



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 20 novembre 2008, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso in un intervallo dello 0,8-1,2 per cento nel 2008, del -1,0-0,0 nel 2009 e dello 0,5-1,5 nel 2010. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo si porterebbe in media al 3,2-3,4 per cento nel 2008, all'1,1-1,7 nel 2009 e all'1,5-2,1 l'anno seguente.

### Riquadro 1

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

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime energetiche e non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato al 14 novembre 2008<sup>1</sup>. Per i tassi di interesse a breve termine viene formulata un'ipotesi puramente tecnica. Questi tassi sono misurati dall'Euribor a tre mesi. Le aspettative del mercato sono state derivate dai tassi *future*. Questa metodologia conduce a un livello medio complessivo dei tassi a breve del 4,7 per cento nel 2008, del 2,8 nel 2009 e del 3,2 nel 2010. Le aspettative sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano un lieve incremento, da una media del 4,4 per cento nel 2008 al 4,5 per cento nel 2009 e al 4,7 nel 2010<sup>2</sup>. Lo scenario di riferimento delineato dalle proiezioni tiene conto inoltre dell'ipotesi di un ulteriore ampliamento dei differenziali dei tassi sui prestiti bancari, rispetto al livello attuale, derivante dalla maggiore consapevolezza del rischio osservata nei mercati finanziari. Quanto alle materie prime, in base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 novembre, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 99,9 dollari al barile nel 2008, a 67,3 nel 2009 e a 76,6 nel 2010. I corsi delle materie prime alimentari sui mercati internazionali crescerebbero sensibilmente, del 28,9 per cento, nel 2008, per poi ridursi del 9,7 nel 2009 e tornare ad aumentare del 4,9 nel 2010. I prezzi in dollari delle altre materie prime (non energetiche e non alimentari) dovrebbero crescere del 3,5 per cento nel 2008, contrarsi marcatamente, del 22,9, nel 2009 e aumentare del 5,4 l'anno seguente.

Viene inoltre formulata l'ipotesi tecnica secondo cui i tassi di cambio bilaterali si manterrebbero invariati nell'orizzonte considerato sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 novembre. Tale ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,27 e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti nella media del 2008 superiore del 4,1 per cento rispetto a quella del 2007 e nel 2009 inferiore del 5,5 per cento rispetto alla media del 2008.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 20 novembre e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

- 1 Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del 2010; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino alla fine del 2009 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.
- 2 Cfr. il riquadro 4 nella sezione 2 del numero di dicembre 2008 del Bollettino.

1 Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro, rappresentano un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e disponibile nel suo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale sono presentati come intervalli di valori. Secondo la metodologia adottata, gli intervalli di confidenza hanno un'ampiezza del 75 per cento e sono basati su modelli probabilistici, come illustrato in *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel settembre 2008 e reperibile nel suo sito Internet. Tenuto conto delle circostanze economiche e finanziarie eccezionali, l'incertezza che circonda le proiezioni risulta al momento più elevata.

## IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le prospettive per l'economia mondiale risentono in misura considerevole di un rallentamento dell'attività che interessa tutti i paesi avanzati. L'aumento delle tensioni finanziarie, l'aggiustamento in atto nei mercati degli immobili residenziali e la maggiore propagazione degli andamenti economici negli Stati Uniti agli altri paesi hanno determinato un significativo deterioramento dello scenario per la crescita mondiale. In base alle proiezioni, nel breve periodo il rallentamento ciclico dell'economia mondiale sarebbe indotto principalmente da prospettive di crescita contenuta negli Stati Uniti e negli altri paesi avanzati, ma una decelerazione dell'attività è attesa anche per le economie emergenti a fronte della più debole domanda estera e delle ricadute negative dei mercati finanziari.

Secondo le proiezioni, l'espansione economica all'esterno dell'area dell'euro risulterebbe contenuta fino agli inizi del 2009, per poi recuperare solo gradualmente, sostenuta da politiche macroeconomiche accomodanti, da un atteso graduale allentamento delle tensioni finanziarie e dal calo dei prezzi delle materie prime. Di riflesso alla dinamica molto fiacca dell'interscambio mondiale, la domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbe mostrare un'evoluzione moderata fino alla metà del 2009, per poi recuperare molto lentamente. Il maggiore contributo alla domanda esterna dell'area dovrebbe provenire dai mercati emergenti e dai paesi esportatori di petrolio, mentre l'apporto delle economie avanzate continuerebbe a essere più modesto.

Nel complesso, le proiezioni indicano che il tasso di incremento del PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro si collocherà in media al 3,9 per cento nel 2008, al 2,4 nel 2009 e al 3,6 nel 2010, mentre la crescita della domanda nei mercati di esportazione dell'area si porterà al 4,7 per cento nel 2008, al 2,5 nel 2009 e al 5,0 l'anno seguente.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Tenuto conto del prolungato periodo di debolezza economica mondiale e di condizioni di finanziamento restrittive, ci si attende per l'area dell'euro un tasso di variazione del PIL negativo su base trimestrale fino a metà del 2009. Il successivo recupero, molto modesto, rifletterebbe un graduale miglioramento del contesto esterno – in particolare, si assume una marcata attenuazione delle pressioni sui prezzi delle materie prime – nonché l'ipotizzata riduzione dei tassi di interesse a breve termine e il graduale venir meno delle ricadute negative dei mercati finanziari nell'area dell'euro. Pertanto, il tasso di variazione del PIL si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo dello 0,8-1,2 per cento nel 2008, del -1,0-0,0 nel 2009 e dello 0,5-1,5 nel 2010. Il debole profilo di crescita nell'area dell'euro rispecchia sia la modesta attività mondiale, sia la domanda interna molto contenuta.

**Tavola 1** Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

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

	2007	2008	2009	2010
IAPC	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1
PIL in termini reali	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5
Consumi privati	1,6	0,1-0,5	-0,3-0,7	0,6-1,8
Consumi collettivi	2,3	1,9-2,3	1,3-1,9	1,3-1,9
Investimenti fissi lordi	4,2	0,2-1,2	-6,0--3,0	-2,4-1,0
Esportazioni (beni e servizi)	5,9	2,4-3,4	-1,4-1,0	2,3-4,9
Importazioni (beni e servizi)	5,4	2,0-3,0	-1,9-1,1	1,4-5,2

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

2) Le proiezioni per il 2009 includono la Slovacchia quale paese partecipante all'area dell'euro. Le variazioni percentuali per il 2009 si basano su una composizione dell'area comprendente la Slovacchia già nel 2008.

In particolare, si prevede che nel breve periodo le esportazioni dell'area dell'euro riflettano il rallentamento dell'economia mondiale, ma anche gli effetti ritardati delle precedenti perdite di competitività di prezzo dell'area. La ripresa delle esportazioni attesa per il 2009 è riconducibile alla maggiore espansione della domanda esterna come pure all'accresciuta competitività di prezzo, dovute soprattutto al recente deprezzamento dell'euro.

Tra le componenti interne del PIL, gli investimenti totali dovrebbero risentire in misura particolarmente significativa delle condizioni di finanziamento restrittive e della debolezza dell'attività mondiale in tutto l'arco temporale della proiezione. Gli investimenti privati esclusi quelli nell'edilizia residenziale sarebbero inoltre frenati dal calo dei margini di profitto, mentre le proiezioni sugli investimenti nell'edilizia residenziale rispecchiano anche gli aggiustamenti in atto nei mercati immobiliari di alcuni paesi dell'area dell'euro. Per contro, dopo la flessione registrata nella maggior parte del 2008, la crescita degli investimenti pubblici dovrebbe recuperare nel 2009, sostenendo così gli investimenti totali. Nel complesso, per gli investimenti fissi totali le proiezioni indicano un tasso annuo di incremento compreso fra lo 0,2 e l'1,2 per cento nel 2008, fra il -6,0 e il -3,0 nel 2009 e fra il -2,4 e l'1,0 l'anno seguente.

Anche per la crescita dei consumi privati ci si attende un andamento contenuto nel prossimo futuro. Il profilo previsto riflette in ampia misura l'evoluzione del reddito disponibile reale, che a sua volta dovrebbe risentire della flessione dell'occupazione. La modesta espansione attesa per i consumi rispecchia inoltre un ulteriore incremento del risparmio a scopo precauzionale nel biennio 2008-2009 ascrivibile all'elevata incertezza economica, alla crescente disoccupazione e al calo dei prezzi di azioni e abitazioni. I consumi collettivi dovrebbero aumentare a un ritmo più sostenuto nell'orizzonte di proiezione.

In linea con il profilo della domanda interna e delle esportazioni, le importazioni dell'area dell'euro dovrebbero decelerare sia nel 2008, sia nel 2009. Tenuto conto dell'attesa di una minore crescita delle importazioni rispetto alle esportazioni, l'interscambio netto fornirebbe un contributo positivo all'espansione del PIL nell'orizzonte considerato.

A seguito della prevista debolezza dell'attività economica, ci si attende un calo dell'occupazione in tutto l'arco temporale di riferimento. Nel 2009 anche la domanda di lavoro sarebbe frenata dagli aumenti dei salari reali, di riflesso ai passati rinnovi contrattuali. Inoltre, le prospettive per gli investimenti nell'edilizia residenziale implicano che il settore delle costruzioni contribuisca negativamente all'espansione dell'occupazione. Si assume che nel periodo 2009-2010 le forze di lavoro crescano a un ritmo nettamente inferiore a quello osservato dal 2002, dato soprattutto l'effetto dei "lavoratori scoraggiati" indotto dal rallentamento ciclico dell'economia, ma anche dal previsto minore incremento della popolazione in età lavorativa. Di riflesso alle proiezioni sull'occupazione e alle ipotesi sulle forze di lavoro, il tasso di disoccupazione dovrebbe aumentare in misura significativa nell'orizzonte di proiezione.

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

Il tasso di inflazione complessiva sui dodici mesi misurato sullo IAPC ha toccato il livello massimo del 4,0 per cento lo scorso luglio. A causa del calo dei prezzi delle materie prime e del deteriorarsi delle prospettive per l'economia, il tasso di inflazione dovrebbe ridursi nettamente in media d'anno, passando dal 3,2-3,4 per cento nel 2008 all'1,1-1,7 nel 2009, per poi risalire all'1,5-2,1 nel 2010. Il profilo a U dell'inflazione riflette soprattutto gli effetti dei passati incrementi dei prezzi delle materie prime (cfr. il riquadro 6 nella sezione 3 del numero di dicembre 2008 del Bollettino). Lo IAPC al netto dell'energia dovrebbe evidenziare un andamento discendente più regolare nell'orizzonte temporale considerato.

Più precisamente, le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero diminuire fino al termine del 2009, rispecchiando in gran parte i passati andamenti dei corsi delle materie prime e le ipotesi sulla loro futura evoluzione. In seguito, dovrebbe prevalere l'effetto di compensazione del recente deprezzamento dell'euro sui prezzi all'importazione, che registrerebbero quindi aumenti in certa misura più pronunciati nel 2010.

Passando alle spinte interne sui prezzi, la crescita dei redditi per occupato avrebbe registrato, secondo le stime, un netto aumento nel 2008, che riflette in misura significativa le retribuzioni più elevate stipulate

nei contratti collettivi dei settori pubblico e privato. In prospettiva, ci si attende che i redditi per occupato crescano a un ritmo in qualche modo meno sostenuto nel periodo 2009-2010, a fronte della debolezza dei mercati del lavoro e della maggiore concorrenza internazionale. Di riflesso all'accelerazione dei salari e, in misura minore, al rallentamento ciclico della produttività, l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe aumentare marcatamente nel 2008, per poi ridursi nei due anni seguenti, con la decelerazione dei salari e la ripresa della produttività. Dopo anni di considerevoli aumenti, i margini di profitto dovrebbero ridursi nel 2008 e nel 2009, riassorbendo parte delle pressioni inflazionistiche derivanti dalla più elevata espansione del costo del lavoro per unità di prodotto e dei prezzi all'importazione, in un contesto caratterizzato dal rafforzamento della competitività e dal rallentamento dell'attività. Secondo le proiezioni, con la ripresa dell'economia e la graduale accelerazione del PIL, i margini di profitto tornerebbero ad aumentare nel 2010.

#### CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL SETTEMBRE 2008

Per quanto concerne la crescita del PIL in termini reali, gli intervalli di valori previsti per il 2008 e il 2009 hanno subito una netta correzione verso il basso rispetto a quelli pubblicati nel numero di settembre 2008 del Bollettino; la correzione risulta particolarmente marcata per il 2009. Tali modifiche riflettono il sensibile deterioramento delle prospettive economiche di breve periodo e gli ulteriori effetti interni ed esterni delle perduranti turbolenze finanziarie nel periodo in esame.

Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, gli intervalli previsti per i due anni considerati si collocano su valori inferiori rispetto allo scorso esercizio di proiezione, soprattutto per il 2009, rispecchiando principalmente le consistenti revisioni verso il basso dei corsi ipotizzati delle materie prime energetiche e alimentari, nonché l'impatto dell'indebolimento dell'attività economica sul processo di formazione dei salari e dei prezzi.

**Tavola 2 Confronto con le proiezioni di settembre 2008**

(variazioni percentuali; medie annue)

	2007	2008	2009
PIL in termini reali – settembre 2008	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
PIL in termini reali – dicembre 2008	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0
IAPC – settembre 2008	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9
IAPC – dicembre 2008	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7

#### Riquadro 2

##### 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 delle altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il tasso di variazione del PIL in termini reali dell'area dell'euro si porterebbe fra l'1,0 e l'1,2 per cento nel 2008, fra il -0,6 e lo 0,3 nel 2009 e fra lo 0,9 e l'1,6 nel 2010. La maggior parte delle previsioni disponibili sulla crescita economica sono dunque coerenti con le proiezioni dell'Eurosistema.

Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, è riportato un tasso medio annuo compreso fra il 3,4 e il 3,5 per cento nel 2008, fra l'1,4 e il 2,2 nel 2009 e fra l'1,3 e il 2,1 l'anno successivo. Per il 2009, diverse previsioni si collocano al di fuori dell'intervallo delle proiezioni dell'Eurosistema, molto probabilmente perché sono state formulate quando le quotazioni del petrolio erano più alte e sono pertanto basate sull'ipotesi di prezzi più elevati delle materie prime.

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

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
FMI	novembre 2008	1,2	-0,5	n.d.	3,5	1,9	n.d.
Commissione europea	ottobre 2008	1,2	0,1	0,9	3,5	2,2	2,1
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	ottobre 2008	1,2	0,3	1,4	3,4	2,2	2,0
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2008	1,0	-0,2	1,6	3,4	1,8	2,0
OCSE	novembre 2008	1,0	-0,6	1,2	3,4	1,4	1,3
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	dicembre 2008	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, autunno 2008; nota di aggiornamento al *World Economic Outlook* dell'FMI, novembre 2008, per il PIL e *World Economic Outlook*, ottobre 2008, per lo IAPC; *Economic Outlook* dell'OCSE, n. 84, novembre 2008 - versione preliminare; *Consensus Economics Forecasts*; *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Nota: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni, non viene fornita alcuna precisazione in merito.

© Banca centrale europea, 2008

Indirizzo: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Germany

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

Telefono: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Tutti i diritti riservati.

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