



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 20 novembre 2009, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1</sup>. In linea con le prospettive di una lenta ripresa dell'economia mondiale, la crescita del PIL in termini reali si porterebbe, in media d'anno, fra il -4,1 e il -3,9 per cento nel 2009, per poi collocarsi in un intervallo dello 0,1-1,5 per cento nel 2010 e dello 0,2-2,2 nel 2011. L'inflazione resterebbe moderata nell'orizzonte temporale della proiezione, essendo frenata dalle condizioni di debolezza dell'area dell'euro. Il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC si situerebbe intorno allo 0,3 per cento nella media del 2009, per poi salire allo 0,9-1,7 per cento nel 2010 e allo 0,8-2,0 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 12 novembre 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 3 mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio complessivo dei tassi a breve dell'1,2 per cento nel 2009 e nel 2010; per il 2011 si assume poi un aumento al 2,4 per cento. Le aspettative sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a 10 anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,0 per cento nel 2009 e un lieve incremento al 4,1 nel 2010 e al 4,6 nel 2011. Lo scenario di base delineato dalle proiezioni tiene conto dei recenti miglioramenti delle condizioni di finanziamento e incorpora l'ipotesi che i differenziali dei tassi sui prestiti bancari rispetto ai tassi menzionati si riducano in qualche misura nell'orizzonte temporale di riferimento. Allo stesso modo, le condizioni di erogazione del credito dovrebbero allentarsi gradualmente nel periodo considerato. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 12 novembre, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 62,2 dollari al barile nel 2009, a 81,4 nel 2010 e a 85,9 nel 2011. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, sono diminuiti significativamente nel 2009, del 22,3 per cento in base alle stime, ma si ipotizza che nel 2010 aumentino del 24,7 per cento, per poi registrare nel 2011 un più modesto rialzo, del 4,0 per cento.

Quanto ai tassi di cambio bilaterali, si assume che restino invariati nell'arco temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 12 novembre. Tale ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,39 nel 2009 e a 1,49 nei due anni successivi e che il tasso di cambio effettivo dell'euro si apprezzi, in media, dello 0,8 per cento nel 2009 e di un ulteriore 2,2 per cento nel 2010.

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.

<sup>1</sup> Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del 2011; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al termine 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 per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata, che prevede una correzione per tenere conto di eventi straordinari, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel relativo sito Internet.

## IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le prospettive per l'economia mondiale continuano a indicare un miglioramento e nel secondo trimestre del 2009 è stato raggiunto il punto di svolta verso la ripresa. Nel breve periodo il recupero dell'attività dovrebbe risultare discontinuo, essendo determinato principalmente dall'impatto degli interventi di stimolo monetario e fiscale, dall'accelerazione del commercio e dal ciclo delle scorte. Sebbene alcuni di questi fattori abbiano solo effetti temporanei, ci si attende che il graduale miglioramento delle condizioni di finanziamento fornisca un sostegno più duraturo alla ripresa prevista per l'economia mondiale. Nel complesso, la crescita globale dovrebbe rimanere inferiore ai livelli passati nell'intero arco temporale della proiezione, poiché le economie avanzate in particolare registrano un recupero modesto, a seguito del persistente impatto della crisi. Secondo le stime, il PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro si è contratto dello 0,6 per cento nella media del 2009, ma per i due anni successivi si ipotizza un'espansione del 3,5 e del 3,9 per cento, rispettivamente. La crescita della domanda nei mercati di esportazione dell'area è diminuita in misura più significativa nel 2009, al -12,2 per cento in base alle stime, ma dovrebbe risalire al 4,2 per cento nel 2010 e al 4,7 nel 2011.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è tornata in territorio positivo nel terzo trimestre del 2009, segnando per la prima volta un aumento dal primo trimestre del 2008. Le evidenze disponibili suggeriscono che alcuni fattori, fra i quali le misure di stimolo fiscale, il ciclo delle scorte e l'accelerazione del commercio, possano avere favorito la crescita. Quando agli inizi del 2010 tali fattori, in parte di carattere temporaneo, verranno meno, l'espansione del PIL dovrebbe ridursi nuovamente. Per tutto il periodo della proiezione fino al 2011 l'attività economica dovrebbe beneficiare gradualmente dell'andamento delle esportazioni e del rafforzamento della domanda interna. Gli effetti ritardati degli interventi di politica monetaria e delle significative misure di ripristino del funzionamento del sistema finanziario sostengono la ripresa nell'arco temporale considerato. Tuttavia, ci si attende che la crescita resti su livelli inferiori rispetto a quelli precedenti alla recessione, data l'esigenza di risanamento dei bilanci in diversi settori e l'effetto di contenimento sui consumi esercitato dalle prospettive sfavorevoli per il mercato del lavoro. Dopo un aumento dello 0,5 per cento nella media del 2008, la crescita del PIL in termini reali si collocherebbe in un intervallo compreso fra il -4,1 e il -3,9 per cento nel 2009, per poi recuperare allo 0,1-1,5 per cento nel 2010 e allo 0,2-2,2 nel 2011.

Esaminando più in particolare le componenti interne del PIL, gli investimenti totali dovrebbero contrarsi, seppure a un ritmo ridotto, fino agli inizi del 2011. Gli investimenti privati esclusi quelli nell'edilizia residenziale risentirebbero del basso grado di utilizzo della capacità produttiva, della debolezza della domanda, dell'elevata incertezza e dei profitti contenuti. Gli investimenti in edilizia residenziale sarebbero frenati, secondo le proiezioni, dagli aggiustamenti in atto nei mercati immobiliari 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 e nel 2010, per poi contrarsi l'anno seguente.

Anche per la crescita dei consumi privati ci si attende un andamento contenuto. I redditi da lavoro in termini reali dovrebbero ridursi per la maggior parte del periodo considerato, nonostante il sostegno ai redditi reali proveniente da incrementi salariali moderati, bassa inflazione e trasferimenti pubblici. Inoltre, l'aumento del risparmio precauzionale osservato nel corso del 2009 – in un contesto di incertezza economica, incremento della disoccupazione e moderazione dei prezzi delle abitazioni – sarebbe riassorbito solo in certa misura nell'orizzonte temporale di riferimento.

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

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

	2008	2009	2010	2011
IAPC	3,3	0,3 – 0,3	0,9 – 1,7	0,8 – 2,0
PIL in termini reali	0,5	-4,1 – -3,9	0,1 – 1,5	0,2 – 2,2
Consumi privati	0,4	-1,2 – -1,0	-0,2 – 0,8	0,2 – 1,8
Consumi collettivi	2,0	2,2 – 3,0	0,5 – 1,7	0,4 – 1,8
Investimenti fissi lordi	-0,6	-11,3 – -10,5	-3,1 – -0,1	-1,7 – 2,3
Esportazioni (beni e servizi)	0,8	-14,5 – -12,5	0,6 – 5,6	0,7 – 6,5
Importazioni (beni e servizi)	0,9	-12,6 – -11,0	0,4 – 4,6	0,8 – 5,4

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 per il 2009 si basano su una composizione dell'area comprendente la Slovacchia già nel 2008.

Dopo la netta flessione osservata al volgere dell'anno, le esportazioni dell'area dell'euro hanno iniziato a risalire a metà del 2009. Secondo le proiezioni, dovrebbero recuperare gradualmente grazie al sostegno della crescita della domanda esterna, malgrado alcuni riflessi negativi della competitività di prezzo. Le importazioni dell'area sono scese sensibilmente nel corso del 2009, ma dovrebbero riprendere ad aumentare nei due anni successivi, con l'incremento della domanda finale. Poiché il calo delle esportazioni è più accentuato di quello delle importazioni per il 2009, l'interscambio netto contribuisce notevolmente alla diminuzione del PIL nello stesso anno, mentre a partire dal 2010 dovrebbe incidere in misura lievemente positiva.

Per effetto dell'aggiustamento ritardato alla brusca flessione del prodotto osservata fino alla metà del 2009 e della prevista debolezza dell'attività economica, le ore totali lavorate nell'area dell'euro dovrebbero diminuire fino al 2011. Inizialmente tale aggiustamento si manifesta soprattutto attraverso una riduzione delle ore pro capite, ma in seguito inciderebbe in misura crescente sul numero degli occupati. Anche la domanda di lavoro dovrebbe essere frenata da rigidità al ribasso dei salari in un contesto di netta contrazione dell'attività. In linea con il calo dell'occupazione, il tasso di disoccupazione dovrebbe aumentare nell'arco temporale considerato.

In base alle attese, nel periodo di riferimento la crisi dovrebbe deprimere il potenziale di crescita, la cui diminuzione riflette l'inevitabile aumento della disoccupazione strutturale, i tassi di partecipazione più bassi e la forte contrazione degli investimenti, che graverà sulla formazione di capitale. Nondimeno, l'entità di questi effetti è molto dubbia e le proiezioni sul potenziale di crescita, e quindi sull'*output gap*, sono caratterizzate da un grado di incertezza eccezionalmente elevato. Tuttavia, la stima dell'*output gap* rimarrebbe marcatamente negativa nell'orizzonte temporale considerato<sup>2</sup>.

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

Dopo avere toccato il minimo del -0,4 per cento nel terzo trimestre del 2009, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dovrebbe registrare nuovamente un valore positivo nel quarto trimestre dell'anno. Questo andamento è ascrivibile in prevalenza ai forti effetti base derivanti dai passati ribassi dei prezzi delle materie prime. In seguito l'inflazione resterebbe moderata, essendo frenata dalla debolezza dell'area dell'euro. Il tasso di inflazione è stimato, in media d'anno, a circa lo 0,3 per cento nel 2009 e in base alle proiezioni dovrebbe aumentare allo 0,9-1,7 per cento nel 2010 e allo 0,8-2,0 nel 2011. Il tasso annuo di variazione dello IAPC al netto dell'energia dovrebbe evidenziare un profilo decrescente fino al 2010, sulla scorta della debolezza della domanda aggregata, per poi mantenersi su livelli contenuti nel 2011.

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro *Stime del prodotto potenziale per l'area dell'euro* nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino.

Più specificamente ci si attende che l'attenuazione delle pressioni esterne sui prezzi osservata nel 2009 subisca un'inversione nel prossimo futuro, riflettendo principalmente il profilo ipotizzato per le quotazioni delle materie prime, ma anche l'incremento dei prezzi della concorrenza. Quanto alle pressioni interne sui prezzi, le tensioni sui salari si sono ridimensionate notevolmente nel corso del 2009, a seguito del peggioramento nel mercato del lavoro e del calo dell'inflazione. In prospettiva, la dinamica salariale dovrebbe rimanere contenuta. Tuttavia, la crescita annua del costo del lavoro per unità di prodotto è salita nettamente nel 2009, soprattutto a causa della flessione della produttività e della lenta reazione delle retribuzioni alla caduta dell'attività economica. In futuro, dato che la produttività dovrebbe tornare ad aumentare con il miglioramento ciclico, il costo unitario del lavoro scenderebbe nel 2010, per poi risalire solo moderatamente nel 2011. I margini di profitto hanno assorbito in larga misura il brusco incremento del costo unitario del lavoro nel 2009, ma riprenderebbero ad ampliarsi nell'ultima fase del periodo di riferimento poiché le imprese, con la graduale accelerazione dell'attività, cercheranno di recuperare in parte le riduzioni precedenti.

## CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL SETTEMBRE 2009

Per quanto concerne la crescita del PIL in termini reali, l'intervallo di valori previsto per il 2009 è stato ridotto lievemente rispetto a quello pubblicato nel numero di settembre 2009 del Bollettino e l'intervallo per il 2010 è stato corretto verso l'alto, in parte per effetto delle revisioni della fine del 2009.

Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, il dato per il 2009 rientra nell'intervallo pubblicato a settembre, mentre quello per il 2010 è in certa misura più elevato.

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

(variazioni percentuali; medie annue)

	2009	2010
PIL in termini reali - settembre 2009	-4,4 – -3,8	-0,5 – 0,9
PIL in termini reali - dicembre 2009	-4,1 – -3,9	0,1 – 1,5
IAPC - settembre 2009	0,2 – 0,6	0,8 – 1,6
IAPC - dicembre 2009	0,3 – 0,3	0,9 – 1,7

## Riquadro B

### PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

Alcune 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 3,8-4,2 per cento nel 2009; in seguito la crescita del prodotto si riporterebbe su livelli positivi, compresi tra lo 0,3 e l'1,2 per cento nel 2010 e tra l'1,3 e l'1,7 nel 2011. Tutte le previsioni sono sostanzialmente in linea con gli intervalli di valori delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema.

Le previsioni per l'inflazione misurata sullo IAPC, diffuse dalle altre organizzazioni, anticipano un tasso medio annuo dello 0,2-0,3 per cento nel 2009, dello 0,8-1,2 per cento nel 2010 e dello 0,7-1,6 nel 2011. Tali previsioni sono essenzialmente in linea 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	2011	2009	2010	2011
FMI	ottobre 2009	-4,2	0,3	1,3	0,3	0,8	0,8
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	ottobre 2009	-3,9	1,0	1,6	0,3	1,2	1,6
Commissione europea	novembre 2009	-4,0	0,7	1,5	0,3	1,1	1,5
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2009	-3,8	1,2	1,5	0,3	1,1	1,5
OCSE	novembre 2009	-4,0	0,9	1,7	0,2	0,9	0,7
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	dicembre 2009	-4,1 – -3,9	0,1 – 1,5	0,2 – 2,2	0,3 – 0,3	0,9 – 1,7	0,8 – 2,0

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, autunno 2009; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2009; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 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.