



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Riquadro

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 25 agosto 2011, 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 l'1,4 e l'1,8 per cento nel 2011 e fra lo 0,4 e il 2,2 per cento nel 2012. L'inflazione si situerebbe al 2,5-2,7 per cento nel 2011 e all'1,2-2,2 per cento l'anno seguente.

### 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 si basano sulle aspettative di mercato fino al 18 agosto 2011.

I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi di interesse a breve termine dell'1,3 per cento nel 2011 e dell'1,0 l'anno seguente. Le attese di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,2 per cento sia nel 2011, sia nel 2012. Si assume che i tassi di mercato si trasmettano ai tassi sui prestiti bancari in linea con la regolarità storica per gran parte dell'area dell'euro. Tuttavia, in alcune regioni dell'area, segnatamente dove vi sono tensioni nei mercati dei titoli di Stato, il processo di trasmissione dovrebbe essere accompagnato da effetti avversi sui premi per il rischio di credito richiesti dalle banche. Secondo le ipotesi, i criteri di erogazione del credito continuerebbero a normalizzarsi gradualmente, pur seguitando a pesare in certa misura sull'attività economica nel periodo in esame.

Per quanto concerne i prezzi delle materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 18 agosto, si assume che le quotazioni del petrolio di qualità Brent siano pari in media a 110,1 dollari al barile nel 2011 e a 106,5 l'anno seguente. I prezzi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari<sup>2</sup>, dovrebbero aumentare del 19,6 per cento nel 2011, per poi ridursi dello 0,8 per cento nel 2012.

I tassi di cambio bilaterali resterebbero invariati nell'orizzonte temporale della proiezione, sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 18 agosto. Tale ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,42 nel 2011 e a 1,43 nel 2012 e che il tasso di cambio effettivo dell'euro, in media, si apprezzi dello 0,2 per cento nel 2011, per poi deprezzarsi dello 0,2 nel 2012.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 19 agosto e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in modo abbastanza dettagliato dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

<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 degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del periodo della proiezione; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al terzo trimestre del 2012 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

## Ipotesi relative al contesto internazionale

Il ritmo di crescita dell'economia mondiale si è ridotto negli ultimi mesi. Questo rallentamento riflette in parte fattori di natura temporanea, quali l'impatto della calamità naturale e nucleare in Giappone sull'economia del paese e sulle catene produttive a livello internazionale, nonché gli effetti al ribasso dei prezzi elevati delle materie prime sui redditi nelle principali economie avanzate. In prospettiva, il graduale venir meno delle turbative lungo le catene dell'approvvigionamento dovrebbe imprimere un certo slancio alla crescita nella seconda metà dell'anno. Tuttavia, i tassi di disoccupazione più elevati delle attese, il più basso livello di fiducia di imprese e consumatori nei paesi avanzati e la protratta debolezza del mercato degli immobili residenziali negli Stati Uniti dovrebbero incidere negativamente sull'espansione economica. Inoltre, il recente mutamento del clima di fiducia nei mercati finanziari internazionali, che non dovrebbe ostacolare la ripresa economica mondiale, avrà prevedibilmente ulteriori ripercussioni negative attraverso gli effetti sulla fiducia e sulla ricchezza nella seconda metà del 2011. Nel medio periodo le conseguenze della crisi finanziaria dovrebbero seguitare a pesare sul vigore della ripresa nei paesi avanzati, riflettendo la necessità di aggiustamento dei bilanci in vari settori. In alcuni di questi paesi, tale scenario ridimensiona le prospettive di un rapido miglioramento della situazione nel mercato del lavoro. Per contro, le economie emergenti dovrebbero continuare a registrare un'espansione relativamente vigorosa, con persistenti pressioni di surriscaldamento. Per il PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro si ipotizza un aumento medio del 4,1 per cento nel 2011 e del 4,4 nel 2012. La crescita della domanda estera dell'area è stimata al 7,0 per cento nel 2011 e al 6,8 nel 2012. Questi tassi di incremento sono inferiori rispetto alle proiezioni di giugno scorso, elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, poiché rispecchiano in particolare la revisione al ribasso delle prospettive per l'economia statunitense.

## Proiezioni sulla crescita del PIL

Dopo la forte crescita del primo trimestre del 2011, trainata da una ripresa del prodotto nel settore delle costruzioni, si è osservata negli ultimi mesi una significativa decelerazione dell'attività economica nell'area dell'euro. Analogamente all'economia mondiale, l'attività dell'area è stata frenata dagli effetti avversi connessi alla calamità naturale e nucleare in Giappone, nonché dall'impatto ritardato dei passati rincari del petrolio. La dinamica di fondo dell'economia dell'area si è indebolita anche a seguito di fattori interni, quali il calo dei corsi azionari, l'inasprimento delle politiche di bilancio, i criteri più restrittivi di erogazione del credito e la maggiore incertezza, che si riflettono nell'aumento dei premi al rischio connesso con la crisi del debito sovrano e nel peggioramento del clima di fiducia di imprese e consumatori. Secondo le attese, diversi di questi fattori continuerebbero a esercitare un influsso negativo nel breve periodo e, pertanto, il PIL in termini reali dovrebbe segnare soltanto una crescita modesta nella seconda metà del 2011. In seguito, l'attività economica dovrebbe via via acquistare slancio grazie alle esportazioni dell'area, che beneficerebbero dell'incremento della domanda estera, mentre la domanda interna si rafforzerebbe gradualmente, sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria, dalle misure di ripristino del funzionamento del sistema finanziario e, infine, dall'impatto della vigorosa domanda mondiale sul reddito interno. Ci si attende che il tasso di incremento annuo del PIL in termini reali si collochi all'1,4-1,8 per cento nel 2011 e allo 0,4-2,2 per cento nel 2012.

Esaminando in maggiore dettaglio le componenti della domanda, le vendite all'esterno dell'area dell'euro dovrebbero crescere a un ritmo relativamente vivace fino al 2012, pur se inferiore al tasso di espansione della domanda estera dell'area nel 2012, in linea con la tendenza alla riduzione delle quote di mercato delle esportazioni dell'area. Dopo il forte recupero del primo trimestre del 2011, gli investimenti totali dovrebbero crescere solo moderatamente nella parte restante dell'anno, per poi acquisire più slancio nel 2012. Gli investimenti delle imprese aumenterebbero costantemente nell'orizzonte temporale della proiezione, favoriti dalla crescente redditività, dalla sostenuta espansione delle esportazioni e dall'emergere di strozzature nella capacità produttiva. Tuttavia, l'incremento degli investimenti

nell'edilizia residenziale dovrebbe restare relativamente contenuto per tutto il periodo considerato, a causa dell'aggiustamento in atto nei mercati delle abitazioni in alcuni paesi, che si rispecchia anche nei modesti rincari previsti per gli immobili. Inoltre, si ipotizza una riduzione degli investimenti pubblici fino al termine del 2012, come indicano attualmente le misure di risanamento di bilancio annunciate in diversi paesi dell'area.

Dopo un'espansione piuttosto modesta nel 2011, i consumi privati dovrebbero registrare un lieve recupero nel 2012, riflettendo in prevalenza il profilo di crescita del reddito disponibile reale. Nella parte restante del 2011 la dinamica del reddito disponibile reale dovrebbe subire l'effetto negativo dei passati rincari delle materie prime, ma nel 2012 dovrebbe beneficiare dell'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche. Le proiezioni indicano che i consumi collettivi in termini reali aumenteranno solo moderatamente fino al 2012, rispecchiando le misure di riequilibrio dei conti pubblici annunciate in diversi paesi dell'area. Le importazioni dall'esterno dell'area dovrebbero crescere a un ritmo in certa misura più sostenuto nel 2011 e stabilizzarsi l'anno seguente, segnando un incremento maggiore rispetto alla domanda totale nel periodo in esame. Per effetto dell'espansione delle esportazioni, in qualche modo più vivace, l'interscambio netto fornirebbe alla crescita del PIL un contributo positivo, ancorché in diminuzione, nell'intero arco temporale considerato.

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

(variazioni percentuali; medie annue)<sup>1, 2)</sup>

	2010	2011	2012
IAPC	1,6	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2
PIL in termini reali	1,7	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
Consumi privati	0,8	0,3 – 0,7	0,0 – 1,6
Consumi collettivi	0,5	-0,2 – 0,8	-0,7 – 0,5
Investimenti fissi lordi	-0,8	2,2 – 3,6	0,8 – 5,4
Esportazioni (beni e servizi)	11,0	5,6 – 8,4	2,3 – 9,7
Importazioni (beni e servizi)	9,3	4,7 – 7,3	2,0 – 9,2

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.

2) I dati si riferiscono a una composizione dell'area dell'euro comprendente l'Estonia, ad eccezione di quello dello IAPC per il 2010. La variazione percentuale dello IAPC per il 2011 si basa su una composizione dell'area comprendente l'Estonia già nel 2010.

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

Il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato al 2,5 per cento lo scorso agosto nell'area dell'euro. L'inflazione armonizzata complessiva dovrebbe rimanere al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi, soprattutto per effetto dei passati forti rincari delle materie prime petrolifere e non petrolifere sulle quotazioni dell'energia e degli alimentari. In seguito, sulla base dei prezzi attualmente impliciti nei contratti *future* per le materie prime, l'incremento dei prezzi all'importazione dovrebbe moderarsi. Per contro, di riflesso all'aumento del costo del lavoro e alla trasmissione dei passati rincari delle materie prime, le pressioni interne sui prezzi dovrebbero intensificarsi lentamente, determinando nel periodo in esame un graduale rialzo dell'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari. Nell'insieme, l'inflazione complessiva si porterebbe in media d'anno al 2,5-2,7 per cento nel 2011 e all'1,2-2,2 per cento nel 2012. La crescita dei redditi per addetto dovrebbe rimanere relativamente moderata nell'arco temporale della proiezione, rispecchiando il modesto miglioramento atteso per le condizioni nel mercato del lavoro. A causa della reazione parziale e ritardata dei salari nominali all'inflazione al consumo, i

redditi per addetto in termini reali dovrebbero diminuire nel 2011, per poi aumentare lentamente. Tenuto conto della decelerazione della produttività anticipata dalle proiezioni, il costo unitario del lavoro dovrebbe risalire nel 2011 e crescere a un ritmo più sostenuto nel 2012. Di conseguenza, l'incremento dei margini di profitto risulterebbe ridotto nei due anni considerati, riflettendo anche la moderata espansione attesa per la domanda aggregata.

#### Confronto con le proiezioni pubblicate nel giugno 2011

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, pubblicate nel numero di giugno 2011 del Bollettino, gli intervalli di valori relativi alla crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali sono stati rivisti al ribasso sia per il 2011, sia per il 2012. Le revisioni delle prospettive per i due anni considerati riflettono la riduzione della domanda estera e l'indebolimento della domanda interna, frenata tra l'altro dalla maggiore incertezza, dal peggioramento del clima di fiducia, dal calo dei corsi azionari e dai criteri più restrittivi di erogazione del credito; nel complesso, tali fattori sopravanzano gli effetti positivi della significativa correzione al ribasso dell'ipotesi tecnica formulata per la media dei tassi sui prestiti nell'area dell'euro. La modifica al ribasso per il 2012 riflette anche l'impatto dell'ulteriore inasprimento delle politiche di bilancio in alcuni paesi dell'area. Per quanto riguarda l'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo di valori per il 2011 è rimasto invariato, mentre quello per il 2012 risulta leggermente più ristretto rispetto alle proiezioni dello scorso giugno.

#### Tavola B Confronto con le proiezioni di giugno 2011

(variazioni percentuali; medie annue)

	2011	2012
PIL in termini reali – giugno 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
PIL in termini reali – settembre 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
IAPC – giugno 2011	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3
IAPC – settembre 2011	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

#### Confronto con le previsioni di altre organizzazioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, pubblicano 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 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 delle 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 crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si situerebbe tra l'1,6 e il 2,0 per cento nel 2011, lievemente al di sopra dell'intervallo di valori delle proiezioni degli esperti della BCE, e tra l'1,5 e il 2,0 per cento nel 2012, in prossimità del margine superiore dell'intervallo delle proiezioni. Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni indicano un tasso medio annuo del 2,6 per cento nel 2011, valore che ricade nell'intervallo delle proiezioni della BCE, e tra l'1,6 e il 2,0 per cento nel 2012, in linea con le 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	
		2011	2012	2011	2012
OCSE	maggio 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Commissione europea	maggio 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
FMI	giugno 2011	2,0	1,7	2,6	1,8
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	agosto 2011	1,9	1,6	2,6	2,0
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	agosto 2011	1,9	1,5	2,6	1,9
Proiezioni degli esperti della BCE	settembre 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, primavera 2011; *World Economic Outlook Update* dell'FMI, giugno 2011; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2011; *Consensus Economics Forecasts*; *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, 2011

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.