



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

## Riquadro

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 23 febbraio 2007, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso fra il 2,1 e il 2,9 per cento nel 2007 e fra l'1,9 e il 2,9 per cento nel 2008. Il tasso di incremento dello IAPC (indice armonizzato dei prezzi al consumo) complessivo si porterebbe in media all'1,5-2,1 per cento nel 2007 e all'1,4-2,6 per cento l'anno seguente.

#### Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi del petrolio e le politiche di bilancio

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni del petrolio e delle materie prime non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato fino al 13 febbraio 2007. Per quanto riguarda i tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, le attese sono rilevate sui tassi a termine, che riflettono la curva dei rendimenti alla data dell'ultimo aggiornamento delle informazioni considerate ai fini delle proiezioni<sup>2</sup>; esse comportano un incremento dal 3,8 per cento della metà di febbraio a una media del 4,2 nel 2007 e del 4,3 l'anno seguente. Le aspettative sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano un profilo piatto intorno al 4,1 per cento registrato a metà di febbraio, con un tasso medio del 4,2 per cento nel 2007 e nel 2008. In base all'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 13 febbraio, si assume che i corsi del petrolio siano pari in media a 59,9 dollari al barile nel 2007 e a 63,4 nel 2008. Le quotazioni delle materie prime non energetiche, espresse in dollari, dovrebbero mediamente aumentare del 14,5 per cento nel 2007 e del 5,0 l'anno seguente.

Viene formulata l'ipotesi tecnica secondo cui i tassi di cambio bilaterali si manterrebbero invariati nell'orizzonte considerato sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 13 febbraio. Tale ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,30 e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti superiore dell'1,7 per cento rispetto alla media del 2006.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti, o che sono state definite in dettaglio e supereranno con molta probabilità l'iter legislativo.

#### Ipotesi relative al contesto internazionale

Secondo le attese, il contesto esterno all'area dell'euro dovrebbe rimanere favorevole nell'orizzonte di proiezione. Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali dovrebbe risultare in certa misura inferiore rispetto agli ultimi anni, mentre nei paesi emergenti dell'Asia si manterrebbe ben al di sopra della media mondiale e anche nella maggior parte delle altre grandi economie continuerebbe a essere vivace.

Nel complesso, le proiezioni indicano che il tasso di incremento del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si collocherà, in media d'anno, intorno al 5,1 per cento nel 2007 e al 5,0 nel 2008. La crescita dei mercati di esportazione esterni dell'area dovrebbe portarsi a circa il 5,5 per cento nel 2007 e il 6,9 l'anno seguente.

<sup>1</sup> 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 dalla BCE nel giugno 2001. 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.

<sup>2</sup> Il presente riquadro include una nota metodologica in merito alle possibili differenze fra le ipotesi sui tassi di interesse a breve termine basate sul mercato che sono utilizzate in questi esercizi di proiezione e i tassi *future* sull'Euribor.

## Proiezioni sulla crescita del PIL

Dopo la crescita eccezionalmente elevata del PIL dell'area dell'euro nel 2006, pari allo 0,9 per cento sul periodo precedente secondo la prima stima dell'Eurostat per il quarto trimestre dell'anno, il tasso di incremento trimestrale del prodotto dovrebbe portarsi a circa lo 0,6 per cento nell'orizzonte considerato. In tale contesto, le proiezioni indicano una crescita del PIL compresa, in media d'anno, tra il 2,1 e il 2,9 per cento nel 2007 e tra l'1,9 e il 2,9 per cento nel 2008. Tra le determinanti di tale andamento, l'espansione delle esportazioni continuerebbe a sostenere l'attività economica, malgrado una certa perdita di competitività, poiché si ipotizza che la domanda esterna seguiti ad aumentare a un ritmo notevole. I consumi privati si accrescerebbero sostanzialmente in linea con il reddito disponibile reale, che dovrebbe beneficiare, in particolare, di miglioramenti nel mercato del lavoro. L'espansione degli investimenti fissi totali proseguirebbe a un passo sostenuto, in un contesto caratterizzato dal perdurare di condizioni di finanziamento propizie, utili elevati e prospettive favorevoli per la domanda.

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

(variazioni percentuali; medie annue)<sup>1), 2)</sup>

	2006	2007	2008
IAPC	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6
PIL in termini reali	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
Consumi privati	2,0	1,8-2,4	1,6-3,0
Consumi collettivi	2,3	0,8-1,8	1,0-2,0
Investimenti fissi lordi	4,9	2,4-5,0	1,9-5,1
Esportazioni (beni e servizi)	8,3	4,7-7,7	4,1-7,3
Importazioni (beni e servizi)	7,9	3,7-7,1	4,2-7,6

1) Gli intervalli di valori indicati per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale sono basati sulla media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato dalle banche centrali dell'area dell'euro. Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti tengono conto dei 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 l'area dell'euro includono la Slovenia dal 2007. Le variazioni percentuali annue per il 2007 si basano su una composizione dell'area comprendente la Slovenia già nel 2006. La quota del paese nel PIL dell'area è pari a circa lo 0,3 per cento.

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

Per quanto riguarda lo IAPC complessivo, si prevede un tasso medio di incremento compreso in un intervallo dell'1,5-2,1 per cento nel 2007 e dell'1,4-2,6 per cento l'anno seguente. In linea con le ipotesi sui corsi del petrolio, desunte dai prezzi correnti dei *future*, ci si attende che il contributo dei rincari dei beni energetici e delle materie prime non petrolifere all'andamento dei prezzi al consumo sia relativamente modesto. Nel contempo, le proiezioni si basano sull'aspettativa che la crescita dei salari registri un certo incremento nell'orizzonte considerato. Poiché l'espansione della produttività del lavoro dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile, ciò indica un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto nel periodo in esame. L'innalzamento delle imposte indirette inciderà in misura rilevante sull'inflazione al consumo nel 2007, apportando un contributo aggregato a livello dell'area dell'euro pari a 0,5 punti percentuali. Per il 2008, invece, non si prospetta al momento alcun effetto associato a tale fattore. Infine, le proiezioni relative allo IAPC si fondano sull'aspettativa di una crescita ancora costante, seppure in lieve calo, dei margini di profitto.

### Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2006

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel numero di dicembre 2006 del Bollettino mensile della BCE, gli intervalli di valori indicati per il tasso di crescita del PIL in termini reali hanno subito una lieve correzione verso l'alto per il 2007 e il 2008, riflettendo prevalentemente i risultati positivi registrati per il prodotto nella seconda metà del 2006 e livelli dei prezzi dell'energia inferiori a quelli ipotizzati in precedenza.

Per quanto riguarda il tasso di incremento dello IAPC complessivo sui dodici mesi, il nuovo intervallo previsto per il 2007 si situa nella parte inferiore dell'intervallo indicato nelle proiezioni di dicembre, rispecchiando principalmente l'ipotesi di prezzi inferiori dell'energia. L'intervallo relativo al 2008 ha subito uno spostamento verso l'alto, connesso all'ipotesi di pressioni salariali leggermente più accentuate rispetto all'esercizio di dicembre.

### Tavola B: Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2006

(variazioni percentuali; medie annue)

	2006	2007	2008
PIL in termini reali – dicembre 2006	2,5-2,9	1,7-2,7	1,8-2,8
PIL in termini reali – marzo 2007	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
IAPC – dicembre 2006	2,1-2,3	1,5-2,5	1,3-2,5
IAPC – marzo 2007	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6

### Nota metodologica in merito alle ipotesi sui tassi di interesse a breve termine utilizzate nelle proiezioni

Le ipotesi relative ai tassi di interesse a breve termine basate sul mercato che sono utilizzate nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema/della BCE si fondano sui tassi a termine a tre mesi calcolati stimando una curva dei rendimenti per i titoli a cedola zero (*zero-coupon*) con il metodo Nelson-Siegel-Svensson, comunemente impiegato dalle banche centrali per la stima delle curve dei rendimenti<sup>3</sup>.

Tali ipotesi possono, pertanto, divergere in certa misura dai tassi *future* sull'Euribor, che gli operatori di mercato spesso adottano come indicatori dell'evoluzione futura dei tassi di interesse a breve termine. La BCE ha deciso di utilizzare i tassi a termine poiché i contratti *future* sull'Euribor sono liquidi soltanto fino a un orizzonte di tre anni, mentre alcuni esercizi di simulazione richiedono l'intera gamma dei tassi di interesse a breve termine fino a una scadenza di dieci anni. Inoltre, per coerenza di calcolo delle ipotesi sui tassi di interesse a breve e a lungo termine nell'ambito delle proiezioni è necessario considerare la curva completa dei rendimenti fino a un orizzonte di dieci anni.

Le differenze fra i tassi a termine e quelli *future* sono riconducibili principalmente alle diverse convenzioni adottate per la quotazione dei tassi *future* sull'Euribor e dei tassi *swap* sui titoli a cedola zero del circuito Reuters, di cui si tiene conto per stimare la curva *swap* dell'area dell'euro utilizzando il metodo Nelson-Siegel-Svensson. Le differenze sono connesse segnatamente alle convenzioni di capitalizzazione e di determinazione dei giorni.

Per quanto concerne le convenzioni di capitalizzazione, i tassi di interesse che si riferiscono a un periodo inferiore a un anno (ad esempio tassi a termine a tre mesi) vengono solitamente espressi in termini annui e pertanto devono essere annualizzati. I tassi a termine considerati dagli esperti della BCE sono calcolati come tassi composti, ossia tengono conto degli "interessi sugli interessi". I tassi Euribor sono invece quotati come tassi semplici. I tassi semplici sono inferiori (di circa 5 punti base al livello corrente dei tassi di interesse) rispetto a quelli composti comparabili.

<sup>3</sup> Cfr. *Zero-coupon yield curves: technical documentation*, BIS Papers No 25, Banca dei regolamenti internazionali, 2005.

Un'altra convenzione rilevante che riguarda i tassi di interesse è connessa alla durata ipotizzata di un anno. I tassi *swap* sui titoli a cedola zero forniti da Reuters sono quotati in termini di giorni effettivi di durata/giorni effettivi di un anno (*actual/actual*). Ciò significa che un determinato periodo è annualizzato assumendo un anno di 365 giorni (366 nel caso degli anni bisestili). I tassi Euribor, invece, sono quotati in termini di giorni effettivi di durata/360 (*actual/360*) e pertanto risultano leggermente inferiori (al momento di circa 6 punti base) rispetto ai tassi sui titoli a cedola zero comparabili.

Nel complesso, le differenze nelle convenzioni di quotazione fanno sì che le ipotesi sui tassi di interesse utilizzate per le proiezioni superino attualmente di circa 10 punti base i tassi *future* sull'Euribor. Alla luce di ciò, è importante ribadire che tali ipotesi sono compilate in modo meccanico sulla base della curva dei rendimenti e non contengono alcun elemento di giudizio.

© Banca centrale europea, 2007  
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.int>

Tutti i diritti riservati.  
È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.