



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 22 maggio 2009, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Di riflesso alle sfavorevoli prospettive per la crescita mondiale e la domanda interna, il tasso annuo di variazione del PIL in termini reali si collocherebbe in media in un intervallo compreso tra il -5,1 e il -4,1 per cento nel 2009; con il miglioramento delle condizioni economiche sia interne che su scala mondiale, nel 2010 l'espansione del prodotto si porterebbe tra il -1,0 e lo 0,4 per cento. L'inflazione sarebbe frenata dal rallentamento dell'attività economica e, nel prossimo periodo, da effetti base derivanti dai prezzi delle materie prime. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo si situerebbe in media allo 0,1-0,5 per cento nel 2009 e allo 0,6-1,4 l'anno seguente.

### Riquadro A

#### 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 13 maggio 2009<sup>1</sup>. I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Tale metodologia implica che i tassi di interesse a breve termine si mantengano essenzialmente stabili, attorno all'1,2 per cento, tra il secondo e il quarto trimestre di quest'anno; nel 2010 dovrebbero aumentare in media all'1,6 per cento. Le aspettative sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano un lieve incremento, da una media del 4,2 per cento nel 2009 al 4,6 per cento nel 2010. Lo scenario di base delineato dalle proiezioni tiene conto delle attuali condizioni di finanziamento restrittive, ma incorpora anche l'ipotesi che i differenziali dei tassi sui prestiti bancari rispetto ai tassi menzionati si riducano in qualche misura nell'orizzonte temporale di riferimento. Del pari, i criteri di erogazione del credito dovrebbero gradualmente allentarsi dai livelli attuali nel periodo considerato. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 13 maggio, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 54,5 dollari al barile nel 2009 e a 65,5 l'anno seguente. I prezzi internazionali degli alimentari registrerebbero una flessione del 10,9 per cento nel 2009 e un nuovo incremento nel 2010. I corsi espressi in dollari delle altre materie prime (non energetiche e non alimentari) dovrebbero diminuire significativamente nel 2009, del 24,7 per cento, e aumentare del 9,2 per cento nel 2010.

Viene inoltre formulata l'ipotesi tecnica secondo cui i tassi di cambio bilaterali si mantengano invariati nell'orizzonte di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 13 maggio. Tale ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,33 nel 2009 e a 1,34 l'anno seguente e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti nella media del 2009 inferiore dello 0,6 per cento rispetto a quella del 2008 e nel 2010 superiore dello 0,1 per cento rispetto alla media del 2009.

<sup>1</sup> Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli 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 al secondo trimestre del 2010 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

<sup>1</sup> 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 consultabile nel relativo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati sono presentati come intervalli di valori. Sulla base del modello, per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale, le possibili realizzazioni cadono all'interno dell'intervallo con il 75 per cento di probabilità. La metodologia adottata è illustrata in *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel settembre 2008 e disponibile nel relativo sito Internet. Tenuto conto delle circostanze economiche e finanziarie eccezionali, l'incertezza che circonda le proiezioni risulta al momento più elevata.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 13 maggio 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.

## IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le prospettive per l'economia mondiale continuano a risentire della crisi finanziaria. Il commercio internazionale ha subito un crollo senza precedenti verso la fine del 2008 e agli inizi del 2009. Il rallentamento economico si è potuto osservare parallelamente in molti paesi, poiché la contrazione del commercio internazionale ha amplificato i primi effetti avversi delle turbolenze finanziarie. Tuttavia, gli indicatori di breve periodo avrebbero raggiunto nell'insieme il punto minimo negli ultimi mesi e, secondo le proiezioni, l'attività economica mondiale tornerebbe a crescere sul finire del 2009. Nondimeno, di riflesso alla diffusa necessità di risanamento dei bilanci, la crescita mondiale seguirebbe a ristagnare nell'orizzonte temporale considerato. Nel complesso, le proiezioni indicano che il PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro si ridurrebbe in media dell'1,6 per cento nel 2009, ma aumenterebbe del 2,1 per cento nel 2010. L'espansione della domanda nei mercati di esportazione dell'area dovrebbe pertanto contrarsi del 13,0 per cento nel 2009, per poi risalire all'1,0 per cento l'anno seguente.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

L'economia dell'area dell'euro ha risentito degli effetti avversi della debolezza dell'attività mondiale, del calo di fiducia e di condizioni finanziarie restrittive. In base alla stima rapida dell'Eurostat, il PIL dell'area dell'euro in termini reali si è ridotto del 2,5 per cento nel primo trimestre del 2009; questo dato, insieme alla crescita negativa degli ultimi tre trimestri del 2008, ha esercitato un forte impatto automatico negativo, dell'ordine di -4 punti percentuali, sul tasso annuo di espansione del prodotto per il 2009. La diminuzione del PIL dell'area dell'euro rispecchia la brusca flessione delle esportazioni derivante dal crollo del commercio mondiale. La repentina contrazione delle esportazioni, unitamente al basso livello di fiducia e ai vincoli finanziari, ha determinato anche un consistente ridimensionamento degli investimenti delle imprese, mentre il decumulo delle scorte ha inciso negativamente sulla crescita. In linea con il recente stabilizzarsi degli indicatori basati sulle indagini congiunturali, secondo i quali l'espansione economica trimestrale avrebbe raggiunto il minimo ciclico agli inizi del 2009, il tasso di variazione dell'attività dovrebbe risultare molto meno negativo nella parte restante dell'anno rispetto a quanto osservato ultimamente. Dopo una fase di stabilizzazione, il tasso di crescita sul periodo precedente dovrebbe portarsi su livelli positivi entro la metà del 2010. Questa dinamica riflette il continuo miglioramento previsto per le condizioni economiche sia interne che su scala mondiale, in un contesto di normalizzazione dei mercati finanziari e di ripresa della fiducia, grazie anche alle politiche di sostegno macroeconomiche. In base alle proiezioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali si collocherebbe in media d'anno fra il -5,1 e il -4,1 per cento nel 2009, per poi risalire fra il -1,0 e lo 0,4 per cento nel 2010.

Più in dettaglio, tra le componenti interne del PIL, gli investimenti totali dovrebbero ridursi, con una correzione verso il basso soprattutto nel 2009, mentre l'anno seguente il tasso di variazione risulterebbe sempre meno negativo. Gli investimenti privati esclusi quelli nell'edilizia residenziale registrerebbero una flessione, dovuta in particolare alla debole domanda esterna, all'utilizzo eccezionalmente basso della capacità produttiva e alla diminuzione dei profitti. Anche le proiezioni sugli investimenti in edilizia residenziale rispecchiano gli aggiustamenti in atto dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi. In linea con le misure di stimolo fiscale annunciate in diversi paesi dell'area dell'euro, si ipotizza che gli investimenti pubblici in termini reali aumentino considerevolmente nel 2009, per poi rallentare l'anno seguente.

La crescita dei consumi privati risulterebbe altresì contenuta nel prossimo futuro, ma in misura assai inferiore rispetto ad altre componenti della domanda. Questa evoluzione rispecchia in gran parte la dinamica del reddito disponibile reale, che secondo le proiezioni si manterrebbe nel complesso praticamente stabile nell'orizzonte temporale di riferimento. In tutto il periodo in esame, segnatamente nel 2009, dovrebbe risentire negativamente del calo dell'occupazione, tuttavia sarebbe sostenuto dal basso livello di inflazione e dalle misure di stimolo fiscale attuate in alcuni paesi dell'area dell'euro, volte

a favorire i trasferimenti e a ridurre l'imposizione. Per l'intero arco temporale considerato si ipotizza che i consumi privati aumentino a un ritmo in qualche modo inferiore a quello del reddito, poiché il risparmio precauzionale rimarrebbe elevato in un contesto di forte incertezza economica, incremento della disoccupazione e calo della ricchezza delle famiglie, dovuto soprattutto alla moderazione dei prezzi delle abitazioni.

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

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

	2008	2009	2010
IAPC	3,3	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4
PIL in termini reali	0,6	-5,1 – - 4,1	-1,0 – 0,4
Consumi privati	0,3	-1,3 – -0,5	-1,1 – 0,3
Consumi collettivi	2,0	1,4 – 2,0	0,9 – 1,7
Investimenti fissi lordi	-0,3	-12,3 – -10,1	-6,1 – -2,1
Esportazioni (beni e servizi)	0,8	-16,6 – -14,0	-2,0 – 1,0
Importazioni (beni e servizi)	0,9	-13,8 – -11,2	-3,0 – 1,4

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

2) I dati includono la Slovacchia già nel 2008, ad eccezione di quelli sullo IAPC che comprendono il paese soltanto dal 2009. Le variazioni percentuali medie per il 2009 si basano su una composizione dell'area comprendente la Slovacchia già nel 2008.

Le proiezioni indicano che le esportazioni dell'area dell'euro mostreranno una netta contrazione nel primo semestre del 2009, riconducibile al protratto calo della domanda esterna. Successivamente, a seguito dell'atteso recupero della domanda mondiale, il tasso di variazione delle esportazioni dovrebbe progressivamente registrare valori positivi. Analogamente, le importazioni dell'area dell'euro dovrebbero ridursi nel 2009, sopravanzando l'attesa diminuzione della domanda interna, per poi segnare una ripresa l'anno seguente con l'incremento della domanda finale. Dato che l'atteso calo delle esportazioni supera la riduzione delle importazioni, il contributo dell'interscambio netto alla diminuzione del PIL sarà considerevole nel 2009, mentre nel 2010 risulterà sostanzialmente nullo.

Di riflesso alle proiezioni per l'attività economica, le ore totali lavorate nell'area dell'euro dovrebbero diminuire in tutto il periodo considerato. Inizialmente l'aggiustamento si manifesterebbe soprattutto attraverso una riduzione delle ore pro capite, ma ci si attende che incida in misura crescente sul numero degli occupati. Anche la domanda di lavoro dovrebbe essere frenata dalla tipica vischiosità dei salari in un contesto di brusca contrazione dell'attività. In linea con le proiezioni sull'occupazione, il tasso di disoccupazione dovrebbe aumentare nell'arco temporale di riferimento.

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

Dopo il repentino calo osservato da metà del 2008, il tasso di inflazione misurato sullo IAPC dovrebbe continuare a ridursi fino a metà del 2009, per raggiungere temporaneamente livelli inferiori allo zero nell'estate e nell'autunno dello stesso anno e tornare ad aumentare successivamente. L'andamento di breve periodo è ascrivibile in prevalenza al forte impatto al ribasso esercitato dagli effetti base e alle passate diminuzioni dei prezzi delle materie prime. Il tasso di inflazione si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo dello 0,1-0,5 per cento nel 2009, per poi risalire allo 0,6-1,4 per cento nel 2010. Lo IAPC al netto dell'energia dovrebbe evidenziare un profilo decrescente fino al 2010, di riflesso all'indebolimento della domanda aggregata.

Più precisamente, le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero attenuarsi nel 2009, rispecchiando in gran parte i passati andamenti dei corsi delle materie prime e le ipotesi sulla loro futura evoluzione. In seguito,

i prezzi delle importazioni dovrebbero recuperare moderatamente in quanto sia le quotazioni delle materie prime sia i prezzi della concorrenza aumenteranno lievemente su scala mondiale.

Passando alle pressioni interne sui prezzi, ci si attende che i redditi per occupato rallentino marcatamente nel 2009, tenuto conto del deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro, del calo dell'inflazione e della riduzione del numero di ore lavorate per addetto. La dinamica salariale mostrerebbe una flessione particolarmente significativa nel settore privato, mentre per il settore pubblico si ipotizza una minore reattività delle retribuzioni. Il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe accelerare notevolmente nel 2009, di riflesso alla vischiosità dei salari – riconducibile tra l'altro al ricorso a contratti biennali – e al lento aggiustamento delle forze di lavoro a fronte della brusca contrazione del PIL, il che determinerà una crescita negativa della produttività. Tuttavia, poiché quest'ultima dovrebbe tornare ad aumentare in linea con il miglioramento ciclico nel 2010, il costo unitario del lavoro rimarrebbe essenzialmente stabile. I margini di profitto assorbirebbero il brusco incremento del costo unitario del lavoro nel 2009; in seguito, a fronte della graduale ripresa dell'attività, tornerebbero a crescere poiché le imprese cercheranno di recuperare parzialmente le riduzioni precedenti.

## CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL MARZO 2009

Per quanto concerne la crescita del PIL in termini reali, l'intervallo di valori previsto per il 2009 è stato rivisto verso il basso rispetto a quello pubblicato nel numero di marzo 2009 del Bollettino. La revisione riflette quasi esclusivamente la crescita assai inferiore rispetto alle attese precedenti nel primo trimestre del 2009, a seguito della maggiore debolezza dell'attività mondiale, che ha ridotto considerevolmente le esportazioni e la domanda interna. Gli intervalli di valori per il 2010 sono stati modificati verso il basso solo in misura molto lieve, di riflesso agli effetti ritardati del rallentamento economico nel 2009.

Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo di valori per il 2009 si colloca leggermente al di sotto di quello riportato lo scorso marzo, mentre l'intervallo per il 2010 è rimasto pressoché invariato. Le proiezioni, sostanzialmente immutate, rispecchiano il fatto che l'impatto dell'attività, più debole delle attese precedenti, è in buona parte compensato dai più elevati prezzi ipotizzati per le materie prime, in particolare per le quotazioni del petrolio.

**Tavola 2 Confronto con le proiezioni di marzo 2009**

(variazioni percentuali; medie annue)

	2009	2010
PIL in termini reali – marzo 2009	-3,2 – -2,2	-0,7 – 0,7
PIL in termini reali – giugno 2009	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4
IAPC – marzo 2009	0,1 – 0,7	0,6 – 1,4
IAPC – giugno 2009	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4

## Riquadro B

### PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre materie prime, e presentano

differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il PIL in termini reali dell'area dell'euro si ridurrebbe del 3,4-4,2 per cento nel 2009; l'anno seguente la crescita del prodotto si porterebbe tra il -0,4 e lo 0,3 per cento. Le previsioni si collocano per la maggior parte entro gli intervalli di valori delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, ma alcune di esse sono al di sopra dell'intervallo indicato per il 2009. Con molta probabilità ciò è dovuto, tra l'altro, al fatto che le previsioni sono state ultimate prima della pubblicazione della stima rapida per la crescita del PIL nel primo trimestre del 2009. Nel contempo, tutte le previsioni formulate per il 2010 rientrano nell'intervallo delle proiezioni dell'Eurosistema.

Le previsioni disponibili per l'inflazione misurata sullo IAPC anticipano un tasso medio annuo dello 0,4-0,6 per cento nel 2009 e dello 0,6-1,3 per cento nel 2010. Pertanto, la maggior parte delle previsioni sull'inflazione è sostanzialmente coerente con gli intervalli di valori delle proiezioni dell'Eurosistema.

#### 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	
		2009	2010	2009	2010
FMI	16 aprile 2009	-4,2	-0,4	0,4	0,6
Commissione europea	3 maggio 2009	-4,0	-0,1	0,4	1,2
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	14 maggio 2009	-3,4	0,2	0,5	1,3
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	15 maggio 2009	-3,7	0,3	0,4	1,2
OCSE	31 marzo 2009	-4,1	-0,3	0,6	0,7
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	4 giugno 2009	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, primavera 2009; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2009; *Economic Outlook* dell'OCSE, marzo 2009, versione preliminare; *Consensus Economics Forecasts* e *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, 2009

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.