



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE NEL MARZO 2015¹

1. PROSPETTIVE PER L'AREA DELL'EURO: SINTESI E FATTORI PRINCIPALI

La ripresa economica ha mostrato un certo graduale miglioramento nella seconda metà del 2014 e, in prospettiva, diversi fattori rafforzerebbero l'attività nell'area dell'euro. Innanzitutto, il brusco calo delle quotazioni del petrolio determinerà un considerevole aumento del reddito disponibile reale e, secondo le attese, le famiglie ne spenderanno una parte significativa. Inoltre, nell'orizzonte temporale di proiezione l'attività economica dell'area sarà sempre più sostenuta dal graduale incremento della domanda estera e dall'impatto del deprezzamento dell'euro.

Anche le recenti misure di politica monetaria del Consiglio direttivo dovrebbero sostenere l'attività economica in modo significativo nel breve e medio termine. La domanda interna e soprattutto gli investimenti fissi dovrebbero beneficiare dell'orientamento accomodante della politica monetaria e soprattutto del programma ampliato di acquisto di attività della BCE. Ci si attende che le recenti misure non convenzionali di politica monetaria sostengano la domanda interna tramite il loro impatto sui tassi di interesse, sul tasso di cambio dell'euro e sui corsi azionari, nonché attraverso altri importanti canali finanziari (cfr. riquadro 1).

Altri fattori interni promuoverebbero l'attività economica nell'arco temporale di proiezione. La domanda interna dovrebbe essere favorita da un certo miglioramento delle condizioni di offerta del credito, come emerge dai risultati dell'ultima indagine sul credito bancario indicanti un allentamento netto dei criteri di erogazione. Si è inoltre affievolito l'effetto frenante sugli investimenti societari riconducibile alla necessità di riduzione della leva finanziaria da parte delle imprese. In aggiunta, l'orientamento delle politiche di bilancio rimarrebbe neutro nel periodo considerato.

Tuttavia, è probabile che l'impatto avverso di una serie di altri fattori si attenui solo gradualmente. Diversamente dal settore societario, le famiglie e le amministrazioni pubbliche non hanno ancora conseguito un'inversione sostanziale dei rapporti di indebitamento. Gli andamenti nei mercati del lavoro, seppure in generale miglioramento, rimarranno offuscati dagli elevati tassi di disoccupazione, specie in alcuni paesi soggetti a tensioni. Inoltre, i timori riguardo al potenziale di crescita a lungo termine e all'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata perdurante in alcuni paesi continuerà a frenare gli investimenti.

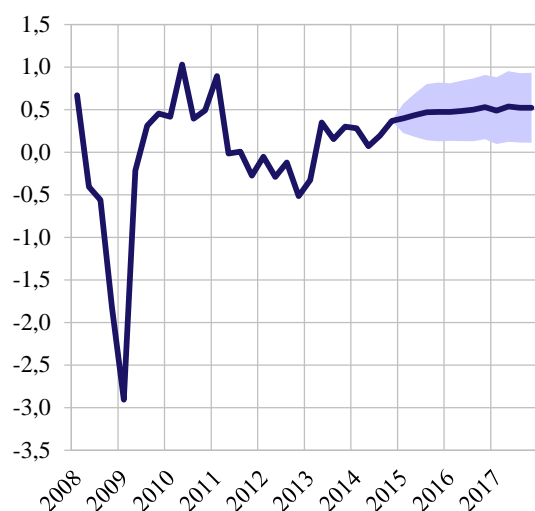
Nel complesso, le proiezioni indicano un incremento della crescita del PIL in termini reali dallo 0,9% nel 2014 all'1,5% nel 2015, all'1,9% nel 2016 e al 2,1% nel 2017. Per contro, il ritmo di espansione del prodotto potenziale resterebbe piuttosto modesto in base alle stime, poiché il contributo del lavoro e del capitale continua a essere esiguo, sia per effetto dell'elevata disoccupazione strutturale, che sulla scia della lunga fase di debolezza degli investimenti. Questo implica nel periodo in esame un ridimensionamento dell'output gap negativo stimato.

¹ 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 20 febbraio 2015. Le proiezioni macroeconomiche di questo mese coprono il periodo 2015-2017. Nella loro interpretazione va ricordato che esercizi previsivi condotti per un orizzonte temporale così esteso presentano un grado di incertezza molto elevato. Cfr. l'articolo *Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema* nel numero di maggio 2013 del Bollettino mensile della BCE.

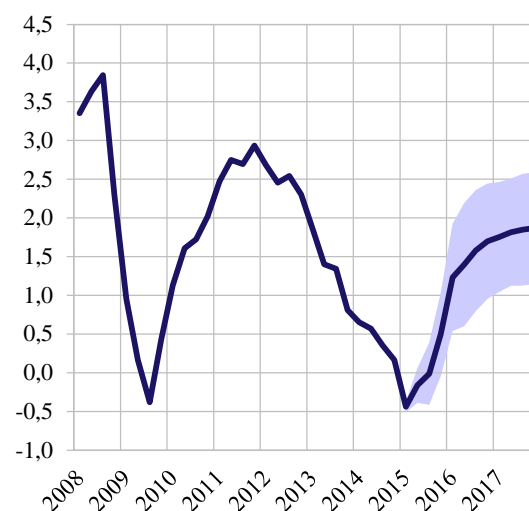
Figura 1 Proiezioni macroeconomiche¹⁾

(dati trimestrali)

PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾
(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



IAPC dell'area dell'euro
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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.

Riflettendo principalmente il calo delle quotazioni petrolifere, l'inflazione misurata sullo IAPC ha registrato valori negativi negli ultimi mesi. Il più contenuto tasso di cambio dell'euro ha controbilanciato solo in misura esigua il forte calo dei corsi del greggio denominati in dollari statunitensi. Anche per quanto riguarda le altre componenti dello IAPC, l'incremento dei prezzi si è ridotto leggermente negli ultimi mesi.

Secondo le proiezioni, l'inflazione armonizzata si porterebbe in media su un livello pari a zero nel 2015, per poi aumentare all'1,5% nel 2016 e all'1,8% nel 2017. Il basso tasso di inflazione nel 2015 rispecchia l'ampio contributo negativo della componente dell'energia. Nondimeno, le pressioni al ribasso esercitate dalla componente energetica sull'inflazione complessiva dovrebbero attenuarsi verso la fine del 2015, via via che i passati cali delle quotazioni dell'energia vengono gradualmente esclusi dal calcolo del tasso di variazione sui dodici mesi e tenuto conto del rincaro ipotizzato per il greggio nel periodo di riferimento, in linea con l'andamento ascendente della curva dei prezzi dei future per il petrolio. A seguito di questi fattori i corsi dell'energia forniranno prevedibilmente un contributo positivo all'inflazione complessiva nel 2016 e nel 2017.

La variazione del tasso di inflazione tra il 2015 e il 2016 è dovuta probabilmente in gran parte all'inversione di tendenza dei prezzi dell'energia; tuttavia anche l'inflazione al netto della componente energetica dovrebbe aumentare con la ripresa dell'economia. Questa evoluzione è ascrivibile al significativo ridimensionamento atteso per l'output gap negativo, che a sua volta si riflette nell'accelerazione dei margini di profitto e dei redditi per occupato. Inoltre, all'aumento dell'inflazione (esclusa la componente energetica) dovrebbero contribuire i rincari delle materie prime non energetiche, gli effetti indiretti del rialzo delle quotazioni petrolifere e l'impatto ritardato del più debole tasso di cambio dell'euro.

INCLUSIONE NELLE PROIEZIONI DELLE RECENTI MISURE NON CONVENZIONALI DI POLITICA MONETARIA

Dopo la data di chiusura delle proiezioni di dicembre 2014 si sono registrati due nuovi sviluppi afferenti le misure non convenzionali della BCE. Il primo è stato l'aggiudicazione, l'11 dicembre 2014, di circa 130 miliardi di euro nella seconda operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT); l'importo cumulato erogato nelle prime due aste – in cui alle banche era stato assegnato un plafond iniziale – è stato dunque pari a circa 212 miliardi di euro. Sono in programma sei ulteriori OMRLT. Il secondo sviluppo ha riguardato la decisione del Consiglio direttivo del 22 gennaio scorso di dare avvio al programma di acquisto di attività, comprendente anche i programmi in essere per i titoli derivanti da cartolarizzazioni e per le obbligazioni garantite. Gli acquisti mensili ammonteranno nell'insieme a 60 miliardi di euro. Secondo le intenzioni, queste operazioni saranno effettuate sino a settembre 2016 e in ogni caso finché non si riscontrerà un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione coerente con l'obiettivo del Consiglio direttivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine.

A seguito di tali sviluppi si è riconsiderato l'approccio generalmente seguito nei passati esercizi di proiezione, al fine di includere l'impatto delle misure non convenzionali di politica monetaria sulle prospettive macroeconomiche. In passato l'approccio scelto consisteva nel tenere conto dell'effetto macroeconomico delle misure non convenzionali solo se queste avevano già influito sulle ipotesi tecniche finanziarie desunte dal mercato (cfr. il riquadro 3 per maggiori informazioni), sulla base dello schema di modellizzazione standard applicato negli esercizi di proiezione alla data di chiusura stabilita. Tale approccio comporta il rischio di tralasciare i canali di trasmissione non rilevati appieno dallo schema di modellizzazione standard; tuttavia, data l'incertezza sul volume di liquidità di banca centrale generato dalle misure non convenzionali, è stato comunque ritenuto appropriato. Ora però, alla luce dei recenti sviluppi sono disponibili maggiori informazioni sul probabile volume di liquidità di banca centrale generato dalle misure; il che consente una valutazione più precisa del loro impatto sulle prospettive macroeconomiche.

A integrazione dell'approccio adottato nei passati esercizi previsivi, è stato pertanto incluso in queste proiezioni l'impatto aggiuntivo esercitato da tali misure attraverso i canali di trasmissione finanziari, quali il canale di riequilibrio dei portafogli, determinati canali relativi alle aspettative e le interazioni tra economia reale e settore finanziario. Questi non vengono di norma colti dallo schema di modellizzazione standard utilizzato negli esercizi di proiezione. L'impatto dei canali aggiuntivi sulle prospettive macroeconomiche è stato calibrato sulla base di strumenti econometrici che li modellizzano esplicitamente. Di conseguenza, l'esercizio di marzo comprende una valutazione più esaustiva dell'impatto delle misure non convenzionali di politica monetaria sulle prospettive macroeconomiche.

2. ECONOMIA REALE

La crescita dei consumi privati dovrebbe rimanere la determinante fondamentale dell'incremento dell'attività economica. I consumi privati hanno acquisito slancio nel corso del 2014, beneficiando dell'accelerazione del reddito disponibile reale dovuta all'aumento della remunerazione del lavoro e del reddito non da lavoro e al calo dei prezzi dell'energia. Questi fattori dovrebbero anche trainare la crescita del reddito disponibile reale a breve termine. Oltre a ciò, il reddito da lavoro aumenterebbe in un contesto di crescita più vigorosa dell'occupazione e dei salari, mentre ci si attende anche un'espansione degli altri redditi personali con la ripresa dell'economia nel suo complesso. I consumi privati sarebbero sostenuti anche dalla crescente ricchezza netta delle famiglie – di riflesso ai rincari delle attività finanziarie nel 2015 e all'ulteriore recupero dei mercati immobiliari nel 2016-2017 – dai bassi costi di finanziamento, dalle migliori condizioni finanziarie notevolmente rafforzate dal programma di acquisto di attività, nonché dal maggior vigore della dinamica dei prestiti alle famiglie. Nell'insieme l'espansione dei consumi privati dovrebbe raggiungere secondo le proiezioni l'1,7% in media d'anno nell'orizzonte temporale considerato.

Ci si attende che il tasso di risparmio mostri un profilo “a campana”. Inizialmente il tasso di risparmio dovrebbe registrare un aumento nel 2015, seguito da una riduzione. Questa evoluzione rispecchia sostanzialmente che in una prima fase gli incrementi del reddito derivanti dai più bassi prezzi del petrolio sono in gran parte risparmiati. A prescindere da questo fattore di natura temporanea, effetti di segno opposto implicano un livello essenzialmente invariato del tasso medio di risparmio. Da un lato rendimenti molto esigui tendono a scoraggiare il risparmio; quello effettuato a scopo precauzionale potrebbe risultare ridotto da un miglioramento della fiducia dei consumatori e dal graduale calo della disoccupazione. Inoltre, le famiglie potrebbero effettuare in misura crescente acquisti di importo rilevante in precedenza rinviati, con una diminuzione del tasso di risparmio. Dall’altro lato le protratte pressioni di riduzione della leva finanziaria, in un contesto di tassi di indebitamento delle famiglie (quota del reddito disponibile nominale) ancora praticamente invariati, continuerebbero a esercitare sul risparmio un certo impatto al rialzo.

Le prospettive per gli investimenti nell’edilizia residenziale registreranno probabilmente un graduale miglioramento. A partire dal 2015 si dovrebbe osservare una moderata ripresa, sostenuta da tassi sui mutui ipotecari molto bassi nella maggior parte dei paesi, dall’allentamento delle condizioni finanziarie notevolmente rafforzate dal programma di acquisto di attività, dal maggior vigore dei prestiti alle famiglie e dall’accelerazione del reddito disponibile. Con la minore necessità di un aggiustamento nei mercati delle abitazioni di alcuni paesi, dovrebbero acquisire slancio gli investimenti nell’edilizia residenziale. La proiezione di un loro graduale recupero vale per la maggior parte dei paesi, benché in alcuni casi il ritmo del recupero potrebbe essere frenato dagli alti livelli di indebitamento delle famiglie. Tuttavia, ci si attende che in alcuni paesi mutamenti demografici sfavorevoli inizino a indebolire l’attività nel settore residenziale sul finire del periodo di proiezione.

La ripresa degli investimenti delle imprese è destinata ad acquisire slancio. Nel corso del 2014 gli investimenti delle imprese hanno continuato a recuperare in modo appena modesto, frenati dall’ampio margine di capacità produttiva inutilizzata e dal perdurare di vincoli dal lato dell’offerta di credito in alcuni paesi. Con il venir meno di questi fattori avversi, la spesa per investimenti dovrebbe aumentare grazie al rafforzamento della domanda interna ed estera, alla necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti, all’orientamento accomodante della politica monetaria – sostenuto dalle recenti misure non convenzionali e soprattutto dal programma di acquisto di attività – e al miglioramento dei margini di profitto. In aggiunta, le pressioni complessive di riduzione della leva finanziaria delle imprese nell’area dell’euro si sono attenuate nel 2014 e, nel periodo di proiezione, dovrebbero condizionare meno che in passato gli investimenti societari. Nondimeno, i livelli di indebitamento delle imprese restano alti in alcuni paesi, ostacolando un’accelerazione persino maggiore degli investimenti societari.

In base alle proiezioni, la domanda estera dell’area dell’euro aumenterebbe in modo moderato con il recupero dell’attività mondiale (cfr. riquadro 2), sostenendo un rafforzamento delle esportazioni all’esterno dell’area. Per il periodo in esame ci si attende che la domanda estera si consolidi, seppure con intensità diversa nei vari paesi dell’area dell’euro, poiché alcuni di questi subiscono più di altri gli effetti negativi derivanti dell’esposizione alla Russia e alla Comunità di Stati indipendenti (CSI). Nel contempo la quota di mercato delle esportazioni dovrebbe registrare un certo incremento, riconducibile ai guadagni di competitività. Di riflesso al rafforzamento della domanda totale dell’area dell’euro, si ritiene che le importazioni dall’esterno dell’area crescano gradualmente. Nell’insieme, le esportazioni nette contribuirebbero positivamente, benché in misura modesta, all’espansione del PIL in termini reali. Dato un certo deterioramento della bilancia commerciale, l’avanzo del conto corrente probabilmente si ridurrà in qualche misura, collocandosi al 2,4% del PIL nel 2017.

Riquadro 2

CONTESTO INTERNAZIONALE

L’economia mondiale continua su un percorso di graduale ripresa. In base alle proiezioni la crescita del PIL mondiale (esclusa l’area dell’euro) in termini reali mostrerà un incremento nel periodo considerato, passando dal 3,6% nel 2014 al 3,8% nel 2015 e a poco più del 4% nel 2016-2017. Gli

indicatori dell'economia mondiale e i dati nazionali disponibili segnalano un'attenuazione della crescita alla fine del 2014, ma l'attività economica dovrebbe permanere relativamente vigorosa.

In prospettiva, l'attività mondiale dovrebbe continuare a recuperare gradualmente. Allo stadio attuale le prospettive per l'economia mondiale riflettono una serie di fattori favorevoli, tra cui a) il significativo calo delle quotazioni petrolifere – che si ritiene indotto soprattutto dalle condizioni dell'offerta e che avrebbe un effetto nel complesso positivo sull'attività mondiale – e b) il perdurare della ripresa e le prospettive favorevoli negli Stati Uniti. Esistono però anche fattori avversi quali 1) le ripercussioni negative sulla Russia degli shock derivanti dalle sanzioni economiche e dal calo delle quotazioni petrolifere, 2) le brusche oscillazioni dei cambi, dovute in parte alle differenze sempre più accentuate tra politiche monetarie, e 3) la deludente dinamica del prodotto nelle economie emergenti, responsabile delle revisioni al ribasso della loro crescita potenziale.

Di riflesso alle determinanti delle prospettive per l'economia mondiale, la ripresa è caratterizzata da andamenti disomogenei nei paesi avanzati e in quelli emergenti. Se da un lato le economie avanzate continueranno a beneficiare dell'affievolirsi di andamenti avversi (e dell'esaurirsi del processo di riduzione della leva finanziaria), del più contenuto drenaggio fiscale e del miglioramento dei mercati del lavoro, dall'altro lato sulle economie emergenti seguiranno a gravare i problemi strutturali irrisolti e l'inasprimento delle condizioni finanziarie.

Il commercio mondiale ha acquisito slancio nella seconda metà del 2014, dopo la debolezza osservata nella prima metà dell'anno. Per il periodo in esame ci si attende un'ulteriore espansione dell'interscambio, sebbene molto moderata; la sua elasticità all'attività economica dovrebbe restare inferiore a quella del periodo pre-crisi. Secondo le proiezioni, il tasso di crescita del commercio internazionale (esclusa l'area dell'euro) si porterebbe dal 2,9% nel 2014 al 5,4% nel 2017.

Rispecchiando effetti di segno opposto, né l'attività mondiale né la domanda estera dell'area dell'euro hanno subito revisioni di rilievo per il 2015 e il 2016 rispetto alle proiezioni di dicembre scorso.

Contesto internazionale

(variazioni percentuale annue)

	Marzo 2015				Dicembre 2014			Revisioni rispetto a dicembre 2014		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ¹⁾	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Domanda estera dell'area dell'euro ²⁾	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

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.

Per il periodo in rassegna ci si attende un miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro. L'occupazione ha continuato a recuperare durante il 2014, aumentando molto più rapidamente di quanto suggerito dalla sua elasticità storica all'attività complessiva, a causa del probabile effetto favorevole della passata moderazione salariale e delle recenti riforme nei mercati del lavoro. Il numero di occupati continuerebbe a salire secondo le stime. Rispetto all'attività, la ripresa dell'occupazione sarebbe particolarmente forte nei paesi in cui sono state attuate tali riforme. Secondo le proiezioni, il numero di ore lavorate per occupato mostrerebbe un certo incremento, rispecchiando il normale profilo ciclico in alcuni paesi e l'emergere di strozzature dell'offerta di lavoro in altri.

Il tasso di disoccupazione scenderebbe ulteriormente secondo le attese. Il numero di disoccupati dovrebbe calare di circa 2,7 milioni nel periodo considerato, raggiungendo il livello più basso dalla metà del 2009. Questo calo riflette l'impatto al ribasso della crescente occupazione (aumentata di 4,2 milioni),

compensata in parte dall'effetto dell'incremento delle forze di lavoro. Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere al 9,9% nel 2017, dall'11,6% del 2014.

Le prospettive per la crescita hanno subito consistenti revisioni al rialzo rispetto alle proiezioni di dicembre 2014. Oltre all'effetto di trascinamento più positivo dovuto alla crescita superiore alle precedenti attese per il PIL in termini reali nell'ultimo trimestre del 2014, le revisioni al rialzo riflettono in gran parte l'influsso favorevole delle quotazioni petrolifere più contenute, il tasso di cambio effettivo dell'euro più debole e l'impatto delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE.

Riquadro 3

IPOTESI TECNICHE RIGUARDANTI I TASSI DI INTERESSE, I TASSI DI CAMBIO E I PREZZI DELLE MATERIE PRIME

Rispetto alle proiezioni di dicembre scorso, le modifiche apportate alle ipotesi tecniche includono un considerevole calo delle quotazioni in dollari statunitensi del petrolio e delle materie prime non energetiche, un deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e una riduzione dei tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro.

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato all'11 febbraio 2015. I tassi di interesse a breve termine 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 0,1% nel 2015 e nel 2016 e dello 0,2% nel 2017. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media dell'1,2% nel 2015, dell'1,4% nel 2016 e dell'1,6% nel 2017¹. 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 dovrebbero mostrare una certa flessione nel 2015, per poi registrare un modesto incremento nel corso del 2016 e del 2017. Per quanto concerne le materie prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti future nelle due settimane fino all'11 febbraio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent calino da 99,3 dollari al barile nel 2014 a 58,5 nel 2015, per poi aumentare a 66,8 e 70,7 dollari rispettivamente nel 2016 e nel 2017. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire notevolmente nel 2015 e aumentare nel biennio successivo². Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino all'11 febbraio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,14 nel 2015 e a 1,13 nel 2016 e nel 2017.

Ipotesi tecniche

	Marzo 2015				Dicembre 2014			Revisioni rispetto a dicembre 2014 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Prezzo del petrolio (USD al barile)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Tasso di cambio USD/EUR	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-19) (variazione percentuale annua)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

1) Le revisioni sono calcolate sulla base di dati non arrotondati ed 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.

- 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 riferimento; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al primo trimestre del 2016 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.

3. PREZZI E COSTI

Gli andamenti dei prezzi delle materie prime e del tasso di cambio avranno probabilmente un'incidenza determinante sul profilo dell'inflazione dell'area dell'euro nel periodo in esame. Il recente brusco calo dei prezzi del greggio eserciterebbe secondo le attese un forte impatto al ribasso sulla componente energetica dell'inflazione nel 2015, mitigato solo in misura limitata dal recente deprezzamento dell'euro. L'evoluzione contenuta delle quotazioni delle materie prime non energetiche implica spinte al ribasso sull'inflazione al consumo dell'area anche attraverso gli altri prezzi all'importazione (diversi da quelli del petrolio). Si ritiene che dal 2016 gli andamenti esterni dei prezzi aumentino le pressioni al rialzo sull'inflazione dell'area. Nel 2016 l'ampia variazione dell'inflazione misurata sullo IAPC è attribuibile in misura significativa all'attenuarsi degli effetti al ribasso dei passati cali dei corsi petroliferi unitamente all'impatto al rialzo dei rincari ipotizzati per il greggio, che dovrebbero perdurare nel 2017 e riflettere l'andamento ascendente della curva dei prezzi dei future per il petrolio. Oltretutto, i rincari delle materie prime non energetiche, il rafforzamento della domanda mondiale e gli effetti ritardati del recente deprezzamento dell'euro dovrebbero verosimilmente indurre un significativo incremento del deflatore delle importazioni tra il 2015 e il 2016.

Tavola 1 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro¹⁾

(variazioni percentuali annue)

	Marzo 2015				Dicembre 2014			Revisioni rispetto a dicembre 2014 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIL in termini reali ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1-1,9] ⁴⁾	[0,8-3,0] ⁴⁾	[0,9-3,3] ⁴⁾	[0,7-0,9] ⁴⁾	[0,4-1,6] ⁴⁾	[0,4-2,6] ⁴⁾			
Consumi privati	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Consumi collettivi	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Investimenti fissi lordi	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Esportazioni ⁵⁾	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Importazioni ⁵⁾	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Occupazione	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
IAPC	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3 - 0,3] ⁴⁾	[0,8-2,2] ⁴⁾	[1,0-2,6] ⁴⁾	[0,5-0,5] ⁴⁾	[0,2-1,2] ⁴⁾	[0,6-2,0] ⁴⁾			
IAPC al netto dell'energia	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
IAPC al netto di: energia e alimentari	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
IAPC al netto di: energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Costo unitario del lavoro	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Redditi per occupato	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Produttività del lavoro	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) ⁷⁾	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

1) I dati si riferiscono all'area dell'euro inclusa la Lituania, ad eccezione dei dati sullo IAPC per il 2014. La variazione percentuale media dello IAPC per il 2015 è calcolata sulla base di una composizione dell'area comprendente la Lituania già nel 2014.

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 (per l'approccio del SEBC, cfr. *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001, e *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2007). 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 maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico* nel numero di marzo 2012 del Bollettino mensile, nonché il riquadro *Il saldo strutturale come indicatore della posizione di bilancio* nel numero di settembre 2014 del Bollettino mensile.

Il miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro e la riduzione della capacità produttiva inutilizzata nell'economia implicano un aumento delle pressioni interne sui prezzi nel periodo in rassegna. Il continuo aumento dell'occupazione e un certo calo del tasso di disoccupazione dovrebbero sostenere la graduale accelerazione dei redditi per occupato (dall'1,5% del 2014 al 2,3% nel 2017), che in alcuni paesi risulterebbe meno intensa a causa dell'elevata disoccupazione e del protratto aggiustamento della competitività di costo. Nel contempo gli effetti di secondo impatto del brusco calo delle quotazioni

petrolifere dovrebbero spingere verso il basso i salari in misura limitata. Questa attesa tiene conto della rigidità verso il basso delle retribuzioni e dell'esiguo impatto attraverso i sistemi di indicizzazione automatica dei salari, poiché tali sistemi operano per la maggior parte aggiustamenti verso l'alto e in alcuni paesi sono stati, in via temporanea, sospesi o notevolmente ridotti nella loro applicazione.

I margini di profitto (misurati dalla differenza tra deflatore del PIL al costo dei fattori e incremento del costo unitario del lavoro) dovrebbero aumentare in misura significativa nel periodo di proiezione, con il maggiore slancio della ripresa. I margini di profitto dovrebbero rappresentare la principale determinante dell'incremento delle spinte interne sui costi. Dopo l'esiguo calo atteso per il 2015, è probabile che i margini di profitto aumentino nel biennio successivo, con il considerevole incremento della produttività e il rafforzamento dell'attività economica.

Rispetto all'esercizio di dicembre scorso, la proiezione per l'inflazione misurata sullo IAPC ha subito una notevole revisione al ribasso per il 2015, ma una lieve correzione al rialzo per il 2016. L'inflazione complessiva è stata rivista al ribasso di 0,8 punti percentuali per il 2015 rispetto al precedente esercizio previsivo. Questa revisione riflette in prevalenza quotazioni petrolifere, espresse in dollari, inferiori rispetto alle ipotesi precedenti compensate solo in misura limitata dal più debole tasso di cambio dell'euro rispetto alla valuta statunitense. La correzione verso il basso dell'inflazione al netto dell'energia nel 2015 è pari a 0,2 punti percentuali ed è connessa a passati errori previsivi, di riflesso fra l'altro agli effetti indiretti dei più bassi corsi del petrolio sui prezzi dei beni e servizi. Per il 2016 l'inflazione è stata rivista al rialzo di 0,2 punti percentuali, rispecchiando le prospettive di crescita più positive, gli effetti ritardati del più debole cambio dell'euro e la più accentuata curva dei prezzi dei future per il petrolio. Le recenti misure non convenzionali di politica monetaria, specialmente il programma di acquisto di attività, hanno contribuito alla revisione al rialzo dell'inflazione attraverso vari canali.

4. PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI

In base alle proiezioni, l'orientamento delle politiche di bilancio, misurato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo, sarebbe sostanzialmente neutro nell'arco temporale considerato. Questa evoluzione riflette la moderata espansione della spesa pubblica rispetto alla crescita tendenziale del PIL, che dovrebbe essere essenzialmente compensata dai tagli delle imposte in alcuni paesi. L'impatto positivo degli stabilizzatori automatici di bilancio sulla domanda interna si attenuerà nel tempo con la ripresa dell'economia².

Il disavanzo e il debito pubblico in rapporto al PIL dovrebbero ridursi gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione. La diminuzione del rapporto fra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL è sostenuta dal miglioramento congiunturale dell'economia dell'area dell'euro. Le proiezioni indicano che il saldo strutturale di bilancio migliorerà lievemente nel periodo di riferimento, soprattutto per effetto del minore esborso per interessi dovuto al calo del tasso di interesse implicito. Il rapporto fra il debito pubblico e il PIL, che avrebbe raggiunto un massimo nel 2014, inizierebbe a scendere nell'arco temporale considerato grazie al miglioramento del saldo di bilancio, al rafforzamento della crescita economica e ai contenuti tassi di interesse.

Rispetto all'esercizio dello scorso dicembre, le prospettive per le finanze pubbliche sono migliorate. In assenza di informazioni rilevanti sulle politiche di bilancio, la lieve revisione al rialzo del saldo del bilancio pubblico è ascrivibile principalmente alle più favorevoli prospettive macroeconomiche e al minor onere per interessi dovuto all'ulteriore calo dei costi dell'indebitamento sovrano. Anche le prospettive per il debito pubblico sono migliorate in virtù delle revisioni favorevoli del differenziale fra il tasso di interesse e la crescita del PIL e, in misura minore, del bilancio primario.

² Le ipotesi sui conti pubblici riflettono le informazioni contenute nelle leggi finanziarie per il 2015 e nei programmi di finanza pubblica nazionali di medio periodo disponibili al 20 febbraio. Nelle ipotesi confluiscono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in sufficiente dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo.

Riquadro 4

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 i prezzi del petrolio e i tassi di cambio, nonché la sensibilità delle proiezioni rispetto a queste variabili.

1) Profilo alternativo dei prezzi del petrolio

Le ipotesi tecniche anticipano un incremento delle quotazioni petrolifere nell'orizzonte temporale di proiezione. Questo profilo è coerente sia con la ripresa della domanda mondiale di petrolio a fronte del maggior vigore dell'economia internazionale, sia con il lieve calo dell'offerta di greggio dovuto agli scarsi investimenti e alla perdita di capacità produttiva in alcuni paesi.

Tuttavia, in uno scenario alternativo i prezzi del petrolio potrebbero anche attestarsi praticamente sui livelli attuali in tutto l'arco temporale di proiezione, divergendo sempre più dalle ipotesi di base formulate per tale variabile. Questo profilo sarebbe in linea con la perdurante elevata offerta di greggio e la modesta ripresa della domanda mondiale. Applicando una serie di modelli macroeconomici, gli esperti della BCE hanno stimato che un profilo piatto dei prezzi del petrolio determinerebbe un'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro inferiore, rispetto allo scenario di base, di circa 0,1-0,2 punti percentuali per il 2015 e di 0,3-0,6 punti per il 2016. Nel 2017 l'inflazione sarebbe inferiore di circa 0,2-0,3 punti rispetto allo scenario di base. Nel contempo tale profilo sosterebbe la crescita del PIL in termini reali di circa 0,1-0,2 punti sia nel 2016 sia nel 2017.

2) Profilo alternativo del tasso di cambio

Lo scenario di base ipotizza un tasso di cambio effettivo dell'euro invariato sino alla fine dell'orizzonte temporale, ma secondo un potenziale scenario differenti prospettive di crescita per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti potrebbero dar luogo a un ulteriore deprezzamento dell'euro. Tale scenario sarebbe coerente con le aspettative di un orientamento di politica monetaria nelle due economie maggiormente divergente. Un profilo alternativo dell'euro, che comporti un ulteriore deprezzamento, 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 dollaro/euro al 12 febbraio. Tale profilo implica un graduale indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro a un tasso di cambio di 1,04 nel 2017, ossia inferiore dell'8,8% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. Le corrispondenti ipotesi per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro riflettono regolarità storiche, ove le variazioni del tasso dollaro/euro rispecchiano quelle del tasso effettivo con un'elasticità di circa il 52%. Ne consegue una graduale divergenza del tasso di cambio effettivo dell'euro, che si porterebbe su un livello inferiore del 4,8% rispetto allo scenario di base per il 2017. Tenuto conto di ciò, secondo una serie di modelli macroeconomici applicati dagli esperti della BCE, nel 2015, nel 2016 e nel 2017 risulterebbero superiori sia la crescita del PIL in termini reali (di 0,1-0,3 punti percentuali) sia l'inflazione misurata sullo IAPC (di 0,1-0,4 punti percentuali).

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		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Proiezioni degli esperti della BCE	marzo 2015	1,5 [1,1-1,9]	1,9 [0,8-3,0]	2,1 [0,9-3,3]	0,0 [-0,3-0,3]	1,5 [0,8-2,2]	1,8 [1,0-2,6]
Commissione europea	febbraio 2015	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
OCSE	novembre 2014	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	febbraio 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	febbraio 2015	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	febbraio 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
FMI	gennaio 2015	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Fonti: *Economic Forecast* della Commissione europea, inverno 2015; *World Economic Outlook Update* dell'FMI, gennaio 2015 (PIL); *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2014; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2014; *Consensus Economics Forecasts*; *MJEconomics* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e 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.

Le previsioni diffuse dalle altre organizzazioni indicano per l'area dell'euro una crescita del PIL in termini reali e un'inflazione misurata sullo IAPC simili o in certa misura inferiori rispetto alle proiezioni della BCE.

© Banca centrale europea, 2015

Indirizzo: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Germany

Recapito postale: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefono: +49 69 1344 0

Fax +49 69 1344 6000

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.