



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA NEL DICEMBRE 2015¹

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

Ci si attende che la ripresa economica prosegua nell'area dell'euro. Il PIL in termini reali salirebbe dell'1,5% nel 2015, dell'1,7% nel 2016 e dell'1,9% nel 2017. Le prospettive complessive restano sostanzialmente invariate rispetto all'esercizio precedente; sono però migliorate quelle per la domanda interna, mentre per la domanda esterna risultano più deboli. L'inflazione dovrebbe aumentare nell'orizzonte temporale di proiezione, raggiungendo l'1,6% nel 2017. Le prospettive di inflazione sono state riviste lievemente al ribasso, soprattutto per effetto di una riduzione dei prezzi del petrolio.

Secondo le attese, nel 2016 e nel 2017 una serie di andamenti favorevoli continuerebbe a sostenere la ripresa trainata dalla domanda interna. L'orientamento accomodante di politica monetaria della BCE seguita a trasmettersi all'economia, come indicano un certo ulteriore allentamento delle condizioni di offerta del credito, la recente inversione di tendenza dei volumi di credito e il deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. I bassi prezzi del petrolio dovrebbero favorire sia i consumi sia gli investimenti; la domanda interna beneficerebbe inoltre di politiche di bilancio in certa misura più espansive, anche in seguito al recente afflusso di rifugiati, che indurrebbe trasferimenti alle famiglie e consumi collettivi aggiuntivi. Con l'atteso diminuire delle esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria nel settore privato, la domanda interna si dovrebbe rafforzare nei prossimi anni per effetto dell'acceleratore degli investimenti. Inoltre, i consumi sarebbero sostenuti da protratti miglioramenti nei mercati del lavoro. Per contro, ci si aspetta che la ripresa mondiale continui a fornire un contributo più modesto all'attività nell'area dell'euro, soprattutto a causa della debole crescita delle economie emergenti.

Le proiezioni indicano un incremento dell'inflazione misurata sullo IAPC all'1,0% nel 2016 e all'1,6% nel 2017. L'evoluzione della componente energetica dell'indice svolgerebbe un ruolo importante nel determinare il profilo dell'inflazione armonizzata nel periodo in esame. Per i beni energetici l'inflazione dovrebbe aumentare considerevolmente dagli attuali tassi negativi, per via di forti effetti base al rialzo al volgere dell'anno e nella seconda metà del 2016, nonché per ipotizzati rincari del petrolio (in linea con i prezzi dei contratti future) fino al 2017. Per l'orizzonte temporale di proiezione si prevede inoltre un graduale rafforzamento dell'inflazione al netto di energia e beni alimentari. Spinte al rialzo sull'inflazione di fondo dovrebbero provenire da incrementi dei salari e dei margini di profitto, via via che la ripresa economica acquisirà slancio. In aggiunta, il notevole deprezzamento del tasso di cambio dell'euro continuerebbe a esercitare effetti sull'inflazione armonizzata.

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. Le ipotesi tecniche riguardanti, ad esempio, i prezzi del petrolio e i tassi di cambio sono aggiornate al 12 novembre 2015 (cfr. riquadro 3); per le altre informazioni utilizzate, la data di chiusura dell'esercizio era il 19 novembre.

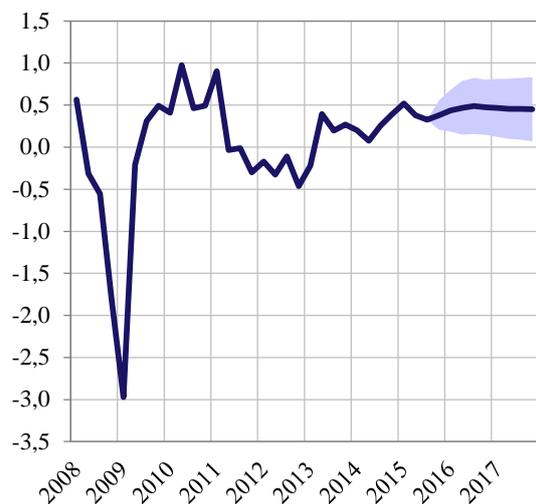
Questa edizione delle proiezioni macroeconomiche copre il periodo 2015-2017. Nella loro interpretazione va ricordato che esercizi previsivi condotti per un orizzonte temporale così esteso presentano un grado di incertezza molto elevato. Cfr. l'articolo *Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche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

Figura 1 Proiezioni macroeconomiche¹⁾

(dati trimestrali)

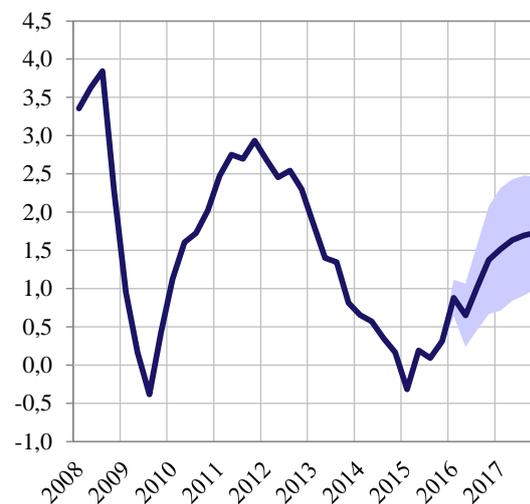
PIL in termini reali dell'area dell'euro²⁾

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



IAPC dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



1) Gli intervalli di valori delle proiezioni 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.

2. ECONOMIA REALE

Dovrebbe proseguire la ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro, sempre più sostenuta dalla domanda interna nell'arco di tempo considerato. Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,3% nel terzo trimestre di quest'anno. In prospettiva, la fiducia di imprese e consumatori, rimasta elevata negli ultimi mesi, segnala una crescita stabile nel breve termine. Oltre questo orizzonte, una serie di fattori favorevoli dovrebbe sostenere l'espansione del PIL in termini reali nel periodo di riferimento, in particolare l'intonazione accomodante della politica monetaria, politiche di bilancio in certa misura più espansive e quotazioni petrolifere contenute, nonché un graduale miglioramento delle prospettive della domanda mondiale insieme a un ampliamento delle quote del mercato delle esportazioni riconducibile alla debolezza, in termini relativi, del cambio effettivo dell'euro.

La spesa per consumi privati dovrebbe rimanere la determinante principale della ripresa. Il reddito disponibile nominale segnerebbe un'accelerazione nel periodo di riferimento, sorretto da un incremento dei redditi da lavoro in un contesto di vigorosa crescita dell'occupazione e maggiore espansione dei redditi nominali per occupato, nonché da un'accelerazione degli altri redditi personali. Inoltre, nel 2016 i redditi delle famiglie saliranno per effetto di trasferimenti più elevati e imposte dirette inferiori. Ci si attende che la crescita del reddito disponibile reale continui a mostrare una buona tenuta nel 2016, per poi perdere slancio nel 2017 per effetto di rialzi dei prezzi al consumo. I costi di finanziamento contenuti e la maggiore ricchezza netta delle famiglie, che traggono entrambi impulso dal programma di acquisto di attività (PAA), dovrebbero sostenere i consumi privati, benché il reddito disponibile risenta anche del contesto di bassi tassi di interesse, attraverso il calo degli interessi attivi. Secondo le proiezioni l'espansione dei consumi privati dovrebbe portarsi complessivamente all'1,7% in media d'anno nel periodo 2015-2017, dopo un incremento dello 0,8% nel 2014.

Il tasso di risparmio resterebbe pressoché stabile nel breve termine, per poi diminuire leggermente nel 2017. Mostrebbene un certo incremento nel 2015, per effetto di una qualche inerzia

nell'aggiustamento dei consumi agli incrementi del reddito disponibile reale connessi ai prezzi del petrolio. Nel 2016 il tasso di risparmio si manterrebbe sostanzialmente invariato, per poi scendere in certa misura nel 2017. In alcuni paesi gli elevati livelli di disoccupazione e debito lordo continuerebbero a esercitare qualche pressione al rialzo sul risparmio, mentre i tassi di interesse molto bassi potrebbero comportare la necessità di risparmi aggiuntivi in alcune economie. Nel tempo, tuttavia, ci si attende che il risparmio sia sottoposto in prevalenza a una serie di pressioni al ribasso. In primo luogo, i consumi delle famiglie dovrebbero gradualmente allinearsi all'aumento del reddito disponibile derivante dalla flessione dei corsi petroliferi. In secondo luogo, il graduale calo della disoccupazione dovrebbe far diminuire il risparmio a scopo precauzionale, consentendo alle famiglie di effettuare acquisti di importo rilevante probabilmente rinviati in precedenza. Infine, un rendimento da interessi molto basso tende a scoraggiare il risparmio attraverso un effetto di sostituzione intertemporale.

Ci si attende un aumento degli investimenti nell'edilizia residenziale nell'area dell'euro, a partire da un livello molto contenuto. I dati rivisti indicano per la prima metà del 2015 un'attività di investimento in qualche misura più vigorosa nel settore. In prospettiva, gli investimenti residenziali dovrebbero acquisire slancio nell'arco di tempo considerato, sorretti da una crescita sostenuta del reddito disponibile reale, da tassi sui mutui molto contenuti e da un allentamento delle condizioni di finanziamento, anche con l'apporto del PAA. Tali andamenti dovrebbero indurre una crescita più robusta dei prestiti alle famiglie, che stimolerebbe gli investimenti nell'edilizia residenziale. Tuttavia, è probabile che gli elevati livelli del debito delle famiglie ed effetti demografici sfavorevoli in alcuni paesi dell'area dell'euro impediscano un incremento più marcato di tali investimenti.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero accelerare gradualmente, sostenuti da un miglioramento delle condizioni finanziarie e dalla ripresa congiunturale. La spesa per investimenti sarebbe favorita dall'orientamento accomodante della politica monetaria e da effetti di accelerazione nel contesto del miglioramento prospettato per la domanda interna ed esterna, nonché dalla necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti, dalle misure di bilancio varate in alcuni paesi e dal rafforzamento dei margini di profitto a fronte di una liquidità già abbondante nel settore delle imprese non finanziarie. Inoltre, le pressioni complessive provenienti dalla riduzione della leva finanziaria delle imprese nell'area dell'euro dovrebbero, nel periodo di proiezione, condizionare meno che in passato gli investimenti societari. Infatti, nella maggior parte dei paesi i rapporti tra debito e capitale di rischio sono diminuiti notevolmente dai massimi toccati durante la crisi finanziaria, portandosi sui rispettivi minimi storici. Nondimeno, la ripresa degli investimenti societari continuerà a essere frenata dalle rimanenti strozzature finanziarie e dagli elevati livelli di indebitamento in alcune economie, nonché dalle attese di una crescita del prodotto potenziale più debole che in precedenza.

L'intonazione delle politiche di bilancio, misurata dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo al netto dell'assistenza pubblica al settore finanziario, darebbe un modesto contributo positivo alla domanda nel periodo considerato. Dopo il lieve inasprimento delle misure discrezionali di bilancio nel 2015, si ipotizzano un allentamento discrezionale per il 2016 e un orientamento neutro per il 2017². L'espansione degli investimenti pubblici in termini reali dovrebbe acquisire un certo slancio nel 2016 e accelerare ancora nel 2017, mentre i consumi collettivi crescerebbero a un ritmo relativamente sostenuto. Ci si attende che l'afflusso di rifugiati contribuisca a un orientamento più espansivo delle politiche di bilancio nell'area dell'euro (cfr. riquadro 2).

La domanda esterna dell'area dell'euro sarebbe frenata dalla debole espansione dei mercati emergenti e dallo scarso contributo degli scambi alla crescita mondiale; tuttavia, dovrebbe riprendersi gradualmente nell'arco di tempo considerato (cfr. riquadro 1). Nonostante questo graduale rafforzamento, la domanda esterna crescerà con lentezza per via della fiacca dinamica delle importazioni nei paesi emergenti. Il suo ritmo di espansione si collocherebbe ben al di sotto dei livelli anteriori alla crisi, riflettendo sia una più debole attività economica mondiale sia una minore elasticità dell'interscambio internazionale alla crescita, specie nelle economie emergenti.

² Le ipotesi sui conti pubblici riflettono le informazioni contenute nelle leggi finanziarie per il 2016 nonché altri dati pertinenti disponibili al 19 novembre. 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.

La crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro dovrebbe aumentare nel periodo in rassegna. Secondo le proiezioni, tali esportazioni continuerebbero a mostrare una dinamica più sostenuta rispetto alla domanda esterna nel periodo di riferimento, beneficiando degli effetti ritardati del deprezzamento del cambio effettivo dell'euro e degli incrementi di competitività. L'espansione delle esportazioni all'esterno dell'area resterebbe relativamente contenuta nell'orizzonte di proiezione, riflettendo il prevalere nella domanda complessiva di componenti della spesa a basso contenuto di importazioni, come i consumi collettivi e privati. Ci si attende che l'avanzo delle partite correnti passi dal 2,4% del PIL nel 2014 al 3,0% nel 2015, per poi scendere al 2,9% nel 2016 e al 2,7% nel 2017.

L'output gap negativo si dovrebbe ridurre a fronte della moderata crescita del prodotto potenziale. L'espansione del prodotto potenziale, stimata appena all'1% circa nell'arco di tempo considerato, resterebbe chiaramente inferiore ai livelli precedenti la crisi. Tenuto conto che le proiezioni indicano una crescita del PIL in termini reali superiore al potenziale, l'output gap negativo dovrebbe restringersi notevolmente entro la fine del periodo di riferimento.

Riquadro 1

CONTESTO INTERNAZIONALE

L'economia mondiale continua su un percorso di graduale ripresa, seppure a un ritmo ancora modesto. Gli indicatori dell'attività economica mondiale e i dati nazionali disponibili segnalano un'espansione persistentemente moderata nel terzo trimestre del 2015. In seguito, l'attività mondiale dovrebbe mantenersi su un percorso di recupero modesto e graduale (ancorché disomogeneo), trainata da prospettive di buona tenuta della crescita nella maggioranza dei paesi avanzati, mentre quelle per i mercati emergenti restano contenute rispetto all'esperienza storica. Le prospettive delle economie avanzate sarebbero sostenute dai bassi prezzi del greggio, da condizioni di finanziamento favorevoli e da miglioramenti del clima di fiducia e nei mercati del lavoro, nonché dallo scemare degli effetti avversi imputabili al processo di riduzione della leva finanziaria nel settore privato e al risanamento dei conti pubblici. Le prospettive a medio termine dei paesi emergenti risultano, invece, più contrastanti. Se da un lato il rafforzamento della domanda nelle economie avanzate dovrebbe favorire una ripresa dell'attività, dall'altro gli ostacoli strutturali e gli squilibri macroeconomici presenti in diversi grandi paesi emergenti frenano ancora le prospettive di crescita di tali paesi. Al tempo stesso, in alcuni di essi è in corso un processo di aggiustamento al calo dei prezzi delle materie prime e a condizioni di finanziamento esterne più tese in vista della normalizzazione della politica monetaria statunitense, mentre taluni continuano a mostrare un'elevata incertezza politica. La crescita mondiale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare con gradualità, dal 3,1% nel 2015 al 3,6% nel 2016 e a quasi il 3,9% nel 2017. Ciò significa che le proiezioni per il 2015 e per il 2016 sono state riviste al ribasso rispettivamente di 0,1 e 0,2 punti percentuali rispetto all'esercizio condotto a settembre.

Il commercio mondiale ha mostrato una dinamica estremamente debole nella prima metà del 2015, ma si dovrebbe rafforzare in maniera graduale. I dati per il primo semestre di quest'anno sono stati corretti nettamente al ribasso e indicano adesso una contrazione più marcata dell'interscambio mondiale. Se il calo significativo delle importazioni registrato in Russia e in Brasile in questo periodo è in parte riconducibile alla flessione della domanda interna e al deprezzamento dei cambi, gli andamenti in altre economie (fra cui Regno Unito, Giappone e Cina) sembrano riflettere soprattutto fenomeni di "disturbo" nei dati sul commercio. Gli indicatori recenti suggeriscono una certa stabilizzazione per il terzo trimestre del 2015, ma è probabile che nel breve termine si registri una dinamica complessivamente modesta. In prospettiva, ci si attende che l'interscambio mondiale si rafforzi gradualmente, in linea con la ripresa dell'attività economica su scala internazionale, benché a un ritmo decisamente inferiore a quello osservato prima della crisi finanziaria. Nell'insieme, rispetto al PIL mondiale, le importazioni mondiali e la domanda esterna dell'area dell'euro seguirebbero un profilo piuttosto debole nel periodo considerato. La crescita della domanda esterna dell'area dovrebbe salire dal -0,1% nel 2015 al 2,7% nel 2016 e al 3,8% nel 2017. Al confronto con le proiezioni pubblicate a settembre, questi valori rappresentano una revisione al ribasso di 1,6 punti percentuali per il 2015, 0,7 per il 2016 e 0,3 per il 2017.

Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

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

Nota: Le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

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

Per il periodo di riferimento ci si attende che continuino a migliorare le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro. Il numero di occupati conserverebbe il suo forte slancio nella seconda metà del 2015. Dovrebbe continuare ad aumentare nel 2016 e nel 2017, trainato soprattutto dalla ripresa economica, dagli incentivi fiscali in alcuni paesi, dalla moderazione salariale nonché da precedenti riforme dei mercati del lavoro e dalla graduale integrazione all'interno di questi ultimi dei rifugiati. Le proiezioni indicano per il periodo in esame un certo incremento del numero di ore lavorate per occupato, che si manterrebbero però ben al di sotto dei livelli anteriori alla crisi. Questi andamenti dell'occupazione implicano un aumento della crescita della produttività del lavoro dallo 0,3% nel 2014 allo 0,9% nel 2017, coerentemente con il suo tradizionale profilo prociclico. Le forze di lavoro mostrerebbero un'espansione più vigorosa di quanto prospettato in precedenza, con un tasso di incremento annuo dello 0,5% sia nel 2016 sia nel 2017 rispetto allo 0,2% del 2014 e del 2015, riflettendo il protratto afflusso di rifugiati (cfr. riquadro 2) e il venir meno di effetti di scoraggiamento. Secondo le attese il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere al 10,1% nel 2017, mantenendosi comunque ben al di sopra dei livelli precedenti la crisi (7,5% nel 2007).

Al confronto con le proiezioni pubblicate lo scorso settembre, le prospettive per la crescita del PIL in termini reali restano sostanzialmente invariate. È stata effettuata una lieve correzione al rialzo per il 2015 che dipende principalmente dai dati più positivi riguardanti il secondo trimestre dell'anno. Le prospettive per il 2016 e per il 2017, pressoché stabili, riflettono due fattori contrastanti: da un lato una migliore tenuta delle prospettive per i consumi privati e un aumento dei consumi collettivi, anche per le misure di bilancio adottate in risposta all'afflusso di rifugiati; dall'altro prospettive più sfavorevoli per le esportazioni a causa della maggiore debolezza della domanda esterna.

Riquadro 2

L'IMPATTO DELL'AFFLUSSO DI RIFUGIATI SULL'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

Al momento l'area dell'euro registra un afflusso di rifugiati senza precedenti. Secondo l'Alto commissariato delle Nazioni Unite per i rifugiati, a fine novembre avevano attraversato il Mediterraneo circa 850.000 rifugiati, un dato che implica flussi molto superiori a quelli osservati durante la crisi dei Balcani nei primi anni '90. Le proiezioni di questo mese ipotizzano che entro il 2017 l'area dell'euro registri probabilmente 2,4 milioni di arrivi in più (meno dell'1% della sua popolazione) rispetto all'esercizio dello scorso giugno.

La valutazione degli effetti di questo afflusso sull'economia reale e sulle finanze pubbliche è circondata da un grado di incertezza molto elevato. Vi è ancora assai scarsa chiarezza sul numero dei rifugiati e sui loro profili di competenze, così come è pressoché impossibile formulare previsioni riguardo ai ricongiungimenti familiari che seguiranno. Anche la distribuzione tra i diversi paesi dell'area dell'euro

è ancora incerta. Inoltre, è in corso un aggiustamento delle politiche nazionali in materia di asilo che avrà implicazioni macroeconomiche e di bilancio.

L'impatto macroeconomico dal lato dell'offerta dipenderebbe in misura cruciale dalla partecipazione ai mercati del lavoro e dai tempi di ingresso in tali mercati. In genere l'integrazione dei rifugiati nel mercato del lavoro formale del paese ospitante è un processo lungo, che presuppone anzitutto l'ottenimento dell'asilo e talvolta di permessi di lavoro, nonché l'acquisizione di conoscenze linguistiche e il riconoscimento delle qualifiche professionali. Nella media dell'area dell'euro l'inserimento occupazionale dei rifugiati richiede, per vincoli di legge e limitazioni materiali, almeno sei mesi; le differenze tra paesi sono però notevoli e, nella pratica, potrebbero trascorrere anni prima che molti rifugiati trovino un impiego stabile. Lo scenario di base per l'area dell'euro ipotizza che i rifugiati in arrivo siano prevalentemente giovani, in concorrenza con i lavoratori residenti nella parte inferiore della distribuzione delle competenze e dei salari. Inoltre, si assume che solo un quarto circa del totale entri a far parte delle forze di lavoro entro la fine del periodo in rassegna.

Gli effetti macroeconomici dell'afflusso di rifugiati nel breve e nel medio termine si esplicano attraverso i canali della domanda e dell'offerta. In un primo momento, uno shock positivo della domanda determinato da un aumento dei consumi privati e collettivi indurrebbe un incremento dei prezzi e del prodotto, sostenuto dai risparmi relativamente modesti e dall'elevata propensione al consumo tra i rifugiati. L'entità dello shock potrebbe dipendere anche dagli importi delle rimesse verso i paesi di origine. Al tempo stesso, è possibile che in alcuni paesi si osservi un deterioramento del clima di fiducia di consumatori e imprese, con effetti avversi sull'economia. Questa evoluzione potrebbe riflettere i timori che le prospettive occupazionali dei residenti peggiorino con l'integrazione dei rifugiati, laddove questi non vadano ad occupare i posti lasciati vacanti dai primi, e che i paesi dell'Europa meridionale con un forte afflusso di rifugiati subiscano ripercussioni sul turismo nazionale. Con l'ingresso di alcuni dei rifugiati nel mercato del lavoro, è possibile che i redditi per occupato e la produttività siano frenati dall'aumento della manodopera meno qualificata e retribuita. Nondimeno, l'inflazione potrebbe di fatto salire nel breve termine rispetto a uno scenario di base che non include gli effetti degli arrivi aggiuntivi a seguito di un aumento della domanda interna, di un calo della produttività e di un incremento degli affitti delle abitazioni. Successivamente, la tendenza al rialzo dell'offerta di lavoro e dell'occupazione potrebbe imprimere ulteriore slancio alla crescita, attraverso consumi privati e investimenti nell'edilizia residenziale più consistenti. Inoltre, nel più lungo termine potrebbero emergere benefici per l'espansione del prodotto potenziale.

Nello scenario di base per l'area dell'euro gli effetti su occupazione, prodotto e prezzi varieranno da paese a paese e, nel complesso, risulteranno probabilmente modesti; sarà invece notevole l'impatto sui conti pubblici. Le ricadute degli afflussi di rifugiati sui bilanci nazionali sarebbero ascrivibili alla spesa pubblica per cibo e alloggi, ai trasferimenti in contanti ai rifugiati e, in misura inferiore, ai maggiori consumi collettivi connessi fra l'altro agli stanziamenti per l'istruzione, la sanità e, in generale, l'integrazione. Gli effetti attesi per il breve termine riflettono il fatto che, malgrado qualche segnale di un crescente fabbisogno di alloggi, non vi sono indicazioni di un incremento ragguardevole degli investimenti delle amministrazioni pubbliche. Ci si attende che l'afflusso di rifugiati contribuisca a un orientamento più espansivo delle politiche di bilancio rispetto alle proiezioni precedenti. Nei paesi più interessati dal fenomeno gli effetti sulle finanze pubbliche dovrebbero perdurare per l'intero arco temporale considerato. Ad eccezione di alcuni paesi in cui i (limitati) costi aggiuntivi sarebbero coperti ridefinendo le priorità di spesa oppure attingendo alle riserve, le spese per l'accoglienza dei rifugiati farebbero aumentare i disavanzi pubblici, anche perché il Patto di stabilità e crescita concede una certa flessibilità al riguardo. Nel più lungo termine l'impatto sui conti pubblici potrebbe divenire più favorevole; saranno determinanti in tal senso i tempi e l'entità dell'inserimento dei rifugiati nei mercati del lavoro.

Riquadro 3

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

Rispetto alle proiezioni di settembre, le modifiche apportate alle ipotesi tecniche includono corsi del petrolio e delle materie prime non energetiche espressi in dollari statunitensi inferiori, un lieve apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e tassi di interesse più contenuti 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 novembre 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, del -0,2% nel 2016 e del -0,1% nel 2017. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano una media dell'1,2% nel 2015, dell'1,4% nel 2016 e dell'1,7% nel 2017¹. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, i tassi compositi sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro rimarrebbero sostanzialmente stabili nel 2016, per poi mostrare un modesto incremento nel 2017. Per quanto riguarda le materie prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti future nelle due settimane fino al 12 novembre, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent salgano da 45 dollari, valore rilevato in quel periodo, a 52,2 dollari nel 2016 e 57,5 dollari nel 2017. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero seguire un profilo ascendente². Quanto ai tassi di cambio bilaterali, si ipotizza che restino invariati nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 12 novembre. Ciò implica un cambio di 1,09 dollari per euro nel periodo di riferimento.

Ipotesi tecniche

	Dicembre 2015				Settembre 2015			Revisioni rispetto a settembre 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Euribor a tre mesi (percentuale annua)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (percentuale annua)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Prezzo del petrolio (USD al barile)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Tasso di cambio USD/EUR	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE-38) (variazione percentuale annua)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	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 quarto trimestre del 2016 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

3. PREZZI E COSTI

L'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta prossima allo zero nei mesi recenti. Il basso livello dell'inflazione complessiva riflette l'intensificarsi delle pressioni al ribasso provenienti dai corsi dell'energia in seguito all'ultimo calo delle quotazioni petrolifere. Al tempo stesso, nei mesi recenti il tasso al netto della componente energetica ha registrato un lieve aumento, riconducibile all'accelerazione dei prezzi degli alimentari e dei beni industriali non energetici. Per questi ultimi l'inflazione ha ricevuto una spinta al rialzo dal forte deprezzamento dell'euro. Per contro, malgrado una certa variabilità, l'inflazione dei servizi ha pressoché stagnato negli ultimi mesi riflettendo moderate pressioni interne sui costi.

L'inflazione misurata sullo IAPC si collocherebbe in media allo 0,1% nel 2015, per poi salire all'1,0% nel 2016 e all'1,6% nel 2017. Ci si attende che l'evoluzione dei prezzi dell'energia eserciti una forte influenza sul profilo dell'inflazione armonizzata nell'orizzonte temporale di proiezione. Secondo le previsioni, significativi effetti base al rialzo e gli ipotizzati aumenti dei prezzi del greggio (in linea con i prezzi dei contratti future) determinerebbero un notevole incremento dell'inflazione per la componente energetica dello IAPC fino al 2017. L'inflazione al netto dell'energia si rafforzerebbe gradualmente, in linea con l'aumento delle pressioni interne sui costi con il ridursi dell'output gap negativo. Risentirebbe inoltre di effetti al rialzo dovuti al significativo indebolimento dell'euro e alle ricadute indirette del rincaro ipotizzato per le materie prime nel periodo di riferimento. Al tempo stesso, l'impatto dei prezzi amministrati e delle variazioni delle imposte indirette rimarrebbe limitato.

Il deprezzamento dell'euro, gli effetti base al rialzo connessi alle quotazioni petrolifere e i rincari ipotizzati per le materie prime sarebbero tra i principali fattori alla base dell'aumento dell'inflazione nel periodo in esame. Dopo anni di spinte esterne al ribasso sui prezzi, i prezzi all'importazione dovrebbero salire, fornendo un contributo all'incremento dell'inflazione armonizzata nell'orizzonte di proiezione. La crescita sul periodo corrispondente del deflatore delle importazioni aumenterebbe dal -2,0% nel 2015 allo 0,4% nel 2016 e all'1,8% nel 2017. Un fattore fondamentale alla base di questi andamenti è il forte deprezzamento del tasso di cambio dell'euro, il cui impatto sui prezzi interni attraverso i prezzi all'importazione, tipicamente protratto, perdurerebbe anche nel 2016 e nel 2017. In aggiunta, i corsi delle materie prime energetiche e non energetiche spingerà al rialzo i prezzi all'importazione e al consumo nell'area dell'euro nell'orizzonte di proiezione.

Anche le crescenti pressioni interne sui prezzi contribuirebbero all'incremento dell'inflazione misurata sullo IAPC, specie verso la fine del periodo considerato. La perdurante ripresa economica e il rafforzamento della domanda attesi si dovrebbero riflettere in ulteriori miglioramenti delle condizioni nei mercati del lavoro e del potere delle imprese nel determinare i prezzi. In tale contesto, si registrerebbe un aumento dei salari e dei margini di profitto, che intensificherebbe le pressioni interne sui prezzi.

Secondo le proiezioni, il venir meno dell'eccesso di offerta di lavoro dovrebbe comportare un rafforzamento dell'espansione dei redditi nominali per occupato. Nondimeno, la crescita salariale resterebbe relativamente moderata. Nella ripresa economica in corso l'incremento dei redditi per occupato sarebbe rallentato, fra l'altro, dall'eccesso di offerta ancora presente nei mercati del lavoro e dall'attuale contesto di bassi tassi di interesse. Eserciterebbero un impatto frenante sull'espansione dei salari anche i processi di aggiustamento in atto in alcuni paesi dell'area dell'euro con l'obiettivo di migliorare la competitività di prezzo. Inoltre, potrebbero essere di ostacolo all'accelerazione salariale nel corso dell'attuale ripresa fattori quali le riforme strutturali dei mercati del lavoro intraprese durante la crisi e potenzialmente anche una riduzione dei salari rimasta latente, nello stesso periodo, a causa di rigidità al ribasso vincolanti dei salari nominali. L'espansione del costo del lavoro per unità di prodotto continuerebbe a oscillare intorno ai recenti bassi livelli fino all'inizio del 2017, via via che l'accelerazione congiunturale prospettata per la produttività compenserà il graduale innalzamento del profilo della crescita salariale. Quanto al periodo successivo, una stabilizzazione della crescita della produttività insieme a un'ulteriore accelerazione delle retribuzioni implica un rafforzamento dell'espansione del costo unitario del lavoro durante il 2017.

Ci si attende che i margini di profitto si rafforzino con il progredire della ripresa economica. Un ulteriore miglioramento della domanda e il calo della capacità produttiva inutilizzata nell'economia

dovrebbero sostenere il potere delle imprese nel determinare i prezzi e favorire il proseguimento della recente ripresa dei margini di profitto nel periodo di riferimento. A quest'ultimo andamento hanno contribuito effetti favorevoli connessi alle passate forti diminuzioni dei corsi del petrolio e delle materie prime nonché all'indebolimento dell'euro, a seguito di strategie di differenziazione dei prezzi in base ai mercati ("pricing to market") da parte degli esportatori. Per contro, eserciterebbero un'azione di freno sui margini di profitto le riforme strutturali nei mercati dei beni e servizi attuate durante e dopo la crisi, che dovrebbero aver aumentato la concorrenza in alcuni mercati. Nel complesso si prevede che, dopo la protratta debolezza degli ultimi anni, i margini di profitto mostrino una ripresa nell'arco di tempo considerato, con un tasso di incremento medio pari circa allo 0,5% annuo fra il 2015 e il 2017.

Rispetto alle proiezioni pubblicate lo scorso settembre, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC hanno subito una lieve correzione al ribasso. Tale revisione è principalmente riconducibile alle più deboli pressioni esterne sui prezzi, connesse a corsi petroliferi inferiori alle ipotesi.

4. PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI

Il saldo del bilancio pubblico dovrebbe migliorare. Il graduale miglioramento del rapporto tra saldo di bilancio e PIL è dovuto sia all'evoluzione più favorevole del ciclo sia al calo della spesa per interessi, mentre il saldo primario strutturale mostrerebbe un certo deterioramento nel 2016 per poi mantenersi stabile nel 2017. Dopo gli aumenti registrati fino al 2014, il debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL inizierebbe a ridursi a partire dal 2015.

Rispetto alle proiezioni di settembre, le prospettive per le finanze pubbliche sono sostanzialmente invariate. Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche è stato rivisto lievemente al rialzo per il 2015 e leggermente al ribasso per il 2017, riflettendo variazioni nell'entità degli interventi di risanamento. La traiettoria del debito risulta più favorevole nell'arco di tempo considerato, riflettendo un miglioramento del differenziale tra crescita e interessi nonché l'impatto positivo del raccordo disavanzo-debito.

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

(variazioni percentuali annue)

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

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. L'ampiezza degli intervalli è il doppio del valore assoluto medio di tali differenze. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

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

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

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

Riquadro 4

ANALISI DI SENSIBILITÀ

Le proiezioni si fondano in ampia misura su ipotesi tecniche concernenti l'evoluzione di alcune variabili fondamentali. Poiché queste ultime possono influire fortemente sulle proiezioni per l'area dell'euro, la valutazione della 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 per il 2016 e per il 2017 corsi del greggio in qualche misura più elevati rispetto a quanto indicato dai prezzi dei contratti future. Le ipotesi tecniche sull'andamento delle quotazioni petrolifere sottostanti allo scenario di base delle proiezioni, in linea con i prezzi dei contratti future, anticipano un rincaro del greggio nell'arco di tempo considerato (cfr. riquadro 3). Tale profilo è coerente con una certa ripresa della domanda mondiale di petrolio, che si accompagnerebbe a un maggiore slancio dell'economia mondiale, e con una lieve riduzione della crescita dell'offerta di petrolio. I modelli alternativi, utilizzati dagli esperti della BCE¹⁾ per formulare le proiezioni sui prezzi del petrolio, suggeriscono al momento quotazioni leggermente più elevate nel periodo in esame rispetto alle ipotesi tecniche. Questa evoluzione sarebbe coerente con una ripresa ancora più forte della domanda mondiale di greggio a medio termine e/o con un più pronunciato rallentamento dell'offerta dovuto ai più bassi investimenti nel settore e quindi a una minore capacità estrattiva in alcuni paesi, in risposta al recente calo dei prezzi petroliferi. Questo profilo alternativo, in cui i corsi del greggio salgono a un ritmo leggermente più sostenuto e sono superiori dell'5,8% rispetto allo scenario di base fino al 2017, implica da un lato una crescita del PIL in termini reali lievemente inferiore (di 0,1 punti percentuali nel 2017), dall'altro un'inflazione misurata sullo IAPC in qualche misura più elevata nel 2016 e nel 2017 (di circa 0,1 punti percentuali nei due anni).

2) Profilo alternativo del tasso di cambio

Il profilo del tasso di cambio effettivo dell'euro è soggetto a rischi sia al rialzo sia al ribasso. I rischi verso il basso derivano principalmente dalla crescente divergenza fra gli orientamenti di politica monetaria sulle due sponde dell'Atlantico. In particolare, è possibile che un ulteriore accomodamento della politica monetaria nell'area dell'euro e un aumento del tasso di interesse sui Federal Fund negli Stati Uniti accrescano le pressioni al ribasso sull'euro. Per contro, i rischi al rialzo per il cambio dell'euro potrebbero provenire dai crescenti timori sulla crescita nei paesi emergenti, specie in Cina. Il conseguente aumento della volatilità nei mercati potrebbe determinare un apprezzamento dell'euro a seguito della liquidazione di consistenti posizioni di carry trade.

Al fine di illustrare i relativi rischi per le proiezioni, l'analisi di sensibilità comprende due profili alternativi del tasso di cambio dell'euro. Il primo è basato sul 25° percentile della distribuzione ricavata dalle densità delle probabilità neutrali al rischio implicite nelle opzioni per il tasso di cambio dollaro/euro al 12 novembre. Tale profilo implica un graduale indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro a un tasso di cambio dollaro/euro di 0,99 nel 2017, ossia inferiore dell'8,1% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. Il secondo profilo è calcolato con il 75° percentile della stessa distribuzione e comporta un graduale apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro a un tasso di cambio dollaro/euro di 1,18 nel 2017, valore superiore del 8,9% rispetto all'ipotesi dello scenario di base per quell'anno. Le corrispondenti ipotesi per il tasso di cambio effettivo nominale (TCEN-38) riflettono regolarità storiche, ove le variazioni del tasso dollaro/euro corrispondono a quelle del tasso effettivo con un'elasticità di circa il 52%. Nel caso del deprezzamento, ne deriva una graduale divergenza al ribasso del TCEN-38 dallo scenario di base, su un livello inferiore del 4,3% a quello prospettato per il 2017 in tale scenario. Quanto all'apprezzamento, la divergenza al rialzo spingerebbe il tasso su un livello superiore del 4,5% rispetto allo scenario di base per il 2017.

In entrambi gli scenari, secondo una serie di modelli macroeconomici applicati dagli esperti, nel 2016 e nel 2017 si osserverebbe un impatto relativamente forte sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione misurata sullo IAPC. I risultati per il deprezzamento dell'euro indicano un'inflazione armonizzata più elevata (di 0,1-0,3 punti percentuali nel 2016 e di 0,3-0,5 punti percentuali nel 2017), nonché un'espansione del PIL in termini reali superiore (di 0,1-0,2 punti percentuali nel 2016 e di 0,2-0,3 punti percentuali nel 2017). Gli esiti per l'apprezzamento dell'euro sono simili, ancorché di segno opposto.

1) Cfr. la combinazione di quattro modelli presentata nell'articolo *La previsione dei corsi petroliferi* nel numero 4/2015 del Bollettino economico della BCE.

Riquadro 5

PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti 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 non differiscono molto dai valori centrali di questo esercizio di proiezione e rientrano 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	dicembre 2015	1,5	1,7	1,9	0,1	1,0	1,6
		[1,4-1,6]	[1,1-2,3]	[0,9-2,9]	[0,1-0,1]	[0,5-1,5]	[0,9-2,3]
Commissione europea	novembre 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OCSE	novembre 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
<i>Euro Zone Barometer</i>	novembre 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	novembre 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
FMI	ottobre 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

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

Note: i tassi di crescita delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli 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.

© Banca centrale europea, 2015

Recapito postale: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefono: +49 69 1344 0

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.