



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Riquadro

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE

Sulla base delle informazioni disponibili al 22 agosto 2008, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso fra l'1,1 e l'1,7 per cento nel 2008 e fra lo 0,6 e l'1,8 nel 2009. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo si porterebbe in media al 3,4-3,6 per cento nel 2008 e al 2,3-2,9 l'anno seguente.

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 del petrolio e delle materie prime non energetiche sono basate sui contratti *future* al 14 agosto 2008². L'ipotesi formulata per i tassi di interesse a breve termine è di natura meramente tecnica; questi sono misurati dall'Euribor a tre mesi e le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*³, da cui deriva un livello medio complessivo dei tassi di interesse a breve termine del 4,8 per cento nel 2008 e del 4,5 l'anno seguente. Le attese sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano un livello medio del 4,5 per cento nel 2008 e del 4,6 nel 2009. Lo scenario di riferimento delineato dalle proiezioni tiene conto anche dell'ipotesi che nel periodo in esame i differenziali di interesse sui prestiti bancari rimangano ampi, di riflesso al perdurare di una maggiore consapevolezza del rischio nei mercati finanziari. Considerato il profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 agosto, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 115,1 dollari al barile nel 2008 e a 120,8 l'anno seguente. I prezzi in dollari degli alimentari sui mercati internazionali crescerebbero rispettivamente del 42,8 per cento e del 6,9 nei due anni in rassegna. I corsi delle altre materie prime (non energetiche e non alimentari) dovrebbero aumentare del 10,6 per cento nel 2008, per poi diminuire dell'1,8 nel 2009.

Viene 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 14 agosto. Questa ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,53 nel 2008 e a 1,52 nel 2009 e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti nella media del 2008 superiore del 6,1 per cento rispetto a quella del 2007 e nel 2009 inferiore dello 0,2 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 21 agosto e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti, o che sono state definite in dettaglio e supereranno con molta probabilità l'*iter* legislativo.

Ipotesi relative al contesto internazionale

Sulla base delle proiezioni, la crescita dell'attività economica mondiale dovrebbe indebolirsi nella seconda metà del 2008, dopo un primo semestre caratterizzato da una capacità di tenuta relativamente buona. Ciò riflette in prevalenza

¹ Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto congiuntamente dagli economisti della BCE e delle BCN dell'area dell'euro due volte l'anno. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle utilizzate nelle proiezioni dell'Eurosistema, che sono descritte in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale sono presentati come intervalli di valori. A partire da questo esercizio previsivo, gli intervalli di confidenza hanno un'ampiezza del 75 per cento e sono basati su modelli probabilistici. Questa nuova tecnica è illustrata nella *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, reperibile nel sito Internet della BCE.

² Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del 2009; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino alla metà del 2009 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

³ A partire da questo esercizio di proiezione le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future* sull'Euribor. Il metodo precedente, basato sui tassi a termine impliciti, si era discostato in misura crescente dai *future* sull'Euribor per orizzonti temporali brevi dagli inizi delle turbolenze nei mercati finanziari ad agosto 2007 e, pertanto, è stato ritenuto meno rappresentativo delle attese di mercato sul profilo futuro dei tassi Euribor a tre mesi. Le differenze tra il metodo adottato in precedenza e quello attuale sono illustrate nella nota metodologica del riquadro *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE* nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino.

l'impatto ritardato dei prezzi elevati delle materie prime e la contenuta espansione attesa per gli Stati Uniti, unitamente alle relative ripercussioni sulle altre economie, in specie quelle avanzate. Per contro, la crescita nei mercati emergenti continuerebbe a essere sostenuta dalla vigorosa domanda interna. Dagli inizi del 2009 l'espansione dell'economia mondiale e la domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbero recuperare gradualmente. Nell'insieme le proiezioni indicano che, dopo il 5,1 per cento del 2007, il tasso di incremento del PIL mondiale al di fuori dell'area scenderà in media al 4,1 per cento nel 2008 e al 3,7 nel 2009. La crescita della domanda nei mercati di esportazione dell'area dovrebbe calare al 5,2 per cento nel 2008, dal 6,4 dello scorso anno, per poi riportarsi al 5,7 nel 2009.

Proiezioni sulla crescita del PIL

In un contesto caratterizzato dal rallentamento dell'attività economica esterna, da un elevato tasso di cambio dell'euro e da livelli persistentemente alti dei prezzi delle materie prime, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe ridursi nel 2008, dopo essersi collocata per due anni al di sopra di quella potenziale. Dopo il 2,6 per cento del 2007, l'espansione del prodotto si situerebbe in media d'anno fra l'1,1 e l'1,7 per cento nel 2008 e fra lo 0,6 e l'1,8 nel 2009. La debole crescita del PIL attesa per l'orizzonte di proiezione riflette il rallentamento delle esportazioni e una domanda interna moderata. Sui consumi privati inciderebbero il ristagno dell'occupazione, i rincari delle materie di base e gli effetti avversi derivanti dai corsi azionari e dai prezzi degli immobili residenziali. I maggiori costi di finanziamento, la compressione dei margini di profitto, la debolezza della domanda e la situazione del mercato delle abitazioni in alcuni paesi attenuerebbero sensibilmente la crescita degli investimenti. Nel corso del 2009 la prevista ripresa dell'espansione del prodotto sarà sostenuta dal minore incremento ipotizzato per le quotazioni delle materie prime, nonché dal miglioramento del contesto esterno.

Tavola A Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)^{1,2)}

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

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.

Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata ulteriormente nella prima metà del 2008; a luglio ha raggiunto il 4,0 per cento, per poi scendere ad agosto al 3,8 secondo l'ultima stima rapida dell'Eurostat. In prospettiva, ci si attende una lenta flessione dell'inflazione, con un tasso medio di incremento dello IAPC complessivo previsto fra il 3,4 e il 3,6 per cento nel 2008. Tenuto conto dei contratti *future* corrispondenti, i corsi ipotizzati per il greggio e le materie prime non petrolifere e la loro trasmissione ai prezzi al consumo dovrebbero esercitare col tempo minori pressioni sull'inflazione complessiva. Per quanto concerne le spinte interne sui prezzi, le proiezioni si fondano sull'aspettativa che la crescita salariale, intensificatasi in misura notevole dalla metà del 2007, si accentui ulteriormente in corso d'anno, di riflesso alle retribuzioni più elevate stipulate nei contratti collettivi dei settori pubblico e privato. Questa evoluzione, in aggiunta all'impatto del rallentamento congiunturale della produttività del lavoro, sarebbe in larga parte all'origine di un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto

nell'anno in corso. Tuttavia, le pressioni sul costo unitario del lavoro sarebbero sostanzialmente compensate nel 2008 da una compressione dei margini di profitto, in linea con il peggioramento delle prospettive economiche. Nel 2009 l'inflazione dovrebbe collocarsi in un intervallo del 2,3-2,9 per cento. Questa proiezione si fonda sull'aspettativa che il costo del lavoro per unità di prodotto rallenti con il lieve moderarsi della crescita salariale nel 2009, per reazione ritardata all'indebolimento dell'attività, mentre la produttività segnerebbe un recupero in linea con il ciclo economico.

Confronto con le proiezioni pubblicate nel giugno 2008

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel numero di giugno 2008 del Bollettino, gli intervalli di valori del tasso di crescita del PIL per i due anni considerati sono stati corretti al ribasso sulla scorta delle ultime informazioni, di riflesso al deterioramento delle prospettive economiche di breve periodo, soprattutto per quanto riguarda la domanda interna.

Gli intervalli previsti per il tasso di incremento dello IAPC complessivo per il 2008 e il 2009 si collocano nella parte superiore degli intervalli precedenti, rispecchiando principalmente prezzi più elevati dell'energia e, in misura minore, degli alimentari e dei servizi rispetto a quanto prospettato nell'esercizio di giugno 2008.

Tavola B Confronto con le proiezioni di giugno 2008

(variazioni percentuali; medie annue)

	2007	2008	2009
PIL in termini reali – giugno 2008	2,7	1,5-2,1	1,0-2,0
PIL in termini reali – settembre 2008	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
IAPC – giugno 2008	2,1	3,2-3,6	1,8-3,0
IAPC – settembre 2008	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9

© 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.