



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 19 novembre 2010, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹. Beneficiando della ripresa economica mondiale in atto e del crescente sostegno della domanda interna, l'espansione del PIL in termini reali si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo dell'1,6-1,8 per cento nel 2010, dello 0,7-2,1 nel 2011 e dello 0,6-2,8 nel 2012. Nel breve periodo, l'inflazione media misurata sullo IAPC si manterrebbe intorno ai livelli correnti, soprattutto a causa di pressioni esterne sui prezzi derivanti dalle materie prime. In seguito, a fronte del calo dell'inflazione importata, le spinte interne sui prezzi dovrebbero intensificarsi in certa misura, di riflesso al graduale miglioramento dell'attività. Il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC si porterebbe in media all'1,5-1,7 per cento nel 2010, all'1,3-2,3 nel 2011 e allo 0,7-2,3 nel 2012.

Riquadro 1

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 sono basate sulle aspettative di mercato all'11 novembre 2010¹. 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 dello 0,8 per cento nel 2010, dell'1,4 nel 2011 e dell'1,7 nel 2012. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a 10 anni dell'area dell'euro comportano una media del 3,5 per cento nel 2010, del 4,0 nel 2011 e del 4,3 nel 2012. Lo scenario di base delineato dalle proiezioni tiene conto del recente ulteriore normalizzarsi delle condizioni di finanziamento e ipotizza che i differenziali dei tassi sui prestiti bancari rispetto ai tassi menzionati si mantengano nel complesso sostanzialmente stabili. Le condizioni di offerta del credito dovrebbero migliorare gradualmente nell'orizzonte temporale delle proiezioni. Quanto alle materie prime, in base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino all'11 novembre, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 79,5 dollari al barile nel 2010, a 88,6 nel 2011 e a 90,7 nel 2012. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare del 40,6 per cento nel 2010, del 19,2 nel 2011 e del 2,3 nel 2012.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nel periodo in rassegna, sui livelli medi osservati nei dieci giorni lavorativi fino all'11 novembre. Ciò implica che il cambio euro/dollaro sia pari a 1,34 nel 2010 e a 1,39 nel 2011 e nel 2012; il tasso di cambio effettivo dell'euro si deprezzerebbe in media del 5,9 per cento nel 2010, per poi segnare un modesto apprezzamento dello 0,8 nel 2011.

¹ 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 quarto trimestre del 2011 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

¹ Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dei paesi 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 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.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 19 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.

IL CONTESTO INTERNAZIONALE

L'economia mondiale continua a recuperare, seppure a un ritmo temporaneamente più lento, dovuto all'esaurirsi del contributo positivo fornito in passato dalle scorte e dalle misure di stimolo fiscale. In prospettiva, ci si attende che la crescita si rafforzi gradualmente a livello globale nel periodo considerato, sostenuta dai progressi realizzati nel risanamento dei bilanci e dal miglioramento delle condizioni di finanziamento. Il dinamismo dei paesi emergenti resta il principale fattore di espansione dell'economia mondiale nel periodo in rassegna. Nel contempo, i mercati del lavoro dei principali paesi avanzati resterebbero deboli, frenando la crescita. L'espansione economica mondiale rimarrebbe nel complesso relativamente contenuta rispetto a quanto osservato in prevalenza per le passate fasi di ripresa seguite a recessioni. Le proiezioni indicano che il PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro aumenterà del 5,3 per cento nel 2010, del 4,3 nel 2011 e del 4,7 nel 2012. L'incremento della domanda nei mercati di esportazione dell'area è stimato all'11,3 per cento nel 2010 e al 7,2 nel 2011 e nel 2012.

PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Dopo la vigorosa crescita del secondo trimestre del 2010, il PIL in termini reali è aumentato dello 0,4 per cento nel terzo trimestre. Le informazioni disponibili suggeriscono che le esportazioni nette hanno contribuito all'espansione; anche la domanda interna si è rafforzata, seppure a un ritmo inferiore rispetto al trimestre precedente. Nell'ultimo trimestre del 2010 la crescita dovrebbe rimanere più debole che nella prima parte dell'anno, poiché sta venendo meno il sostegno delle misure di stimolo fiscale, del ciclo delle scorte e della ripresa del commercio. In prospettiva, l'attività economica continuerebbe a recuperare, trainata dalle esportazioni, a fronte del graduale rafforzamento della domanda interna. Questo riequilibrio dell'attività rispecchia gli effetti dell'orientamento accomodante della politica monetaria e degli sforzi significativi profusi per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia, in linea con gli andamenti osservati dopo le crisi bancarie passate, la ripresa economica dovrebbe risultare modesta. L'esigenza di risanare i bilanci in vari settori indebolisce le prospettive di crescita per l'area dell'euro. Il tasso di incremento del PIL in termini reali si collocherebbe, in media d'anno, all'1,6-1,8 per cento nel 2010, allo 0,7-2,1 nel 2011 e allo 0,6-2,8 nel 2012.

Più precisamente, tra le componenti interne del PIL, i consumi privati dovrebbero registrare una modesta accelerazione nel 2010, per poi consolidarsi gradualmente nel periodo di riferimento. Con il continuo miglioramento della dinamica dell'occupazione, dovrebbero aumentare i redditi connessi. Inoltre, il tasso di risparmio delle famiglie dovrebbe scendere, sulla scorta di un clima di fiducia più positivo in linea con l'evoluzione del mercato del lavoro e la minore incertezza. Di riflesso al graduale rafforzamento dell'attività economica e dell'occupazione, il tasso di disoccupazione dovrebbe stabilizzarsi, per poi ridursi nel 2012.

Gli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale continuerebbero a recuperare lentamente, a fronte della riduzione del margine di capacità inutilizzata, del consolidamento delle prospettive per la domanda, dell'allentamento dei vincoli di finanziamento e della minore incertezza. Gli investimenti in edilizia residenziale, pur aumentando lievemente, resterebbero contenuti, essendo ancora frenati dagli aggiustamenti in atto nei mercati immobiliari di alcuni paesi. In linea con le misure di risanamento fiscale annunciate in diversi paesi dell'area dell'euro, si ipotizza che gli investimenti pubblici in termini reali risultino modesti nel periodo considerato.

Tavola A: Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

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

	2009	2010	2011	2012
IAPC	0,3	1,5 – 1,7	1,3 – 2,3	0,7 – 2,3
PIL in termini reali	-4,1	1,6 – 1,8	0,7 – 2,1	0,6 – 2,8
Consumi privati	-1,1	0,6 – 0,8	0,4 – 1,4	0,5 – 2,3
Consumi collettivi	2,4	0,5 – 1,3	-0,8 – 0,6	-0,4 – 1,0
Investimenti fissi lordi	-11,3	-1,4 – -0,6	-0,5 – 3,1	0,1 – 5,3
Esportazioni (beni e servizi)	-13,1	9,9 – 11,7	3,7 – 8,7	2,5 – 8,7
Importazioni (beni e servizi)	-11,8	8,2 – 9,8	2,6 – 7,6	2,3 – 8,1

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 2011 includono l'Estonia quale paese partecipante all'area dell'euro. Le variazioni percentuali per il 2011 si basano su una composizione dell'area nel 2010 comprendente l'Estonia.

Dopo il vigoroso recupero dei primi tre trimestri del 2010, le esportazioni dovrebbero continuare a crescere, seppure a un ritmo in certa misura più lento, sostenute dalla domanda esterna nell'intero arco temporale delle proiezioni e dalla maggiore competitività di prezzo nella prima parte del periodo. Anche l'incremento delle importazioni dovrebbe in qualche modo ridursi nel 2011-2012 rispetto ai livelli elevati del 2010. Nel complesso, l'interscambio netto fornirebbe un contributo positivo, sebbene decrescente, all'espansione del PIL.

Riflettendo ampiamente l'impatto della crisi, la crescita potenziale dovrebbe mostrare una qualche ripresa, ancorché moderata, nel periodo in rassegna. Queste modeste prospettive sono riconducibili all'aumento della disoccupazione strutturale, ai più contenuti tassi di partecipazione alle forze di lavoro e alla debolezza degli investimenti. 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* si ridurrebbe nel periodo considerato.

PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Le proiezioni indicano che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC rimarrà prossima al 2 per cento fino agli inizi del 2011, a causa soprattutto dei rincari del petrolio e degli alimentari. In seguito, l'inflazione importata si ridurrebbe, ma le spinte interne sui prezzi dovrebbero intensificarsi in certa misura, di riflesso al graduale rafforzamento dell'attività. Il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC si porterebbe in media all'1,5-1,7 per cento nel 2010, all'1,3-2,3 nel 2011 e allo 0,7-2,3 nel 2012. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari aumenterebbe gradualmente nell'intero periodo di riferimento, rispecchiando la lenta accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, in un contesto più favorevole per il mercato del lavoro.

Più precisamente, dopo il forte incremento del 2010 attribuibile ai rincari delle materie prime e al passato deprezzamento dell'euro, le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero attenuarsi nel periodo in rassegna. Quanto alle pressioni interne, nell'area dell'euro la crescita dei redditi per ora lavorata dovrebbe risultare modesta nel 2010. In seguito, in linea con la situazione più favorevole nel mercato del lavoro, sono attesi incrementi maggiori nei settori sia pubblico che privato, ma in misura minore per il primo, di riflesso al risanamento dei conti e al fatto che l'aggiustamento delle retribuzioni al rallentamento economico sia stato tendenzialmente più lento in questo settore. Tenendo conto della vigorosa ripresa ciclica della produttività del lavoro, la dinamica salariale prevista implica una consistente decelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2010. Una volta che i guadagni di produttività si saranno stabilizzati e le

retribuzioni saranno aumentate ulteriormente, il costo unitario del lavoro dovrebbe poi crescere moderatamente. I margini di profitto seguirebbero ad ampliarsi nell'orizzonte temporale delle proiezioni, dopo il brusco calo subito durante la recessione. In base alle misure già annunciate, anche le imposte indirette dovrebbero fornire un limitato contributo positivo all'inflazione nel periodo considerato.

CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL SETTEMBRE 2010

Per quanto concerne la crescita del PIL in termini reali, l'intervallo di valori previsto per il 2010 è stato ridotto in certa misura e spostato verso il margine superiore dell'intervallo pubblicato nel Bollettino di settembre scorso. L'intervallo di valori per il 2011 risulta lievemente più ristretto rispetto a settembre. Per quanto riguarda l'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo di valori per il 2010 resta invariato, mentre quello per il 2011 è leggermente più elevato rispetto alle proiezioni precedenti.

Tavola B Confronto con le proiezioni di settembre 2010

(variazioni percentuali; medie annue)

	2010	2011
PIL in termini reali – settembre 2010	1,4 – 1,8	0,5 – 2,3
PIL in termini reali – dicembre 2010	1,6 – 1,8	0,7 – 2,1
IAPC – settembre 2010	1,5 – 1,7	1,2 – 2,2
IAPC – dicembre 2010	1,5 – 1,7	1,3 – 2,3

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. 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 fra l'1,6 e l'1,7 per cento nel 2010, fra l'1,4 e l'1,7 nel 2011 e fra l'1,6 e il 2,0 nel 2012. Tutti i valori indicati rientrano negli intervalli delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema.

Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni divulgate da altre organizzazioni anticipano un tasso medio annuo compreso fra l'1,5 e l'1,6 per cento nel 2010, fra l'1,3 e l'1,8 nel 2011 e fra l'1,2 e l'1,7 nel 2012. Anche queste previsioni sono 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		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012
FMI	ottobre 2010	1,7	1,5	1,8	1,6	1,5	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	ottobre 2010	1,6	1,5	1,7	1,5	1,5	1,6
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2010	1,6	1,4	1,6	1,5	1,6	1,5
OCSE	novembre 2010	1,7	1,7	2,0	1,5	1,3	1,2
Commissione europea	novembre 2010	1,7	1,5	1,8	1,5	1,8	1,7
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	dicembre 2010	1,6 – 1,8	0,7 – 2,1	0,6 – 2,8	1,5 – 1,7	1,3 – 2,3	0,7 – 2,3

Fonti: previsioni di autunno 2010 della Commissione europea; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2010; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2010; *Consensus Economics Forecasts* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: 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, 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.