



## BANCA CENTRALE EUROPEA

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 20 agosto 2004, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro<sup>1</sup>.

Tale esercizio di proiezione si basa 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 e tengono conto soltanto delle misure già approvate dal parlamento oppure illustrate 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 elaborate nel corso degli anni passati.

#### **Ipotesi relative al contesto internazionale**

La ripresa dell'attività economica mondiale dovrebbe rimanere vigorosa nell'orizzonte di proiezione. Gli Stati Uniti e i paesi asiatici diversi dal Giappone continuerebbero a fornire un importante contributo alla crescita mondiale. Anche l'attività economica in altre regioni, che ha beneficiato del miglioramento del contesto internazionale nel 2003, dovrebbe seguire a mostrare un certo dinamismo e divenire più generalizzata. Tuttavia, le attese indicano che il tasso di incremento del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si porterà su livelli leggermente inferiori rispetto ai valori elevati degli ultimi mesi del 2003 e del primo trimestre di quest'anno, allorché la ripresa sarà in una fase più avanzata e le politiche economiche torneranno gradualmente a un orientamento più neutrale.

Secondo le proiezioni, il tasso di crescita del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si collocherebbe, in media d'anno, intorno al 5,5 per cento nel 2004 e al 4,5 per cento l'anno seguente. Si ipotizza che l'espansione del commercio internazionale segua un profilo coerente con quello del PIL mondiale. Il tasso di incremento della domanda nei mercati di esportazione esterni all'area dell'euro dovrebbe portarsi a circa l'8 per cento sia nel 2004 sia nel 2005.

---

<sup>1</sup> Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio dell'Eurosistema svolto, due volte l'anno, congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle stabilite dall'Eurosistema 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 2,1 per cento. L'ipotesi tecnica dell'invarianza dei tassi di cambio implica che il cambio euro/dollaro rimanga a 1,21 nel periodo di riferimento e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti più elevato del 2,0 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 4,6 per cento nel 2005. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare in media d'anno del 17 per cento nel 2004 e restare sostanzialmente invariati nel 2005. In base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti future, si assume che le quotazioni petrolifere si collochino, in media d'anno, a 36,6 dollari al barile nel 2004, per poi attestarsi a 36,8 dollari nel 2005. Negli ultimi anni i corsi del greggio hanno, tuttavia, raggiunto livelli superiori rispetto a quanto indicato dai contratti future. Prezzi petroliferi più elevati rispetto alle ipotesi eserciterebbero un impatto negativo sulla crescita del PIL e una più forte spinta al rialzo sull'inflazione.

## **Risultati principali**

L'attività economica nell'area dell'euro dovrebbe risultare lievemente più sostenuta rispetto a quanto indicato dalle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, pubblicate nel Bollettino mensile del giugno scorso. Per quanto riguarda il tasso di crescita dello IAPC complessivo, le proiezioni hanno subito una lieve revisione verso l'alto, riconducibile ai rincari del petrolio.

### **Proiezioni sulla crescita del PIL**

Il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro sul periodo precedente si è collocato, secondo la stima dell'Eurostat, allo 0,5 per cento nel secondo trimestre di quest'anno, dopo avere raggiunto lo 0,6 per cento nel primo trimestre. Ci si attende che esso si mantenga intorno a questi livelli nell'orizzonte considerato. Le proiezioni segnalano che, in media d'anno, il tasso di incremento del prodotto aumenterà all'1,6-2,2 per cento nel 2004, per poi raggiungere l'1,8-2,8 per cento nel 2005. La forte espansione delle esportazioni, implicita nell'ipotesi di un protratto vigore della domanda esterna, dovrebbe gradualmente trasmettersi alla domanda interna nel corso di quest'anno. L'occupazione totale recupererebbe lentamente nel 2004 prima di accelerare l'anno successivo, mentre il tasso di disoccupazione dovrebbe diminuire nel 2005.

Per quanto concerne le componenti di spesa interna del PIL, i consumi privati segnerebbero una ripresa in linea con l'andamento del reddito disponibile nell'insieme dell'area, mentre il tasso di risparmio delle famiglie rimarrebbe sostanzialmente stabile nel periodo di riferimento. Dopo un andamento moderato nel 2004, l'espansione del reddito disponibile reale delle famiglie dovrebbe aumentare nel 2005, sostenuta da una maggiore crescita dell'occupazione e dall'incremento dei redditi reali da lavoro. La fiducia dei consumatori dovrebbe rafforzarsi con il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, tuttavia ci si attende che il livello di risparmio resti elevato a causa dei timori per l'andamento delle finanze pubbliche e, in particolare, per le prospettive a più lungo termine circa i sistemi sanitari e pensionistici. La prevista ripresa degli investimenti totali è in gran parte attribuibile agli investimenti delle imprese, favoriti dal più positivo contesto economico internazionale e dal basso livello dei tassi di interesse reali. Dopo tre anni di contrazione, anche gli investimenti privati nell'edilizia residenziale dovrebbero recuperare nell'orizzonte di proiezione.

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

Le proiezioni collocano il tasso medio di incremento dello IAPC in un intervallo compreso fra il 2,1 per cento e il 2,3 per cento nel 2004 e fra l'1,3 per cento e il 2,3 per cento l'anno seguente. Secondo le ipotesi adottate per i corsi petroliferi, la componente energetica dovrebbe fornire un notevole contributo all'inflazione armonizzata nel 2004, mentre l'anno successivo inciderebbe solo moderatamente. Il tasso di variazione della componente non energetica dovrebbe diminuire lievemente nel 2005, riflettendo il protrarsi di contenute pressioni da costi interni e di limitati incrementi dei prezzi all'importazione. Inoltre, le ipotesi relative alle politiche di bilancio per il 2005 implicano un minore contributo degli aumenti di imposte indirette e prezzi amministrati, a fronte delle considerevoli misure attuate nel 2004.

Nonostante il recente rincaro del petrolio, i prezzi all'importazione rimarrebbero relativamente contenuti nell'anno in corso, a causa del ritardato effetto del rafforzamento dell'euro. Ipotizzando che le quotazioni delle materie prime si mantengano su livelli pressoché costanti nel 2005, i prezzi all'importazione dovrebbero aumentare moderatamente nello stesso anno.

Si assume che la crescita dei redditi nominali per occupato resti contenuta nel periodo di riferimento. Questa proiezione tiene conto degli accordi salariali vigenti e del previsto modesto miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, nondimeno essa è condizionata dall'ipotesi che l'aumento dei corsi petroliferi non produca effetti di secondo impatto sui redditi nominali. Le proiezioni sull'espansione del PIL e sull'occupazione presuppongono che la crescita della produttività del lavoro rimanga relativamente vigorosa nel periodo considerato. L'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto continuerebbe, pertanto, a essere contenuto sia nel 2004 sia nel 2005.

**Tavola: Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro**(variazioni percentuali)<sup>1)</sup>

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

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 si fondano su dati corretti per i giorni lavorativi.

**Confronto con le proiezioni pubblicate nel giugno 2004**

Gli intervalli indicati per il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro hanno subito una lieve revisione verso l'alto, sia per il 2004 sia per il 2005, rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel giugno scorso. Tale revisione riflette un maggiore contributo delle esportazioni nette nel 2004.

Il limite inferiore degli intervalli riportati per il tasso di incremento annuo dello IAPC è stato anch'esso modificato leggermente verso l'alto in confronto alle proiezioni di giugno. Ciò rispecchia lo spostamento verso l'alto, per il 2004 e il 2005, delle ipotesi relative ai prezzi del greggio, che risultano più elevate rispettivamente di circa il 6 per cento e il 16 per cento. Queste implicano un maggiore contributo della componente energetica dell'indice, mentre le proiezioni sulla componente non energetica restano sostanzialmente invariate rispetto allo scorso esercizio.

**Tavola: Confronto fra le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro**

(variazioni percentuali)

	2003	2004	2005
IAPC – settembre 2004	2,1	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3
IAPC – giugno 2004	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
PIL in termini reali – settembre 2004	0,5	1,6 – 2,2	1,8 – 2,8
PIL in termini reali – giugno 2004	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7