



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA NEL GIUGNO 2014¹

Secondo le proiezioni la ripresa economica dell'area dell'euro si rafforzerà gradualmente nell'arco temporale considerato, sospinta da un aumento della domanda interna e, in misura inferiore, di quella estera. La domanda interna sta beneficiando dell'orientamento accomodante della politica monetaria, di un ritorno a un'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio, delle migliori condizioni di finanziamento e del clima di fiducia più positivo in un contesto di minore incertezza. Inoltre, il reddito disponibile reale è sostenuto da un graduale incremento della crescita salariale e da una flessione dei prezzi dell'energia. Al tempo stesso, ci si attende che l'impatto avverso sulle prospettive economiche esercitato dalla necessità di un ulteriore aggiustamento dei bilanci e dall'elevata disoccupazione diminuisca solo gradualmente nell'orizzonte di proiezione. La domanda estera dovrebbe essere favorita da una graduale ripresa a livello mondiale, benché sia probabile che, in una fase iniziale, le sue ricadute positive sulle esportazioni dell'area dell'euro vengano in parte compensate dagli effetti dell'apprezzamento della moneta unica. Le previsioni indicano un'espansione del PIL in termini reali pari all'1,0 per cento nel 2014, all'1,7 nel 2015 e all'1,8 nel 2016; tali incrementi, superiori alla crescita potenziale stimata, contribuirebbero a una graduale riduzione dell'output gap negativo a fronte di un lieve calo del tasso di disoccupazione.

L'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC dovrebbe via via aumentare nel periodo in esame, pur mantenendosi su livelli contenuti; quella complessiva salirebbe dallo 0,7 per cento nel primo trimestre del 2014 all'1,5 nell'ultimo trimestre del 2016, collocandosi in media allo 0,7 per cento nel 2014, all'1,1 nel 2015 e all'1,4 nel 2016. Il recupero previsto per l'inflazione armonizzata complessiva riflette il graduale rafforzamento della ripresa economica, che sta portando a una crescita più vigorosa dei salari e dei profitti interni. Un impatto al rialzo sull'inflazione deriverebbe anche dall'ipotesi di rincari delle materie prime non energetiche e dei manufatti importati. Al tempo stesso, l'accelerazione dei prezzi prospettata dovrebbe essere contenuta dal calo assunto per le quotazioni petrolifere, dall'effetto ritardato del mercato apprezzamento dell'euro da metà 2012 e dal persistente sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. L'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia aumenterebbe via via, portandosi dall'1,0 per cento nel 2014 all'1,2 nel 2015 e all'1,5 nel 2016, fino a raggiungere l'1,7 per cento entro la fine del periodo in rassegna.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di marzo scorso del Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali nel 2014 è stata rivista al ribasso, dall'1,2 all'1,0 per cento, di riflesso a una dinamica del prodotto più debole delle attese nel primo trimestre. Al contrario, quella per il 2015 è stata corretta al rialzo, dall'1,5 all'1,7 per cento, nel contesto di una ripresa più sostenuta del reddito disponibile reale. L'inflazione misurata sullo IAPC per il 2014 è stata modificata al ribasso, dall'1,0 allo 0,7 per cento, soprattutto alla luce dell'evoluzione dei prezzi inferiore alle attese negli ultimi mesi; ha subito una correzione verso il basso anche quella per il 2015 e il 2016, rispettivamente dall'1,3 all'1,1 per cento e dall'1,5 all'1,4 per cento.

Questo articolo espone in sintesi le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate per il periodo 2014-2016. Nella loro interpretazione va ricordato che esercizi previsivi condotti per un orizzonte temporale così esteso presentano un grado di incertezza molto elevato².

¹ Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema rappresentano un contributo alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono reperibili in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel suo sito Internet. I dati utilizzati in questo esercizio previsivo sono aggiornati al 21 maggio 2014.

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

IL CONTESTO INTERNAZIONALE

In base alle proiezioni la crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) mostrerà un graduale recupero nel periodo considerato, passando dal 3,6 per cento nel 2014 al 4,0 nel 2015 e al 4,1 nel 2016. I dati disponibili indicano per il primo trimestre dell'anno una perdita di slancio nelle economie avanzate, attribuibile in parte a fattori temporanei come le temperature estremamente rigide registrate nell'America settentrionale. Nondimeno, guardando oltre la volatilità di breve periodo, dalle indagini congiunturali emerge una dinamica espansiva piuttosto robusta. La crescita nei mercati emergenti si è attenuata, per effetto della debole domanda interna, dell'inversione dei flussi di capitali verso tali paesi e dello spazio di manovra più limitato per ulteriori misure di sostegno interne. Dopo l'episodio di volatilità osservato all'inizio dell'anno, i mercati finanziari delle economie emergenti si sono stabilizzati, anche se in molti paesi si registra da metà 2013 un inasprimento delle condizioni di finanziamento che grava sull'attività. In prospettiva, ci si attende un rafforzamento dell'attività economica a livello mondiale. La riduzione meno pronunciata della leva finanziaria nel settore privato e gli interventi meno cospicui di risanamento dei conti pubblici, insieme agli andamenti più favorevoli nei mercati del lavoro, dovrebbero sostenere la domanda interna nelle economie avanzate; questa evoluzione stimolerebbe a sua volta una ripresa nel resto del mondo. Tuttavia, è probabile che in alcune economie emergenti la crescita venga ostacolata da fattori strutturali, fra cui strozzature di natura infrastrutturale e vincoli di capacità produttiva, mentre nei paesi fortemente dipendenti da afflussi di capitale e da una sostenuta espansione del credito l'attività potrebbe verosimilmente frenare, via via che le economie si riequilibreranno e si adatteranno al mutato orientamento della politica monetaria negli Stati Uniti.

L'interscambio mondiale ha perso parte del suo slancio dalla fine dello scorso anno. In prospettiva, dovrebbe segnare un'accelerazione nell'arco temporale considerato, per effetto di una ripresa dell'attività nelle economie avanzate che interesserebbe soprattutto gli investimenti, ad alto contenuto di importazioni. Nondimeno, si ritiene improbabile che cresca allo stesso ritmo degli anni '90 e 2000, quando era in atto l'integrazione dei grandi paesi emergenti nell'economia mondiale. Pertanto, rispetto all'ultimo esercizio previsivo, lo scenario di base delle proiezioni ipotizza un'elasticità di lungo periodo del commercio internazionale all'attività economica mondiale inferiore a quella osservata prima della crisi finanziaria globale. Viene prospettato un aumento dell'interscambio mondiale (esclusa l'area dell'euro) del 4,3 per cento nel 2014, del 5,7 nel 2015 e del 5,9 nel 2016. A fronte di un'espansione più contenuta della domanda di importazioni dei principali partner commerciali dell'area rispetto al resto del mondo, la crescita della domanda estera dell'area risulterebbe lievemente più moderata di quella del commercio internazionale (cfr. tavola 1).

Tavola 1 Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	2013	Giugno 2014				Marzo 2014			Revisioni rispetto a marzo 2014		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0	
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ¹⁾	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3	
Domanda estera dell'area dell'euro ²⁾	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2	

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

Nota: le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di marzo scorso del Bollettino, la crescita del PIL mondiale in termini reali è stata rivista al ribasso per il 2014, dal 3,9 al 3,6 per cento. Le prospettive per la domanda estera dell'area dell'euro sono state corrette al ribasso per l'intero 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 maggio 2014. I tassi di interesse a breve termine sono misurati dall'Euribor a tre mesi e le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi dei contratti future; da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,3 per cento nel 2014, dello 0,3 nel 2015 e dello 0,4 nel 2016. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 2,4 per cento nel 2014, del 2,6 nel 2015 e del 3,0 nel 2016¹. 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 resterebbero pressoché stabili nel 2014 e nel 2015, per poi aumentare gradualmente.

Per quanto riguarda le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti future nelle due settimane fino al 14 maggio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent si riducano, passando da 108,8 dollari al barile nel 2013 a 98,2 nel 2016. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare lievemente nel 2014, per poi crescere a un ritmo in qualche misura più rapido nel 2015 e nel 2016².

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 maggio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,38 fra il 2014 e il 2016, con un incremento del 4,2 per cento rispetto al 2013. Nell'arco temporale considerato il tasso di cambio effettivo dell'euro si apprezzerrebbe del 2,7 per cento rispetto al 2013.

Ipotesi tecniche

	Giugno 2014				Marzo 2014			Revisioni rispetto a marzo 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Prezzo del petrolio (USD al barile)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Tasso di cambio USD/EUR	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-20) (variazione percentuale annua)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

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.
Nota: le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

Le ipotesi sui conti pubblici riflettono le leggi di bilancio approvate dai paesi dell'area dell'euro, i rispettivi programmi di finanza pubblica di medio periodo e gli interventi ampiamente precisati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità disponibili al 21 maggio. Tali interventi includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in sufficiente dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo. Nel complesso, queste ipotesi implicano in media un risanamento dei conti pubblici di entità appena contenuta nel periodo considerato, in base ai programmi di bilancio per il 2014 e alle informazioni solo limitate per i due anni successivi. La portata dell'azione di riequilibrio ipotizzata per l'arco temporale della proiezione è significativamente inferiore a quella registrata negli ultimi anni.

Rispetto al numero di marzo 2014 di questo Bollettino, le principali modifiche apportate alle ipotesi tecniche includono una flessione dei tassi di interesse a breve e a lungo termine nell'area dell'euro. Le

quotazioni del petrolio espresse in dollari sono in certa misura più elevate rispetto a marzo e al contempo si è osservato un moderato apprezzamento del tasso di cambio 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 considerato.
- 2 Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti future fino al termine del periodo di proiezione; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al secondo trimestre del 2015 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale. Per i prezzi al consumo dei prodotti alimentari sono utilizzate le proiezioni relative ai prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari (espressi in euro) elaborate sulla base di un modello econometrico che tiene conto degli andamenti delle quotazioni mondiali.

PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Il PIL in termini reali dell'area dell'euro è salito dello 0,2 per cento nel primo trimestre del 2014, registrando il quarto aumento consecutivo su base trimestrale. I dati delle indagini congiunturali mostrano che negli ultimi mesi il clima di fiducia delle imprese si è stabilizzato, nella totalità dei settori e dei paesi, su livelli prossimi o superiori alle rispettive medie di lungo termine, a indicare un ulteriore rialzo dell'attività economica nel secondo trimestre dell'anno. La dinamica di fondo della crescita dovrebbe intensificarsi, specie in alcune delle economie sottoposte a tensioni. La ripresa prospettata per l'attività dovrebbe essere trainata soprattutto da un rafforzamento della domanda interna, riconducibile all'orientamento accomodante della politica monetaria, al ritorno a un'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio dopo anni di considerevole inasprimento fiscale, al ripristino di criteri per l'erogazione del credito neutri, nonché al clima di fiducia più positivo sia tra le imprese sia tra le famiglie in un contesto di minore incertezza. In particolare, i consumi privati beneficerebbero dell'impatto favorevole sul reddito disponibile reale di un maggiore incremento dei salari e di un calo delle quotazioni energetiche. Ci si attende inoltre che l'attività economica venga sostenuta sempre più da un graduale rafforzamento della domanda estera, anche se in una fase iniziale la crescita delle esportazioni sarà probabilmente frenata dall'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Al tempo stesso, nell'orizzonte di proiezione dovrebbe diminuire solo con gradualità l'effetto negativo sulle prospettive per la domanda interna esercitato in alcuni paesi dalla necessità di un ulteriore aggiustamento dei bilanci nei settori pubblico e privato e, soprattutto, dagli alti livelli di disoccupazione, mentre in altre economie potrebbero emergere dei vincoli dal lato dell'offerta di lavoro. Il PIL in termini reali aumenterebbe, in media d'anno, dell'1,0 per cento nel 2014, dell'1,7 nel 2015 e dell'1,8 nel 2016. Questa dinamica riflette il contributo in costante aumento della domanda interna accompagnato dall'esiguo apporto positivo delle esportazioni nette. Poiché la crescita effettiva dovrebbe superare il tasso di crescita potenziale stimato, l'output gap mostrerebbe un restringimento, risultando però ancora negativo alla fine del periodo in rassegna.

Esaminando in maggior dettaglio le componenti della crescita, secondo le proiezioni l'espansione delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro acquisirà slancio nel 2014 e nel 2015, di riflesso al graduale rafforzamento della domanda estera dell'area e al venir meno delle ricadute negative del recente apprezzamento dell'euro. Le quote di mercato delle esportazioni dell'area dovrebbero diminuire marginalmente nell'arco temporale considerato, evidenziando tuttavia andamenti piuttosto eterogenei tra paesi a causa di una diversa evoluzione della competitività. Le esportazioni all'interno dell'area dell'euro crescerebbero a un ritmo più lento di quelle verso l'esterno, a causa del persistere della relativa debolezza della domanda interna nell'area.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero via via aumentare nell'orizzonte di proiezione, sorretti dal rafforzamento della domanda interna ed estera in presenza di un fabbisogno cumulato di investimenti di sostituzione, del livello molto basso dei tassi di interesse, di un aumento dei profitti, di una minore incertezza e dell'attenuarsi degli effetti avversi dal lato dell'offerta di credito. Tuttavia, si ritiene che l'impatto negativo congiunto della più debole dinamica della crescita e della necessità di un'ulteriore ristrutturazione dei bilanci societari in alcuni paesi dell'area dell'euro ostacoli la ripresa degli investimenti delle imprese nel periodo in esame.

Secondo le proiezioni gli investimenti nell'edilizia residenziale registreranno un graduale incremento con la ripresa dell'attività economica, in un contesto di bassi tassi sui mutui ipotecari. Nondimeno, nei

prossimi trimestri continueranno a pesare sulle prospettive l'ulteriore aggiustamento necessario nei mercati delle abitazioni in alcuni paesi e la fiacca espansione del reddito disponibile reale. Per tutto il periodo considerato ci si attende una protratta debolezza degli investimenti pubblici imputabile alle misure di risanamento di bilancio programmate in diversi paesi dell'area dell'euro, le quali più che compenseranno la dinamica maggiormente espansiva di tali investimenti in altri.

Dopo essersi stabilizzata nel secondo semestre del 2013, l'occupazione in termini di numero di occupati dovrebbe segnare un moderato aumento, di riflesso alla lenta ripresa dell'attività economica, alla risposta ritardata dell'occupazione alla crescita del prodotto nonché a ulteriori riduzioni dell'organico nel settore pubblico in alcuni paesi. Probabilmente questi fattori più che compenseranno l'impatto positivo delle riforme nei mercati del lavoro, le quali hanno aumentato la flessibilità e favorito la creazione di posti di lavoro nel privato, specie in taluni paesi soggetti a tensioni. Per il periodo in rassegna ci si attende un modesto incremento delle forze di lavoro, dovuto all'immigrazione e alla maggiore partecipazione di determinate fasce della popolazione a fronte di una situazione più favorevole del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, in calo negli ultimi mesi, dovrebbe scendere ancora nell'arco temporale considerato, mantenendosi però su livelli superiori a quelli pre-crisi. La produttività del lavoro (misurata in termini di prodotto per occupato) aumenterebbe, di riflesso all'accelerazione attesa per il PIL in termini reali e alla risposta ritardata dell'occupazione agli andamenti dell'attività economica.

Tavola 2 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro¹⁾

(variazioni percentuali annue)

	Giugno 2014				Marzo 2014			Revisioni rispetto a marzo 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIL in termini reali ³⁾	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6-1,4] ⁴⁾	[0,6-2,8] ⁴⁾	[0,5-3,1] ⁴⁾	[0,8-1,6] ⁴⁾	[0,4-2,6] ⁴⁾	[0,7-2,9] ⁴⁾			
Consumi privati	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Consumi collettivi	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Investimenti fissi lordi	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Esportazioni ⁵⁾	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Importazioni ⁵⁾	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Occupazione	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
IAPC	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6-0,8] ⁴⁾	[0,5-1,7] ⁴⁾	[0,6-2,2] ⁴⁾	[0,7-1,3] ⁴⁾	[0,6-2,0] ⁴⁾	[0,7-2,3] ⁴⁾			
IAPC al netto dell'energia e alimentari	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
IAPC al netto di: energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette ⁶⁾	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
Costo unitario del lavoro	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Redditi per occupato	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Produttività del lavoro	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Produttività del lavoro	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) I dati si riferiscono all'area dell'euro inclusa la Lettonia, ad eccezione dei dati sullo IAPC per il 2013. La variazione percentuale media dello IAPC per il 2014 è calcolata sulla base di una composizione dell'area comprendente la Lettonia già nel 2013.

2) Le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

3) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

4) Gli intervalli di valori delle proiezioni presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

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

6) Il sottoindice si basa sulle stime dell'impatto effettivo delle imposte indirette. Può divergere dai dati dell'Eurostat, che ipotizza la trasmissione completa e immediata dell'impatto dell'imposizione indiretta allo IAPC.

7) Calcolato come saldo delle amministrazioni pubbliche al netto degli effetti transitori del ciclo economico e delle misure temporanee assunte dai governi. Il calcolo riflette l'approccio del SEBC riguardo ai saldi di bilancio corretti per gli effetti del ciclo economico (cfr. Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001) e la definizione di misure temporanee adottata dal SEBC (cfr. Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2006). La proiezione del saldo strutturale di bilancio non è derivata da una misura aggregata dell'output gap. Secondo la metodologia adottata dal SEBC, le componenti cicliche sono calcolate distintamente per le varie voci di entrata e di spesa. Per una trattazione in merito, anche con riferimento alla metodologia della Commissione europea, cfr. il riquadro *Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico* nel numero di marzo 2012 di questo Bollettino.

Ci si attende che i consumi privati acquisiscano un certo vigore nel corso del 2014 per poi aumentare ancora nel 2015 e nel 2016, seguendo da vicino la crescita del reddito disponibile reale, a fronte di un protratto ristagno del tasso di risparmio. L'espansione del reddito disponibile reale dovrebbe essere favorita da un incremento dei redditi da lavoro – di riflesso a un rialzo dell'occupazione e a una più sostenuta crescita salariale – nonché da misure di riequilibrio dei conti pubblici meno gravose e da una

debole dinamica dei prezzi. I consumi collettivi aumenterebbero in misura moderata nell'arco temporale della proiezione.

Le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro mostrerebbero una crescita contenuta nel periodo in esame, pur rimanendo frenate dalla debolezza della domanda totale dell'area. L'interscambio netto dovrebbe fornire un contributo modesto all'espansione del PIL in termini reali e l'attuale avanzo delle partite correnti salirebbe lievemente, raggiungendo nel 2016 il 2,8 per cento del PIL.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di marzo scorso del Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali nel 2014 è stata rivista al ribasso, dall'1,2 all'1,0 per cento, per effetto di una dinamica più debole delle attese nel primo trimestre; quella per il 2015 è stata corretta al rialzo, dall'1,5 all'1,7 per cento, in ragione delle ipotesi circa tassi di interesse e un'inflazione delle materie prime più contenuti che sosterebbero i redditi reali. La proiezione per il 2016 resta sostanzialmente invariata.

PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è collocata allo 0,5 per cento lo scorso maggio. L'attuale basso livello riflette la stagnazione dei prezzi dell'energia, degli alimentari e dei beni industriali non energetici, nonché la debole dinamica dei prezzi dei servizi.

L'inflazione complessiva dovrebbe permanere contenuta fino al terzo trimestre del 2014, per poi aumentare gradualmente e raggiungere l'1,5 per cento entro la fine del periodo della proiezione. Tale graduale aumento riflette il progressivo rafforzamento della ripresa economica e le sue implicazioni in termini di riduzione dell'output gap negativo e di una maggiore crescita dei salari e dei profitti. Anche l'ipotesi di rincari delle materie prime non energetiche e dei manufatti importati comporta un impatto al rialzo sull'inflazione. Nondimeno, l'accelerazione dei prezzi prospettata dovrebbe essere modesta e risulterebbe contenuta in particolare dall'ipotesi di una diminuzione delle quotazioni petrolifere in base ai contratti future, dall'effetto ritardato del mercato apprezzamento dell'euro da metà 2012 e dal fatto che, malgrado la riduzione dell'output gap, il sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia persisterà probabilmente fino al 2016.

In maggiore dettaglio, l'inflazione dei beni energetici dovrebbe aumentare dai livelli molto bassi degli inizi del 2014, ma resterebbe lievemente negativa per gran parte dell'orizzonte di proiezione, in linea con l'andamento discendente della curva dei prezzi dei future per il petrolio. Il contributo leggermente negativo dei corsi dell'energia all'inflazione armonizzata nell'arco temporale considerato, a fronte di un contributo medio di circa 0,5 punti percentuali nel periodo 1999-2013, spiega in ampia misura le moderate prospettive per l'evoluzione dei prezzi.

I prezzi degli alimentari continuerebbero a decelerare fino al terzo trimestre del 2014, di riflesso alla ritardata trasmissione delle precedenti contrazioni dei corsi delle materie prime alimentari e di effetti base al ribasso. Tenuto conto dell'aumento ipotizzato dei prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari e della graduale ripresa economica, le quotazioni degli alimentari dovrebbero accelerare in maniera continua nell'orizzonte temporale della proiezione, per collocarsi in media all'1,9 per cento nel 2016. Il contributo medio della componente alimentare all'inflazione complessiva è pari a 0,3 punti percentuali nel periodo in esame, rispetto ai circa 0,5 punti percentuali rilevati dal 1999.

L'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia dovrebbe aver raggiunto il minimo nel quarto trimestre del 2013 e nei primi mesi del 2014. Nel periodo della proiezione registrerebbe un incremento via via che la ripresa acquisirà slancio – determinando una maggiore crescita dei salari e dei profitti – e si porterebbe all'1,7 per cento nell'ultimo trimestre del 2016. Nell'arco di tempo considerato il contributo medio all'inflazione complessiva di tutte le componenti esclusi gli alimentari e l'energia dovrebbe risultare pari a 0,9 punti percentuali, valore appena lievemente inferiore a quello osservato dal 1999.

Nel 2014 gli aumenti delle imposte indirette inclusi nei piani di risanamento dei conti pubblici fornirebbero all'inflazione un esiguo contributo al rialzo, di circa 0,1 punti percentuali, leggermente inferiore a quello rilevato nel 2013. Per il 2015 e il 2016 ci si attende al momento un apporto trascurabile, in mancanza di informazioni sulle misure di bilancio approvate con riferimento a questi due anni.

Le pressioni esterne sui prezzi si sono indebolite notevolmente nel corso del 2013, riflettendo l'impatto della moderata espansione mondiale sui prezzi internazionali, l'apprezzamento dell'euro e i ribassi delle

quotazioni del greggio e delle materie prime non petrolifere. In prospettiva, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore delle importazioni dovrebbe mostrare un graduale incremento nel periodo in esame, fino a divenire positivo agli inizi del 2015; nel 2016 si porterebbe in media all'1,2 per cento, un livello prossimo alla media di lungo periodo. L'accelerazione del deflatore delle importazioni riflette il rafforzamento ipotizzato per l'espansione mondiale e quindi l'aumento dei prezzi dei manufatti a livello internazionale, l'atteso rincaro delle materie prime non energetiche e il venir meno degli effetti del precedente apprezzamento dell'euro.

Passando alle pressioni interne sui prezzi, il graduale miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro dovrebbe determinare un rialzo dei redditi per occupato. Tuttavia, l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe essere frenato nei primi due anni dell'orizzonte di proiezione da un aumento della produttività più marcato rispetto alla crescita dei salari nominali, di riflesso alla ripresa congiunturale della produttività. Nel 2016 il protratto rafforzamento della dinamica salariale, insieme al minore incremento della produttività, dovrebbe contribuire a un'accelerazione del costo unitario del lavoro.

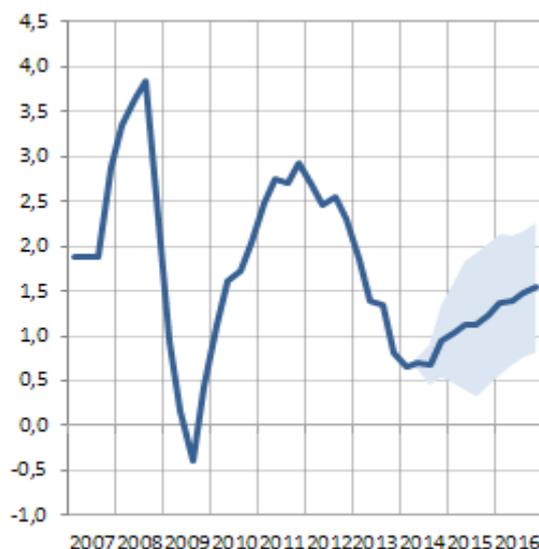
I margini di profitto (misurati dalla differenza tra deflatore del PIL al costo dei fattori e incremento del costo unitario del lavoro) dovrebbero aumentare nel periodo della proiezione, grazie alla ripresa congiunturale dell'economia.

Figura 1 Proiezioni macroeconomiche¹⁾

(dati trimestrali)

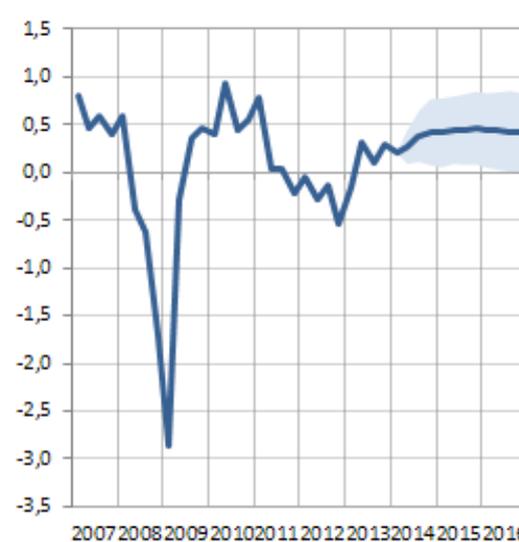
IAPC dell'area dell'euro

(variazioni precentuali sui dodici mesi)



PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾

(variazioni precentuali 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 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.

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di marzo 2014 di questo Bollettino, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nel 2014 è stata rivista al ribasso, dall'1,0 allo 0,7 per cento, soprattutto di riflesso alla dinamica dei prezzi inferiore alle attese osservata negli ultimi mesi. Anche per il 2015 e il 2016 è stata corretta al ribasso, rispettivamente dall'1,3 all'1,1 per cento e dall'1,5 all'1,4 per cento, principalmente per effetto della minore espansione del costo del lavoro per unità di prodotto.

PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI

Sulla base delle ipotesi esposte nel riquadro 1, nell'area dell'euro il disavanzo delle amministrazioni pubbliche diminuirebbe dal 3,0 per cento del PIL nel 2013 al 2,5 nel 2014, per poi scendere ancora all'1,9 nel 2016. Tale diminuzione riflette in prevalenza l'evoluzione positiva della situazione congiunturale. Inoltre, ci si attende un miglioramento del saldo primario corretto per il ciclo riconducibile agli interventi di risanamento dei conti in alcuni paesi dell'area dell'euro e a una sola esigua assistenza pubblica al settore finanziario. Il saldo di bilancio strutturale dovrebbe migliorare in certa misura lungo l'arco temporale della proiezione, benché a un ritmo più lento rispetto agli ultimi anni. Tale miglioramento sarebbe principalmente ascrivibile alla continua moderata crescita ipotizzata per la spesa pubblica. Si prevede che nell'area dell'euro il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL tocchi un massimo del 93,4 per cento nel 2014, per poi scendere al 91,1 nel 2016.

I riquadri seguenti presentano alcune analisi di sensibilità (riquadro 2), considerazioni sull'esposizione dell'area dell'euro alla crisi in Ucraina (riquadro 3) e un raffronto con altre previsioni disponibili (riquadro 4).

Riquadro 2

ANALISI DI SENSIBILITÀ

Le proiezioni si fondano in ampia misura su ipotesi tecniche riguardanti l'evoluzione di alcune variabili fondamentali. Poiché le proiezioni dell'area dell'euro possono risentire fortemente di alcune di queste variabili, la loro sensibilità in relazione a profili alternativi per le ipotesi sottostanti può contribuire all'analisi dei rischi inerenti alle proiezioni stesse. Questo riquadro esamina l'incertezza che circonda tre ipotesi sottostanti fondamentali e la sensibilità delle proiezioni rispetto ad esse¹.

1) PROFILO ALTERNATIVO DEI PREZZI DEL PETROLIO

Le ipotesi sulle quotazioni del petrolio alla base delle attuali proiezioni degli esperti dell'Eurosistema sono definite sulle aspettative di mercato misurate dai prezzi impliciti dei contratti future sul greggio, che indicano un calo dei prezzi del petrolio nell'orizzonte temporale considerato (cfr. riquadro 1). Questo profilo resta tuttavia soggetto a incertezza; incertezza che riguarda l'evoluzione sia della domanda sia dell'offerta.

L'aspettativa di un calo dei prezzi del petrolio potrebbe riflettere una valutazione del mercato riguardo a una parziale ripresa della produzione petrolifera in diversi paesi dell'OPEC, dopo la recente riduzione registrata a seguito di instabilità politica o tensioni geopolitiche, e/o a una compensazione attraverso un incremento della produzione statunitense di petrolio da scisti. I prezzi potrebbero tuttavia subire un rialzo nell'eventualità di sviluppi geopolitici inattesi in importanti paesi produttori di petrolio nel breve periodo oppure di una ripresa mondiale più vigorosa a medio termine.

Complessivamente, nel contesto di una ripresa mondiale, prezzi del petrolio più elevati di quanto ipotizzato nello scenario di base delle proiezioni sono ritenuti plausibili. Nella presente analisi di sensibilità si tiene quindi conto di una crescente revisione al rialzo dell'evoluzione dei prezzi dei contratti future per il petrolio². Nel profilo alternativo si assume che le quotazioni del greggio superino dell'1, del 7 e del 13 per cento i prezzi dei contratti future rispettivamente nel 2014, 2015 e 2016. Secondo i modelli macroeconomici degli esperti dell'Eurosistema, prezzi del petrolio più elevati determinerebbero un aumento dell'inflazione armonizzata di 0,2 punti percentuali rispetto allo scenario di base delle proiezioni per il 2015 e il 2016. Al tempo stesso frenerebbero anche la crescita del PIL in termini reali, che risulterebbe inferiore di 0,1 punti percentuali nel 2015 e 2016.

2) MINORE DOMANDA ESTERA

Il legame esistente fra interscambio mondiale e crescita del PIL su scala globale sembra essere mutato negli ultimi anni. Tipicamente, prima della crisi finanziaria le importazioni mondiali crescevano molto più rapidamente dell'attività (l'elasticità storica dell'interscambio all'attività economica è stata pari a 1,8

tra il 1982 e 2007). Dal 2011, tuttavia, il PIL mondiale e le importazioni sono aumentati a un ritmo simile (fra il 2011 e 2013 l'elasticità è stata pari in media a 1,1). Questa fase di relativa debolezza del commercio è quindi proseguita; agli inizi del 2014 l'interscambio mondiale ha registrato un lieve rallentamento.

Lo scenario di base delle proiezioni assume una graduale ripresa dello slancio degli scambi su scala globale nell'orizzonte temporale considerato, seppure a fronte di un'elasticità di lungo periodo all'attività leggermente inferiore se paragonata al periodo precedente la crisi finanziaria. Nel contesto di questa analisi della sensibilità si tiene conto delle implicazioni di un andamento più contenuto delle importazioni mondiali e della domanda estera dell'area dell'euro. Si ipotizza che l'elasticità dell'interscambio mondiale si mantenga su un livello simile a quello registrato nel recente passato, ossia pari a 1,1. Ciò comporta una riduzione della crescita della domanda estera dell'area dell'euro di 0,3 punti percentuali nel 2014 e di 1,4 nel 2015 e nel 2016.

Secondo i modelli macroeconomici degli esperti dell'Eurosistema risulterebbero inferiori sia la crescita del PIL in termini reali (-0,2 punti percentuali nel 2015 e nel 2016) sia l'inflazione misurata sullo IAPC nel 2016 (-0,1 punti percentuali).

3) MISURE AGGIUNTIVE DI RISANAMENTO DI BILANCIO

Come affermato nel riquadro 1, le ipotesi concernenti le politiche di bilancio includono tutti i provvedimenti già approvati dai parlamenti nazionali, o che sono stati definiti in sufficiente dettaglio dai governi e probabilmente supereranno l'iter legislativo. Per la maggior parte dei paesi le misure considerate nello scenario di base delle proiezioni non bastano a realizzare il risanamento richiesto nel quadro del meccanismo correttivo e di quello preventivo del Patto di stabilità e crescita. L'impegno a soddisfare tali requisiti si riflette ampiamente nei programmi di stabilità del 2014 e nella documentazione relativa ai programmi UE-FMI. Tuttavia, gli interventi tesi al raggiungimento di tali obiettivi spesso mancano oppure non sono precisati sufficientemente nel dettaglio e, pertanto, non se ne tiene conto nello scenario di base delle proiezioni, in particolare per il 2015-2016, periodo che attualmente non è compreso nelle manovre di finanza pubblica e nelle leggi di bilancio di gran parte dei paesi. Pertanto, non solo è necessario ma è anche probabile che entro il 2016 la maggior parte dei governi adotti ulteriori interventi di risanamento oltre a quelli considerati nello scenario di base.

Ipotesi alla base dell'analisi di sensibilità del bilancio

Il punto di partenza dell'analisi di sensibilità alla politica di bilancio è il divario (fiscal gap) fra gli obiettivi di bilancio dei governi e lo scenario dei conti pubblici utilizzato per le proiezioni. Per ottenere un'indicazione del probabile risanamento aggiuntivo si considerano la situazione e le informazioni specifiche per paese in termini sia di dimensioni sia di composizione delle misure di bilancio. In particolare, le informazioni specifiche per paese servono a cogliere le incertezze che circondano gli obiettivi di bilancio, la probabilità di ulteriori interventi di risanamento e i relativi effetti di retroazione a livello macroeconomico.

In base a queste premesse, per l'area dell'euro si valuta un risanamento aggiuntivo pari a circa lo 0,1 per cento del PIL nel 2014, mentre ulteriori interventi di riequilibrio saranno probabilmente adottati nel 2015 (intorno allo 0,4 per cento) e in misura inferiore nel 2016 (circa lo 0,2 per cento); il valore cumulato si collocherebbe quindi intorno allo 0,7 per cento del PIL entro la fine del 2016. Per quanto riguarda la composizione delle misure di bilancio, l'analisi di sensibilità cerca di integrare i profili nazionali e temporali specifici degli interventi di risanamento aggiuntivi più probabili. Nel quadro di questo esercizio, al livello di aggregazione dell'area dell'euro si valuta che il risanamento dei conti sia sbilanciato verso il lato della spesa, ma emergono anche incrementi dell'imposizione fiscale 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 (NAWM³) della BCE.

Per il 2014 l'impatto delle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL in termini reali risulta limitato, ma si stima che si collocherà all'incirca a -0,3 punti percentuali nel 2015 e a -0,2 nel 2016. L'effetto sull'inflazione al consumo è stimato a circa 0,1 punti percentuali nel 2015.

Soprattutto per il 2015 e il 2016 l'analisi evidenzia pertanto alcuni rischi al ribasso per la crescita del PIL rispetto allo scenario di base delle proiezioni, poiché quest'ultimo non include tutte le misure di risanamento che i governi intendono attuare. Al tempo stesso emergono anche modesti rischi al rialzo per l'inflazione, in quanto si valuta che il risanamento aggiuntivo scaturirà in parte da incrementi dell'imposizione indiretta.

Va rilevato che questa analisi di sensibilità alla politica di bilancio si incentra unicamente sul potenziale impatto a breve termine di probabili misure aggiuntive di riequilibrio dei conti. Se da un lato anche interventi di risanamento ben concepiti spesso hanno ripercussioni negative di breve periodo sulla crescita del PIL, dall'altro lato vi sono effetti positivi a più lungo termine sull'attività che non risultano evidenti nell'orizzonte di tale analisi⁴. Gli esiti dell'analisi non mettono quindi in discussione la necessità di sforzi di risanamento aggiuntivi nell'orizzonte di proiezione. Serve infatti ulteriore impegno nel riequilibrio dei conti per ripristinare finanze pubbliche sane nell'area dell'euro. In assenza di tale riequilibrio, vi è il rischio di ricadute negative sui prezzi dei titoli di Stato. Inoltre, le possibili conseguenze avverse sul clima di fiducia potrebbero ostacolare la ripresa dell'economia.

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

(in percentuale del PIL)	2014	2015	2016
Obiettivi di bilancio dei governi ¹⁾	-2,5	-1,8	-1,2
Scenario dei conti pubblici per le proiezioni	-2,5	-2,3	-1,9
Misure di risanamento aggiuntive (cumulate) ²⁾	0,1	0,5	0,7
Effetti delle misure di risanamento aggiuntive (punti percentuali) ³⁾			
Crescita del PIL in termini reali	-0,1	-0,3	-0,2
IAPC	0,0	0,1	0,0

- 1) Obiettivi in termini nominali riportati nella recente documentazione sui programmi UE-FMI per i paesi pertinenti e negli aggiornamenti dei programmi di stabilità del 2014 per i rimanenti paesi.
- 2) Analisi di sensibilità basata sulle valutazioni degli esperti 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 NAWM della BCE.

- 1 Tutte le simulazioni sono state condotte assumendo l'invarianza delle politiche e di ogni altra variabile relativa alle ipotesi tecniche e al contesto internazionale dell'area dell'euro.
- 2 Per una descrizione approfondita del modello utilizzato per derivare l'aggiustamento al rialzo, cfr. Pagano, P. e Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, n. 1, art. 24, 2009.
- 3 Per una descrizione del modello cfr. Christoffel, K., G. Coenen e A. Warne, "The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, n. 944, BCE, ottobre 2008.
- 4 Per un'analisi più dettagliata degli effetti macroeconomici del riequilibrio dei bilanci, cfr. l'articolo "I moltiplicatori di bilancio e la tempistica di risanamento" nel numero di aprile 2014 di questo Bollettino.

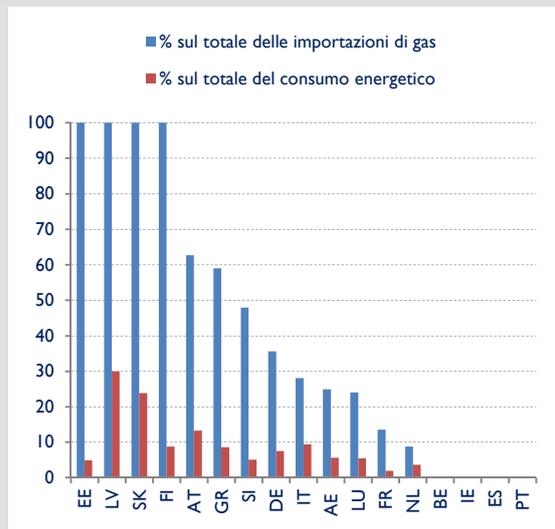
L'ESPOSIZIONE DELL'AREA DELL'EURO ALLA CRISI IN UCRAINA

Dato il recente intensificarsi dei timori riguardo a un possibile inasprimento delle tensioni tra Ucraina in Russia, il presente riquadro prende in esame l'esposizione dell'area dell'euro nei confronti dei due paesi e descrive i principali canali attraverso cui l'area potrebbe risentire di un ulteriore aggravarsi della crisi, con l'imposizione di sanzioni aggiuntive alla Russia.

Fino ad ora l'impatto avverso della crisi è stato notevole sulle economie di Ucraina e Russia, mentre l'area dell'euro ne ha risentito in misura limitata. Se da un lato i dati puramente quantitativi non evidenziano particolari ripercussioni per l'area, dall'altro l'evidenza aneddotica mette in luce un possibile aumento dell'incertezza connesso alla crisi. Tuttavia le quotazioni azionarie e i prezzi delle materie prime sono finora rimasti relativamente stabili.

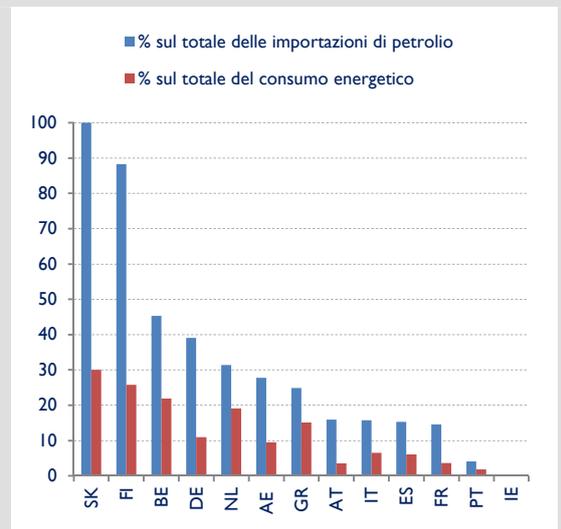
I principali canali attraverso cui si potrebbero potenzialmente propagare effetti avversi sull'area dell'euro sono rappresentati dai collegamenti commerciali e finanziari con la Russia, piuttosto che con l'Ucraina. Le importazioni di energia dell'area dell'euro dalla Russia sono ingenti: circa il 25 per cento del gas e quasi il 30 per cento del petrolio provengono da tale paese (cfr. figure A e B). Alcuni paesi dell'area dell'euro importano gas quasi esclusivamente dalla Russia. Quest'ultima e, in misura minore, l'Ucraina costituiscono anche mercati di sbocco per le esportazioni dell'area dell'euro. Circa il 5 per cento delle esportazioni di merci verso l'esterno dell'area è destinato alla Russia, mentre all'incirca l'1 per cento è diretto all'Ucraina (cfr. figura C). In termini di esposizione finanziaria, le banche dell'area dell'euro registrano attività nei confronti della Russia per un ammontare equivalente a circa l'1 per cento del PIL dell'area (cfr. figura D). Esistono tuttavia ampie differenze tra i paesi dell'area dell'euro per quanto riguarda i collegamenti commerciali e finanziari.

Figura A Importazioni di gas dalla Russia (nel 2011)



Fonte: Eurostat.
 Note: non sono disponibili dati per Cipro e Malta. I paesi sono ordinati in base alla quota proveniente dalla Russia sul totale delle rispettive importazioni di gas.

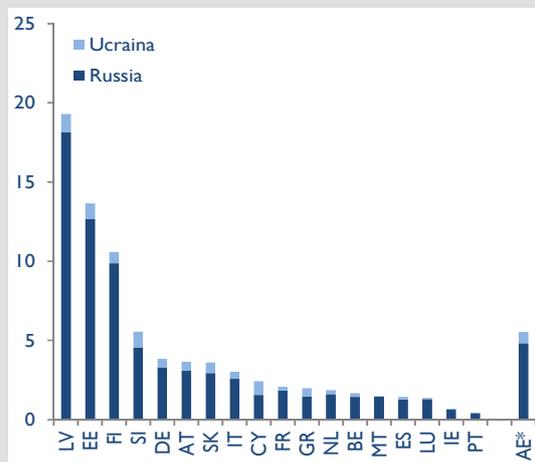
Figura B Importazioni di petrolio dalla Russia (nel 2011)



Fonte: Eurostat.
 Note: non sono disponibili dati per Estonia, Cipro, Lettonia, Lussemburgo, Malta e Slovenia. I paesi sono ordinati in base alla quota proveniente dalla Russia sul totale delle rispettive importazioni di petrolio.

Figura C Esportazioni di merci verso Russia e Ucraina (3° trimestre 2013)

(in percentuale delle esportazioni totali di merci)



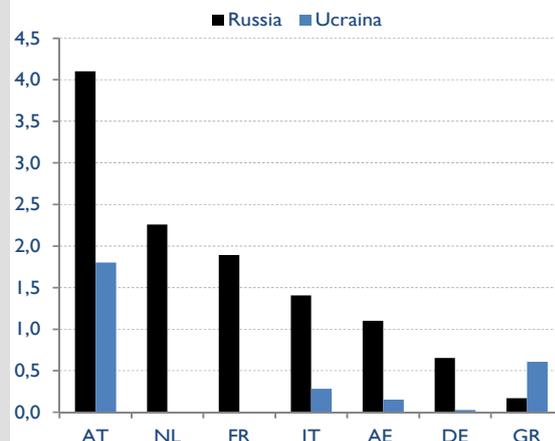
Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.

Note: i paesi sono ordinati in base alla quota relativa a Russia e Ucraina sul totale delle rispettive esportazioni di merci.

* Al netto delle esportazioni di merci all'interno dell'area dell'euro.

Figura D Attività di una selezione di banche dell'area dell'euro (per paese) nei confronti di Ucraina e Russia

(in percentuale del PIL)



Fonti: Statistiche bancarie consolidate della BRI e BCE.

Note: i paesi sono ordinati in base alle attività delle banche dell'area dell'euro nei confronti della Russia in percentuale del PIL (2013). I dati si riferiscono in generale al quarto trimestre del 2013; la figura riporta soltanto i paesi dell'area dell'euro che segnalano attività da parte delle rispettive banche nei confronti di Russia e Ucraina; Francia e Paesi Bassi non hanno recentemente comunicato i propri dati relativi all'Ucraina; le ultime informazioni disponibili per l'Austria risalgono al terzo trimestre del 2012. Il dato per l'area dell'euro ha carattere indicativo, in quanto si basa su dati nazionali registrati in periodi differenti.

Il potenziale impatto avverso di un aggravarsi del conflitto sull'economia dell'area dell'euro dipende dal tipo di sanzioni imposte dall'Unione europea e dagli Stati Uniti alla Russia e dalle misure di ritorsione probabilmente adottate da quest'ultima. Sebbene non se ne conoscano gli aspetti specifici, tali sanzioni potrebbero determinare un incremento del prezzo del petrolio, una diminuzione delle esportazioni della Russia verso l'area dell'euro, con effetti avversi sull'attività nel paese, e deflussi di capitali con un conseguente deprezzamento del rublo. L'area dell'euro potrebbe altresì risentire di effetti negativi connessi a una riduzione delle quotazioni azionarie e a un peggioramento del clima di fiducia in seguito ai timori degli operatori riguardo all'intensità della crisi e alle sue implicazioni.

Nell'area dell'euro è probabile che questi canali frenino il PIL, soprattutto in seguito all'impatto sugli scambi e sui prezzi del petrolio. Al tempo stesso il rincaro del petrolio comporterebbe per l'area un'inflazione al consumo più elevata rispetto a quella dello scenario di base.

Date le differenze esistenti fra i paesi dell'area dell'euro per quanto riguarda le esposizioni commerciali e i collegamenti finanziari con Russia e Ucraina, qualsiasi possibile impatto della crisi risulterebbe eterogeneo; i più colpiti sarebbero i paesi maggiormente esposti, quali ad esempio gli Stati baltici.

Alcune economie dell'area dell'euro potrebbero anche risentire di effetti indiretti negativi connessi all'impatto avverso della crisi su paesi terzi, ad esempio nell'Europa orientale. Settori e industrie di specifica importanza per alcuni paesi dell'area dell'euro, quali agricoltura, industria alimentare, settore immobiliare, turismo e alcuni comparti del settore bancario, potrebbero subire particolari ripercussioni in seguito al prolungarsi o all'acuirsi della crisi. Infine i paesi dell'area le cui importazioni di gas e petrolio provengono in ampia misura dalla Russia sarebbero particolarmente colpiti da una potenziale interruzione delle forniture di energia da tale paese.

Riquadro 4

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).

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

(variazioni percentuali annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	giugno 2014	1,0	1,7	1,8	0,7	1,1	1,4
		[0,6-1,4]	[0,6-2,8]	[0,5-3,1]	[0,6-0,8]	[0,5-1,7]	[0,6-2,2]
Commissione europea	maggio 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OCSE	maggio 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	maggio 2014	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	maggio 2014	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	maggio 2014	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
FMI	aprile 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Fonti: *European Economic Forecast*, Commissione europea, primavera 2014; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2014; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2014; *Consensus Economics Forecasts*; MJEconomics e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti 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.

Secondo le previsioni diffuse dalle altre organizzazioni, la crescita PIL in termini reali dell'area dell'euro nel 2014 sarebbe lievemente superiore a quella indicata dalle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema. Nel 2015 e nel 2016 si collocherebbe su livelli simili o leggermente inferiori ai dati dell'Eurosistema. Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni della maggior parte delle organizzazioni riportano tassi medi annui nel 2014 e nel 2015 prossimi o lievemente superiori a quelli delle proiezioni dell'Eurosistema. Nel 2016 l'inflazione al consumo si dovrebbe situare in media tra l'1,3 e l'1,7 per cento secondo le altre previsioni disponibili, rispetto all'1,4 per cento delle proiezioni dell'Eurosistema. Al momento tutti i valori si collocano all'interno degli intervalli delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, come riportati nella tavola.

© Banca centrale europea, 2014

Indirizzo: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Germany

Recapito postale: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany

Telefono: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

Sito Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Tutti i diritti riservati.

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