



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA NEL GIUGNO 2015<sup>1</sup>

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

**Le proiezioni di giugno confermano le prospettive di una ripresa nell'area dell'euro.** Secondo la stima rapida dell'Eurostat il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,4% nel primo trimestre del 2015 e i risultati delle ultime indagini indicano il procedere della ripresa congiunturale. Oltre il breve termine permangono i fattori alla base del protratto recupero atteso per l'economia.

**I fattori esterni sosterranno le prospettive per l'attività economica.** Malgrado il modesto rialzo, il livello ancora relativamente basso ipotizzato per i prezzi del petrolio continua a beneficiare i consumi privati e gli investimenti delle imprese. Secondo le proiezioni, inoltre, la domanda esterna dell'area dell'euro segnerà un certo incremento nel periodo considerato. È sostenuta in prevalenza dalla più vigorosa crescita nelle economie avanzate, mentre le prospettive per i mercati emergenti sono in qualche modo meno favorevoli.

**Secondo le attese le recenti misure di politica monetaria della BCE dovrebbero sostenere la domanda aggregata.** I tassi sui prestiti bancari sono diminuiti ancora grazie al programma ampliato di acquisto di attività della BCE, le quotazioni azionarie sono aumentate in modo significativo e il tasso di cambio si è deprezzato marcatamente. Pertanto, la domanda aggregata e più in particolare gli investimenti fissi lordi e le esportazioni dovrebbero beneficiare dell'orientamento accomodante della politica monetaria. Le recenti misure non convenzionali sosterranno la domanda aggregata anche attraverso il canale del riequilibrio dei portafogli e gli effetti sulla fiducia.

**La domanda interna dovrebbe essere favorita anche da altri fattori.** Secondo le attese, l'intonazione delle politiche di bilancio, misurata dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo, sarebbe sostanzialmente neutra nel periodo di proiezione, in contrasto con l'orientamento restrittivo osservato fino al 2013. Le condizioni di offerta del credito sono migliorate ulteriormente, come emerge dai risultati dell'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, che segnalano un allentamento netto sia dei criteri di concessione sia delle condizioni relative ai prestiti. Il debito delle società non finanziarie (misurato in percentuale del PIL) ha registrato un'ulteriore lieve flessione nel 2014, proseguendo la tendenza evidenziata dal 2012. Anche le famiglie avrebbero conseguito progressi nel ridurre l'indebitamento, specie nei paesi con un onere del debito relativamente alto. Inoltre, il processo di aggiustamento nei mercati degli immobili residenziali dovrebbe essersi concluso in molti paesi, come segnala il livello minimo raggiunto dai prezzi delle abitazioni.

**Permangono comunque vincoli di natura strutturale.** L'indebitamento del settore pubblico ha continuato ad aumentare, benché a un ritmo più lento, e si manterrebbe su livelli elevati in alcuni paesi. Gli andamenti nei mercati del lavoro, seppure in generale miglioramento, rimarranno offuscati

---

<sup>1</sup> 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 previsionale sono aggiornati al 20 maggio 2015.

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

dall'elevata disoccupazione strutturale in certi paesi. Inoltre, continueranno a pesare sulla spesa per investimenti i timori relativi al potenziale di crescita a lungo termine e ai lenti progressi nell'attuazione delle riforme strutturali, nonché all'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata e al debito societario tuttora cospicuo in alcuni Stati.

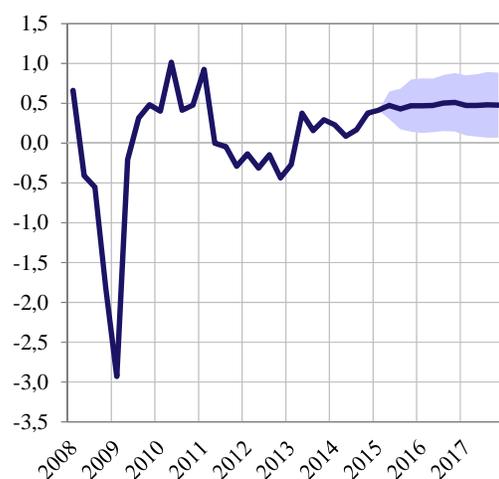
**Le proiezioni indicano nel complesso una notevole accelerazione del PIL in termini reali dallo 0,9% nel 2014 all'1,5% nel 2015, all'1,9% nel 2016 e al 2,0% nel 2017.** Per converso, la crescita del prodotto potenziale è stimata all'1% circa nell'orizzonte temporale di proiezione, poiché i contributi del lavoro e del capitale rimarrebbero modesti. L'output gap negativo dovrebbe quindi ridimensionarsi in misura considerevole sul finire del periodo di riferimento.

**Figura 1 Proiezioni macroeconomiche<sup>1)</sup>**

(dati trimestrali)

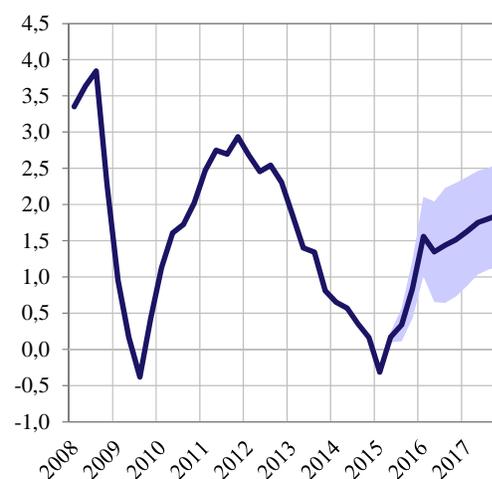
**PIL in termini reali dell'area dell'euro<sup>2)</sup>**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



**IAPC dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

**Si ritiene che l'inflazione misurata sullo IAPC abbia raggiunto il livello minimo a gennaio di quest'anno, per poi salire negli ultimi mesi.** La principale determinante di questo aumento è l'affievolirsi delle pressioni al ribasso della componente energetica dell'indice dovuto all'incremento delle quotazioni petrolifere espresse in dollari statunitensi. Sono inoltre provenute spinte al rialzo dal più marcato rincaro dei prodotti alimentari, di riflesso alla crescita dei prezzi delle loro materie prime. L'impatto di questi incrementi dei corsi delle materie prime è stato rafforzato dal deprezzamento dell'euro. L'inflazione armonizzata al netto dell'energia e degli alimentari è rimasta invece contenuta negli ultimi mesi e non ha ancora fornito segnali di recupero. Le crescenti pressioni sull'inflazione al consumo al netto dell'energia e degli alimentari sono finora visibili solo nei primi stadi della catena di formazione dei prezzi, soprattutto in quelli all'importazione, e non hanno ancora influito sui prezzi alla produzione interni.

**Nell'insieme, le proiezioni indicano per lo IAPC un ulteriore aumento nel corso del 2015 e un livello medio dello 0,3% su tutto l'anno.** Gli effetti base al rialzo, insieme all'atteso rincaro del petrolio incorporato nei contratti future (cfr. riquadro 2), dovrebbero determinare una dinamica meno negativa della componente energetica durante l'anno. L'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari si rafforzerebbe gradualmente nel 2015. Il minore eccesso di offerta nel mercato del lavoro e di capacità inutilizzata nel complesso dell'economia dovrebbe riflettersi nel consolidarsi della crescita delle

retribuzioni e dei margini di profitto. Inoltre, il più contenuto tasso di cambio dell'euro e gli effetti indiretti dei rincari ipotizzati per l'energia e le materie prime non energetiche concorrerebbero al rialzo dell'inflazione armonizzata al netto delle componenti energetica e alimentare.

**Si prevede che l'inflazione complessiva aumenti ancora, portandosi all'1,5% nel 2016 e all'1,8% nel 2017, a causa dell'ulteriore calo della capacità produttiva inutilizzata e delle pressioni esterne di segno positivo sui prezzi.** Gli incrementi attesi riflettono a loro volta gli effetti ritardati del canale del tasso di cambio e l'andamento ascendente della curva dei prezzi dei future per il petrolio. L'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari si rafforzerebbe ulteriormente nel 2017, raggiungendo l'1,7% nel 2017.

## 2. ECONOMIA REALE

**Per l'orizzonte temporale di proiezione si prevede una ripresa ciclica generalizzata dell'attività nell'area dell'euro.** Nel primo trimestre del 2015 l'attività economica ha mantenuto lo slancio osservato nell'ultima parte dello scorso anno. Le indagini congiunturali indicano una perdurante ripresa ciclica a metà del 2015. Le confortanti prospettive riflettono soprattutto l'atteso impatto favorevole sull'attività del deprezzamento dell'euro da metà del 2014, dei tassi di interesse contenuti – riconducibili in parte al programma ampliato di acquisto di attività – e degli effetti positivi sul reddito esercitati dai più bassi prezzi dell'energia.

**La spesa per consumi privati dovrebbe permanere una delle determinanti principali della ripresa.** Nel breve periodo le prospettive per la crescita del reddito disponibile reale restano favorevoli, anche se la sua dinamica dovrebbe essere in certa misura frenata dall'impatto della parziale inversione del calo delle quotazioni energetiche. In seguito, ci si attende un aumento dei redditi da lavoro in un contesto di stabile crescita dell'occupazione e di accelerazione dei redditi nominali per occupato, come pure un'espansione degli altri redditi personali con la ripresa dell'economia nel suo complesso. I bassi costi di finanziamento e l'allentamento delle condizioni finanziarie dovrebbero sostenere i consumi privati e, in certa misura, la crescente ricchezza netta delle famiglie, rispecchiando sia i rincari delle attività finanziarie nel 2015 sia gli ulteriori miglioramenti attesi per i mercati delle abitazioni nel 2016-2017. Nell'insieme, l'espansione dei consumi privati dovrebbe raggiungere secondo le proiezioni l'1,7% in media d'anno nell'orizzonte temporale considerato.

**Il tasso di risparmio dovrebbe scendere lievemente nei prossimi trimestri, dopo l'iniziale aumento seguito agli incrementi del reddito reale connessi ai prezzi del petrolio.** Successivamente, effetti contrapposti fra paesi implicano un livello del tasso di risparmio sostanzialmente invariato nella parte restante del periodo in esame. Infatti, rendimenti molto bassi tendono a scoraggiare il risparmio tramite un effetto di sostituzione intertemporale. In alcuni paesi, fra l'altro, un ulteriore miglioramento del clima di fiducia dei consumatori, insieme al graduale calo della disoccupazione, potrebbe far calare il risparmio a scopo precauzionale. Le famiglie inoltre potrebbero effettuare in misura crescente acquisti di importo rilevante in precedenza rinviati, con una diminuzione del tasso di risparmio. Tuttavia, in altri paesi l'incertezza ancora elevata connessa alla crisi del debito sovrano e gli alti livelli di disoccupazione e debito dovrebbero continuare a esercitare alcune spinte al rialzo sul risparmio.

**Dopo otto anni di contrazione, il calo degli investimenti nell'edilizia residenziale nell'area dell'euro dovrebbe arrestarsi nel 2015.** Ma le prospettive per tali investimenti miglioreranno solo gradualmente, poiché restano offuscate dalle fragilità ancora presenti in alcuni paesi. Gli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbero però acquisire slancio nel tempo, sostenuti dalla protratta crescita del reddito disponibile reale, dai tassi sui mutui ipotecari molto bassi e dall'allentamento delle condizioni finanziarie. Ne deriverebbe una più vigorosa espansione dei prestiti alle famiglie. Tuttavia, è probabile che gli elevati livelli del debito delle famiglie in alcuni paesi e gli effetti demografici sfavorevoli in altri impediscano un più forte incremento degli investimenti nell'edilizia residenziale.

**Gli investimenti delle imprese sono destinati a rafforzarsi gradualmente, trainati dal programma ampliato di acquisto di attività e dalla ripresa ciclica.** Gli investimenti delle imprese continueranno a segnare un modesto recupero nel corso del 2015, dopo essere stati frenati dall'elevata incertezza derivante

dalla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, dalla scarsa redditività, dall'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata e dai vincoli dal lato dell'offerta di credito in alcuni paesi. Tuttavia, l'impatto avverso di questi fattori dovrebbe venire meno nell'arco temporale di riferimento. In aggiunta, le pressioni complessive esercitate dalla riduzione della leva finanziaria delle imprese nell'area dell'euro dovrebbero, nel periodo di proiezione, condizionare meno che in passato gli investimenti societari. Inoltre, la spesa per investimenti sarebbe sostenuta dal rafforzamento della domanda interna ed esterna, dalla necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti, dall'orientamento accomodante della politica monetaria e dal miglioramento dei margini di profitto. Ma rispetto ai cicli precedenti la ripresa degli investimenti delle imprese sarà frenata dalla persistente incertezza, dalle strozzature finanziarie e dalle prospettive di crescita più contenuta del prodotto potenziale.

**La domanda esterna dell'area dell'euro è risultata più debole delle recenti attese, di riflesso al rallentamento nei mercati emergenti.** In base alle proiezioni, la domanda esterna dovrebbe registrare un moderato incremento con il recupero dell'attività mondiale (cfr. riquadro 1). Per il periodo considerato ci si attende un rafforzamento, ma la dinamica sarebbe ben inferiore a quella pre-crisi, rispecchiando sia la più debole espansione mondiale sia una minore elasticità del commercio internazionale alla crescita. L'aumento della domanda esterna dell'area dell'euro celerà alcune divergenze fra i suoi paesi, riflettendo le differenze fra i profili settoriali e regionali dell'interscambio e il fatto che alcuni di questi risentano più di altri degli effetti negativi derivanti dall'esposizione alla Russia e alla Comunità di Stati indipendenti (CSI), nonché ai paesi esportatori di petrolio.

#### Riquadro 1

##### CONTESTO INTERNAZIONALE

**La crescita mondiale si è attenuata agli inizi del 2015 in un contesto in cui l'economia ha continuato su un percorso di ripresa moderata ma disomogenea, con il perdurare di andamenti divergenti fra paesi avanzati e paesi emergenti.** In prospettiva, la crescita del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) in termini reali dovrebbe aumentare nel periodo considerato, passando dal 3,4% nel 2015 a poco più del 4% nel 2016-2017. Tra i fattori propizi all'espansione mondiale, il calo dei prezzi del petrolio dello scorso anno dovrebbe beneficiare i paesi importatori. Anche le condizioni finanziarie accomodanti nelle economie avanzate, malgrado il previsto inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti, dovrebbero sostenere la domanda mondiale. In aggiunta, gli effetti sfavorevoli che hanno frenato la crescita in diversi paesi avanzati dopo la crisi finanziaria – riduzione della leva nel settore privato, risanamento dei conti pubblici e debolezza dei mercati del lavoro – si stanno attenuando, creando le premesse per una ripresa più duratura in queste economie. Per converso, le prospettive nei mercati emergenti si sono deteriorate, proseguendo il rallentamento degli ultimi anni. In alcuni paesi emergenti il persistere di squilibri macroeconomici limita sempre più il potenziale di crescita. In altri è in corso un processo di aggiustamento ai più bassi prezzi delle materie prime e all'attesa normalizzazione della politica monetaria nelle economie avanzate.

**Il commercio mondiale ha segnato un marcato rallentamento all'inizio del 2015, ma dovrebbe rafforzarsi nel periodo di proiezione.** Il tasso di crescita dell'interscambio internazionale (esclusa l'area dell'euro) si porterebbe da circa il 2% nel 2015 al 5% approssimativamente nel 2016 e nel 2017. Nondimeno, l'elasticità del commercio all'attività nel periodo di riferimento rimarrebbe inferiore ai livelli pre-crisi, di riflesso a una composizione della crescita del PIL mondiale caratterizzata da una minore intensità di scambi.

**Rispetto alle proiezioni di marzo degli esperti della BCE, la crescita dell'attività mondiale nel 2015 è stata rivista verso il basso, per effetto del deterioramento delle prospettive a breve termine.** Anche l'espansione della domanda esterna dell'area dell'euro è stata corretta al ribasso, specie per il 2015, di riflesso alle minori importazioni prospettate per alcune importanti economie emergenti, in particolare la Russia.

## Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Giugno 2015				Marzo 2015			Revisioni rispetto a marzo 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,7	3,4	4,1	4,1	3,8	4,2	4,1	-0,4	-0,1	0,0
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) <sup>1)</sup>	2,7	2,0	4,8	5,2	3,9	5,1	5,4	-1,8	-0,3	-0,2
Domanda esterna dell'area dell'euro <sup>2)</sup>	2,9	2,2	4,6	5,0	3,2	4,7	5,1	-1,0	-0,2	-0,1

Nota: le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

**Il graduale aumento della domanda esterna e il deprezzamento del tasso di cambio dell'euro dovrebbero sostenere la crescita delle esportazioni nel periodo considerato, con un incremento delle quote di mercato.** Le importazioni dall'esterno dell'area dovrebbero accelerare gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione, rispecchiando il rafforzamento della domanda totale dell'area. L'avanzo delle partite correnti registrerebbe una certa contrazione, raggiungendo il 2,0% del PIL nel 2017.

**Per il periodo in rassegna ci si attende un ulteriore miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro.** L'occupazione ha continuato a recuperare nel corso del 2014 e ha preso slancio nel primo trimestre del 2015. L'attuale ripresa resta più intensa di quanto suggerito dall'elasticità storica dell'occupazione all'attività complessiva, a causa del probabile effetto favorevole della moderazione salariale e delle recenti riforme nei mercati del lavoro. Si stima che il numero di occupati continui ad aumentare in misura significativa nell'arco di tempo considerato, grazie soprattutto alla ripresa economica e, in alcuni paesi, agli incentivi fiscali e alle passate riforme del mercato del lavoro. Il numero di ore lavorate per occupato segnerebbe un certo incremento, pur rimanendo ben al di sotto dei livelli precedenti la crisi. Le forze di lavoro aumenterebbero solo in misura moderata, frenate dagli effetti di scoraggiamento associati alla disoccupazione tuttora elevata in alcuni paesi e dai fattori demografici avversi in altri.

## Riquadro 2

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

**Rispetto alle proiezioni di marzo, le modifiche apportate alle ipotesi tecniche includono quotazioni petrolifere espresse in dollari statunitensi considerevolmente più elevate, un deprezzamento dell'euro e tassi di interesse a lungo termine leggermente più alti nell'area dell'euro.**

**Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 12 maggio 2015.** I tassi di interesse a breve termine si riferiscono all'Euribor a tre mesi, con le aspettative di mercato desunte dai tassi dei contratti future. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,0% nel 2015 e nel 2016 e dello 0,2% nel 2017. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media dell'1,3% nel 2015, dell'1,7% nel 2016 e dell'1,9% nel 2017<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 compositi sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro dovrebbero mostrare una certa flessione nel 2015, per poi registrare un modesto incremento nel corso del 2016 e del 2017. Per quanto riguarda le materie prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti future nelle due settimane fino al 12 maggio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent calino da 98,9 dollari al barile nel 2014 a 63,8 nel 2015, per poi salire a 71,0 e 73,1 dollari rispettivamente nel 2016 e nel 2017. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire

notevolmente nel 2015 e aumentare nei due anni successivi<sup>2</sup>. Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 12 maggio. Ciò implica un cambio di 1,12 dollari per euro nel periodo di riferimento.

#### Ipotesi tecniche

	Giugno 2015				Marzo 2015			Revisioni rispetto a marzo 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Prezzo del petrolio (USD al barile)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
Tasso di cambio USD/EUR	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-19) (variazione percentuale annua)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	0,0	0,0

1) Le revisioni sono calcolate sulla base di dati non arrotondati ed espresse in percentuale per i livelli, in differenze per i tassi di crescita e in punti percentuali per i tassi di interesse e i rendimenti dei titoli.

- 1 L'ipotesi formulata per i rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro si basa sulla media dei rendimenti dei titoli di riferimento a dieci anni dei vari paesi, ponderata per il PIL su base annua; la media è poi estesa utilizzando il profilo dei tassi a termine derivato dal par yield a dieci anni di tutti i titoli dell'area dell'euro stimato dalla BCE, con la discrepanza iniziale tra le due serie mantenuta costante nel periodo della proiezione. Si ipotizza che i differenziali tra i rendimenti dei titoli dei singoli paesi e la corrispondente media dell'area dell'euro rimangano costanti nell'orizzonte temporale considerato.
- 2 Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti future fino al termine del periodo di riferimento; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei future fino al secondo trimestre del 2016 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale. Per i prezzi al consumo dei prodotti alimentari sono utilizzate le proiezioni relative ai prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari (espressi in euro) elaborate sulla base di un modello econometrico che tiene conto degli andamenti delle quotazioni mondiali.

**Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere, pur restando su livelli storicamente elevati.** Il numero di disoccupati calerebbe di circa 2,8 milioni nel periodo considerato, raggiungendo il livello più basso dalla metà del 2009, anche se si manterrebbe al di sopra del minimo pre-crisi per circa 4,5 milioni. Il calo riflette l'impatto al ribasso dell'incremento dell'occupazione, in parte compensato dall'effetto al rialzo delle crescenti forze di lavoro, sebbene in misura molto minore che in passato. Il tasso di disoccupazione scenderebbe quindi marcatamente nel periodo in esame, raggiungendo il 10,0% nel 2017.

**Le prospettive per la crescita restano praticamente invariate rispetto al precedente esercizio di proiezione.** Solo per il 2017 la crescita del PIL in termini reali ha subito una lieve revisione verso il basso, riconducibile alla più contenuta espansione degli investimenti privati.

### 3. PREZZI E COSTI

**L'inflazione misurata sullo IAPC si collocherebbe in media allo 0,3% nel 2015, per poi salire all'1,5% nel 2016 e all'1,8% nel 2017.** Per l'anno in corso ci si attende un aumento trainato dalla componente energetica – in ragione di effetti base e dell'ipotesi di un incremento dei corsi petroliferi incorporata nelle quotazioni dei future – nonché dal deprezzamento dell'euro in atto da metà del 2014, dal rincaro prospettato per le materie prime non energetiche e dalle crescenti pressioni interne sui prezzi ascrivibili alla ripresa economica. L'inflazione complessiva dovrebbe aumentare ancora nel 2016 e nel 2017, con l'intensificarsi delle pressioni interne sui prezzi per il costante restringimento dell'output gap e

a causa delle persistenti spinte a rialzo attese dall'esterno, riconducibili soprattutto all'impatto ritardato dell'indebolimento dell'euro.

**L'incremento dell'inflazione dipende in misura significativa dagli andamenti del cambio e delle quotazioni delle materie prime.** Le flessioni dei corsi delle materie prime energetiche e non energetiche registrate per gran parte degli ultimi due anni e il rafforzamento dell'euro nel periodo fino all'inizio del 2014 hanno esercitato notevoli pressioni al ribasso sull'inflazione armonizzata e sono tra le principali cause del suo brusco calo su livelli molto bassi osservato di recente. Ci si attende che i prezzi esterni mostrino un'inversione di tendenza dal ribasso al rialzo, sostenendo l'aumento dell'inflazione fino al 2017. Spinte verso l'alto dovrebbero provenire dai rincari ipotizzati per le materie prime energetiche e non energetiche, sulla base delle curve dei contratti future, nell'orizzonte di proiezione. Anche il deprezzamento dell'euro osservato da metà del 2014 contribuirà all'andamento ascendente dell'inflazione e, dato il considerevole impatto ritardato che esercitano su quest'ultima i movimenti del cambio, la più recente evoluzione al rialzo dei prezzi esterni dovrebbe favorire il recupero dell'inflazione fino al termine del periodo considerato. Nondimeno si prevede che gli effetti al rialzo dell'indebolimento dell'euro siano più modesti rispetto agli episodi precedenti, poiché secondo alcuni studi la trasmissione del cambio all'inflazione dell'area dell'euro si sarebbe ridotta nel tempo.

**Le migliori condizioni del mercato del lavoro dovrebbero determinare un rafforzamento della crescita salariale.** In base alle proiezioni, il perdurante aumento dell'occupazione e un calo del tasso di disoccupazione sosterranno un graduale incremento del tasso di espansione delle retribuzioni per occupato, dall'1,5% nel 2014 al 2,3% nel 2017.

**L'accelerazione dei salari è frenata da una serie di fattori,** fra cui l'eccesso di offerta ancora presente nei mercati del lavoro e il processo di aggiustamento della competitività di costo in atto in alcune economie dell'area dell'euro. Inoltre, nell'attuale fase di ripresa il recupero dei salari sarà probabilmente rallentato dalle riforme strutturali dei mercati del lavoro che alcuni paesi dell'area hanno realizzato durante la crisi con l'obiettivo di sostenere un aumento dell'occupazione. Se da un lato le retribuzioni dovrebbero crescere a ritmi moderati, dall'altro ci si attende che subiscano spinte al ribasso limitate dagli effetti di secondo impatto connessi con il precedente calo delle quotazioni petrolifere. Ciò è imputabile al fatto che i meccanismi di indicizzazione automatica dei salari si attivano soprattutto in presenza di aggiustamenti al rialzo dei prezzi; va altresì considerato che alcuni dei paesi dove esistono meccanismi del genere hanno temporaneamente deciso di sospenderli o sottoporli a limitazioni.

**Il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe crescere a ritmi solo lievemente superiori nel corso della ripresa economica.** Le pressioni sui costi provenienti dall'aumento dei salari sarebbero in parte compensate dall'accelerazione ciclica della produttività fino al 2017, quando è atteso un incremento del costo unitario del lavoro pari all'1,3%.

**Tavola 1 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro<sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali annue)

	Giugno 2015				Marzo 2015			Revisioni rispetto a marzo 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIL in termini reali <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2-1,8] <sup>4)5)</sup>	[0,8-3,0] <sup>4)5)</sup>	[0,7-3,3] <sup>4)5)</sup>	[1,1-1,9] <sup>4)</sup>	[0,8-3,0] <sup>4)</sup>	[0,9-3,3] <sup>4)</sup>			
Consumi privati	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Consumi collettivi	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Investimenti fissi lordi	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Esportazioni <sup>6)</sup>	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Importazioni <sup>6)</sup>	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Occupazione	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
IAPC	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2-0,4] <sup>4)</sup>	[0,9-2,1] <sup>4)</sup>	[1,0-2,6] <sup>4)</sup>	[-0,3 - 0,3] <sup>4)</sup>	[0,8-2,2] <sup>4)</sup>	[1,0-2,6] <sup>4)</sup>			
IAPC al netto dell'energia	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
IAPC al netto di: energia e alimentari	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
IAPC al netto di: energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette <sup>7)</sup>	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Costo unitario del lavoro	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Redditi per occupato	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Produttività del lavoro	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) <sup>8)</sup>	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

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

2) Le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

3) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

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

5) Gli intervalli di valori delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema per la crescita del PIL in termini reali nel 2015, 2016 e 2017 sono stati corretti rispetto al documento pubblicato inizialmente il 3 giugno 2015.

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

7) 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.

8) Calcolato come saldo delle amministrazioni pubbliche al netto degli effetti transitori del ciclo economico e delle misure temporanee assunte dai governi (per l'approccio del SEBC, cfr. *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001, e *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2007). La proiezione del saldo strutturale di bilancio non è derivata da una misura aggregata dell'output gap. Secondo la metodologia adottata dal SEBC, le componenti cicliche sono calcolate distintamente per le varie voci di entrata e di spesa. Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico* nel numero di marzo 2012 del Bollettino mensile della BCE, nonché il riquadro *Il saldo strutturale come indicatore della posizione di bilancio* nel numero di settembre 2014 del Bollettino mensile della BCE.

**I margini di profitto dovrebbero aumentare via via che prosegue la ripresa.** Dopo la debolezza degli ultimi anni, si prevede che i margini di profitto mostrino un recupero nell'arco temporale considerato, con l'aumentare della produttività e il rafforzarsi dell'attività economica; sosterranno così il potere delle imprese nel determinare i prezzi. Tuttavia, le riforme dei mercati dei beni e servizi attuate durante la crisi continuerebbero a comprimere la crescita dei margini di profitto nel corso della ripresa. È inoltre possibile

che, rispetto alle regolarità storiche, il loro incremento congiunturale sia ritardato o rallentato anche dalla maggiore concorrenza nei mercati dei beni e servizi all'interno dell'area dell'euro e su scala mondiale.

**Al confronto con l'esercizio di marzo scorso, la proiezione per l'inflazione misurata sullo IAPC è stata rivista al rialzo per il 2015 e rimane sostanzialmente invariata per il 2016 e il 2017.** La correzione per quest'anno riflette spinte al rialzo imputabili al recente recupero dei corsi petroliferi in euro rispetto all'esercizio precedente.

#### 4. PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI

**In base alle proiezioni, l'orientamento delle politiche di bilancio, misurato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo, sarebbe sostanzialmente neutro nell'arco temporale considerato.**

Questa evoluzione riflette la moderata espansione della spesa pubblica rispetto alla tendenza di crescita del PIL nominale, che dovrebbe essere essenzialmente compensata dai tagli delle imposte in alcuni paesi. L'impatto positivo degli stabilizzatori automatici di bilancio sulla domanda interna si attenuerà nel tempo con la ripresa dell'economia<sup>2</sup>.

**Il disavanzo e il debito pubblico in rapporto al PIL dovrebbero ridursi nell'orizzonte temporale di proiezione.** La diminuzione del rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL è riconducibile esclusivamente al miglioramento congiunturale dell'economia dell'area dell'euro e alla flessione della spesa per interessi. Per contro, le proiezioni indicano che il saldo primario strutturale di bilancio si manterrà pressoché invariato nel periodo in rassegna, di riflesso all'intonazione sostanzialmente neutra delle politiche di bilancio. Il rapporto fra debito pubblico e PIL, che avrebbe raggiunto un massimo nel 2014, scenderebbe nell'arco temporale considerato grazie al miglioramento del saldo di bilancio, al rafforzamento della crescita economica e ai contenuti tassi di interesse.

**Rispetto alle proiezioni pubblicate in marzo, il profilo del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche è leggermente più favorevole, mentre le prospettive per il debito si sono in certa misura deteriorate.** Il lieve miglioramento del saldo di bilancio pubblico è dovuto soprattutto a un'ulteriore riduzione dei costi dell'indebitamento sovrano. Le prospettive per il rapporto debito pubblico/PIL sono state corrette al rialzo, principalmente per l'effetto sul denominatore causato dal calo del PIL nominale.

#### Riquadro 3

##### ANALISI DI SENSIBILITÀ

**Le proiezioni si fondano in ampia misura su ipotesi tecniche formulate sull'evoluzione di alcune variabili fondamentali.** Poiché le proiezioni per l'area dell'euro possono risentire fortemente di alcune di queste variabili, la loro sensibilità in relazione a profili alternativi per le ipotesi sottostanti può contribuire all'analisi dei rischi inerenti alle proiezioni stesse. Questo riquadro esamina l'incertezza che circonda i prezzi del petrolio e i tassi di cambio, nonché la sensibilità delle proiezioni rispetto a queste variabili.

##### 1) Profilo alternativo dei prezzi del petrolio

**Dai modelli alternativi emergono corsi del greggio in qualche misura più elevati per il 2017.** Le ipotesi tecniche anticipano un incremento delle quotazioni petrolifere nell'orizzonte temporale di proiezione (cfr. riquadro 2). Questo profilo è coerente sia con la ripresa della domanda mondiale di petrolio a fronte del maggior vigore dell'economia internazionale, sia con il lieve calo dell'offerta di greggio dovuto agli scarsi investimenti e alla perdita di capacità produttiva in alcuni paesi. Per elaborare

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

le proiezioni sui prezzi del petrolio nel periodo di riferimento gli esperti dell'Eurosistema utilizzano una gamma di modelli alternativi, fra cui: a) un modello statistico per le quotazioni dei future "corretto per i rischi", che elimina cioè gli errori di previsione nei prezzi dei future aggiustando un premio al rischio variabile nel tempo connesso all'attività economica negli Stati Uniti; b) un modello VAR di tipo bayesiano, modello empirico basato su dati riguardanti le variabili di fondo del petrolio (produzione e scorte) e l'attività economica mondiale; c) un modello dinamico stocastico di equilibrio generale, di impostazione teorica, che coglie le dinamiche di lungo periodo nel mercato del greggio<sup>1</sup>. Calcolando una media equiponderata delle proiezioni sui corsi petroliferi derivate dai tre modelli in combinazione con i prezzi desumibili dai contratti future, inclusi nello scenario di base, si ottengono al momento quotazioni lievemente inferiori per il 2015 e il 2016 rispetto allo scenario di base; per il 2017, invece, emerge un rincaro in certa misura più brusco, coerentemente con la diminuzione della capacità produttiva in alcune economie. L'impatto di questo profilo alternativo sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione risulta molto limitato nel 2015 e nel 2016, mentre nel 2017 comporterebbe una crescita lievemente più contenuta e un'inflazione misurata sullo IAPC di poco superiore (+0,1 punti percentuali).

## 2) Profilo alternativo del tasso di cambio

**Le attese di orientamenti di politica monetaria divergenti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti potrebbero causare un ulteriore deprezzamento dell'euro.** Questo scenario implicherebbe un prolungato periodo di bassi tassi di interesse nell'area e una più rapida normalizzazione verso l'alto della politica monetaria statunitense. Un profilo alternativo dell'euro, che comporti un ulteriore deprezzamento, è stato calcolato con il 25° percentile della distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio dollaro/euro al 12 maggio. Tale profilo implica un graduale indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro a un tasso di cambio di 1,03 nel 2017, valore inferiore dell'8,2% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. Le corrispondenti ipotesi per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro riflettono regolarità storiche, ove le variazioni del tasso dollaro/euro rispecchiano quelle del tasso effettivo con un'elasticità di circa il 52%. Ne consegue una graduale divergenza al ribasso del tasso di cambio effettivo dell'euro, che si porterebbe su un livello inferiore del 4,3% rispetto allo scenario di base per il 2017. Tenuto conto di ciò, secondo una serie di modelli macroeconomici applicati dagli esperti dell'Eurosistema, nei tre anni considerati risulterebbero superiori sia la crescita del PIL in termini reali (di 0,1-0,3 punti percentuali) sia l'inflazione misurata sullo IAPC (di 0,1-0,4 punti percentuali).

1 Per maggiori dettagli cfr. Manescu, C. e Van Robays, I., "Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance", *Working Paper Series*, n. 1735, BCE, 2014.

### 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). Come si evince dalla tavola, le previsioni delle altre organizzazioni disponibili al momento sono perlopiù vicine ai valori centrali di queste proiezioni, formulate dagli esperti dell'Eurosistema, oltre a rientrare ampiamente negli intervalli qui riportati (fra parentesi nella tavola).

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

(variazioni percentuali annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	giugno 2015	1,5 [1,2-1,8] <sup>1)</sup>	1,9 [0,8-3,0] <sup>1)</sup>	2,0 [0,7-3,3] <sup>1)</sup>	0,3 [0,2-0,4]	1,5 [0,9-2,1]	1,8 [1,0-2,6]
Commissione europea	maggio 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
<i>Euro Zone Barometer</i>	maggio 2015	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	maggio 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	maggio 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
FMI	aprile 2015	1,5	1,6	-	0,1	1,0	-

Fonti: *European Economic Forecast* della Commissione europea, primavera 2015; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2015; *Consensus Economics Forecasts*; *MJEconomics* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

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

1) Gli intervalli di valori delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema per la crescita del PIL in termini reali nel 2015, 2016 e 2017 sono stati corretti rispetto al documento pubblicato inizialmente il 3 giugno 2015.

© Banca centrale europea, 2015

Indirizzo: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Germany

Recapito postale: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefono: +49 69 1344 0

Fax +49 69 1344 6000

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

Tutti i diritti riservati.

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