



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 20 maggio 2008, gli esperti dell'Eurosistema 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'1,5 e il 2,1 per cento nel 2008 e fra l'1,0 e il 2,0 per cento nel 2009. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo si porterebbe in media al 3,2-3,6 per cento nel 2008 e all'1,8-3,0 per cento l'anno seguente.

Riquadro 1

IPOTESI TECNICHE

Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema si fondano su una serie di ipotesi riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi del petrolio, le quotazioni delle materie prime e le politiche di bilancio.

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 14 maggio 2008². Per quanto riguarda i tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, le attese sono desunte dai tassi a termine, che riflettono la curva dei rendimenti alla data dell'ultimo aggiornamento delle informazioni considerate ai fini delle proiezioni; esse implicano un livello medio del 4,9 per cento nel 2008 e del 4,3 per cento l'anno seguente³. Le aspettative sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano un graduale aumento, da una media del 4,4 per cento nel 2008 al 4,6 per cento nel 2009. Lo scenario di base delineato dalle proiezioni incorpora anche l'ipotesi che i differenziali dei tassi sui prestiti bancari si mantengano sul livello corrente, di riflesso alla maggiore consapevolezza del rischio osservata attualmente nei mercati finanziari. In base all'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 maggio, si assume che i corsi del petrolio siano pari in media a 113,3 dollari al barile nel 2008 e a 117,7 nel 2009. Le quotazioni delle materie prime minerali non energetiche, espresse in dollari, dovrebbero mediamente salire del 13,8 per cento nel 2008 e del 6,2 l'anno seguente. I prezzi internazionali degli alimentari aumenterebbero rispettivamente del 44,0 e del 6,1 per cento nei due anni considerati.

Viene formulata l'ipotesi tecnica secondo cui i tassi di cambio bilaterali si mantengano invariati nell'orizzonte di riferimento sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 maggio. Tale ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,54 e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti nella media del 2008 superiore del 6,4 per cento rispetto a quella del 2007 e nel 2009 più elevato dello 0,4 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 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 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. 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. Tuttavia, allo stadio attuale, l'incertezza che circonda le proiezioni è presumibilmente più elevata per effetto degli andamenti dei mercati finanziari e dei prezzi delle materie prime.
- 2 Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sulle quotazioni dei contratti *future* fino al termine del 2009; si assume che i prezzi delle altre materie prime seguano le quotazioni dei *future* fino alla metà del 2009 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.
- 3 Le attese di mercato rilevate sui tassi a termine possono divergere leggermente dai tassi Euribor impliciti nei contratti *future*. Cfr. la nota metodologica nel riquadro *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE* nel numero di marzo 2007 del Bollettino mensile.

IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Secondo quanto indicato dalle proiezioni, la crescita dell'economia mondiale all'esterno dell'area dell'euro dovrebbe indebolirsi nel 2008, per poi rafforzarsi gradualmente nel corso del 2009. La moderazione prevista per quest'anno riflette principalmente il rallentamento dell'attività negli Stati Uniti e in diverse altre economie avanzate che risentono delle perduranti turbolenze finanziarie. Dopo l'indebolimento del primo semestre del 2008, l'attività economica statunitense dovrebbe segnare una graduale ripresa, grazie al sostegno dell'allentamento monetario e, temporaneamente, dello stimolo impresso dalla recente manovra di bilancio, nonché del protratto vigore delle esportazioni nette. Ci si attende che la decelerazione degli Stati Uniti si trasmetta ad altre economie, in particolare ai principali partner commerciali, tuttavia le ricadute resterebbero relativamente limitate per i mercati emergenti e i paesi produttori di materie prime.

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 d'anno, intorno al 4,0 per cento nel biennio considerato. La crescita della domanda nei mercati di esportazione dell'area dovrebbe portarsi a circa il 5,6 per cento nel 2008 e il 5,8 nel 2009.

PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

La crescita economica di fondo dell'area dell'euro ha mostrato un profilo discendente dal 2006. Gli indicatori più recenti confermano tale rallentamento, dovuto al rincaro delle materie prime, all'apprezzamento del tasso di cambio e alla decelerazione dell'economia mondiale. La stima preliminare dell'Eurostat indica per il PIL in termini reali dell'area dell'euro un tasso di crescita sul periodo precedente pari allo 0,8 per cento nel primo trimestre del 2008, dopo lo 0,3 del quarto trimestre del 2007. Poiché questo dato, molto positivo, è parzialmente connesso a fattori di natura temporanea, ci si attende una certa variabilità dei tassi di espansione trimestrali e si prevede un rallentamento dell'attività economica nell'area nei prossimi trimestri. Un'accelerazione dovrebbe iniziare a osservarsi nel 2009, grazie alla ripresa mondiale, con un ritmo di incremento trimestrale intorno allo 0,5 per cento sul finire dell'orizzonte di proiezione. Pertanto, il tasso di variazione medio annuo del prodotto si collocherebbe all'1,5-2,1 per cento nel 2008, essendo influenzato da un effetto di trascinamento pari a 0,7 punti percentuali derivante dalla crescita economica del 2007; nel 2009 dovrebbe situarsi in un intervallo compreso fra l'1,0 e il 2,0 per cento.

Tavola 1 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

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

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

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 Cipro e Malta già nel 2007, ad eccezione di quelli sullo IAPC che comprendono i due paesi soltanto dal 2008. Le quote di Cipro e Malta nel PIL dell'area sono pari a circa 0,2 e 0,1 per cento rispettivamente.

Tra le componenti interne del PIL, la crescita dei consumi privati dovrebbe diminuire nel 2008, principalmente a causa della debolezza del reddito reale risultante dai prezzi più elevati delle materie prime. Nel 2009, poiché si prevede un calo dell'inflazione e una graduale ripresa del reddito reale, l'espansione dei consumi privati dovrebbe tornare ad ampliarsi. I consumi collettivi crescerebbero a un ritmo moderato nell'orizzonte di proiezione.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero decelerare nell'arco di tempo considerato, di riflesso al rallentamento ciclico e al deteriorarsi delle condizioni di finanziamento; tuttavia, continuerebbero a espandersi a ritmi sostenuti, grazie all'elevato tasso di utilizzo della capacità produttiva e alla carenza di macchinari segnalata. Gli investimenti privati nell'edilizia residenziale dovrebbero contrarsi nel periodo in rassegna per effetto, oltre che dell'andamento ciclico, della correzione in atto nel mercato delle abitazioni e dell'inasprimento dei criteri di accesso al credito. Infine, dopo l'ipotizzato calo del 2008, l'espansione degli investimenti pubblici segnerebbe una marcata ripresa nel 2009. Nel complesso, per gli investimenti fissi totali le proiezioni indicano un tasso medio di incremento compreso fra l'1,3 e il 3,5 per cento nel 2008 e fra il -0,4 e il 2,8 l'anno seguente.

La crescita delle esportazioni risentirà del rallentamento dell'economia mondiale nell'orizzonte di proiezione. Inoltre, la quota di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe ridursi, per effetto della maggiore concorrenza dei mercati emergenti e di perdite di competitività di prezzo. Il tasso di incremento delle importazioni complessive si collocherebbe, in media d'anno, su un livello lievemente inferiore a quello delle esportazioni complessive, dando luogo nell'insieme a un contributo leggermente positivo delle esportazioni nette alla crescita del PIL nell'arco di tempo considerato.

L'occupazione dovrebbe continuare a crescere nel periodo di riferimento, seppure a un ritmo più moderato, rispecchiando il profilo dell'attività economica, oltre che l'effetto frenante sulla domanda di lavoro della più vigorosa dinamica prevista per i salari reali. Per le forze di lavoro si dovrebbero altresì registrare tassi di espansione inferiori rispetto agli ultimi anni. Tale andamento risulta dall'ipotizzato calo della crescita della popolazione in età lavorativa e dal minore aumento atteso per i tassi di partecipazione, riconducibile in parte alle condizioni meno favorevoli per la domanda di lavoro e al previsto esaurirsi dell'impatto delle riforme in questo mercato. In tale contesto il tasso di disoccupazione resterebbe pressoché invariato nell'orizzonte di proiezione.

PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

L'incremento dell'inflazione misurata sullo IAPC osservato dalla fine del 2007 è ampiamente attribuibile all'andamento dei prezzi dell'energia e degli alimentari. In prospettiva, sulla base delle quotazioni correnti dei contratti *future* sul petrolio e sulle materie prime alimentari, si assume che le relative pressioni esterne sui prezzi si affievoliscano nel 2009, in parte per effetto del passato apprezzamento del tasso di cambio dell'euro.

Quanto alle spinte interne sui prezzi, le retribuzioni per occupato dell'intera economia dovrebbero crescere a un ritmo più sostenuto nell'orizzonte considerato rispetto agli anni scorsi, rispecchiando le informazioni disponibili sugli accordi salariali e i segnali di condizioni tese nei mercati del lavoro. Sulla base dell'attesa decelerazione della produttività del lavoro a seguito dell'andamento ciclico, le proiezioni indicano che l'espansione del costo del lavoro per unità di prodotto aumenterà sensibilmente nel 2008. L'impatto di tale fattore sull'inflazione dovrebbe essere mitigato, nondimeno, dal minore incremento dei margini di profitto dovuto al rallentamento dell'economia. Per il 2009 si prevede che la maggiore crescita della produttività del lavoro e la più contenuta espansione salariale attenuino le pressioni interne dal lato dei costi, ma l'incremento dei margini di profitto dovrebbe tornare ad ampliarsi. Inoltre, ci si attende che i prezzi amministrati e le imposte indirette esercitino un effetto al rialzo sull'inflazione armonizzata nel periodo di riferimento.

Tenuto conto di questi diversi fattori, si prevede che il tasso di crescita dello IAPC complessivo si porti in media al 3,2-3,6 per cento nel 2008, per poi ridursi all'1,8-3,0 per cento nel 2009.

CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL MARZO 2008

Per quanto concerne la crescita del PIL in termini reali, l'intervallo di valori attualmente previsto per il 2008 si colloca nella parte superiore dell'intervallo riportato nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE del numero di marzo 2008 del Bollettino mensile; ciò è dovuto soprattutto agli ultimi dati favorevoli per il primo trimestre dell'anno. L'intervallo per il 2009 è stato corretto verso il basso, di riflesso agli anticipati effetti di prezzi più elevati dell'energia e a un tasso di cambio dell'euro superiore rispetto alle precedenti ipotesi. Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, gli intervalli previsti nel biennio considerato sono stati modificati verso l'alto, rispecchiando principalmente le ipotesi di corsi dei beni energetici e alimentari più elevati rispetto alle proiezioni di marzo.

Tavola 2 Confronto con le proiezioni di marzo 2008

(variazioni percentuali; medie annue)

	2008	2009
PIL in termini reali – marzo 2008	1,3-2,1	1,3-2,3
PIL in termini reali – giugno 2008	1,5-2,1	1,0-2,0
IAPC – marzo 2008	2,6-3,2	1,5-2,7
IAPC – giugno 2008	3,2-3,6	1,8-3,0

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 e, quindi, risultano in parte superate. 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 tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si porterebbe tra l'1,4 e l'1,7 per cento nel 2008 e tra l'1,2 e l'1,6 nel 2009. Tutte le previsioni di crescita economica disponibili rientrano dunque negli intervalli indicati nelle proiezioni dell'Eurosistema. Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, è riportato un tasso medio annuo compreso tra il 2,8 e il 3,4 per cento nel 2008; pertanto, diverse previsioni si collocano al di sotto dell'intervallo delle proiezioni dell'Eurosistema, probabilmente perché si basano su ipotesi meno aggiornate per i prezzi delle materie prime. Per il 2009 le previsioni rientrano nell'intervallo 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	
		2008	2009	2008	2009
FMI	aprile 2008	1,4	1,2	2,8	1,9
Commissione europea	aprile 2008	1,7	1,5	3,2	2,2
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	aprile 2008	1,6	1,6	3,0	2,2
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	maggio 2008	1,5	1,6	3,1	2,1
OCSE	giugno 2008	1,7	1,4	3,4	2,4
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	giugno 2008	1,5-2,1	1,0-2,0	3,2-3,6	1,8-3,0

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, primavera 2008; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2008; *Economic Outlook* dell'OCSE, n. 83 – versione preliminare, giugno 2008; *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.