio in alcuni paesi poiché il maggiore reddito disponibile agevola i consumi. Nell'arco temporale della proiezione i consumi collettivi aumenterebbero in misura moderata.

Le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro mostrerebbero una crescita contenuta nel periodo in esame, essendo ancora frenate dalla debolezza della domanda totale dell'area e da un certo impatto al ribasso dovuto al recente deprezzamento dell'euro. L'interscambio netto contribuirebbe in misura moderata alla crescita del PIL in termini reali nell'orizzonte temporale della proiezione. Ci si attende che nel 2016 l'avanzo delle partite correnti rimanga sostanzialmente stabile al 2,4 per cento del PIL.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di giugno scorso del Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali nel 2014 è stata rivista al ribasso di 0,2 punti percentuali, di riflesso soprattutto a una dinamica del prodotto più debole delle attese nel secondo trimestre. In aggiunta, sullo sfondo di accresciute tensioni geopolitiche l'impatto di una minore domanda mondiale sulle esportazioni e, in misura più contenuta, della maggiore debolezza degli investimenti comporta una revisione al ribasso dell'attività nella seconda metà del 2014. La proiezione per il 2015 è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali, a causa soprattutto di un minore effetto di trascinamento. Per il 2016 è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali, principalmente in virtù dell'impatto positivo esercitato sugli investimenti privati da condizioni di finanziamento più favorevoli (sorrette dalle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine).

## 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 agosto. L'attuale basso livello riflette il calo dei prezzi dell'energia e degli alimentari, nonché la debole dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi.

Dopo un livello dello 0,6 per cento nel secondo trimestre, l'inflazione complessiva si ridurrebbe ancora lievemente allo 0,4 per cento nel terzo trimestre per poi segnare un recupero allo 0,7 per cento nel quarto. Si rafforzerebbe ancora con gradualità nell'orizzonte di proiezione, raggiungendo l'1,5 per cento nel quarto trimestre del 2016. Il restringimento dell'output gap negativo a fronte del consolidamento della ripresa, determinando un'accelerazione di salari e utili, dovrebbe esercitare un impatto al rialzo sull'inflazione. Inoltre, l'incremento dei prezzi delle materie prime non energetiche e dei prezzi all'importazione dell'area dell'euro, rafforzato da un tasso di cambio più basso per la moneta unica, favorirebbero l'aumento dei prezzi al consumo nell'area. Nondimeno, si prevede che fino al 2016 l'inflazione risulti contenuta a causa del rimanente eccesso di capacità produttiva nell'economia, dal momento che fino al 2016 l'output gap negativo si restringerebbe solo in parte (circostanza che implica dinamiche salariali e dei margini di profitto molto modeste), e del calo delle quotazioni petrolifere desunto dai mercati dei contratti future.

In maggiore dettaglio, l'inflazione dei beni energetici rimarrebbe in territorio decisamente negativo nel terzo trimestre del 2014, per poi oscillare su valori prossimi allo zero per la parte restante dell'orizzonte di proiezione. L'impatto esercitato sui prezzi dell'energia al consumo dall'inclinazione lievemente discendente della curva dei contratti future per le quotazioni del greggio è in parte compensato nel periodo in esame da effetti al rialzo di fattori quali il deprezzamento dell'euro e la dinamica dei prezzi di altri prodotti energetici. Nel complesso, i prezzi dell'energia fornirebbero nell'arco di tempo considerato un contributo nullo all'inflazione misurata sullo IAPC, apporto significativamente inferiore alla media di 0,5 punti percentuali del periodo dal 1999 al 2013. Pertanto, la dinamica di questa componente dell'indice spiega in gran parte le più moderate prospettive di inflazione nell'orizzonte di proiezione rispetto alla dinamica osservata nei primi quindici anni di unione monetaria.

Secondo le proiezioni, l'inflazione degli alimentari rimarrà prossima allo zero nel terzo trimestre dell'anno in corso, ma mostrerà una forte ripresa nei trimestri successivi fino a metà 2015, quando



dovrebbero venire meno il cospicuo impatto al ribasso delle condizioni meteorologiche sui prezzi dei prodotti alimentari non trasformati e gli effetti base al ribasso. In seguito, dovrebbe continuare ad aumentare ancora, anche se con maggiore gradualità, per portarsi su tassi del 2,0 per cento al termine dell'orizzonte di proiezione. L'ulteriore accelerazione dei prezzi degli alimentari riflette l'incremento ipotizzato dei prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari in linea con il graduale rafforzamento della ripresa economica. Nel complesso, i prezzi degli alimentari fornirebbero nell'orizzonte di proiezione un contributo di 0,2 punti percentuali all'inflazione misurata sullo IAPC, valore inferiore al contributo medio del periodo 1999-2013 pari a 0,5 punti percentuali; anch'essi concorrono quindi a spiegare le prospettive di inflazione in confronto modeste.

L'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia dovrebbe aver raggiunto il valore minimo, allo 0,8 per cento, tra il quarto trimestre del 2013 e il terzo trimestre del 2014. Dovrebbe aumentare gradualmente nel periodo della proiezione via via che la ripresa acquisirà slancio (con un restringimento dell'output gap) e che la dinamica salariale e l'evoluzione degli utili si rafforzeranno. Ci si attende che questa misura dell'inflazione di fondo si porti all'1,5 per cento nell'ultimo trimestre del 2016. Anche il contributo di questa componente dello IAPC all'inflazione complessiva, situandosi a 0,8 punti percentuali nell'arco di tempo considerato, è inferiore alla media di lungo periodo pari a 1,1 punti percentuali.

Nel 2014 gli aumenti delle imposte indirette inclusi nei piani di risanamento dei conti pubblici fornirebbero all'inflazione un contributo al rialzo modesto, di circa 0,1 punti percentuali. In mancanza di informazioni sulle misure di bilancio approvate per la parte restante dell'orizzonte temporale di proiezione, ci si attende al momento che l'apporto delle imposte indirette sia trascurabile nel 2015 e nel 2016 (a fronte di una media storica dello 0,2 per cento).

I fattori esterni hanno esercitato un notevole effetto al ribasso sulla recente evoluzione dell'inflazione misurata sullo IAPC. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore delle importazioni ha evidenziato una brusca flessione dal 2,4 per cento nel 2012 al -2,0 nel primo trimestre del 2014. L'andamento va ricondotto a prezzi internazionali deboli a causa della moderata espansione mondiale, al passato apprezzamento dell'euro e ai ribassi delle quotazioni del greggio e delle materie prime non petrolifere. Le significative pressioni esterne al ribasso sui prezzi dovrebbero esaurirsi nella seconda metà del 2014, quando si prevede un punto di svolta nella crescita del deflatore delle importazioni sul periodo corrispondente. Nell'orizzonte temporale della proiezione ci si attende un incremento del tasso di crescita di questo deflatore fino agli inizi del 2015, a cui seguirebbe nel periodo in esame restante un'espansione sostanzialmente stabile pari all'1,4 per cento circa, livello prossimo alla media di lungo periodo. L'accelerazione del deflatore delle importazioni riflette l'incremento ipotizzato per i prezzi internazionali sulla scia del rafforzamento dell'economia mondiale, l'atteso rincaro delle materie prime non energetiche e un tasso di cambio dell'euro più basso.

Passando alle pressioni interne sui prezzi, il graduale miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro dovrebbe determinare una certa accelerazione dei redditi per occupato. Per la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si prospetta una flessione nei primi due anni dell'orizzonte temporale, all'1,0 per cento nel 2014 e ancora allo 0,8 nel 2015, seguita da un lieve incremento all'1,1 nel 2016. Il rallentamento del costo unitario del lavoro nei primi due anni considerati è attribuibile alla modesta dinamica dei redditi per occupato insieme alla maggiore crescita della produttività del lavoro. Nel 2016 il costo unitario del lavoro dovrebbe accelerare lievemente, a causa della più vigorosa espansione dei redditi per occupato accompagnata dalla sostanziale stagnazione della crescita della produttività. Questo andamento riflette la consueta reazione ritardata della dinamica salariale e di quella dell'occupazione alla ripresa economica, tenuto conto della marcata debolezza dei mercati del lavoro dell'area solo in lento miglioramento.

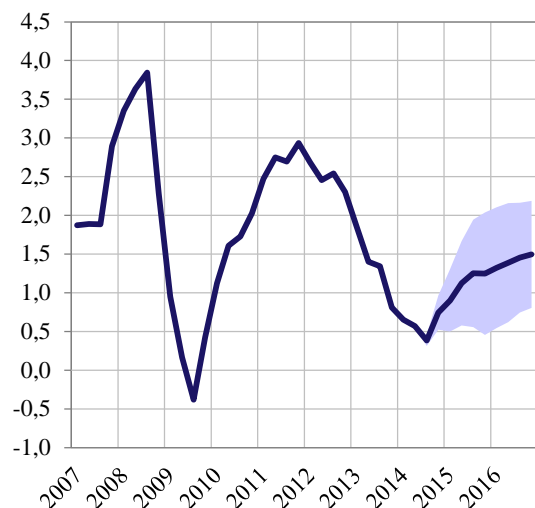
I margini di profitto (misurati dalla differenza tra deflatore del PIL al costo dei fattori e incremento del costo unitario del lavoro) dovrebbero registrare una certa contrazione nel 2014. In seguito, si rafforzerebbero gradualmente, sostenuti dalla ripresa congiunturale dell'economia.

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

(dati trimestrali)

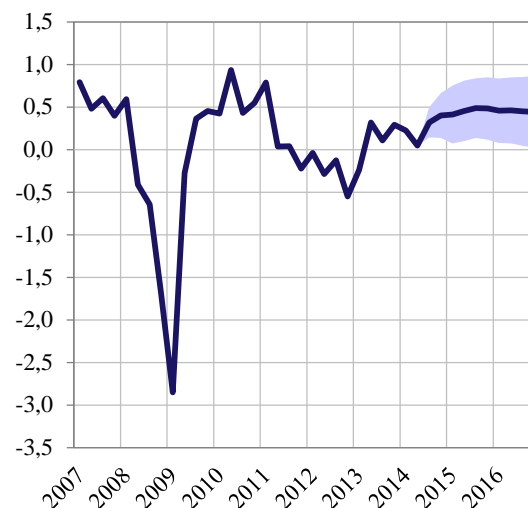
### IAPC dell'area dell'euro

(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. 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.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di giugno 2014 del Bollettino, la proiezione per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è stata rivista al ribasso di 0,2 punti percentuali per il 2014, soprattutto per effetto di un andamento dell'indice più contenuto del previsto nei mesi recenti. Per il 2015 e il 2016 la proiezione resta invece invariata, rispecchiando essenzialmente una compensazione fra le correzioni al ribasso dello IAPC al netto dell'energia e le revisioni al rialzo delle componenti energetiche. Quanto alle correzioni al ribasso, i recenti livelli dell'inflazione inferiori alle attese dovrebbero comportare una dinamica di fondo dello IAPC al netto dell'energia più persistente e più contenuta di quanto prospettato. Al tempo stesso le ipotesi di prezzi petroliferi più elevati e di un tasso di cambio più basso presuppongono una revisione al rialzo della componente energetica dell'indice.

## PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI

Sulla base delle ipotesi esposte nel riquadro 1, nell'area dell'euro il disavanzo delle amministrazioni pubbliche diminuirebbe gradualmente dal 3,0 per cento del PIL nel 2013 all'1,9 nel 2016. Tale diminuzione riflette in prevalenza l'evoluzione positiva della situazione congiunturale. Inoltre, il saldo strutturale di bilancio dovrebbe registrare in tutto il periodo considerato un certo miglioramento, riconducibile agli interventi di risanamento dei conti in alcuni paesi dell'area dell'euro e all'attesa sospensione dell'assistenza pubblica al settore finanziario. La continua moderata crescita della spesa pubblica dovrebbe più che compensare i tagli delle imposte dirette in diversi paesi. Secondo le attuali ipotesi sulle politiche di bilancio, il miglioramento in termini strutturali proseguirebbe, tuttavia, a un ritmo molto più lento che negli anni scorsi. Si prevede che nell'area dell'euro il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL tocchi un massimo del 93,9 per cento nel 2014, per poi scendere al 91,5 nel 2016.

## Riquadro 2

### TRATTAMENTO DEL PACCHETTO DI MISURE DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE DI GIUGNO 2014 NELL'AMBITO DELLE PROIEZIONI

Il pacchetto annunciato il 5 giugno 2014 comprende un'ampia gamma di misure di politica monetaria, alcune di attuazione immediata (riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE e proroga delle procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti), altre aventi effetto da settembre 2014 (operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, OMRLT) e altre ancora non precisate né decise alla data di chiusura di queste proiezioni (acquisti definitivi di attività cartolarizzate ossia asset-backed securities).

In tale contesto, l'approccio scelto in questo esercizio previsivo consiste nel tenere conto dell'impatto del pacchetto sullo scenario di base per quanto riguarda le ipotesi tecniche finanziarie fondate sul mercato (ovvero tassi di interesse di mercato e corsi azionari, compreso il tasso di cambio). La trasmissione delle variazioni di tali ipotesi dovrebbe essere in linea con le regolarità storiche; in altre parole, non viene operata alcuna correzione soggettiva allo schema di modellizzazione standard applicato per elaborare le ipotesi sui tassi sui prestiti e sugli effetti dal lato dell'offerta di credito oppure a qualsiasi altro fattore di costruzione dello scenario di base.

Nello scenario di base non vengono colti molti altri canali potenziali, fra i quali ad esempio la trasmissione del calo del costo di finanziamento delle banche ai loro tassi attivi, le favorevoli condizioni di offerta del credito e il ricorso delle banche ai fondi delle OMRLT per l'acquisto di attività. Quindi, nel complesso, è probabile che lo scenario di base sottostimi l'impatto del pacchetto; ciò rappresenta un evidente rischio al rialzo per le derivanti proiezioni sulla crescita e sull'inflazione.

## 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 della BCE sono definite sulle aspettative di mercato misurate dai prezzi impliciti dei contratti future sul greggio, che indicano un calo dei corsi del petrolio nell'orizzonte temporale considerato (cfr. riquadro 1). Questo profilo resta tuttavia soggetto a incertezza.

L'aspettativa di un calo dei prezzi del greggio può riflettere una valutazione del mercato secondo la quale la recente riduzione della produzione petrolifera di diversi paesi dell'OPEC a seguito di instabilità politica o tensioni geopolitiche sarà in parte invertita e/o compensata da un incremento della produzione mondiale di petrolio da scisti. I prezzi potrebbero tuttavia aumentare nell'eventualità di sviluppi geopolitici inattesi in importanti paesi produttori di petrolio (quale la Russia) nel breve e nel medio periodo oppure di una ripresa mondiale più vigorosa a medio termine.

Complessivamente, nel contesto di una ripresa mondiale, prezzi del petrolio più elevati di quanto ipotizzato nello scenario di base delle proiezioni sono ritenuti plausibili. Nella presente analisi di sensibilità si tiene quindi conto di una crescente revisione al rialzo dell'evoluzione dei prezzi dei contratti future per il petrolio<sup>2</sup>. Nel profilo alternativo si assume che le quotazioni del greggio superino del 3, del 6 e del 10 per cento i prezzi dei contratti future rispettivamente nel 2014, 2015 e 2016. Secondo i modelli

macroeconomici degli esperti della BCE, quotazioni del petrolio più elevate determinerebbero un aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC di 0,1-0,2 punti percentuali rispetto allo scenario di base delle proiezioni per il 2015 e il 2016. Al tempo stesso frenerebbero la crescita del PIL in termini reali, che risulterebbe inferiore di 0,1 punti percentuali nel 2015 e 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 aspettative di crescita e di inflazione nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e dalle attese di orientamenti di politica monetaria divergenti nelle due economie; ciò comporterebbe aspettative di mercato di un prolungato periodo di tassi di interesse contenuti nell'area e di una normalizzazione più rapida negli Stati Uniti. Un profilo alternativo dell'euro, che implichi 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 agosto 2014. Tale profilo comporta un graduale indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro a un tasso di cambio di 1,24 nel 2016, ossia inferiore del 7,4 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 risulterebbe inferiore del 3,9 per cento rispetto allo scenario di base nel 2016.

Secondo i modelli macroeconomici degli esperti della BCE, in tale eventualità risulterebbero più elevate sia la crescita del PIL in termini reali (0,1-0,3 punti percentuali nel 2015 e nel 2016) sia l'inflazione misurata sullo IAPC (0,2-0,3 punti percentuali nel 2015 e nel 2016).

## 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 UE-FMI. Tuttavia, gli interventi tesi al raggiungimento di tali obiettivi spesso mancano oppure non sono sufficientemente precisati nel dettaglio e, pertanto, non se ne tiene conto nello scenario di base, in particolare per il 2015-2016, periodo che non è compreso nelle manovre di finanza pubblica e nelle leggi di bilancio di gran parte dei paesi. 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 di bilancio 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, per l'area dell'euro si valuta un risanamento aggiuntivo molto limitato (meno dello 0,1 per cento del PIL) nel 2014, mentre ulteriori interventi di riequilibrio saranno probabilmente adottati nel 2015 (intorno allo 0,3 per cento) e in misura lievemente inferiore nel 2016 (circa lo 0,1 per cento); il valore cumulato si collocherebbe quindi intorno allo 0,4 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 di risanamento aggiuntivi più probabili. Nel quadro di questo esercizio, a livello di aggregazione dell'area dell'euro, si valuta che il risanamento dei conti sia sbilanciato verso il lato della spesa, ma emergono anche incrementi dell'imposizione fiscale indiretta, mentre si ritengono probabili misure di stimolo attraverso tagli alle imposte dirette e ai contributi previdenziali nel 2016.

### 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>3</sup>) della BCE.

Per il 2014 l'impatto delle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL in termini reali risulta limitato, ma si stima che si collocherà all'incirca a -0,2 punti percentuali sia nel 2015 sia nel 2016. L'effetto sull'inflazione al consumo è stimato a circa 0,1 punti percentuali nel 2015.

Soprattutto per il 2015 e il 2016 l'analisi evidenzia pertanto alcuni 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. Al tempo stesso emergono anche modesti rischi al rialzo per l'inflazione, in quanto si valuta che il risanamento aggiuntivo scaturirà in parte da incrementi dell'imposizione indiretta.

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>4</sup>. Gli esiti dell'analisi non mettono quindi in discussione la necessità di sforzi di risanamento aggiuntivi nell'orizzonte di 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.

### 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>	-2,4	-1,8	-1,1
Scenario dei conti pubblici per le proiezioni	-2,6	-2,4	-1,9
Misure di risanamento aggiuntive (cumulate) <sup>2)</sup>	0,0	0,3	0,4
Effetti delle misure di risanamento aggiuntive (punti percentuali) <sup>3)</sup>			
Crescita del PIL in termini reali	0	-0,2	-0,2
IAPC	0	0,1	0

1) Obiettivi in termini nominali riportati nella recente documentazione sui programmi UE-FMI per i paesi pertinenti e negli aggiornamenti dei programmi di stabilità del 2014 per i rimanenti paesi.

2) Analisi di sensibilità basata sulle valutazioni degli esperti della BCE.

3) Scostamenti dallo scenario di base in punti percentuali per la crescita del PIL in termini reali 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.

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 approfondita del modello utilizzato per calcolare l'aggiustamento al rialzo, cfr. Pagano, P. e Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, n. 1, art. 24, 2009.

3 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.

4 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 del Bollettino.

#### Riquadro 4

### IMPLICAZIONI DELLE TENSIONI FRA L'UE E LA RUSSIA PER LE PROSPETTIVE SUL COMMERCIO DELL'AREA DELL'EURO

L'intensificarsi delle tensioni geopolitiche e il connesso calo di fiducia possono avere esercitato ultimamente un impatto negativo sull'attività nell'area dell'euro. Tuttavia, lo scenario di base delle proiezioni ipotizza che le recenti tensioni tra l'UE e la Russia abbiano solo implicazioni avverse molto modeste per l'interscambio dell'area dell'euro. Gli effetti sulla domanda estera e sulle esportazioni dell'area dovrebbero esplicarsi in prevalenza attraverso due canali.

Innanzitutto, le prospettive per l'economia russa sono peggiorate, comprimendo la domanda interna e le importazioni del paese nell'orizzonte considerato rispetto alle proiezioni pubblicate nel numero di giugno del Bollettino, con ricadute negative sulla domanda estera e sulle esportazioni dell'area. L'acuirsi delle tensioni in Ucraina ha innescato l'imposizione di ulteriori sanzioni, soprattutto finanziarie, da parte dell'UE e degli Stati Uniti alla Russia. Dopo una contrazione, sul periodo precedente, dello 0,3 per cento del PIL russo nel primo trimestre del 2014, l'attività nei prossimi trimestri dovrebbe restare debole, riflettendo la stagnazione degli investimenti dovuta in parte agli incrementi dei tassi di interesse operati dalla Banca di Russia, le condizioni di finanziamento interne ed esterne molto più tese, i deflussi di capitale e l'elevata incertezza. In aggiunta, ci si attende che i consumi privati siano frenati dalle incerte prospettive economiche e dal reddito disponibile reale più contenuto a causa dell'aumento dell'inflazione, ascrivibile anche al deprezzamento del rublo. Il deterioramento della domanda interna russa rappresenta un freno per la crescita del PIL e delle importazioni del paese nel periodo in esame, comportando una revisione al ribasso delle importazioni russe rispetto alle precedenti proiezioni. Poiché la Russia incide per circa il 4,5 per cento sulla domanda estera dell'area, questo andamento più debole delle importazioni russe riduce lievemente la domanda estera dell'area, di pressappoco 0,1 punti percentuali sino alla fine del 2016, rispetto all'esercizio precedente.

Secondariamente, la Russia ha imposto il divieto di importazione di alcuni beni alimentari, inclusi quelli dell'area dell'euro, provenienti da paesi che hanno sanzionato persone e organismi russi. Il divieto interessa circa il 2 per cento delle importazioni totali della Russia di beni e servizi e rappresenta un ulteriore ostacolo alla loro crescita nell'orizzonte di proiezione. Per tenere conto dell'effetto di tali restrizioni, si ipotizza che circa un terzo delle importazioni colpite da embargo possa essere immediatamente sostituito da altri fornitori esteri. La quota restante dovrebbe indurre una lieve contrazione dell'espansione delle importazioni russe tra la fine del 2014 e il principio del 2015. Ciò si traduce in una flessione inferiore a 0,1 punti percentuali della domanda estera dell'area fino agli inizi del 2015 rispetto all'esercizio precedente.

Mentre le ripercussioni avverse sulla domanda estera dell'area dell'euro risultano probabilmente contenute, per alcuni dei suoi paesi l'impatto sarebbe più consistente, a seconda dei rapporti commerciali con la Russia. Inoltre, le recenti tensioni sembrano avere determinato un calo di fiducia delle imprese dell'area.

Per quanto concerne queste stime occorre tenere conto di alcune precisazioni. L'effetto avverso dell'embargo russo sulle esportazioni dell'area dell'euro potrebbe essere superiore a quanto indicato nella revisione al ribasso della domanda estera, poiché il divieto di importazione colpisce specificamente l'area e qualche altro paese dell'OCSE, fattore non colto dalle quote commerciali che sono fisse. Quindi è più plausibile che le esportazioni dell'area possano risultare inferiori a quanto già prospettato. I paesi dell'area, peraltro, potrebbero riuscire a trovare mercati di sbocco alternativi, smorzando l'impatto dell'embargo.

Infine, come rilevato nel numero di giugno 2014 del Bollettino (cfr. il riquadro *L'esposizione dell'area dell'euro alla crisi in Ucraina*), l'ulteriore acuirsi delle tensioni nella regione può dar luogo ad altre sanzioni nei confronti della Russia e a ritorsioni di quest'ultima contro l'UE. In tal caso, è probabile che l'impatto sull'attività e sull'inflazione nell'area dell'euro sia significativamente maggiore.

**Riquadro 5****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 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 (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 della BCE	settembre 2014	0,9 [0,7-1,1]	1,6 [0,6-2,6]	1,9 [0,6-3,2]	0,6 [0,5-0,7]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,7-2,1]
Commissione europea	maggio 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OCSE	maggio 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	agosto 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	agosto 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	agosto 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
FMI	luglio 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, primavera 2014; *World Economic Outlook Update* dell'FMI, luglio 2014 (PIL); *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2014; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2014; *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.

Secondo le previsioni diffuse dalle altre organizzazioni, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel 2014 sarebbe lievemente superiore a quella indicata dalle proiezioni degli esperti della BCE. Nel 2015 e nel 2016 si collocherebbe su livelli simili o leggermente inferiori ai dati della BCE. Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni della maggior parte delle organizzazioni riportano tassi medi annui nel 2014 e nel 2015 prossimi o lievemente superiori a quelli delle proiezioni della BCE. Nel 2016 l'inflazione al consumo si dovrebbe situare in media tra l'1,3 e l'1,5 per cento secondo le altre previsioni disponibili, rispetto all'1,4 per cento delle proiezioni della BCE. Al momento tutti i valori per il 2015 e il 2016 si collocano all'interno degli intervalli delle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE, come riportati nella tavola.

© Banca centrale europea, 2014

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.