



## BANCA CENTRALE EUROPEA

### **Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema**

*Sulla base delle informazioni disponibili al 17 maggio 2004, gli esperti dell'Eurosistema hanno formulato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro<sup>1</sup>. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso fra l'1,4 e il 2,0 per cento nel 2004 e fra l'1,7 e il 2,7 per cento nel 2005. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo raggiungerebbe in media l'1,9-2,3 per cento nel 2004 e l'1,1-2,3 per cento l'anno seguente.*

Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema si basano su una serie di ipotesi riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, le quotazioni petrolifere, il commercio internazionale al di fuori dell'area dell'euro e le politiche di bilancio. In particolare, viene adottata l'ipotesi tecnica che i tassi d'interesse di mercato a breve termine e i tassi di cambio bilaterali rimangano invariati nell'orizzonte temporale della proiezione. Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse a lungo termine e i prezzi del greggio e delle materie prime non energetiche sono basate sulle attese del mercato<sup>2</sup>. Le ipotesi attinenti alle politiche fiscali si fondano sui piani di bilancio nazionali dei paesi dell'area dell'euro; esse tengono conto soltanto delle misure già approvate dai rispettivi parlamenti oppure presentate in dettaglio e di probabile adozione.

Per esprimere 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 dello scarto medio in valore assoluto fra i dati effettivi e le proiezioni macroeconomiche elaborate dalle banche centrali dell'area dell'euro nel corso degli anni passati.

---

<sup>1</sup> *Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema sono elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro; esse rappresentano un contributo, predisposto due volte l'anno, alla valutazione dell'evoluzione economica 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.*

<sup>2</sup> *Si assume che nell'orizzonte di proiezione i tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, si mantengano costanti su un livello leggermente superiore al 2,0 per cento. L'ipotesi tecnica dell'invarianza dei tassi di cambio implica che il cambio euro/dollaro rimanga a 1,19 nel periodo di riferimento e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti più elevato dello 0,9 per cento rispetto alla media del 2003. Le attese del mercato riguardo ai rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro indicano un andamento in lieve ascesa, in media dal 4,3 per cento nel 2004 al 4,4 per cento nel 2005. In base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti future, si ipotizza che i corsi petroliferi diminuiscano, in media d'anno, a 31,8 dollari al barile nel 2005, dopo avere raggiunto un livello di 34,6 dollari nel 2004. I prezzi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare del 18 per cento nel 2004 e rimanere sostanzialmente invariati l'anno successivo.*

## **Il contesto internazionale**

La ripresa dell'attività economica mondiale si è ampliata e intensificata dall'autunno 2003, sostenuta in parte da politiche economiche espansive e da condizioni di finanziamento favorevoli, ma anche dal miglioramento della situazione finanziaria delle imprese. In base all'ipotesi di un graduale calo dei prezzi petroliferi e di moderati premi al rischio nei mercati finanziari, conformemente a quanto indicato sopra, il recupero dell'economia dovrebbe rimanere robusto nell'orizzonte temporale della proiezione.

Secondo le attese, gli Stati Uniti e i paesi asiatici diversi dal Giappone continuerebbero a fornire il maggiore contributo alla crescita dell'economia mondiale. Negli Stati Uniti l'espansione sarebbe trainata da un rilancio degli investimenti, alimentata al tempo stesso da robusti consumi privati a fronte di un persistente miglioramento del mercato del lavoro. Nel continente asiatico escluso il Giappone la crescita del PIL rimarrebbe vigorosa, riflettendo la dinamica interna dell'espansione. Per le altre regioni emerge un quadro più differenziato; tuttavia, nella maggior parte di queste la vivace domanda degli Stati Uniti e dei paesi asiatici diversi dal Giappone dovrebbe stimolare l'attività. Per quanto riguarda quest'ultimo, ci si attende che l'economia continui a seguire l'attuale profilo di ripresa e che la domanda interna benefici degli interventi di riforma strutturale in corso e dell'allentamento delle pressioni deflazionistiche. Nel Regno Unito l'espansione del PIL seguirebbe a mostrare un certo dinamismo nell'arco temporale considerato. Inoltre, gli Stati membri entrati a far parte dell'Unione europea il 1° maggio 2004 e le economie in transizione continuerebbero a crescere a un ritmo relativamente sostenuto. Nel complesso, il *tasso di incremento del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro* dovrebbe collocarsi, secondo le proiezioni, intorno al 5,0 per cento sia nel 2004 sia nel 2005, dal 4,5 per cento osservato lo scorso anno.

In base alle ipotesi, l'espansione del commercio internazionale seguirebbe un profilo coerente con quello del PIL mondiale. Il tasso di incremento della domanda nei *mercati di esportazione esterni all'area dell'euro* dovrebbe aumentare a circa l'8 per cento sia nel 2004 sia nel 2005, dopo avere registrato livelli leggermente inferiori al 6 per cento lo scorso anno.

## **Proiezioni sulla crescita del PIL**

Dopo l'aumento del primo trimestre di quest'anno, il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro sul periodo precedente mostrerebbe un certo vigore nell'orizzonte di riferimento, con una possibile variabilità degli andamenti trimestrali nel 2004. Le proiezioni mostrano che, in media d'anno, il tasso di incremento del prodotto aumenterà all'1,4-2,0 per cento nel 2004, per poi raggiungere l'1,7-2,7 per cento nel 2005. L'ipotizzato rafforzamento della domanda esterna dovrebbe indurre un recupero delle esportazioni dell'area, malgrado la lieve perdita di quote di mercato ascrivibile al passato apprezzamento dell'euro. Inoltre, ci si attende che la ripresa divenga più generalizzata nel periodo considerato, a fronte di una più vigorosa espansione sia degli investimenti sia dei consumi privati. Le proiezioni non segnalano per gli investimenti in scorte e le esportazioni nette un considerevole contributo positivo alla crescita del prodotto.

In linea con la consueta dinamica ciclica, l'*occupazione totale* dovrebbe recuperare lentamente nel 2004 prima di acquisire vigore l'anno successivo. Ci si attende che l'offerta di lavoro aumenti in quanto migliori prospettive d'impiego indurranno un incremento dei tassi di partecipazione. Le proiezioni concernenti l'offerta di lavoro e l'occupazione indicano che il tasso di disoccupazione inizierà a ridursi nell'ultimo scorcio dell'orizzonte di riferimento.

Per quanto riguarda le componenti di spesa interna del PIL, il tasso di incremento dei *consumi privati* si porterebbe in media all'1,0-1,4 per cento nel 2004, per poi salire all'1,4-2,6 per cento nel 2005, dopo il ristagno osservato per la maggior parte dello scorso anno. La spesa per consumi dovrebbe seguire un andamento sostanzialmente analogo a quello del reddito disponibile reale delle famiglie; il tasso di risparmio di queste ultime risulterebbe pressoché costante nei due anni considerati. È probabile che i timori per l'andamento delle finanze pubbliche e, in particolare, per le prospettive a più lungo termine dei sistemi sanitari e pensionistici continuino a ostacolare il calo del tasso di risparmio nell'orizzonte di proiezione. Nondimeno, ci si attende che la fiducia dei consumatori si rafforzi gradualmente con la ripresa dell'attività e il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro; questa evoluzione tenderebbe a ridurre il risparmio effettuato a scopo precauzionale. Nel 2004 l'espansione del reddito disponibile reale delle famiglie dovrebbe rimanere relativamente moderata, per effetto della debole dinamica dell'occupazione, mentre nel 2005 essa sarebbe sostenuta da una più forte crescita dell'occupazione e dal maggiore incremento dei salari reali favorito dal calo dell'inflazione. L'impatto positivo esercitato dalla diminuzione di imposte sul reddito e di contributi previdenziali sul reddito disponibile reale delle famiglie sarà ampiamente controbilanciato dall'aumento dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati (tra cui le tariffe sanitarie). Infine, sulla base degli attuali piani di bilancio, si ipotizza una riduzione del contributo dei *consumi collettivi* all'espansione del PIL nell'orizzonte di proiezione.

Gli *investimenti fissi totali* sono tornati a registrare un tasso di variazione positivo sul periodo precedente nel quarto trimestre dello scorso anno e, secondo le proiezioni, dovrebbero contribuire alla ripresa della domanda interna dell'area dell'euro nell'arco temporale considerato. In media d'anno, il tasso di incremento dovrebbe aumentare allo 0,7-2,9 per cento nel 2004, per poi raggiungere l'1,9-5,1 per cento nel 2005. Il recupero degli investimenti totali sarebbe in gran parte riconducibile agli *investimenti delle imprese*, sostenuti dal miglioramento del contesto economico mondiale e dal basso livello dei tassi di interesse reali. Dopo diversi anni di contrazione, il tasso di crescita degli *investimenti privati nell'edilizia residenziale* dovrebbe portarsi su livelli moderatamente positivi nell'orizzonte di riferimento.

Per quanto concerne l'interscambio commerciale, il tasso di variazione delle esportazioni complessive dovrebbe aumentare, in media d'anno, al 3,2-6,0 per cento nel 2004 e collocarsi al 5,0-8,2 per cento nel 2005<sup>3</sup>. La crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro rimarrebbe in un primo momento leggermente inferiore a quella dei mercati di sbocco dell'area, principalmente a causa del passato apprezzamento della valuta europea. Riguardo alle importazioni complessive, il tasso di incremento si situerebbe, in media d'anno, in un intervallo compreso fra il 2,8 e il 6,2 per cento nel 2004 e fra il 5,0 e l'8,4 per cento nel 2005. Le proiezioni relative alle importazioni rispecchiano il profilo della spesa finale totale dell'area, ma anche qualche ritardato impatto al rialzo dello scorso rafforzamento dell'euro.

---

<sup>3</sup> Le proiezioni sul commercio sono coerenti con i dati di contabilità nazionale e includono, pertanto, l'interscambio nell'area dell'euro.

### **Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi**

Il tasso medio di incremento dello IAPC raggiungerebbe l'1,9-2,3 per cento nel 2004 e l'1,1-2,3 per cento l'anno seguente. Secondo le ipotesi adottate per le quotazioni petrolifere, la componente energetica dovrebbe fornire un notevole contributo positivo all'inflazione armonizzata nel 2004, mentre l'anno successivo essa inciderebbe in maniera ampiamente neutrale. Gli incrementi di imposte indirette e di prezzi amministrati effettuati agli inizi del 2004 indurranno un considerevole aumento della componente non energetica dell'indice nell'anno. Nel 2005 il tasso di variazione di tale componente dovrebbe diminuire, riflettendo una minore pressione dal lato dei costi interni e lievi incrementi dei prezzi all'importazione. Inoltre, le ipotesi relative alle politiche di bilancio implicano soltanto un modesto contributo degli aumenti di imposte indirette e di prezzi amministrati per il 2005.

I prezzi all'importazione hanno continuato a scendere nel 2003, in seguito all'apprezzamento dell'euro osservato dalla primavera del 2002 e alle deboli pressioni inflazionistiche esterne. Nel 2004 essi dovrebbero attestarsi su livelli contenuti, poiché l'effetto del rincaro del greggio risulterebbe controbilanciato dal ritardato impatto del rafforzamento dell'euro. Per il 2005 i prezzi all'importazione dovrebbero registrare un aumento appena moderato.

Sulla base degli accordi salariali vigenti e del modesto miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, si assume che la crescita dei redditi nominali per occupato resti pressoché stabile nel periodo di riferimento. Le proiezioni sull'espansione del PIL e sull'occupazione presuppongono che l'incremento della produttività del lavoro si rafforzi nell'arco temporale considerato, collocandosi su livelli prossimi alla media di lungo periodo agli inizi del prossimo anno. Il *costo del lavoro per unità di prodotto* mostrerebbe, pertanto, un rallentamento nel 2004 e l'anno seguente, accompagnato da un moderato ampliamento dei *margini di profitto* che, a sua volta, promuoverebbe gli investimenti.

**Tavola: Proiezioni macroeconomiche***(variazioni percentuali)<sup>1)</sup>*

	2003	2004	2005
IAPC	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
PIL in termini reali <sup>2)</sup>	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
Consumi privati	1,0	1,0 – 1,4	1,4 – 2,6
Consumi collettivi	2,0	0,9 – 1,9	0,4 – 1,4
Investimenti fissi lordi	-0,8	0,7 – 2,9	1,9 – 5,1
Esportazioni (beni e servizi)	-0,2	3,2 – 6,0	5,0 – 8,2
Importazioni (beni e servizi)	1,7	2,8 – 6,2	5,0 – 8,4

- 1) *Gli intervalli di valori indicati per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale sono basati sullo scarto medio assoluto fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate dalle banche centrali dell'area dell'euro nel corso degli anni passati. Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti si fondano su dati corretti per i giorni lavorativi; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni includono l'interscambio nell'area.*

## Riquadro A

### Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2003

Rispetto all'esercizio di dicembre, le proiezioni sulla crescita del PIL dell'area dell'euro sono rimaste pressoché invariate. Il lieve spostamento verso il basso dell'intervallo indicato per il 2005 è dovuto alle modifiche apportate agli andamenti trimestrali del 2004, le quali hanno automaticamente determinato una riduzione del tasso di espansione medio annuo per l'anno successivo.

Il limite inferiore dell'intervallo riportato per il tasso di incremento annuo dello IAPC è stato rivisto al rialzo per il 2004. Tale revisione è in gran parte ascrivibile alla correzione verso l'alto delle ipotesi relative ai prezzi del petrolio, che risultano più elevate sia per il 2004 sia per il 2005 (rispettivamente del 30 e del 20 per cento). Nondimeno, l'impatto delle quotazioni del greggio sulle proiezioni concernenti l'inflazione armonizzata dell'area è attenuato da diversi fattori. Innanzitutto, le proiezioni sulla componente dei beni alimentari dell'indice sono state modificate al ribasso rispetto allo scorso dicembre, poiché gli effetti del rincaro dei prodotti alimentari osservato nel 2003, riconducibile alle condizioni meteorologiche, sono stati riassorbiti più rapidamente del previsto. Inoltre, gli aumenti delle imposte sui tabacchi effettuati agli inizi del 2004 sono risultati lievemente inferiori rispetto a quanto anticipato lo scorso dicembre nelle ipotesi relative alle politiche di bilancio. Infine, le ipotesi formulate per la crescita dei redditi nominali per occupato nell'orizzonte considerato hanno subito una leggera correzione verso il basso rispetto al precedente esercizio; ciò ha comportato anche un limitato spostamento verso il basso dell'espansione del costo del lavoro per unità di prodotto per il 2004.

### Confronto fra le proiezioni macroeconomiche

(variazioni percentuali)

	2003	2004	2005
IAPC – giugno 2004	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
IAPC – dicembre 2003	2,0 – 2,2	1,3 – 2,3	1,0 – 2,2
PIL in termini reali – giugno 2004	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
PIL in termini reali – dicembre 2003	0,2 – 0,6	1,1 – 2,1	1,9 – 2,9

## Riquadro B

### Previsioni formulate da altre istituzioni

Varie organizzazioni, sia internazionali che del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili fra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti e si avvalgono di diversi metodi per ricavare le ipotesi riguardanti le variabili fiscali, finanziarie, nonché quelle relative al resto del mondo. Le *Consensus Economics Forecasts* e la *Survey of Professional Forecasters* della BCE si fondano su una serie di ipotesi non specificate. Contrariamente alle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, le previsioni non si basano di norma sull'ipotesi dell'invarianza dei tassi di interesse a breve termine nel periodo di tempo considerato.

Malgrado le diverse ipotesi sottostanti, le previsioni recentemente pubblicate da altre organizzazioni evidenziano un consenso riguardo al fatto che l'attività economica nell'area dell'euro si rafforzerà gradualmente, determinando una crescita media annua del PIL su livelli leggermente superiori all'1½ per cento nel 2004 e su valori compresi fra il 2 e il 2½ per cento nel 2005. Le previsioni elaborate per il 2004 riportano dati molto simili, mentre per il 2005 si rilevano maggiori differenze. Le previsioni formulate dalla Commissione europea, dall'OCSE e dall'FMI segnalano per il 2005 un tasso di incremento del PIL pari al 2,3 e al 2,4 per cento, mentre Consensus Economics e la *Survey of Professional Forecasters* indicano rispettivamente il 2,0 e il 2,1 per cento.

### Tavola 1: Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali)

	Data di pubblicazione		2003	2004	2005
Commissione europea	aprile	2004	0,4	1,7	2,3
FMI	aprile	2004	0,4	1,7	2,3
OCSE	aprile	2004	0,5	1,6	2,4
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	aprile	2004	0,4	1,6	2,0
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	aprile	2004	0,5	1,6	2,1

Fonti: Commissione europea, Previsioni economiche, primavera 2004; FMI, World Economic Outlook, aprile 2004; OCSE, Economic Outlook, n. 75; Consensus Economics Forecasts; BCE, Survey of Professional Forecasters

Nota: le previsioni della Commissione europea indicano tassi di variazione non corretti per i giorni lavorativi; per il 2004 tale correzione, utilizzata nelle proiezioni dell'Eurosistema, riduce la crescita media annua di circa ¼ di punto percentuale a causa del più elevato numero di giornate lavorative. Le previsioni dell'OCSE mostrano tassi di incremento corretti, mentre quelle delle altre organizzazioni non specificano se sia stato effettuato o meno un aggiustamento dei dati.

Per il 2004 le previsioni mostrano una diminuzione dell'inflazione al consumo, all'1,7-1,8 per cento in media d'anno, mentre per il 2005 segnalano l'1,6 per cento, ad eccezione della *Survey of Professional Forecasters* e delle previsioni dell'OCSE che rilevano rispettivamente l'1,8 e l'1,4 per cento.

### Tavola 2: Confronto tra alcune previsioni sull'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali)

	Data di pubblicazione		2003	2004	2005
Commissione europea	aprile	2004	2,1	1,8	1,6
FMI	aprile	2004	2,1	1,7	1,6
OCSE	aprile	2004	2,1	1,7	1,4
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	aprile	2004	2,1	1,7	1,6
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	aprile	2004	2,1	1,8	1,8

Fonti: Commissione europea, Previsioni economiche, primavera 2004; FMI, World Economic Outlook, aprile 2004; OCSE, Economic Outlook, n. 75; Consensus Economics Forecasts; BCE, Survey of Professional Forecasters