

**ANDAMENTI MACROECONOMICI,  
POLITICHE DI BILANCIO E POLITICA  
MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO**



## 5. GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI

Gli effetti della crisi finanziaria iniziata nell'estate del 2007 si sono progressivamente trasmessi nel 2008 all'economia dell'area dell'euro, ponendo bruscamente fine all'accelerazione produttiva che si protraeva da un quadriennio.

Dallo scorso autunno la situazione si è ulteriormente deteriorata. Nel primo trimestre del 2009 la produzione industriale è scesa ai livelli della fine degli anni novanta; il PIL ha registrato la contrazione congiunturale più marcata dall'avvio, nel 1991, delle statistiche ufficiali dell'area (-2,5 per cento). Solo nei mesi recenti sono emersi alcuni segnali di un possibile allentamento del ritmo recessivo. Dopo essersi stabilizzato in marzo attorno al minimo storico, l'indicatore €-coin, che stima la crescita del prodotto dell'area depurata dalla variabilità di breve periodo, è leggermente risalito in aprile e in maggio, pur rimanendo ampiamente negativo. Il clima di fiducia delle imprese e delle famiglie ha interrotto il peggioramento, riflettendo attese di breve termine lievemente meno sfavorevoli.

Nel corso del 2008 la caduta del commercio internazionale si è ripercossa sulle esportazioni e sull'attività industriale, che si è contratta con intensità eccezionale. Gli investimenti in capitale produttivo hanno fortemente decelerato in media d'anno, diminuendo in misura pronunciata nel quarto trimestre, a seguito dell'ampliarsi della capacità produttiva inutilizzata, del diffuso pessimismo nelle aspettative e della riduzione nella disponibilità di finanziamenti, solo attenuata dagli interventi delle autorità di politica monetaria. Gli investimenti in costruzioni sono calati, segnalando l'inversione del ciclo espansivo che durava da cinque anni.

È continuato a mancare il sostegno dei consumi, che hanno ristagnato, confermando la loro prolungata debolezza. Solo in Francia la spesa delle famiglie, favorita da un andamento del reddito disponibile storicamente robusto, ha mantenuto una dinamica apprezzabile, contribuendo a contenere il rallentamento dell'attività produttiva.

Sulla spinta del rialzo dei prezzi dei beni energetici e alimentari, l'inflazione è salita fino al 4,0 per cento in giugno. Ha poi ripiegato con grande rapidità nello scorcio del 2008, riflettendo la repentina inversione di tendenza sui mercati delle principali materie di base. Nell'aprile del 2009 è scesa allo 0,6 per cento, valore minimo mai raggiunto nell'area dell'euro. In un contesto di assai incerte prospettive di crescita, l'inflazione di fondo è rimasta sostanzialmente stabile, inferiore al 2 per cento nella media del 2008, calando lievemente agli inizi di quest'anno. I rischi di ulteriori significative diminuzioni nei prossimi mesi non sono trascurabili.

Gli effetti della fase recessiva si vanno gradualmente estendendo al mercato del lavoro: dal gennaio del 2008 il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è salito di circa un punto e mezzo percentuale, all'8,9 per cento nello scorso marzo. Altri incrementi sono attesi nel prosieguo dell'anno.

Tavola 5.1

PIL, importazioni e principali componenti della domanda nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sul periodo precedente)								
PAESI	2006	2007	2008	2008				2009
	Anno	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
<b>PIL</b>								
Germania (2)	3,0	2,5	1,3	1,5	-0,5	-0,5	-2,2	-3,8
Francia	2,2	2,3	0,4	0,4	-0,4	-0,2	-1,5	-1,2
Italia (2)	2,0	1,6	-1,0	0,5	-0,6	-0,8	-2,1	-2,4
Spagna	3,9	3,7	....	0,4	0,1	-0,3	-1,0	-1,9
Area dell'euro (2) (3)	2,9	2,7	0,8	0,6	-0,2	-0,2	-1,6	-2,5
<b>Importazioni</b>								
Germania	11,9	5,0	4,0	2,5	-1,4	4,1	-3,6	....
Francia	5,6	5,4	0,8	1,1	-1,0	0,5	-3,0	-5,3
Italia	5,9	3,8	-4,5	-1,2	-1,1	-0,7	-6,0	....
Spagna	10,3	6,2	....	-0,5	0,1	-1,1	-11,9	-10,9
Area dell'euro (3)	8,3	5,4	1,3	1,2	-0,6	1,2	-4,7	....
<b>Esportazioni</b>								
Germania	12,7	7,5	2,7	2,3	-0,3	-0,2	-7,3	....
Francia	4,8	2,6	-0,2	2,0	-2,7	0,1	-4,6	-6,0
Italia	6,2	4,6	-3,7	-0,2	-1,0	-2,4	-7,4	....
Spagna	6,7	4,9	....	0,2	1,7	0,6	-10,1	-11,9
Area dell'euro (3)	8,4	6,0	1,3	1,5	-0,2	-0,3	-6,7	....
<b>Consumi delle famiglie (4)</b>								
Germania	1,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,6	0,3	-0,1	....
Francia	2,4	2,5	1,0	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Italia	1,3	1,2	-0,9	..	-0,9	0,3	-0,8	....
Spagna	3,9	3,5	....	0,1	..	-1,0	-1,4	-1,7
Area dell'euro (3)	2,0	1,6	0,5	..	-0,3	0,1	-0,3	....
<b>Investimenti fissi lordi</b>								
Germania	7,7	4,3	4,4	3,4	-1,4	0,2	-2,7	....
Francia	4,1	6,5	0,6	1,0	-1,5	-1,0	-2,4	-2,3
Italia	2,9	2,0	-3,0	-0,3	-0,5	-1,8	-6,9	....
Spagna	7,1	5,3	....	-0,1	-2,1	-2,2	-5,2	-4,2
Area dell'euro (3)	5,6	4,4	..	1,0	-1,2	-0,7	-4,0	....
<b>Domanda nazionale (5)</b>								
Germania	2,2	1,2	1,8	1,7	-1,0	1,4	-0,1	....
Francia	2,5	3,1	0,7	0,2	-0,1	0,2	-0,1	....
Italia	2,0	1,3	-1,3	..	-0,7	-0,2	-1,5	....
Spagna	5,1	4,2	....	0,2	-0,2	-0,7	-1,9	....
Area dell'euro (3)	2,8	2,4	0,8	0,5	-0,4	0,4	-0,7	....

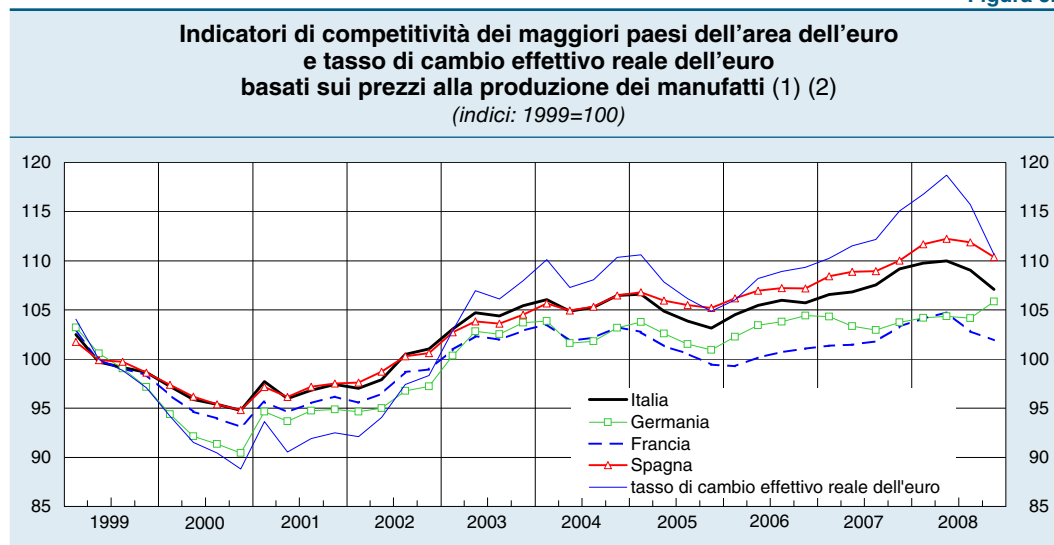
Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Le serie trimestrali sono destagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi. – (2) Per il primo trimestre del 2009: stime preliminari. –  
(3) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi. – (4) Consumi delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (5) Comprende anche la variazione delle scorte e oggetti di valore.

## La congiuntura

Nel 2008 il PIL dell'area dell'euro è aumentato dello 0,8 per cento in termini reali (2,7 nel 2007; tav. 5.1), un ritmo più che dimezzato rispetto alle previsioni formulate a inizio anno. Il rallentamento dell'attività produttiva, in atto dalla seconda metà del 2007, si è drasticamente aggravato dallo scorso autunno, risentendo del pieno dispiegarsi degli effetti della crisi economica globale: nell'ultimo trimestre del 2008 la flessione del prodotto è stata profonda (-1,6 per cento sul periodo precedente). Vi ha contribuito soprattutto la diminuzione del valore aggiunto dell'industria (-5,5 per cento; -0,7 in media d'anno), cui si sono affiancati i cali più contenuti nei settori delle costruzioni e dei servizi (-1,7 e -0,5 per cento, rispettivamente; -0,7 e 1,5 nel complesso del 2008).

La diffusione della crisi ai principali mercati internazionali ha indebolito le esportazioni, che nel quarto trimestre hanno subito la contrazione storicamente più marcata (-6,7 per cento in termini congiunturali al lordo dei flussi interni all'area). Nel complesso del 2008 le esportazioni hanno rallentato all'1,3 per cento (dal 6,0 del 2007), in misura più netta nei paesi, come la Germania e l'Italia, in cui la domanda estera aveva fornito un sostegno particolarmente robusto all'espansione più recente; decelerazioni significative hanno riguardato anche le vendite all'estero di Francia e Spagna. La riduzione delle quote sui mercati mondiali, pur comune a tutte le principali economie dell'area, è stata maggiore per la Germania, anche a seguito di un andamento della competitività di prezzo più sfavorevole in corso d'anno (fig. 5.1).

Figura 5.1



Fonte: Banca d'Italia e, per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro, BCE.

(1) Un aumento segnala una perdita di competitività. - (2) Nei confronti di 61 paesi concorrenti (che includono anche i membri dell'area dell'euro) per gli indicatori di competitività; di 21 paesi concorrenti esterni all'area per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro.

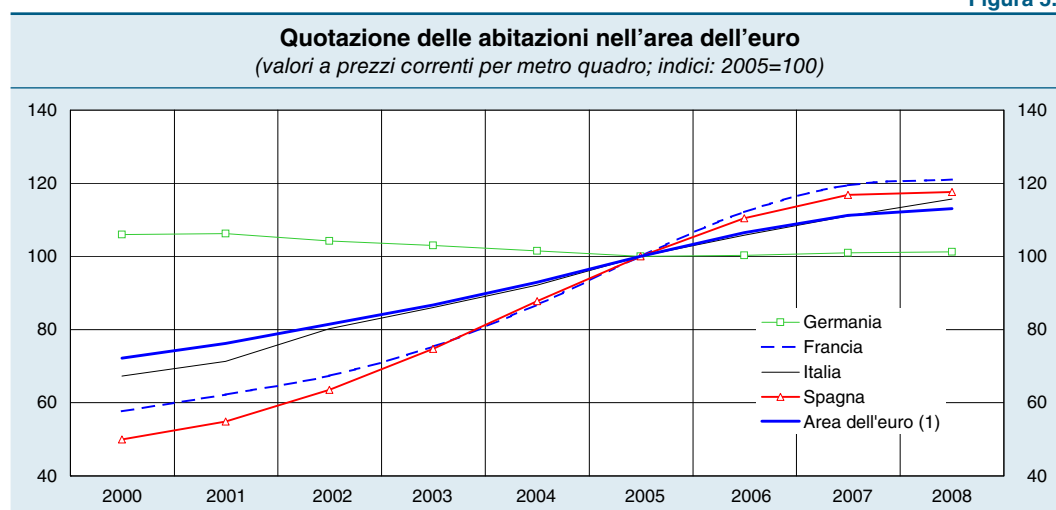
Frenato dall'avvio della recessione, il ritmo delle importazioni di beni e servizi dell'area si è ridotto all'1,3 per cento.

L'ampliamento ai massimi storici dei margini inutilizzati della capacità produttiva e il pessimismo nelle attese di produzione hanno contribuito a contenere gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, cresciuti solo lievemente nel 2008 (0,8 per cento). Nel quarto trimestre l'acuirsi della crisi si è riflesso nel calo pronunciato dell'accumulazione (-4,6 per cento), su cui potrebbe aver influito anche la

restrizione delle condizioni di accesso al credito (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Si è inasprita la fase ciclica del settore delle costruzioni, dopo una temporanea accelerazione in avvio d'anno, peraltro concentrata in Germania e favorita da condizioni meteorologiche miti. Nella media dell'area la flessione degli investimenti in questo comparto, prossima al punto percentuale nel 2008, ha risentito di quella nella componente abitativa (-3,4 per cento), particolarmente pronunciata in Spagna (-10,9 per cento) dove ha interrotto la serie di forti incrementi che perduravano dal 1995.

*Il progressivo indebolimento del ciclo residenziale nel complesso dell'area si è riflesso sulle quotazioni degli immobili, che hanno decelerato all'1,7 per cento in termini nominali (dal 4,4 nel 2007), con intensità però molto diversa tra i principali paesi: più contenuta in Italia (al 4,2 per cento dal 4,9; cfr. il capitolo: La domanda, l'offerta e i prezzi), assai marcata, anche a seguito delle contrazioni nell'ultima parte dell'anno, in Francia e in Spagna (all'1,3 e 0,7 per cento, rispettivamente, dal 6,6 e 5,8). In Germania i prezzi hanno ristagnato, confermando un andamento storicamente debole (fig. 5.2).*

Figura 5.2

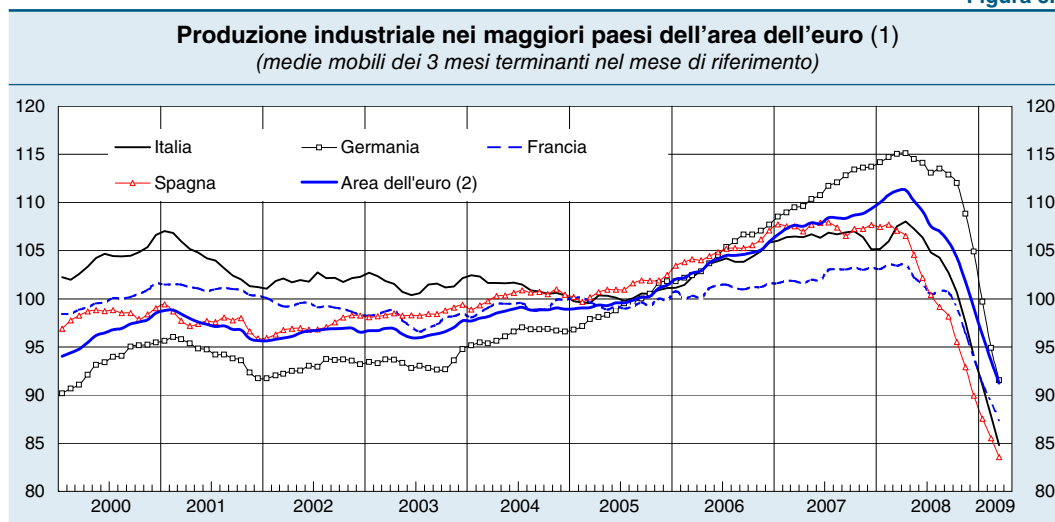


Fonte: statistiche nazionali; per l'Italia, elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Il Consulente Immobiliare* e Istat.  
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi.

I consumi hanno segnato un incremento modesto (0,5 per cento), rallentando rispetto alla già tenue dinamica degli anni precedenti. Ha pesato la prolungata debolezza del potere d'acquisto delle famiglie: l'aumento dei redditi nominali, sostenuto da importanti rinnovi contrattuali in alcuni paesi dell'area, è stato eroso per larga parte dal rialzo dell'inflazione, protrattosi fino all'estate (cfr. il paragrafo: *I prezzi e i costi*). Si è aggiunto il progressivo peggioramento del clima di fiducia delle famiglie, sceso a livelli inferiori ai minimi dei primi anni novanta. Nelle valutazioni dei consumatori le crescenti preoccupazioni sull'evoluzione dell'economia e sulle prospettive del mercato del lavoro sono state solo parzialmente compensate dalla riduzione del costo del denaro e dal rapido rientro delle tensioni inflative negli ultimi mesi del 2008. L'accresciuta cautela nei comportamenti di spesa si è riflessa in un incremento al 13,1 per cento del saggio di risparmio (12,8 nel 2007, al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione). Fra i maggiori paesi dell'area, solo in Francia i consumi hanno mantenuto, pur in decelerazione, un ritmo vivace (1,0 per cento), confermando una caratteristica dell'economia francese comune alle fasi cicliche più recenti; vi ha contribuito un aumento del reddito disponibile che dalla prima metà degli anni novanta è stato superiore a quello delle altre economie.

Il quadro congiunturale si è ulteriormente aggravato all'inizio dell'anno in corso. Dal picco ciclico della primavera del 2008, le quantità prodotte dall'industria sono diminuite a marzo di circa un quinto nel complesso dell'area, in Germania e in Francia; di un quarto in Italia e in Spagna (fig. 5.3). Le flessioni, di misura senza precedenti, hanno interessato pressoché tutti i comparti. Sulla base dei dati preliminari diffusi dall'Eurostat, nel primo trimestre del 2009 il PIL dell'area è sceso del 2,5 per cento; in Germania, in Italia e in Spagna si è osservato il calo più marcato dall'avvio della serie storica.

Figura 5.3

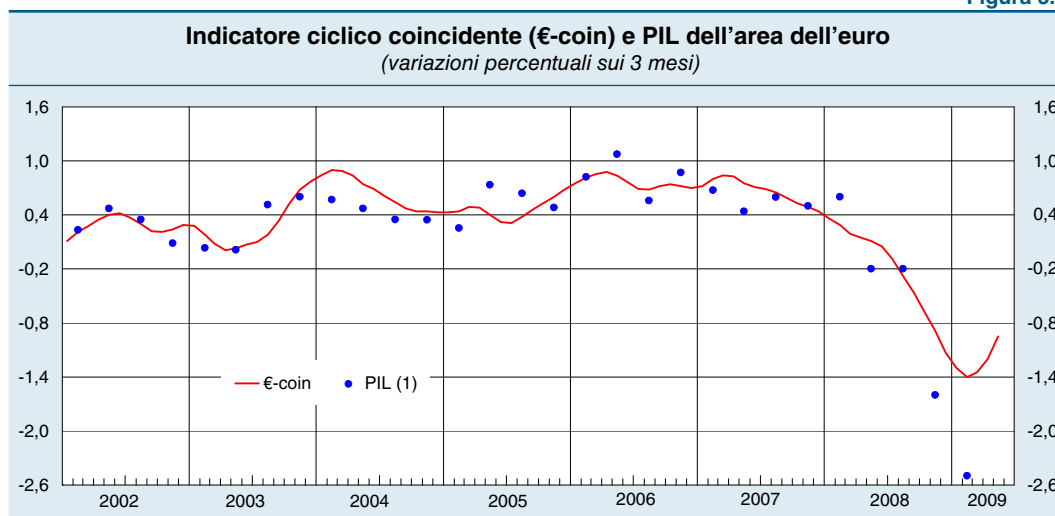


Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indici: 2005=100; dati destagionalizzati. - (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi.

Alcuni segnali di natura qualitativa suggeriscono una possibile attenuazione del ritmo recessivo nei mesi più recenti. L'indicatore €-coin (fig. 5.4) è leggermente risalito in aprile e in maggio, pur rimanendo ampiamente negativo; il clima di fiducia delle imprese e delle famiglie ha interrotto la discesa.

Figura 5.4



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi.

Agli inizi del 2009, i cambiamenti in molte serie presenti nella banca dati di €-coin (il passaggio alla base 2005=100 degli indici di produzione industriale, di fatturato, di prezzo e delle vendite al dettaglio, nonché l'introduzione del nuovo schema di classificazione delle attività economiche Ateco 2007) hanno reso necessario un aggiornamento dell'indicatore. Si è rivisto il metodo di stima della componente di medio-lungo periodo della crescita dell'area per tenere conto delle modifiche nella relazione statistica tra variabili di tipo qualitativo e reale. Il risultato di questi interventi non ha comportato un cambiamento nell'andamento qualitativo dell'indicatore €-coin rispetto al precedente, ma ne ha abbassato il profilo nell'ultima parte del campione.

## I prezzi e i costi

*I prezzi al consumo.* – L'inflazione al consumo nell'area dell'euro è salita al 3,3 per cento nella media del 2008 (dal 2,1 del 2007; tav. 5.2), sospinta dai rincari delle materie di base energetiche e alimentari (fig. 5.5). In corso d'anno ha attraversato due fasi ben distinte. L'accelerazione dei prezzi, in atto dalla seconda metà del 2007, è proseguita fino all'estate, raggiungendo il 4,0 per cento in giugno. La successiva caduta delle quotazioni del petrolio e, in misura più modesta, delle materie prime alimentari ha innescato una brusca inversione di tendenza. Il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice armonizzato ha toccato un punto di minimo storico lo scorso aprile (0,6 per cento).

Tavola 5.2

Indicatori di inflazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro (variazioni percentuali su periodo corrispondente)															
VOCI	Italia			Germania			Francia			Spagna			Area dell'euro		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
<b>Prezzi al consumo (1)</b>															
Indice generale	2,2	2,0	3,5	1,8	2,3	2,8	1,9	1,6	3,2	3,6	2,8	4,1	2,2	2,1	3,3
Indice al netto dei beni alimentari ed energetici	1,6	1,8	2,2	0,7	1,9	1,3	1,5	1,6	1,8	2,8	2,5	2,4	1,4	1,9	1,8
di cui: Beni	1,2	1,5	1,7	0,2	1,3	0,6	0,2	0,5	0,9	1,5	0,7	0,4	0,6	1,0	0,8
Servizi	2,0	2,0	2,7	1,0	2,2	1,7	2,4	2,5	2,4	3,9	3,9	3,9	2,0	2,5	2,6
Beni alimentari	2,3	3,0	5,2	2,4	3,0	4,3	1,4	1,5	4,8	3,9	4,1	5,7	2,4	2,8	5,1
di cui: trasformati	2,7	2,8	6,1	2,1	3,2	5,0	0,6	1,0	5,6	3,9	3,9	7,4	2,1	2,8	6,1
freschi	1,6	3,2	3,8	3,2	2,4	2,6	2,6	2,2	3,7	3,9	4,3	3,9	2,8	3,0	3,5
Beni energetici	8,0	1,5	10,1	8,4	3,8	9,4	6,4	1,8	10,8	8,0	1,7	11,9	7,7	2,6	10,3
<b>Prezzi alla produzione (2)</b>	<b>5,2</b>	<b>3,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>1,3</b>	<b>5,4</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>3,6</b>	<b>6,5</b>	<b>5,1</b>	<b>2,7</b>	<b>5,9</b>
<b>Deflatore del PIL</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>

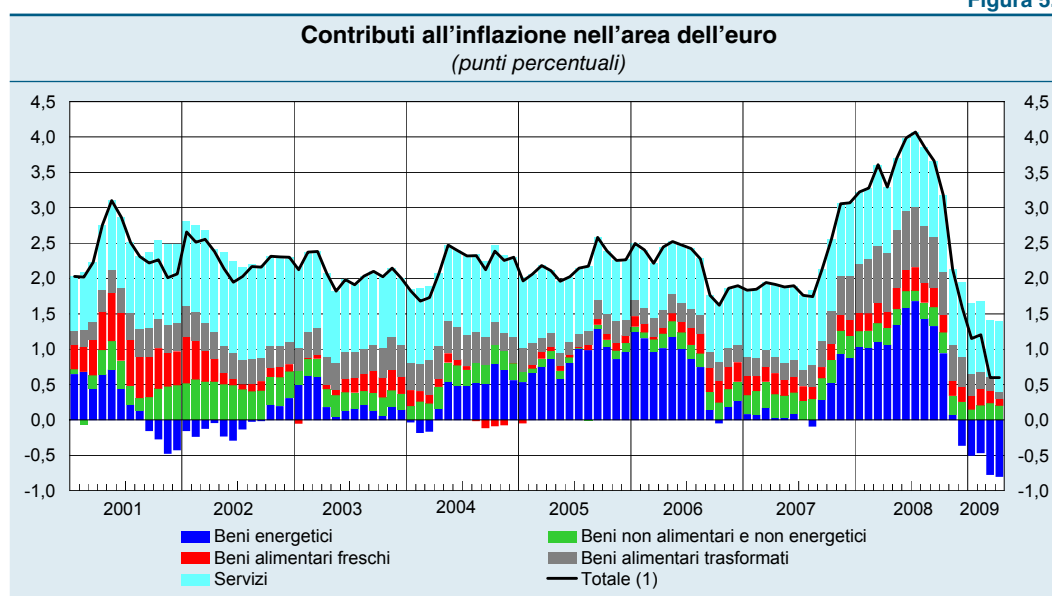
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.  
 (1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi.

Nella prima parte del 2008 le pressioni competitive derivanti dal rafforzamento del cambio effettivo nominale, il progressivo indebolimento del quadro congiunturale, la sostanziale moderazione salariale in un quadro di aspettative d'inflazione ancorate dall'orientamento della politica monetaria hanno contribuito a contenere la trasmissione dei rincari delle materie prime all'inflazione di fondo (misurata sulla base della variazione dell'indice al netto dei beni alimentari ed energetici). Essa ha iniziato a scendere dall'autunno, risentendo progressivamente del rallentamento dell'attività economica. I dati destagionalizzati ne indicano una stabilizzazione nei primi mesi del 2009 su valori storicamente molto bassi, intorno all'1 per cento in ragione d'anno.

Nella media del 2008 l'inflazione al consumo armonizzata è salita, rispetto all'anno precedente, di oltre un punto percentuale in Francia e in Italia, al 3,2 e 3,5 per cento, rispettivamente; si è portata poco sopra il 4 per cento in Spagna (dal 2,8). In Germania l'accelerazione è stata più moderata (al 2,8 per cento dal 2,3) grazie al calo della componente di fondo (all'1,3 per cento dall'1,9) dovuto in parte al venir meno degli effetti dell'aumento dell'IVA nel 2007.

Nei primi mesi del 2009 l'indice dei prezzi al consumo ha repentinamente decelerato in tutti i paesi dell'area, arrivando a segnare una lieve flessione in Spagna (-0,2 per cento sui dodici mesi in aprile). Nel complesso dell'area l'inflazione potrebbe toccare temporaneamente valori negativi in estate. L'analisi delle voci elementari che compongono l'indice armonizzato segnala che il rapido calo della dinamica dei prezzi degli ultimi mesi è quasi per intero ascrivibile all'andamento, eccezionale nel confronto con il passato, dei prezzi dei beni energetici e di quelli degli alimentari. Nonostante non vi sia nell'area evidenza di deflazione (ossia una fase di generalizzata e prolungata riduzione dei prezzi al consumo), i rischi al ribasso restano rilevanti.

Figura 5.5



Sospinta dai passati incrementi dei corsi internazionali dei cereali e degli oli vegetali, la crescita dei prezzi dei beni alimentari è quasi raddoppiata nel 2008 rispetto all'anno precedente (5,1 per cento dal 2,8), per effetto del forte aumento registrato fino all'estate, con un massimo in luglio (al 6,1 per cento). Ha poi iniziato a calare, scendendo all'1,4 per cento lo scorso aprile.

La fiammata delle quotazioni internazionali del petrolio, solo in parte attenuata dall'apprezzamento del cambio dell'euro, ha innalzato la dinamica della componente energetica al 10,3 per cento nella media del 2008, dal 2,6 nell'anno precedente. I prezzi dei prodotti energetici hanno decisamente ripiegato a partire dal mese di agosto. Nella media dei primi quattro mesi del 2009 sono scesi del 6,8 per cento su base tendenziale.

Il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei servizi e dei beni non alimentari e non energetici è rimasto nel 2008 sostanzialmente in linea con la media degli ultimi dieci anni, al 2,6 e allo 0,8 per cento, rispettivamente. Le fluttuazioni dei costi degli input intermedi hanno avuto un impatto significativo sui prezzi di alcuni servizi a essi più direttamente collegati, come i trasporti aerei e i servizi di ristorazione.

*I prezzi alla produzione, i costi e i margini.* – L'indice dei prezzi alla produzione è salito del 5,9 per cento nella media del 2008, dal 2,7 dell'anno precedente, sospinto

dall'andamento delle componenti energetiche e alimentari, cresciute del 13,4 e del 7,3 per cento, rispettivamente. Al netto di queste ultime, l'inflazione all'origine è rimasta stabile, poco al di sotto del 3 per cento.

Nella seconda metà del 2008 il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione ha immediatamente reagito al rientro delle tensioni sui mercati internazionali dei prodotti di base, avviando una rapida discesa; è divenuto negativo all'inizio del 2009. La dinamica della componente dei beni destinati al consumo finale, stabile nel corso del 2008, è scesa allo 0,5 per cento nella media del primo trimestre di quest'anno. Secondo i più recenti sondaggi condotti dalla Commissione europea presso le imprese manifatturiere, la decelerazione dovrebbe proseguire nel breve termine, coerentemente con il basso grado di utilizzo della capacità produttiva.

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel complesso dell'economia dell'area è cresciuto del 3,0 per cento nella media del 2008, dall'1,5 del 2007 (tav. 5.3). L'accelerazione deriva da un rallentamento del prodotto per occupato (allo 0,1 per cento dall'1,0) e da una dinamica più vivace del costo del lavoro per dipendente (al 3,1 per cento dal 2,5); a quest'ultima hanno contribuito importanti rinnovi contrattuali nei servizi pubblici in Germania e in quelli privati in Italia (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Ne è seguita una perdita di competitività solo parzialmente contrastata, nel secondo semestre del 2008, dal deprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro.

Tavola 5.3

<b>Costo del lavoro per unità di prodotto e sue componenti nei maggiori paesi dell'area dell'euro</b> (variazioni percentuali sull'anno precedente)										
PAESI	Costo del lavoro per dipendente (1)		Produttività del lavoro						Costo del lavoro per unità di prodotto	
			di cui:							
	2007	2008	Valore aggiunto (2)		Occupati (1)		2007	2008	2007	2008
<b>Industria al netto delle costruzioni (3)</b>										
Germania	1,6	1,7	4,0	-1,0	5,2	0,4	1,1	1,4	-2,4	2,7
Francia	3,1	3,4	2,8	-0,2	1,6	-1,7	-1,2	-1,5	0,3	3,5
Italia	2,8	3,3	0,9	-1,5	1,8	-3,2	0,8	-1,7	1,8	4,8
Spagna	3,9	4,6	2,7	-0,8	2,5	-2,0	-0,2	-1,2	1,2	5,4
Area euro (4)	2,8	3,1	3,4	-0,3	3,6	-0,6	0,2	-0,3	-0,5	3,5
<b>Servizi (5)</b>										
Germania	1,0	2,1	0,2	0,1	2,1	1,6	1,9	1,6	0,8	2,1
Francia	2,5	2,7	0,3	0,6	2,4	1,4	2,1	0,8	2,2	2,1
Italia	1,8	3,3	0,8	-0,8	1,9	-0,2	1,1	0,6	1,1	4,1
Spagna	3,7	5,2	1,0	1,1	4,6	3,1	3,5	2,0	2,7	4,1
Area euro (4)	2,4	3,1	0,6	0,0	2,7	1,5	2,2	1,5	1,9	3,2
<b>Totale economia</b>										
Germania	1,1	2,0	1,2	0,0	2,9	1,4	1,7	1,4	0,0	2,0
Francia	2,6	2,8	0,6	0,3	2,3	0,9	1,7	0,6	1,9	2,5
Italia	2,2	3,3	0,7	-0,8	1,7	-0,9	1,0	-0,1	1,4	4,0
Spagna	3,7	5,3	1,1	1,9	4,0	1,3	2,9	-0,6	2,5	3,3
Area euro (4)	2,5	3,1	1,0	0,1	2,9	0,9	1,8	0,8	1,5	3,0

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Per Francia, Italia e Spagna unità standard di lavoro. – (2) Quantità a prezzi concatenati. – (3) Attività manifatturiere, estrazione di minerali e produzione e distribuzione di energia elettrica. – (4) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi. – (5) Comprende i settori "commercio, trasporti e telecomunicazioni", "intermediazione finanziaria e proprietà immobiliari" e "altri servizi".

*Nell'ambito di un progetto di ricerca condotto dalle banche centrali dell'Eurosistema (Wage Dynamics Network) sono state approfondite le relazioni che intercorrono tra le modalità di aggiustamento dei salari e dei prezzi a livello di impresa. L'analisi si è avvalsa di informazioni individuali raccolte tramite un sondaggio condotto tra la fine del 2007 e la prima metà del 2008 presso circa 17.000 aziende di 17 paesi europei (di cui 12 dell'area dell'euro).*

*Da tali informazioni emerge che gli adeguamenti dei salari hanno luogo assai meno frequentemente di quelli dei prezzi e sono relativamente più sincronizzati in tutti i paesi: per oltre la metà delle aziende i salari vengono modificati in un mese specifico (in prevalenza in gennaio). Mentre la frequenza di aggiustamento dei prezzi varia significativamente tra settori economici, risultando più elevata al crescere dell'intensità delle pressioni concorrenziali e al ridursi dell'incidenza dell'input di lavoro sui costi complessivi, quella dei salari presenta una maggiore eterogeneità tra paesi, dovuta essenzialmente a fattori di natura istituzionale. In particolare, la presenza di meccanismi di indicizzazione dei salari ai prezzi e la diffusione di forme di contrattazione collettiva a livello di impresa vincolano le aziende a modificare i salari più spesso. Indipendentemente dalla frequenza di aggiustamento, emerge in tutti i paesi una diffusa rigidità verso il basso dei salari di base (anch'essa principalmente ascrivibile agli assetti istituzionali nazionali). A fronte di shock esogeni sfavorevoli, le imprese tendono quindi a reagire riducendo gratifiche e benefit, modificando l'organizzazione del lavoro, gli scatti di anzianità, le promozioni e, laddove consentito dalla normativa, usando il pre-pensionamento per sostituire i lavoratori in uscita con altri a più basso costo. In presenza di tale rigidità, un livello d'inflazione troppo basso implicherebbe variazioni indesiderate dei salari reali, con riflessi negativi sulla domanda di lavoro.*

La flessione dell'attività economica ha indotto le imprese industriali, e in modo più blando quelle dei servizi, a ridurre i margini di profitto. Secondo i dati di contabilità nazionale, nel complesso dell'area dell'euro la quota dei profitti sul valore aggiunto dell'industria è scesa nel 2008 di circa un punto percentuale; per la Germania si tratta del primo calo negli ultimi sette anni.

L'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro nella prima parte del 2008 e l'indebolimento della domanda mondiale hanno contribuito a mantenere moderato il ritmo di crescita dei prezzi dei beni esportati, intorno al 2 per cento dall'1,5 dell'anno precedente, a fronte di un'accelerazione più marcata di quelli praticati sul mercato interno al 4,2 per cento dal 3,1 (misurato sulla base dei prezzi alla produzione dei beni al netto degli energetici). La dinamica trimestrale evidenzia una decisa caduta dei prezzi alle esportazioni nel quarto trimestre del 2008, in corrispondenza dell'acuirsi della crisi internazionale.

*Le aspettative d'inflazione.* – Nel corso del 2008 le attese d'inflazione al consumo relative al 2009 censite da *Consensus Forecasts* sono salite progressivamente fino all'estate per poi flettere molto rapidamente nei mesi successivi. In maggio esse si attestavano in media sullo 0,4 per cento (tav. 5.4); in tale valutazione vi è implicito un ulteriore calo dell'inflazione nei mesi estivi, su livelli temporaneamente negativi, legato soprattutto agli effetti base connessi ai passati andamenti dei corsi energetici.

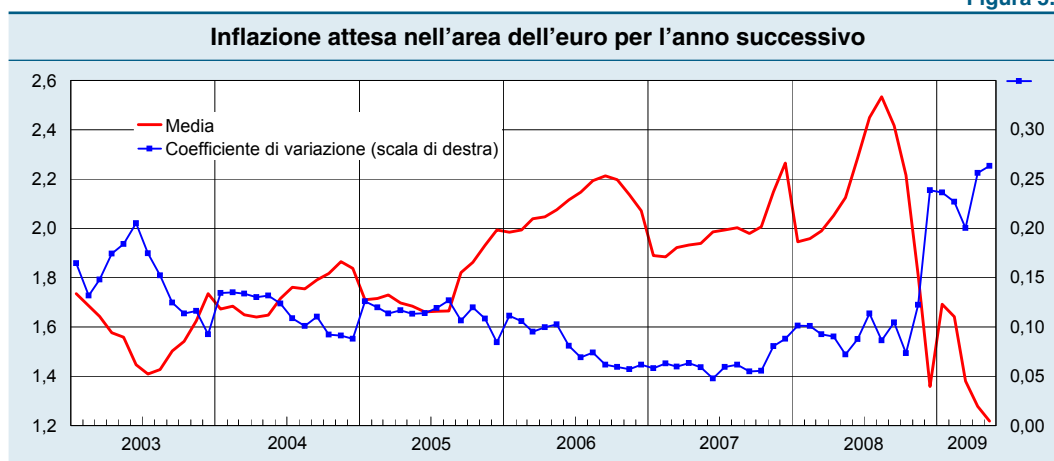
**Tavola 5.4**

PAESI	2009				2010			
	Consensus Forecasts (1)	FMI (2)	OCSE (3)	Commissione europea (2)	Consensus Forecasts (1)	FMI (2)	OCSE (3)	Commissione europea (2)
Italia	0,8	0,7	0,7	0,8	1,6	0,6	0,7	1,8
Francia	0,2	0,5	0,4	0,2	1,1	1,0	0,6	0,9
Germania	0,3	0,1	0,6	0,3	0,9	-0,4	0,5	0,7
Spagna	-0,1	0,0	nd	-0,1	1,5	0,9	nd	1,4
Area dell'euro (4)	0,4	0,4	0,6	0,4	1,2	0,6	0,7	1,2

Fonte: *Consensus Forecasts*, FMI, OCSE, Commissione europea.  
 (1) Formulate a maggio 2009. – (2) Formulate ad aprile 2009. – (3) Formulate a marzo 2009. – (4) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi.

Per il 2010, gli operatori prevedono un rialzo dell'inflazione al consumo dell'area di circa un punto percentuale, in connessione con una stabilizzazione delle quotazioni delle materie di base e una graduale ripresa dell'attività economica. La dinamica dei prezzi rimarrebbe comunque ben al di sotto del 2 per cento. La forte incertezza relativa alla rapidità e all'intensità del miglioramento del quadro congiunturale si riflette inoltre in un'elevata dispersione delle attese di breve periodo, che indica la presenza di rischi al ribasso. Il coefficiente di variazione delle aspettative rilevate da Consensus Forecasts per l'anno successivo ha raggiunto, nei primi mesi di quest'anno, i livelli massimi registrati dal 2003 (fig. 5.6). Per contro, le attese relative agli orizzonti più lunghi segnalano una sostanziale stazionarietà dell'inflazione, sui livelli coerenti con l'obiettivo della politica monetaria comune.

Figura 5.6



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Forecasts.

Le attese di inflazione tra i cinque e i dieci anni in avanti desunte dai mercati finanziari si sono finora mantenute su livelli che, al netto dei premi per il rischio, sono in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi nell'Eurosistema (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*).

### L'occupazione

Secondo i dati di contabilità nazionale, nel complesso del 2008 il numero di occupati nell'area dell'euro è salito dello 0,8 per cento. Dall'estate ha tuttavia risentito pesantemente dell'aggravarsi della recessione: nel secondo semestre si è registrato un calo dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente. Il tasso di disoccupazione è progressivamente salito dal 7,3 per cento del gennaio 2008 all'8,9 dello scorso marzo.

In Germania il deterioramento ciclico ha tardato a riflettersi sul mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, dopo essere calato di circa un punto percentuale nel 2008 (al 7,3 per cento), ha invertito la sua tendenza nei primi mesi dell'anno in corso, collocandosi in marzo al 7,6 per cento.

In Francia l'occupazione, misurata in termini di unità standard di lavoro, è salita nella prima parte del 2008 per poi flettere; in media d'anno ha segnato un rallentamento allo 0,6 per cento (dall'1,7). Il tasso di disoccupazione è salito di circa due punti percentuali negli ultimi quindici mesi.

In Spagna l'occupazione è scesa nel 2008, in misura estremamente accentuata a partire dal secondo trimestre. La contrazione ha colpito in modo particolarmente grave il settore delle costruzioni (-10,7 per cento in termini di unità standard di lavoro), meno l'industria in senso stretto (-1,2 per cento). Nel settore dei servizi si è invece

registrato un rallentamento, al 2,0 per cento dal 3,6 dell'anno precedente. Il tasso di disoccupazione complessivo, in continuo aumento dalla metà del 2007 quando si collocava intorno all'8 per cento, ha raggiunto il livello eccezionalmente alto del 17,4 nello scorso mese di marzo.

In base ai dati dell'Eurostat sulle forze di lavoro, nel 2008 il tasso di attività della popolazione in età da lavoro è cresciuto al 66,2 per cento, circa mezzo punto percentuale in più rispetto al 2007; l'aumento ha riguardato più la componente femminile (al 58,8 per cento dal 57,8) che quella maschile (al 73,5 per cento dal 73,3). Gli indicatori del mercato del lavoro dei paesi dell'area dell'euro, pur progredendo, si discostano ancora dagli obiettivi dell'Agenda di Lisbona per il 2010, che fissano il tasso di attività complessivo al 70 per cento, quello femminile al 60 e quello della popolazione di età tra i 55 e i 64 anni al 50 per cento.

### La bilancia dei pagamenti

Nel 2008 il conto corrente dell'area dell'euro è sensibilmente peggiorato, registrando un disavanzo di 93,6 miliardi (1,0 per cento del PIL), da un surplus di 11,1 nel 2007. Il deterioramento è attribuibile per circa la metà allo scambio di beni, su cui hanno inciso soprattutto i forti rincari delle materie prime; sono peggiorati anche i saldi delle altre voci, in particolare quello dei redditi (tav. 5.5). Gli afflussi netti nel conto finanziario sono stati pari a 313,6 miliardi. Gli errori e omissioni, consistenti e di segno negativo dal 2002, sono risultati ancora elevati (-232,4 miliardi): come nel recente passato, ci si può attendere che, con il passaggio ai dati definitivi, si verifichi una revisione al ribasso degli afflussi netti nel conto finanziario, riducendo la dimensione della discrepanza statistica.

Tavola 5.5

Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (1) (miliardi di euro)					
VOCI	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Conto corrente</b>	<b>60,6</b>	<b>9,2</b>	<b>-10,5</b>	<b>11,1</b>	<b>-93,6</b>
Merci	94,3	43,7	12,3	46,4	-6,1
Servizi	32,0	38,7	43,3	49,2	41,7
Redditi	-6,3	0,2	13,6	1,4	-32,4
Trasferimenti unilaterali	-59,5	-73,3	-79,7	-85,9	-96,8
<b>Conto capitale</b>	<b>16,5</b>	<b>11,4</b>	<b>9,2</b>	<b>13,7</b>	<b>12,4</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>-26,2</b>	<b>10,2</b>	<b>141,4</b>	<b>41,2</b>	<b>313,6</b>
Investimenti diretti	-79,6	-205,9	-157,6	-92,5	-251,3
Investimenti di portafoglio	72,0	127,1	293,7	159,7	439,2
Derivati	-8,4	-17,3	3,3	-67,0	-30,9
Altri investimenti	-22,6	88,8	2,9	46,0	160,5
di cui: istituzioni finanziarie monetarie (2)	-10,9	87,0	-27,3	86,9	-142,3
Variazione riserve ufficiali (3)	12,5	17,7	-0,9	-5,1	-3,9
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-50,9</b>	<b>-30,8</b>	<b>-140,2</b>	<b>-66,0</b>	<b>-232,4</b>

Fonte: BCE.

(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi. - (2) Escluso l'Eurosistema. - (3) Il segno (-) indica un aumento di riserve.

*Le partite correnti.* – Fino ai mesi estivi, l'aumento dei corsi delle materie prime ha determinato una forte crescita in valore delle importazioni di prodotti petroliferi e un peggioramento del saldo commerciale, sceso da un avanzo di 46,4 miliardi nel 2007 a un sostanziale equilibrio nel 2008. Si sono ridotti anche i saldi attivi nei confronti del Regno Unito e degli Stati Uniti (attestandosi rispettivamente a 57,3 e 49,5 miliardi), riflettendo l'apprezzamento dell'euro e il più marcato rallentamento ciclico in quelle economie. Il disavanzo nei confronti della Cina si è leggermente ampliato, raggiungendo i 113,8 miliardi (tav. 5.6).

Tavola 5.6

<b>Area dell'euro: interscambio commerciale fob-fob per paese o area (1)</b> (miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2007 e composizione percentuale)								
PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composi- zione (3)	Valori	Variazioni	Composi- zione (3)	Valori	
	2008			2008			2007	2008
<b>Paesi della UE esterni all'area</b>	<b>542,5</b>	<b>1,5</b>	<b>35,3</b>	<b>435,9</b>	<b>5,4</b>	<b>28,2</b>	<b>120,8</b>	<b>106,6</b>
Danimarca	36,4	4,5	2,3	30,4	6,2	1,9	6,2	6,0
Regno Unito	233,6	-2,7	15,9	176,2	1,3	11,9	66,1	57,3
Svezia	54,3	-2,4	3,7	51,5	1,4	3,5	4,9	2,9
Altri paesi della UE (2)	218,2	7,0	13,5	177,8	10,9	10,9	43,5	40,4
<b>Resto del mondo</b>	<b>1.036,9</b>	<b>5,9</b>	<b>64,7</b>	<b>1.149,5</b>	<b>9,1</b>	<b>71,8</b>	<b>-74,3</b>	<b>-112,7</b>
Brasile	22,5	23,0	1,2	27,9	9,4	1,7	-7,2	-5,4
Canada	18,6	1,0	1,2	14,3	9,7	0,9	5,4	4,3
Cina	65,5	8,2	4,0	179,3	7,0	11,4	-107,0	-113,8
Giappone	33,8	-0,4	2,2	55,8	-2,5	3,9	-23,3	-22,0
India	23,5	2,1	1,5	20,9	13,9	1,3	4,7	2,6
Russia	79,1	15,3	4,5	111,9	17,7	6,5	-26,5	-32,8
Stati Uniti	192,6	-2,0	13,0	143,1	4,9	9,3	60,0	49,5
Svizzera	91,8	6,4	5,7	79,2	5,8	5,1	11,4	12,6
Altri paesi	509,4	7,5	31,3	517,1	11,1	31,7	8,2	-7,7
<b>Totale</b>	<b>1.579,3</b>	<b>4,3</b>	<b>100,0</b>	<b>1.585,4</b>	<b>8,0</b>	<b>100,0</b>	<b>46,4</b>	<b>-6,1</b>

Fonte: BCE.  
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi. – (2) Include l'interscambio, di ammontare esiguo, con le istituzioni della UE, che sono considerate entità con residenza esterna all'area. – (3) La composizione percentuale si riferisce al 2007.

Il surplus nei servizi è sceso da 49,2 a 41,7 miliardi, interrompendo il progressivo ampliamento in atto dal 2001; la riduzione si è concentrata nell'interscambio con i paesi anglosassoni.

I redditi sono passati da un saldo in pareggio a un disavanzo di 32,4 miliardi di euro, per effetto soprattutto di maggiori pagamenti all'estero sulle passività di portafoglio; vi hanno contribuito sia i dividendi distribuiti nella prima parte dell'anno, sia gli interessi sui titoli di debito. Il disavanzo nei trasferimenti unilaterali è salito a 96,8 miliardi (da 85,9).

*Gli investimenti diretti e gli investimenti di portafoglio.* – Le turbolenze finanziarie avviate nel 2007 e aggravatesi nel 2008 hanno nettamente ridotto le fusioni e acquisi-

zioni internazionali. Gli investimenti diretti, che nel 2007 avevano raggiunto in termini reali un livello inferiore soltanto al massimo storico del 2000, sono diminuiti sia in uscita sia, soprattutto, in entrata, determinando un aumento dei deflussi netti, da 92,5 a 251,3 miliardi.

Anche gli investimenti di portafoglio hanno risentito degli sviluppi della crisi finanziaria. Nel complesso dell'anno vi sono stati disinvestimenti di azioni da parte sia dei residenti sia dei non residenti, in relazione alla flessione delle quotazioni sui principali mercati e all'accresciuta avversione al rischio. Sono stati invece sostenuti i flussi in entrata di acquisto di titoli di debito (per circa quattro quinti del settore pubblico). In presenza di modesti investimenti all'estero, ne è derivato un aumento degli afflussi netti da 159,7 a 439,2 miliardi.

*Un'analisi dell'andamento in corso d'anno delle attività sull'estero mostra che fino ad agosto i residenti hanno effettuato considerevoli investimenti di portafoglio in titoli di debito; nei mesi di settembre e ottobre, in relazione all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie, si sono invece registrate forti vendite sia di titoli di debito (138,6 miliardi, di cui 108,4 relativi a strumenti del mercato monetario) sia di azioni (76,8 miliardi). Secondo il dettaglio geografico, quasi la metà della riduzione dei flussi nel complesso dell'anno ha riguardato gli Stati Uniti. Dal lato delle passività sull'estero, i non residenti hanno effettuato ingenti disinvestimenti di titoli azionari nei mesi di settembre e ottobre (141,3 miliardi), compensati quasi interamente da acquisti netti di strumenti del mercato monetario, in corrispondenza di rilevanti emissioni a breve termine di alcuni governi dell'area.*

*La posizione patrimoniale sull'estero.* – Alla fine del 2008 la posizione patrimoniale verso l'estero è risultata passiva per 1.720,9 miliardi (18,6 per cento del PIL; era il 13,0 alla fine del 2007). Il peggioramento riflette gli afflussi netti nel conto finanziario e, in misura minore, il contributo negativo degli aggiustamenti di valutazione derivanti da variazioni dei cambi e dei prezzi di mercato.