



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Riquadro

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 20 agosto 2010, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹. In base a tale esercizio, il tasso di crescita del PIL in termini reali si collocherebbe in media d'anno fra l'1,4 e l'1,8 per cento nel 2010 e fra lo 0,5 e il 2,3 per cento nel 2011. L'inflazione rimarrebbe sostanzialmente stabile all'1,5-1,7 per cento nel 2010 e l'1,2-2,2 per cento nel 2011.

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 fino al 13 agosto 2010². 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 complessivo dei tassi a breve dello 0,8 per cento nel 2010 e dell'1,1 l'anno seguente. Anche le ipotesi tecniche relative ai rendimenti nominali dei titoli di Stato a 10 anni dell'area dell'euro sono desunte dalle attese di mercato e comportano una media del 3,6 per cento nel 2010 e del 3,8 nel 2011³. Lo scenario di base delineato dalle proiezioni tiene conto dell'ulteriore miglioramento delle condizioni di finanziamento e, quindi, ipotizza che i differenziali dei tassi sui prestiti bancari rispetto ai tassi menzionati si stabilizzino o si riducano in qualche misura nell'orizzonte temporale considerato. Parimenti, i criteri di erogazione del credito dovrebbero allentarsi nello stesso periodo. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 13 agosto, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 78,8 dollari al barile nel 2010 e a 84,0 l'anno seguente. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero evidenziare un forte aumento, del 39,1 per cento nel 2010 e di un ulteriore 11,0 per cento nel 2011.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 13 agosto. Ciò implica che il cambio dollaro/euro rimanga pari a 1,31 nell'intero periodo di riferimento e che il tasso di cambio effettivo dell'euro si deprezzi in media del 6,5 per cento nel 2010 e di un ulteriore 1,4 per cento nel 2011.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 17 agosto e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite nel dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

- 1 Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali 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 nel giugno 2001 dalla BCE e consultabile nel suo 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 comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.
- 2 Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del periodo di riferimento; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al terzo trimestre del 2011 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.
- 3 L'ipotesi tecnica relativa al tasso di interesse a lungo termine per l'area dell'euro corrisponde fino al 13 agosto alla media dei rendimenti dei titoli di riferimento a 10 anni dei vari paesi, ponderata con il PIL su base annua. È poi estesa all'orizzonte di proiezione utilizzando il profilo dell'andamento dei tassi a termine derivato dalla curva dei rendimenti dell'area dell'euro stimata dalla BCE.

Ipotesi relative al contesto internazionale

La ripresa dell'economia mondiale prosegue, sebbene il venir meno dei contributi del ciclo delle scorte e delle misure di stimolo fiscale determini secondo le attese un ritmo più moderato nella seconda metà del 2010. Successivamente, l'ulteriore normalizzazione dei mercati finanziari nonché il miglioramento del clima di fiducia e del mercato del lavoro dovrebbero favorire l'attività mondiale. L'espansione appare vigorosa nella maggior parte delle economie emergenti, in contrasto con la ripresa più modesta nelle economie avanzate dove graverebbero sulla crescita le deboli prospettive per il mercato del lavoro unitamente al processo di riduzione della leva finanziaria. Nonostante la ripresa prevista nell'intero periodo considerato, in varie economie avanzate persisterebbe quindi il sottoimpiego della capacità produttiva. Per il PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro si ipotizza una crescita media del 5,1 per cento nel 2010 e del 4,4 nel 2011. Di riflesso alla significativa ripresa del commercio internazionale, l'incremento della domanda nei mercati di esportazione dell'area dovrebbe aumentare al 10,4 per cento nel 2010 e al 7,1 nel 2011.

Proiezioni sulla crescita del PIL

Nel secondo trimestre del 2010 la crescita del PIL in termini reali ha evidenziato un marcato recupero nell'area dell'euro. Le informazioni disponibili suggeriscono un vigoroso aumento della domanda interna, riconducibile in parte a un'impennata degli investimenti dopo le ripercussioni delle condizioni meteorologiche avverse sul primo trimestre; alla crescita hanno altresì contribuito le esportazioni nette e le scorte. Come già prospettato, ci si attende che per il resto dell'anno il tasso di incremento del prodotto registri un certo calo, poiché i fattori che hanno temporaneamente favorito l'espansione nella fase iniziale della ripresa (quali le misure di stimolo fiscale, il ciclo delle scorte e il recupero dell'interscambio commerciale) dovrebbero perdere vigore. In una prospettiva di più lungo periodo, secondo le proiezioni l'attività economica evidenzerebbe un'accelerazione grazie alla ripresa delle esportazioni e a una domanda interna in graduale aumento, riflettendo gli effetti delle passate azioni di politica monetaria e dei notevoli sforzi intesi a ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia, rispetto ai cicli precedenti, la ripresa rimarrebbe piuttosto moderata, data l'esigenza di risanamento dei bilanci in diversi settori. I consumi privati risentirebbero della dinamica contenuta dei redditi. Nelle prospettive, peraltro, si tiene conto anche del processo di riequilibrio dei conti pubblici in corso, finalizzato a consolidare la fiducia nella sostenibilità a medio termine. Dopo una contrazione del 4,0 per cento nel 2009, la crescita annua del PIL in termini reali dovrebbe riguadagnare terreno rimanendo, però, moderata nell'orizzonte temporale considerato, tra l'1,4 e l'1,8 per cento nel 2010 e tra lo 0,5 e il 2,3 per cento l'anno seguente. Poiché anche le stime della crescita potenziale sarebbero inferiori ai valori precedenti alla crisi, si prevede un riassorbimento dell'*output gap* nel periodo di riferimento.

Tavola A Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

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

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------------|-------|-----------|----------|
| IAPC | 0,3 | 1,5-1,7 | 1,2-2,2 |
| PIL in termini reali | -4,0 | 1,4-1,8 | 0,5-2,3 |
| Consumi privati | -1,1 | 0,0-0,4 | -0,1-1,5 |
| Consumi collettivi | 2,6 | 0,3-1,3 | -0,1-1,1 |
| Investimenti fissi lordi | -11,0 | -2,3--0,7 | -1,6-3,0 |
| Esportazioni (beni e servizi) | -13,2 | 7,4-10,0 | 2,9-9,3 |
| Importazioni (beni e servizi) | -11,8 | 5,8-8,2 | 1,6-7,8 |

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti sono ottenute in base a dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

2) Le proiezioni dell'area dell'euro per il 2011 includono l'Estonia. Le variazioni percentuali medie per il 2011 sono calcolate sulla base di una composizione dell'area comprendente questo paese già nel 2010.

Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Dopo aver toccato l'1,6 per cento in agosto, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC aumenterebbe lievemente secondo le proiezioni entro la fine dell'anno, a causa principalmente di effetti riconducibili agli andamenti dei corsi delle materie prime. In seguito, se da un lato l'inflazione importata dovrebbe moderarsi, dall'altro le pressioni interne sui prezzi crescerebbero con il graduale miglioramento dell'attività, determinando un lieve incremento dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. Nell'insieme, tuttavia, le pressioni inflazionistiche rimarrebbero contenute secondo le attese fino al 2011: l'inflazione complessiva resterebbe sostanzialmente stabile, collocandosi su livelli dell'1,5-1,7 per cento nel 2010 e dell'1,2-2,2 per cento nel 2011. La crescita della retribuzione oraria nell'area dell'euro diminuirebbe nel 2010. Poiché le condizioni del mercato del lavoro rimangono deboli, le pressioni salariali sarebbero modeste nel 2011. Considerate le aspettative di una marcata ripresa della produttività del lavoro, la dinamica salariale desunta dalle proiezioni comporta un notevole calo del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2010. Ciò dovrebbe a sua volta consentire un vigoroso recupero dei margini di profitto dalla consistente contrazione registrata nel 2009, cui seguirebbe poi una crescita più contenuta.

Confronto con le proiezioni pubblicate nel giugno 2010

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel numero di giugno 2010 del Bollettino, l'intervallo di valori relativo alla crescita del PIL in termini reali nel 2010 si colloca su livelli significativamente più elevati, per effetto soprattutto di una ripresa della crescita nel secondo trimestre più vigorosa del previsto e di indicazioni di un andamento migliore delle attese nel prosieguo dell'anno. L'intervallo per il 2011 è stato rivisto lievemente al rialzo, rispecchiando principalmente effetti di trascinarsi della maggiore crescita prevista per la fine del 2010.

Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo per il 2010 è stato corretto marginalmente al rialzo rispetto a quello di giugno; per il 2011 il valore più basso dell'intervallo è stato rivisto lievemente al rialzo.

Tavola B Confronto con le proiezioni di giugno 2010

(variazioni percentuali; medie annue)

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------------------------------------|------|---------|---------|
| PIL in termini reali – giugno 2010 | -4,1 | 0,7-1,3 | 0,2-2,2 |
| PIL in termini reali – settembre 2010 | -4,0 | 1,4-1,8 | 0,5-2,3 |
| IAPC – giugno 2010 | 0,3 | 1,4-1,6 | 1,0-2,2 |
| IAPC – settembre 2010 | 0,3 | 1,5-1,7 | 1,2-2,2 |

Raffronto con le previsioni di altre organizzazioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tali previsioni non sono tuttavia perfettamente confrontabili tra loro, né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, 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 diffuse da altre organizzazioni, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe situarsi tra lo 0,9 e l'1,2 per cento nel 2010. Tali valori, inferiori all'intervallo delle proiezioni degli esperti della BCE, riflettono probabilmente il fatto che le previsioni sono state formulate prima della pubblicazione di dati che mostrano una forte espansione nel secondo trimestre dell'anno. Le previsioni per il 2011 si collocano tra l'1,3 e l'1,8 per cento e rientrano quindi ampiamente nell'intervallo delle proiezioni degli esperti della BCE. Per l'inflazione misurata sullo IAPC si prevede un tasso medio annuo compreso tra l'1,1 e l'1,5 per cento nel 2010, intervallo lievemente inferiore a quello delle proiezioni degli esperti della BCE. Per il 2011 le previsioni relative a questa variabile si situano tra l'1,0 e l'1,7 per cento: tutte le previsioni ad eccezione di quella dell'OCSE ricadono nell'intervallo delle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE.

Tavola C 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 | |
|---|-----------------------|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| | | 2010 | 2011 | 2010 | 2011 |
| OCSE | maggio 2010 | 1,2 | 1,8 | 1,4 | 1,0 |
| Commissione europea | maggio 2010 | 0,9 | 1,5 | 1,5 | 1,7 |
| FMI | luglio 2010 | 1,0 | 1,3 | 1,1 | 1,3 |
| <i>Survey of Professional Forecasters</i> | luglio 2010 | 1,1 | 1,4 | 1,4 | 1,5 |
| <i>Consensus Economics Forecasts</i> | agosto 2010 | 1,2 | 1,4 | 1,5 | 1,6 |
| Proiezioni degli esperti della BCE | settembre 2010 | 1,4 – 1,8 | 0,5 – 2,3 | 1,5 – 1,7 | 1,2 – 2,2 |

Fonti: previsioni di primavera della Commissione europea, maggio 2010; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2010, per l'inflazione e *World Economic Outlook Update*, luglio 2010, per la crescita del PIL; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2010; *Consensus Economics Forecasts* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Nota: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE 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, 2010

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.