



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Riquadro

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 22 febbraio 2013, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Il tasso di crescita del PIL in termini reali si collocherebbe in media fra il -0,9 e il -0,1 per cento nel 2013 e fra lo 0,0 e il 2,0 per cento nel 2014. L'inflazione si situerebbe tra l'1,2 e il 2,0 per cento nel 2013 e tra lo 0,6 e il 2,0 per cento nel 2014.

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

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime energetiche e non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato al 14 febbraio 2013.

I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le attese di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,3 per cento nel 2013 e dello 0,5 nel 2014. Le attese di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 3,2 per cento nel 2013 e del 3,6 nel 2014. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, il costo del credito al settore privato non finanziario dell'area dell'euro raggiungerebbe un livello minimo nella prima metà del 2013 per poi mostrare un graduale incremento. Nell'area dell'euro le condizioni di offerta del credito continuerebbero a esercitare un'influenza negativa sull'attività economica nel 2013 e nel 2014.

Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 febbraio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 114,1 dollari al barile nel 2013 e a 106,8 nel 2014. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari<sup>2</sup>, dovrebbero aumentare dell'1,2 per cento nel 2013 e del 2,3 nel 2014.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 febbraio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi mediamente a 1,35 nel 2013 e nel 2014, in aumento da 1,29 del 2012. Il tasso di cambio effettivo dell'euro dovrebbe apprezzarsi del 4,2 per cento nel 2013 e dello 0,1 l'anno successivo.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio discendono dalle misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in modo abbastanza dettagliato dai governi e supereranno verosimilmente l'iter legislativo. Benché si siano attuate o siano attese nel 2013 consistenti misure di risanamento, che comprendono sia incrementi delle imposte sia riduzioni della spesa, le ipotesi per il 2014 includono interventi di riequilibrio di bilancio solo molto contenuti.

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

<sup>2</sup> Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del periodo di proiezione; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al primo trimestre del 2014 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

## Proiezioni relative al contesto internazionale

La crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) evidenzerebbe un graduale incremento nell'orizzonte di proiezione, passando dal 3,7 per cento del 2012 al 3,8 nel 2013 e al 4,4 nel 2014. Le attese di un simile andamento sono suffragate dai dati delle indagini PMI (all'esterno dell'area dell'euro) che, in rialzo nei mesi recenti verso la media di lungo periodo, segnalano una maggiore fiducia delle imprese. Inoltre, le condizioni dei mercati finanziari mondiali hanno registrato un ulteriore miglioramento, come dimostrano l'aumento dei corsi azionari nonché la riduzione della volatilità e dei principali differenziali nei mercati finanziari. Le prospettive di crescita a medio termine per le maggiori economie avanzate rimangono tuttavia contenute. Nonostante i progressi compiuti dal settore privato nel ripianamento del debito, in queste economie il livello di indebitamento delle famiglie permane elevato, mentre l'esigenza di un inasprimento delle politiche di bilancio dovrebbe frenare le prospettive di crescita nei prossimi anni. Al contempo, si ritiene che nelle economie emergenti l'espansione continui vigorosa. Sostanzialmente in linea con le prospettive di crescita mondiale, la domanda estera dell'area dell'euro aumenterebbe del 3,5 per cento nel 2013 e del 6,3 nel 2014, facendo seguito al 3,2 del 2012.

## Proiezioni sulla crescita del PIL

Il PIL in termini reali dell'area dell'euro si è ridotto dello 0,6 per cento nel quarto trimestre del 2012, dopo il calo dello 0,1 e dello 0,2 per cento rispettivamente del terzo e del secondo trimestre. La domanda interna ha evidenziato una significativa contrazione nell'ultimo trimestre dell'anno a causa della flessione dei consumi privati e degli investimenti. Sono diminuite anche le esportazioni, di riflesso alla debole dinamica degli scambi commerciali osservata alla fine dello scorso anno.

In prospettiva, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe stabilizzarsi nella prima metà del 2013 e mostrare un graduale recupero a partire dalla seconda metà. A tale riguardo è probabile che un contributo positivo discenda, nell'anno, da una progressiva accelerazione delle esportazioni alla quale concorrerebbero andamenti della domanda estera più favorevoli, solo in parte compensati dalla minore competitività dovuta al rafforzamento dell'euro. La ripresa sarebbe altresì agevolata dall'effetto positivo dell'orientamento monetario accomodante sulla domanda privata interna, nonché dall'impatto favorevole sul reddito disponibile reale della minore inflazione, a sua volta riconducibile da un lato all'apprezzamento dell'euro e dall'altro al ribasso dei prezzi ipotizzato per le materie prime. La domanda interna rimarrebbe tuttavia debole a causa di livelli di fiducia nel complesso ancora bassi e delle restanti esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria e di risanamento dei conti pubblici in alcuni paesi; nell'orizzonte di proiezione registrerebbe solo un recupero graduale. Nel complesso, la ripresa prevista si mantiene moderata rispetto all'esperienza storica, dando luogo a un *output gap* negativo nell'intero periodo sotto rassegna. Il tasso di variazione del PIL si collocherebbe, in media d'anno, tra il -0,9 e il -0,1 per cento nel 2013 e tra lo 0,0 e il 2,0 l'anno successivo.

Considerando in maggior dettaglio le componenti della domanda, la crescita delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro dovrebbe acquisire slancio durante il 2013 e nel periodo successivo. Questa prospettiva è avvalorata dal graduale rafforzamento della domanda estera dell'area, sebbene le proiezioni segnalino una parziale moderazione dell'andamento dovuta alla perdita di competitività per l'apprezzamento dell'euro. Ci si attende che gli investimenti delle imprese, probabilmente in calo nell'ultimo trimestre del 2012, evidenzino ancora un certo indebolimento nella prima metà di quest'anno, per effetto dei livelli di fiducia ancora piuttosto modesti, del basso grado di utilizzo della capacità produttiva, delle fragili prospettive per la domanda e delle condizioni sfavorevoli di offerta del credito in alcuni paesi. Dopo aver raggiunto valori estremamente modesti nel confronto storico, tali investimenti in rapporto al PIL mostrerebbero una ripresa nella seconda metà del 2013 grazie a un graduale rafforzamento della domanda interna ed estera e al livello molto basso dei tassi di interesse. Secondo le proiezioni, gli investimenti nell'edilizia residenziale diminuirebbero ulteriormente nei prossimi trimestri

in seguito alla debole espansione del reddito disponibile, alla persistente fragilità e a una ripresa soltanto incerta della fiducia dei consumatori, nonché alla necessità di ulteriori aggiustamenti nei mercati delle abitazioni di alcuni paesi. Questi effetti avversi più che compenserebbero l'impatto dell'appetibilità relativa degli investimenti in abitazioni in altri paesi, dove sono favoriti dai livelli storicamente bassi dei tassi sui mutui ipotecari. Nell'intero periodo in esame si prospetta una diminuzione degli investimenti pubblici per effetto delle misure di risanamento di bilancio attese in diversi paesi dell'area.

I consumi privati sono diminuiti nel quarto trimestre del 2012 probabilmente a causa della netta flessione del reddito disponibile reale, solo in parte compensata da un calo del tasso di risparmio dovuto all'intento delle famiglie di rimodulare i consumi con gradualità. Si attende un'ulteriore contrazione nella prima metà del 2013, seguita da una moderata ripresa nella seconda metà dell'anno che rispecchierebbe sostanzialmente il profilo di crescita del reddito disponibile reale. Nel 2014 l'incremento dei consumi privati acquisirebbe slancio grazie all'aumento dei redditi da lavoro dovuto al miglioramento del mercato del lavoro e all'indebolimento dell'impatto negativo esercitato dalle misure di risanamento delle finanze pubbliche. Ciò nonostante, l'aumento del tasso di risparmio, ascrivibile al persistere di tassi di disoccupazione elevati e all'esigenza di ridurre l'indebitamento delle famiglie, smorzerebbe la ripresa dei consumi privati nel 2014. I consumi collettivi dovrebbero ridursi nel 2013, a seguito delle iniziative di risanamento dei conti pubblici, e aumentare moderatamente nel 2014.

Secondo le proiezioni, durante il 2013 e nel periodo successivo le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro mostrerebbero un recupero dalla recente debolezza, per effetto del graduale incremento della domanda totale. A fronte di una crescita che risulterebbe più vigorosa per le esportazioni rispetto alle importazioni, nell'arco di tempo considerato l'interscambio netto fornirebbe un contributo positivo all'espansione del PIL, ancorché inferiore rispetto al 2012. L'avanzo delle partite correnti aumenterebbe nel periodo considerato grazie al crescente surplus commerciale.

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

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

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
IAPC	2,5	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0
PIL in termini reali	-0,5	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
Consumi privati	-1,2	-1,3 – -0,3	-0,3 – 1,5
Consumi collettivi	0,0	-0,9 – -0,1	-0,4 – 1,2
Investimenti fissi lordi	-4,0	-3,8 – -1,0	-0,9 – 3,5
Esportazioni (beni e servizi)	2,9	-1,3 – 3,5	0,8 – 7,8
Importazioni (beni e servizi)	-0,7	-2,1 – 2,3	1,0 – 7,2

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.

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

L'inflazione complessiva misurata sullo IAPC, che secondo la stima rapida dell'Eurostat a febbraio 2013 si è collocata all'1,8 per cento, dovrebbe scendere ancora in corso d'anno, a seguito della forte contrazione prevista per i tassi di incremento sui dodici mesi dei prezzi dell'energia e in misura minore degli alimentari, dopo gli elevati livelli raggiunti nel 2012. Per quanto concerne l'energia, tale contrazione riflette in parte gli effetti base al ribasso derivanti dall'atteso esaurirsi dell'impatto dei precedenti aumenti delle quotazioni petrolifere, nonché l'ipotesi di una loro graduale flessione nell'orizzonte temporale considerato. Per quanto riguarda i beni alimentari, la diminuzione prospettata rispecchia, analogamente,

gli effetti base al ribasso a fronte del venir meno dei passati rincari, nonché l'ipotesi che nel periodo in rassegna i prezzi delle materie prime alimentari a livello internazionale ed europeo registrino una certa moderazione. L'inflazione armonizzata al netto dell'energia e degli alimentari dovrebbe calare lievemente nel 2013, di riflesso all'apprezzamento dell'euro e alla dinamica contenuta dell'economia. Questa misura dell'inflazione segnerebbe solo un lieve aumento nel 2014, per effetto della modesta ripresa dell'attività. In media d'anno, l'inflazione armonizzata scenderebbe dal 2,5 per cento del 2012 a un valore compreso fra l'1,2 e il 2,0 nel 2013 e poi tra lo 0,6 e il 2,0 l'anno seguente.

Più specificamente, le pressioni esterne sui prezzi si sono allentate negli ultimi mesi a causa dell'apprezzamento dell'euro. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore delle importazioni dovrebbe diminuire nel 2013, per poi stabilizzarsi leggermente nel 2014, poiché secondo le ipotesi verrebbe meno l'effetto al ribasso connesso al rafforzamento dell'euro. Quanto alle spinte interne sui prezzi, ci si attende che la crescita dei redditi per occupato resti contenuta nel 2013 e nel 2014 a causa della debolezza del mercato del lavoro. Considerando la flessione prospettata per l'inflazione al consumo, i redditi per occupato in termini reali aumenterebbero gradualmente nel periodo in rassegna, dopo i decrementi del 2011 e del 2012. L'espansione del costo del lavoro per unità di prodotto rimarrebbe relativamente elevata nel 2013, a fronte di una crescita della produttività nettamente inferiore a quella delle retribuzioni. Poiché secondo le attese la produttività segnerebbe un'accelerazione nel 2014, di riflesso a una ripresa dell'attività più rapida di quella dell'occupazione, il costo unitario del lavoro dovrebbe rallentare. L'indicatore del margine di profitto, calcolato come rapporto fra deflatore del PIL a prezzi all'origine e costo unitario del lavoro, dovrebbe registrare ancora una certa riduzione nel 2013, dopo il calo più marcato del 2012, compensando l'incremento relativamente consistente del costo del lavoro per unità di prodotto. In seguito ci si attende che la minore crescita del costo unitario del lavoro e il graduale miglioramento delle condizioni economiche favoriscano un recupero dei margini di profitto. Nel 2013 e nel 2014 gli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette nell'ambito dei piani di risanamento dei conti pubblici fornirebbero un contributo piuttosto cospicuo all'inflazione, nonostante l'entità leggermente inferiore di tale aggiustamento rispetto al 2012.

#### Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2012

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, pubblicate nel numero di dicembre 2012 del Bollettino, il margine superiore dell'intervallo di valori per la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stato rivisto al ribasso per il 2013. La revisione riflette principalmente il modesto dato del PIL per il quarto trimestre del 2012, che implica un effetto di trascinamento automaticamente più negativo sul tasso di variazione medio annuo del 2013. Il profilo della crescita trimestrale per il 2013 resta invece sostanzialmente immutato. L'intervallo di valori per l'espansione media annua del PIL nel 2014 è stato corretto lievemente al ribasso. Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo di valori delle proiezioni per il 2013 risulta leggermente più ristretto. Per il 2014 il margine superiore dell'intervallo è lievemente inferiore rispetto all'esercizio previsivo di dicembre scorso, riflettendo in prevalenza l'impatto del più elevato tasso di cambio dell'euro.

#### Tavola B Confronto con le proiezioni di dicembre 2012

(variazioni percentuali; medie annue)

	2013	2014
PIL in termini reali – dicembre 2012	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
PIL in termini reali – marzo 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
IAPC – dicembre 2012	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
IAPC – marzo 2013	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

## Confronto con le previsioni di altre organizzazioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro (cfr. tavola C). Tali previsioni non sono tuttavia perfettamente confrontabili tra loro, né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti 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.

Secondo le previsioni diffuse da altre organizzazioni, il tasso di variazione del PIL in termini reali dell'area dell'euro si situerebbe nel 2013 tra il -0,3 e lo 0,0 per cento, in prossimità del margine superiore dell'intervallo di valori indicato dalle proiezioni degli esperti della BCE. Per il 2014 le previsioni disponibili si collocano tra l'1,0 e l'1,4 per cento, entro l'intervallo di valori delle proiezioni. Per l'inflazione misurata sullo IAPC si prevede un tasso medio annuo compreso tra l'1,6 e l'1,9 per cento nel 2013 e tra l'1,2 e l'1,8 per cento nel 2014, entro gli intervalli di valori delle proiezioni.

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

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali		IAPC	
		2013	2014	2013	2014
OCSE	novembre 2012	-0,1	1,3	1,6	1,2
Commissione europea	febbraio 2013	-0,3	1,4	1,8	1,5
FMI	gennaio 2013	-0,2	1,0	1,6	1,4
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	febbraio 2013	0,0	1,1	1,8	1,8
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	febbraio 2013	-0,2	1,0	1,8	1,7
<i>Euro Zone Barometer</i>	febbraio 2013	-0,1	1,2	1,9	1,8
Proiezioni degli esperti della BCE	marzo 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, inverno 2013; in riferimento all'FMI, *World Economic Outlook Update*, gennaio 2013, per la crescita del PIL in termini reali e *World Economic Outlook*, ottobre 2012, per l'inflazione; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2012; *Consensus Economics Forecasts*; MJEconomics e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

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

© Banca centrale europea, 2013

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

Tutti i diritti riservati.

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