



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

## PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA NEL DICEMBRE 2013<sup>1</sup>

Secondo le proiezioni il PIL in termini reali dovrebbe registrare una lieve accelerazione a partire dal quarto trimestre dell'anno, raggiungendo un ritmo di espansione lievemente più sostenuto alla fine del 2014. L'incremento dell'attività economica dovrebbe essere sostenuto principalmente dalla graduale ripresa della domanda interna ed estera. La domanda interna beneficerà della minore incertezza, dell'orientamento accomodante della politica monetaria – ulteriormente rafforzato dalla recente riduzione dei tassi di riferimento e dalle indicazioni prospettiche in merito (*forward guidance*) – dal più basso livello di drenaggio fiscale e dal calo dei prezzi delle materie prime suscettibile di sostenere il reddito disponibile reale. Nel corso del tempo beneficerà anche dell'attenuarsi dei vincoli dal lato dell'offerta di credito. In aggiunta, nell'orizzonte temporale considerato l'attività sarà sostenuta dall'impatto favorevole sulle esportazioni del graduale rafforzamento della domanda estera. Tuttavia, malgrado alcuni progressi conseguiti nel riequilibrio dei conti, che hanno migliorato le condizioni per la crescita nei paesi soggetti a tensioni, le prospettive di medio periodo risentiranno della necessità di un ulteriore aggiustamento dei bilanci nei settori pubblico e privato e della disoccupazione elevata. Le proiezioni indicano che il prodotto si ridurrà dello 0,4 per cento nel 2013, per poi aumentare dell'1,1 nel 2014 e dell'1,5 nel 2015. Il significativo sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia dovrebbe persistere sino alla fine del periodo in esame.

L'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC dovrebbe collocarsi all'1,4 per cento nel 2013, all'1,1 nel 2014 e all'1,3 nel 2015. Le moderate prospettive per l'andamento dei prezzi sarebbero in parte riconducibili all'impatto al ribasso sulla componente energetica del calo dei prezzi dei contratti *future* sul petrolio, al precedente apprezzamento dell'euro e al persistente sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. Anche l'inflazione relativa ai beni alimentari dovrebbe registrare una considerevole flessione, rispecchiando le passate diminuzioni dei prezzi internazionali degli alimentari e del modesto incremento ipotizzato lungo l'arco temporale della proiezione. L'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari aumenterebbe appena lievemente, passando dall'1,1 per cento nel 2013 all'1,3 nel 2014 e all'1,4 nel 2015, di riflesso alle contenute pressioni interne sui costi nel contesto della moderata ripresa dell'attività.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre scorso del Bollettino, le proiezioni per la crescita del PIL in termini reali restano invariate per il 2013, mentre per il 2014 sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali. Quelle per l'inflazione complessiva sono state modificate al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2013 e di 0,2 per il 2014.

### IL CONTESTO INTERNAZIONALE

In base alle proiezioni la crescita del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) in termini reali registrerà un graduale incremento nel periodo considerato, passando dal 3,3 per cento del 2013 al 3,9 nel 2014 e al 4,1 nel 2015. L'espansione del prodotto ha acquisito un certo slancio nelle economie avanzate durante il 2013, mentre nei mercati emergenti si è attenuata, per effetto dell'indebolimento della domanda interna e del limitato margine di manovra per ulteriori misure di sostegno interne. Nel breve periodo gli indicatori del clima di fiducia a livello internazionale segnalano un miglioramento delle condizioni per le imprese, coerentemente con la ripresa in atto dell'attività mondiale. La recente stabilizzazione delle condizioni di finanziamento, dopo la decisione del Federal Open Market Committee di prorogare la progressiva

<sup>1</sup> Sulla base delle informazioni disponibili al 22 novembre 2013, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro. Tale esercizio previsivo, svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dei paesi dell'area dell'euro, rappresenta un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi condotta dal Consiglio direttivo. Ulteriori 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.

riduzione degli acquisiti di attività finanziarie, dovrebbe nel complesso sostenere il recupero dell'economia mondiale. Nondimeno, ci si attende che la ripresa prosegua a un ritmo graduale. Il riequilibrio dei bilanci nel settore privato – che procede ma rimane tuttora incompleto – e il risanamento dei conti pubblici peserebbero sulla crescita nelle economie avanzate, ancorché in misura minore rispetto al passato. Nei mercati emergenti la ripresa dovrebbe risultare moderata in quanto alcuni fattori strutturali, fra cui strozzature di natura infrastrutturale e vincoli di capacità produttiva, contribuiranno probabilmente a contenere l'espansione dell'attività economica.

Il commercio mondiale ha recuperato dopo gli inizi del 2013 in linea con la lieve ripresa dell'attività economica. Tuttavia, gli indicatori disponibili segnalano un andamento relativamente debole a breve termine. In prospettiva, ci si attende che la crescita dell'interscambio mondiale si rafforzi gradualmente nell'arco temporale della proiezione, ma rimanga su livelli inferiori a quelli precedenti la crisi. Il commercio internazionale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare del 3,9 per cento nel 2013, del 5,6 nel 2014 e del 6,4 nel 2015. A fronte di un'espansione della domanda dei principali partner commerciali dell'area dell'euro più moderata rispetto a quella del resto del mondo, la domanda estera dell'area dovrebbe risultare in certa misura più debole del commercio mondiale, crescendo del 3,0 per cento nel 2013, per poi accelerare al 5,0 nel 2014 e al 5,7 nel 2015.

**Tavola 1 Contesto internazionale**

(variazioni percentuali annue)

	<b>Dicembre 2013</b>				<b>Revisioni rispetto a settembre 2013</b>		
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,8	3,3	3,9	4,1	0,0	-0,1	-0,1
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) <sup>1)</sup>	4,5	3,9	5,6	6,4	0,2	-0,3	-0,1
Domanda estera dell'area dell'euro <sup>2)</sup>	4,0	3,0	5,0	5,7	0,3	0,1	-0,1

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

2) Calcolata come media ponderata delle importazioni dei partner commerciali dell'area dell'euro.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre scorso del Bollettino, le prospettive per la crescita mondiale sono state riviste leggermente al ribasso, poiché le esigue correzioni al rialzo dell'espansione nelle economie avanzate sono state compensate dalle revisioni al ribasso dell'attività nei mercati emergenti. Le prospettive per la domanda estera dell'area dell'euro rimangono sostanzialmente invariate nel periodo considerato.

**Riquadro 1**

### **IPOTESI TECNICHE RIGUARDANTI I TASSI DI INTERESSE, I TASSI DI CAMBIO, I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E LE POLITICHE DI BILANCIO**

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 14 novembre 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 0,2 per cento nel 2013, dello 0,3 nel 2014 e dello 0,5 nel 2015. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 2,9 per cento nel 2013, del 3,1 nel 2014 e del 3,6 nel 2015<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 composti sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro raggiungerebbero un livello minimo alla fine del 2013 e all'inizio del 2014, per poi mostrare un graduale incremento. Per quanto concerne le materie

prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 novembre, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent calino da 112,0 dollari al barile nel 2012 a 108,2, 103,9 e 99,2 dollari rispettivamente nel 2013, nel 2014 e nel 2015. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire del 5,4 per cento nel 2013 e del 2,6 nel 2014, per poi aumentare del 3,7 nel 2015<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 14 novembre. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,33 nel 2013 e a 1,34 nel 2014 e nel 2015, con un incremento del 4,6 per cento rispetto al 2012. Il tasso di cambio effettivo dell'euro si dovrebbe apprezzare del 3,7 per cento nel 2013 e dello 0,8 l'anno successivo, per poi restare invariato nel 2015.

#### Ipotesi tecniche

	Dicembre 2013				Revisioni rispetto a settembre 2013 <sup>1) 2)</sup>	
	2012	2013	2014	2015	2013	2014
Euribor a tre mesi (in percentuale, su base annua)	0,6	0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (in percentuale, su base annua)	3,8	2,9	3,1	3,6	-0,1	-0,4
Prezzo del petrolio (USD al barile)	112,0	108,2	103,9	99,2	0,4	1,1
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-7,2	-5,4	-2,6	3,7	0,0	-2,5
Tasso di cambio USD/EUR	1,29	1,33	1,34	1,34	0,5	1,2
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (variazione percentuale annua)	-5,3	3,7	0,8	0,0	0,1	0,1

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.

2) Le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 22 novembre e 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.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre scorso del Bollettino, le modifiche apportate alle ipotesi tecniche sono relativamente esigue; si segnalano un aumento delle quotazioni del petrolio denominate in dollari, un lieve apprezzamento del tasso di cambio dell'euro e tassi di interesse inferiori nell'area dell'euro.

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 della proiezione.

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 quarto trimestre del 2014 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

Il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,1 per cento nel terzo trimestre del 2013, dopo lo 0,3 del secondo trimestre (cfr. figura). I recenti risultati delle indagini congiunturali indicano un moderato rafforzamento dell'attività nel quarto trimestre del 2013. Nel corso del 2014 e del 2015 la crescita dovrebbe acquisire un certo vigore. La graduale ripresa della domanda interna dovrebbe rappresentare il fattore principale alla base dell'incremento dell'attività nel periodo in esame. La domanda interna beneficerà del miglioramento del clima di fiducia in un contesto di minore incertezza, dell'orientamento accomodante della politica monetaria – ulteriormente rafforzato dalla recente riduzione dei tassi di riferimento e dalle indicazioni prospettiche in merito (*forward guidance*) – dall'intonazione meno restrittiva delle politiche di bilancio e dal calo dei prezzi delle materie prime suscettibile di sostenere il reddito disponibile reale. Nel corso del tempo la domanda interna dovrebbe inoltre beneficiare dell'attenuarsi dei vincoli dal lato dell'offerta di credito. In aggiunta, nell'orizzonte temporale della proiezione l'attività sarà sempre più sostenuta dall'impatto favorevole sulle esportazioni del graduale rafforzamento della domanda estera. Tuttavia, malgrado alcuni paesi dell'area dell'euro sottoposti a tensioni abbiano conseguito alcuni progressi nel riequilibrio dei conti, che hanno migliorato le condizioni per una crescita trainata dalle esportazioni, l'ulteriore necessità di un aggiustamento dei bilanci nei settori pubblico e privato e la disoccupazione elevata continuerebbero a pesare sulle prospettive di crescita nell'arco temporale considerato.

Nel complesso, la ripresa rimarrebbe contenuta nel confronto storico e il PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe raggiungere il livello precedente alla crisi (ossia quello del primo trimestre del 2008) solo alla fine del 2015. Ci si attende che il prodotto registri, in media d'anno, una contrazione dello 0,4 per cento nel 2013, riconducibile in larga misura a un effetto di trascinamento negativo derivante dal profilo dell'attività nel 2012, per poi segnare un incremento dell'1,1 nel 2014 e dell'1,5 nel 2015. Questa dinamica della crescita riflette il contributo in costante aumento della domanda interna unitamente al crescente stimolo proveniente dalle esportazioni.

Esaminando in maggior dettaglio le componenti della crescita, le esportazioni all'esterno dell'area dell'euro dovrebbero recuperare nel quarto trimestre del 2013, per poi prendere slancio nel 2014 e nel 2015, di riflesso al rafforzamento della domanda estera dell'area. Le esportazioni all'interno dell'area aumenterebbero a un ritmo più lento di quelle verso l'esterno, a causa della relativa debolezza della domanda interna.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero aumentare nel quarto trimestre del 2013, per poi acquisire un certo vigore nel corso del 2014. Nel periodo in esame la loro crescita sarebbe sostenuta da una serie di fattori: il graduale rafforzamento previsto per la domanda interna ed estera, il livello molto basso dei tassi di interesse, la minore incertezza, la necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti, la riduzione delle restrizioni creditizie e un certo miglioramento dei margini di profitto concomitante con la ripresa dell'attività. Tuttavia, si ritiene che sulle prospettive continui a pesare l'impatto negativo congiunto del basso grado di utilizzo della capacità produttiva, della necessità di un'ulteriore ristrutturazione dei bilanci societari, delle condizioni di finanziamento avverse e del livello relativamente elevato di incertezza in alcuni settori e paesi dell'area dell'euro. Gli investimenti nell'edilizia residenziale registrerebbero un modesto incremento a breve termine, per poi acquisire vigore a partire dalla metà del 2014. Nondimeno, la loro dinamica resterebbe debole, per effetto dell'aggiustamento ancora necessario nei mercati delle abitazioni in alcuni paesi, della fiacca espansione del reddito disponibile reale e delle aspettative di ulteriori cali dei prezzi degli immobili in determinati paesi. Inoltre, la relativa appetibilità dell'investimento immobiliare in alcuni paesi, sostenuto dai tassi storicamente bassi sui mutui ipotecari e dai rincari delle abitazioni, può esercitare un impatto solo graduale, poiché in tali paesi il settore delle costruzioni si trova già prossimo ai massimi livelli di utilizzo della capacità produttiva. Per tutto il periodo in esame ci si attende una protratta debolezza degli investimenti pubblici dovuta alle misure di risanamento di bilancio programmate in diversi paesi dell'area dell'euro.

Secondo le proiezioni, l'occupazione dovrebbe sostanzialmente ristagnare in termini di numero di occupati nei prossimi trimestri, per poi registrare un modesto aumento a partire dalla metà del 2014. La ripresa dell'occupazione risulterebbe contenuta a causa del debole recupero dell'attività e del consueto ritardo dell'occupazione alle variazioni del prodotto, in base al quale l'aumento delle ore lavorate per addetto precede l'incremento del numero di occupati. Tuttavia, la soglia di crescita del prodotto per la creazione di nuova occupazione potrebbe essersi ridotta in alcuni dei paesi soggetti a tensioni grazie all'impatto delle riforme del mercato del lavoro adottate. Le forze di lavoro dovrebbero ristagnare nel

2013 e in seguito aumentare in misura modesta, a fronte del graduale rientro di determinate fasce della popolazione nel mercato del lavoro. Ciò dovrebbe concorrere ad attenuare la dinamica salariale e fornire un contributo alla crescita potenziale. Il tasso di disoccupazione scenderebbe moderatamente nell'orizzonte temporale considerato. La produttività del lavoro (misurata in termini di prodotto per occupato), aumentata durante il 2013, dovrebbe prendere vigore nel restante periodo della proiezione, riflettendo l'attesa accelerazione dell'attività economica e la reazione ritardata dell'occupazione.

I consumi privati aumenterebbero sul finire del 2013, sostenuti dal minore tasso di risparmio in un contesto di riduzione del reddito disponibile reale; dagli inizi del 2014 acquisirebbero maggiore slancio, via via che il reddito disponibile reale accelererà grazie al graduale miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro e all'andamento contenuto dell'inflazione, malgrado il lieve aumento del tasso di risparmio. I consumi collettivi aumenterebbero moderatamente nell'arco temporale considerato.

Le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro segnerebbero una contenuta accelerazione nel periodo in esame, pur rimanendo frenate dalla persistente debolezza della domanda totale. L'interscambio netto contribuirebbe solo in misura minima alla crescita del PIL in termini reali nell'orizzonte temporale della proiezione. L'avanzo delle partite correnti aumenterebbe nel periodo in rassegna, raggiungendo il 2,6 del PIL nel 2015.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre scorso del Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali resta invariata per il 2013, mentre per il 2014 è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali, soprattutto di riflesso a un effetto di trascinamento maggiormente positivo connesso a una lieve correzione al rialzo delle prospettive sul finire del 2013.

**Tavola 2 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro**

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

	Dicembre 2013				Revisioni rispetto a settembre 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
PIL in termini reali <sup>3)</sup>	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	0,1
		[-0,5 – -0,3]	[0,4 – 1,8]	[0,4 – 2,6]			
Consumi privati	-1,4	-0,6	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0
Consumi collettivi	-0,6	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,3
Investimenti fissi lordi	-3,9	-3,0	1,6	2,8	0,1	0,6	-0,1
Esportazioni <sup>4)</sup>	2,7	1,1	3,7	4,8	0,0	0,2	0,0
Importazioni <sup>4)</sup>	-0,8	-0,1	3,5	4,7	0,1	0,4	-0,3
Occupazione	-0,6	-0,8	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	11,4	12,1	12,0	11,8	0,0	-0,1	-0,2
IAPC	2,5	1,4	1,1	1,3	0,0	-0,1	-0,2
		[1,4 – 1,4]	[0,6 – 1,6]	[0,5 – 2,1]			
IAPC al netto dell'energia	1,9	1,5	1,3	1,5	0,0	-0,1	-0,2
IAPC al netto di: energia e alimentari	1,5	1,1	1,3	1,4	0,0	0,0	-0,1
IAPC al netto di: energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette <sup>5)</sup>	1,3	1,0	1,1	1,4	0,0	0,0	-0,1
Costo unitario del lavoro	1,8	1,4	0,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Redditi per occupato	1,8	1,8	1,8	2,1	0,1	0,0	0,0
Produttività del lavoro	0,0	0,4	0,9	1,1	0,0	-0,1	-0,1
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-3,7	-3,2	-2,6	-2,4	0,0	0,0	0,2
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) <sup>6)</sup>	-3,1	-2,5	-2,2	-2,1	0,1	0,0	0,1
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	90,6	93,2	93,6	93,1	0,2	0,2	-0,2
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	1,4	2,0	2,2	2,6	0,0	-0,6	-0,7

1) Le proiezioni per il 2014 e il 2015 includono i dati relativi alla Lettonia. Le variazioni percentuali per il 2014 si basano su una composizione dell'area dell'euro nel 2013 comprendente la Lettonia.

2) 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 in passato. 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.

3) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

4) Incluso l'interscambio verso l'interno dell'area dell'euro.

5) 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.

6) 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 2007).

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

L'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è ridotta allo 0,9 per cento nel novembre 2013, dal 2,5 del 2012. Il calo dell'inflazione nel corso del 2013 riflette in ampia misura il minore contributo delle quotazioni dell'energia e degli alimentari, nonché la debole dinamica dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici (cfr. la sezione 3 di questo numero del Bollettino).

In prospettiva, l'inflazione si attesterebbe su livelli contenuti, registrando un lieve aumento sul finire del 2014 e un ulteriore rialzo nel 2015, con la graduale ripresa dell'attività economica. Il tasso annuo di inflazione dovrebbe collocarsi all'1,4 per cento nel 2013, all'1,1 nel 2014 e all'1,3 nel 2015.

Le moderate prospettive per l'inflazione riflettono l'impatto al ribasso delle quotazioni dell'energia dovuto al calo dei prezzi dei contratti *future* per il petrolio, al precedente apprezzamento dell'euro e al persistente sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. Più in dettaglio, le quotazioni dell'energia dovrebbero scendere ulteriormente nel 2014 e nel 2015, rispecchiando il profilo ipotizzato per i prezzi del greggio. Secondo le attese, la componente energetica dovrebbe contribuire all'inflazione complessiva in misura trascurabile nel 2014 e lievemente negativa nel 2015, ben al di sotto delle medie storiche. I prezzi degli alimentari dovrebbero decelerare nei primi tre trimestri del 2014, a causa di un effetto base negativo e della contrazione attesa delle quotazioni delle materie prime a livello internazionale ed europeo; nel 2015 registrerebbero un certo incremento riconducibile agli ulteriori aumenti ipotizzati per i corsi delle materie prime alimentari (cfr. figura). L'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari dovrebbe salire moderatamente durante il 2014 per raggiungere un livello dell'1,4 per cento nel 2015. A seguito dell'ipotizzata attenuazione nel 2014 e nel 2015 delle spinte al rialzo legate ai precedenti incrementi delle imposte indirette, l'inflazione al netto dell'energia, degli alimentari e delle variazioni delle imposte indirette registrerebbe un aumento lievemente più forte nel periodo in rassegna (cfr. anche il riquadro 5 della sezione 3 di questo numero del Bollettino).

Le pressioni esterne sui prezzi si sono allentate nei primi tre trimestri del 2013, a causa della debole domanda mondiale, dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e dei ribassi delle quotazioni del greggio e delle materie prime non petrolifere. Si stima che in questo arco temporale il deflatore delle importazioni sul periodo corrispondente sia diminuito; se da un lato continuerà a scendere nei prossimi trimestri a seguito di questi fattori, dall'altro dovrebbe aumentare lievemente dalla metà del 2014, via via che l'impatto al ribasso del precedente apprezzamento dell'euro viene meno, i prezzi delle materie prime non energetiche aumentano e la domanda di importazioni acquisisce slancio, favorendo margini di profitto più elevati.

Passando alle spinte interne sui prezzi, la crescita dei redditi per occupato dovrebbe rimanere invariata all'1,8 per cento nel 2013 e nel 2014, per poi salire al 2,1 nel 2015. Il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe rallentare, passando dall'1,8 per cento nel 2012 all'1,4 nel 2013 e allo 0,9 nel 2014, a causa dell'incremento ciclico dell'espansione della produttività, che rifletterebbe la reazione ritardata dell'occupazione all'aumento dell'attività, unitamente alla crescita pressoché invariata dei redditi per occupato. Nel 2015 l'accelerazione lievemente più marcata dei redditi per occupato rispetto a quella della produttività del lavoro dovrebbe determinare un contenuto incremento della crescita del costo unitario del lavoro.

Dopo il forte calo del 2012, l'indicatore dei margini di profitto (misurato dalla differenza tra deflatore del PIL al costo dei fattori e crescita del costo unitario del lavoro) dovrebbe stabilizzarsi nel 2013, grazie al graduale, seppur modesto, miglioramento dell'attività in corso d'anno. In seguito, le condizioni economiche in progressivo miglioramento dovrebbero sostenere una moderata ripresa dei margini di profitto.

Nel 2013 e nel 2014 gli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette inclusi nei piani di risanamento dei conti pubblici fornirebbero un contributo al rialzo significativo all'inflazione. Nel 2015 tale contributo dovrebbe risultare inferiore nello scenario di base della proiezione. Tuttavia, ciò è dovuto in parte alla mancanza di informazioni dettagliate sulle misure di bilancio per quell'anno.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre scorso del Bollettino, la proiezione per l'inflazione complessiva è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2013, di riflesso ai recenti dati inferiori alle attese, e di 0,2 punti percentuali per il 2014, anche per effetto dei prezzi più contenuti delle materie prime.



**(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.

**PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI**

Sulla base delle ipotesi esposte nel riquadro 1, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro registrerebbe una diminuzione dal 3,7 per cento del PIL nel 2012 al 3,2 nel 2013 e scenderebbe ancora nei due anni seguenti, rispettivamente al 2,6 e al 2,4 per cento. La riduzione del disavanzo indicata per il 2013 riflette l'azione di risanamento dei conti pubblici intrapresa in molti paesi dell'area e la parziale sospensione dell'assistenza pubblica a favore del settore finanziario. Per il 2014 e il 2015 l'andamento sarebbe invece riconducibile al contributo favorevole della componente ciclica e al protratto rafforzamento della componente strutturale. Quest'ultima dovrebbe tuttavia migliorare a un ritmo più lento rispetto al 2013 ed è essenzialmente sospinta da una continua crescita moderata della spesa pubblica. Di conseguenza il saldo strutturale di bilancio, ossia il saldo corretto per il ciclo economico e al netto di tutte le misure temporanee, registrerebbe un miglioramento visibile nel 2013 e meno marcato nel resto dell'orizzonte di proiezione. Si prevede che il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL dell'area dell'euro registri un massimo del 93,6 per cento nel 2014, per poi scendere al 93,1 nel 2015.



## ANALISI DI SENSIBILITÀ ALLA POLITICA DI BILANCIO

Generalmente si conducono analisi di sensibilità allo scopo di quantificare i rischi inerenti allo scenario di base delle proiezioni in relazione a profili alternativi per talune ipotesi sottostanti. Il presente riquadro illustra i risultati che si otterrebbero qualora fossero attuate ulteriori misure di riequilibrio dei conti pubblici allo scopo di conseguire gli obiettivi di bilancio.

Come menzionato 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 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 sono pienamente sufficienti per realizzare il risanamento richiesto nel quadro del meccanismo correttivo o di quello preventivo del Patto di stabilità e crescita. L'impegno a soddisfare tali requisiti si riflette ampiamente negli obiettivi di bilancio delineati dai governi negli aggiornamenti dei rispettivi programmi di stabilità del 2013, nella documentazione relativa ai programmi UE-FMI e, in certa misura, nei recenti progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2014. Tuttavia gli interventi tesi al raggiungimento di tali obiettivi spesso mancano oppure non sono sufficientemente precisati nel dettaglio, e dunque non se ne tiene conto nello scenario di base delle proiezioni, in particolare con riferimento al 2015, anno che non è incluso nelle manovre di finanza pubblica e leggi di bilancio della maggior parte dei paesi. Pertanto, non solo è necessario ma è anche probabile che entro il 2015 i governi adottino ulteriori misure di risanamento in aggiunta a quelle considerate nello scenario di base. Un'analisi di sensibilità alla politica di bilancio può fornire un'indicazione dell'impatto di tali misure sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione al consumo. Condurre un'analisi di questo tipo è importante per valutare i rischi che circondano lo scenario di base delle proiezioni.

### 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 del *fiscal gap*. In particolare, le informazioni specifiche per paese servono a cogliere le incertezze che circondano gli obiettivi di bilancio, la probabilità di ulteriori misure di riequilibrio e i relativi effetti di retroazione a livello macroeconomico.

In base a queste premesse, per l'area dell'euro si valuta un risanamento aggiuntivo sostanzialmente pari a zero nel 2013 e a circa lo 0,2 per cento del PIL nel 2014, mentre nel 2015 le misure di riequilibrio dovrebbero probabilmente risultare più cospicue, ossia intorno allo 0,6 per cento del PIL (il valore cumulato si collocherebbe quindi a circa lo 0,8 entro la fine del 2015). 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, al livello di aggregazione dell'area dell'euro si valuta che il risanamento dei conti sia leggermente sbilanciato verso il lato della spesa, ma emergono anche incrementi dell'imposizione fiscale diretta e indiretta e dei contributi previdenziali.

### 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<sup>1</sup> della BCE.

**Impatto macroeconomico stimato delle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL in termini reali e sullo IAPC dell'area dell'euro**

<b>Ipotesi (% del PIL)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Obiettivi di bilancio dei governi <sup>1)</sup>	-3,1	-2,4	-1,6
Scenario dei conti pubblici per le proiezioni	-3,2	-2,6	-2,4
Misure di risanamento aggiuntive (cumulate) <sup>2)</sup>	0,0	0,2	0,8
<b>Effetti delle misure di risanamento aggiuntive (punti percentuali)<sup>3)</sup></b>			
Crescita del PIL in termini reali	0,0	-0,1	-0,3
IAPC	0,0	0,0	0,2

1) Obiettivi in termini nominali riportati nella recente documentazione sui programmi UE-FMI per i paesi pertinenti, nelle ultime raccomandazioni rivolte ai paesi nel quadro della procedura per i disavanzi eccessivi, nei progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2014 e negli aggiornamenti dei programmi di stabilità del 2013 per i paesi non soggetti a procedura per i disavanzi eccessivi.

2) Analisi di sensibilità basata sulle valutazioni degli esperti dell'Eurosistema.

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 New Area-Wide Model della BCE.

L'impatto macroeconomico delle misure di risanamento aggiuntive risulta limitato nel 2013 e nel 2014. Nel 2015 si stima un impatto sulla crescita del PIL in termini reali intorno a -0,3 punti percentuali, mentre quello sull'inflazione al consumo sarebbe pari a circa 0,2. Soprattutto per il 2015 l'analisi evidenzia dunque alcuni rischi al ribasso per la crescita del PIL rispetto allo scenario di base delle proiezioni, poiché quest'ultimo non include ancora tutte le misure di risanamento che i governi intendono attuare. Al tempo stesso emergono anche rischi al rialzo per l'inflazione, poiché 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 sui potenziali effetti a breve termine di probabili misure aggiuntive di riequilibrio dei conti. Se da un lato anche interventi di risanamento ben concepiti spesso hanno ricadute negative di breve periodo sulla crescita del PIL, dall'altro vi sono effetti positivi a più lungo termine sull'attività che non risultano evidenti nell'orizzonte di tale analisi<sup>2</sup>.

Infine, i risultati dell'analisi non devono essere interpretati come una critica all'adozione di sforzi di risanamento aggiuntivi nell'orizzonte di proiezione. Serve infatti ulteriore impegno nel riequilibrio dei conti per ripristinare delle 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 negative sul clima di fiducia potrebbero ostacolare la ripresa dell'economia.

1 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, 2008.

2 Per un'analisi più dettagliata degli effetti macroeconomici del riequilibrio dei bilanci, cfr. il riquadro *Il ruolo dei moltiplicatori fiscali nell'attuale dibattito sul risanamento* nel numero di dicembre 2012 di questo Bollettino.

**Riquadro 3**

**PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI**

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il PIL in termini reali dell'area dell'euro registrerebbe un calo dello 0,4 per cento nel 2013, che coincide appieno con le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema. Si prevede quindi un graduale incremento compreso fra lo 0,9 e l'1,1 per cento nel 2014 e fra l'1,3 e l'1,7 per cento nel 2015, ossia un profilo simile a quello delineato dalle proiezioni dell'Eurosistema.

Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni di altre organizzazioni indicano un tasso medio annuo compreso fra l'1,4 e l'1,5 per cento nel 2013, che risulta prossimo alle proiezioni. L'inflazione si porterebbe in media fra l'1,2 e l'1,5 per cento nel 2014 e fra l'1,2 e l'1,6 per cento nel 2015 nelle altre previsioni disponibili.

#### 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		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	dicembre 2013	-0,4 [-0,5 – -0,3]	1,1 [0,4 – 1,8]	1,5 [0,4 – 2,6]	1,4 [1,4 – 1,4]	1,1 [0,6 – 1,6]	1,3 [0,5 – 2,1]
Commissione europea	novembre 2013	-0,4	1,1	1,7	1,5	1,5	1,4
OCSE	novembre 2013	-0,4	1,0	1,6	1,4	1,2	1,2
<i>Euro Zone Barometer</i>	novembre 2013	-0,4	1,1	1,5	1,5	1,4	1,6
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2013	-0,4	0,9	1,3	1,4	1,3	1,6
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	novembre 2013	-0,4	1,0	1,5	1,4	1,5	1,6
FMI	ottobre 2013	-0,4	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, autunno 2013; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2013; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2013; *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 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.