



BANCA CENTRALE EUROPEA

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 20 novembre 2004, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro¹. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, le stime indicano un tasso di crescita medio annuo compreso fra l'1,6 e il 2,0 per cento nel 2004, mentre si prevede un intervallo dell'1,4-2,4 per cento nel 2005 e dell'1,7-2,7 per cento l'anno seguente. Il tasso di incremento medio annuo dello IAPC complessivo è stimato al 2,1-2,3 per cento nel 2004; secondo le proiezioni, esso si porterebbe all'1,5-2,5 per cento nel 2005 e all'1,0-2,2 per cento nel 2006.

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 mercato². 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.

¹ Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema sono prodotte congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro; esse 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.

² 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 del 2,16 per cento. L'ipotesi tecnica dell'invarianza dei tassi di cambio implica che il cambio euro/dollaro rimanga a 1,29 nel periodo di riferimento e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti più elevato del 6,1 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 4,2 per cento nel 2004 al 4,5 nel 2006. I prezzi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero mostrare un incremento medio annuo del 18 per cento nel 2004 e restare sostanzialmente invariati nel 2005, per poi tornare a crescere del 5 per cento nel 2006. In base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti future, si ipotizza che i corsi petroliferi aumentino in media d'anno a 44,4 dollari al barile nel 2005, da 39,0 dollari nel 2004, per poi diminuire a 40,8 dollari nel 2006.

Il contesto internazionale

Il ciclo dell'economia mondiale sembra avere raggiunto il punto massimo e i corsi petroliferi hanno registrato un aumento nel 2004, mentre le politiche economiche dovrebbero gradualmente tornare a un orientamento più neutrale. Pertanto, pur restando sostenuta nell'orizzonte di proiezione, la crescita dell'economia mondiale dovrebbe indebolirsi lievemente nei prossimi due anni. Nel contempo, il rincaro del greggio e delle materie prime non energetiche determinerà un incremento dell'inflazione a livello internazionale.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, ci si attende che la crescita del PIL rimanga robusta, per poi diminuire gradualmente dal rapido ritmo di espansione osservato nella seconda metà del 2003 e nei primi mesi del 2004. Nei paesi asiatici diversi dal Giappone, il tasso di variazione del prodotto dovrebbe restare ben al di sopra della media mondiale, malgrado i più elevati prezzi del petrolio e l'inasprimento della politica economica deciso in Cina. Secondo le attese, la crescita delle altre grandi economie dovrebbe rimanere dinamica. Inoltre, i paesi entrati a far parte dell'UE il 1° maggio 2004 manterrebbero un ritmo di espansione relativamente sostenuto.

In base alle stime, il tasso di variazione del *PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro* si porterebbe, in media d'anno, al 5,5 per cento nel 2004; nei due anni successivi esso dovrebbe collocarsi a circa il 4,5 per cento. Il tasso di incremento della domanda nei *mercati di esportazione esterni all'area dell'euro* è stimato all'8,7 per cento nell'anno in corso, mentre per il 2005 e il 2006 le proiezioni indicano un calo a circa l'8,0 e il 7,5 per cento, rispettivamente.

Proiezioni sulla crescita del PIL

Secondo la prima stima dell'Eurostat, il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro sul periodo precedente sarebbe pari allo 0,3 per cento nel terzo trimestre del 2004, dopo lo 0,7 per cento del primo trimestre e lo 0,5 per cento del secondo. Le attese indicano che esso tornerà a collocarsi su livelli prossimi allo 0,5 per cento nell'arco temporale considerato. Pertanto, il tasso di variazione medio annuo del prodotto è stimato all'1,6-2,0 per cento nel 2004; per il 2005 si prevede un intervallo dell'1,4-2,4 per cento e per il 2006 dell'1,7-2,7 per cento. L'espansione delle esportazioni, implicita nell'ipotesi di un protratto vigore della domanda esterna, continuerebbe a sostenere l'attività economica nell'orizzonte di riferimento, mentre la domanda interna dovrebbe crescere a un ritmo costante.

In base alle proiezioni, l'*occupazione totale* mostrerebbe un certo rafforzamento nell'arco temporale considerato. L'offerta di lavoro dovrebbe aumentare, in quanto migliori prospettive d'impiego e riforme strutturali del mercato del lavoro in vari paesi dell'area indurranno un incremento dei tassi di partecipazione. Le proiezioni relative all'offerta di lavoro e all'occupazione implicano che il tasso di disoccupazione dovrebbe iniziare a ridursi nel secondo semestre del 2005.

Per quanto concerne le componenti di spesa interna del PIL, per il 2004 le stime riportano un tasso di variazione dei *consumi privati* compreso fra lo 0,9 e l'1,3 per cento, in quanto la contenuta espansione dei redditi da lavoro e i marcati rincari dell'energia esercitano un impatto negativo sul potere d'acquisto delle famiglie. Le proiezioni indicano che i consumi si porteranno all'1,1-2,1 per cento nel 2005 per poi raggiungere l'1,2-2,8 per

cento nel 2006. Il reddito disponibile reale delle famiglie sarà sostenuto da una maggiore crescita dell'occupazione, da un aumento dei salari in termini reali, dovuto al calo dell'inflazione, e dal contributo positivo di altre componenti di reddito. Il tasso di risparmio delle famiglie si manterrebbe pressoché costante nel periodo in esame. Se da un lato la fiducia dei consumatori dovrebbe rafforzarsi a seguito di un certo miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, dall'altro ci si attende che il livello del risparmio rimanga relativamente elevato, a causa dei timori per l'andamento delle finanze pubbliche e, in particolare, per le prospettive a lungo termine circa i sistemi sanitari e pensionistici. Sulla base degli attuali piani di bilancio, si ipotizza inoltre una leggera riduzione del contributo dei *consumi collettivi* all'incremento del PIL nell'orizzonte temporale considerato.

Con riguardo agli *investimenti fissi totali*, le stime evidenziano un certo rafforzamento nella seconda metà dell'anno in corso. Il tasso di crescita si collocherebbe, in media d'anno, all'1,2-2,2 per cento nel 2004, mentre secondo le proiezioni dovrebbe raggiungere l'1,7-4,7 per cento nel 2005 e il 2,1-5,3 per cento nel 2006. La ripresa degli investimenti totali sarebbe in gran parte ascrivibile agli *investimenti delle imprese*, che dovrebbero beneficiare delle favorevoli condizioni creditizie e dell'aumento dei profitti societari, nonché delle migliori prospettive per la domanda. Si ritiene che gli *investimenti privati nell'edilizia residenziale* registrino tassi di espansione moderati nel periodo di riferimento.

Per quanto attiene alle esportazioni complessive, le stime riportano un tasso di crescita medio annuo compreso fra il 4,5 e il 7,3 per cento nel 2004; in base alle proiezioni, questo si situerebbe al 4,6-7,8 per cento nel 2005 per poi raggiungere il 4,8-8,0 per cento nel 2006³. La quota di mercato delle esportazioni al di fuori dell'area dell'euro dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile nell'orizzonte considerato, dopo il significativo calo dello scorso anno riconducibile soprattutto all'apprezzamento dell'euro. Il tasso di incremento delle importazioni complessive si porterebbe, in media d'anno, su livelli sostanzialmente in linea con quelli delle esportazioni. Le proiezioni formulate per le importazioni rispecchiano il profilo della spesa finale totale dell'area, ma anche qualche ritardato impatto al rialzo dello scorso rafforzamento della valuta europea. Nel complesso, le esportazioni nette non dovrebbero pertanto contribuire in misura significativa all'espansione del PIL nel periodo in esame, poiché la crescita delle esportazioni sarebbe più o meno compensata da quella delle importazioni.

Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Il tasso medio di incremento dello IAPC raggiungerebbe, in base alle stime, il 2,1-2,3 per cento nel 2004; secondo le proiezioni, esso si collocherebbe in un intervallo dell'1,5-2,5 per cento nel 2005 e dell'1,0-2,2 per cento nel 2006. Le ipotesi adottate per le quotazioni petrolifere implicano che la componente energetica fornisca un notevole contributo positivo all'inflazione armonizzata nel 2005, mentre l'anno seguente essa inciderebbe in modo lievemente negativo. Nel 2005 il tasso di variazione della componente non energetica dovrebbe diminuire leggermente secondo le proiezioni, riflettendo limitati aumenti dei prezzi all'importazione e il perdurare di contenute pressioni dal lato dei costi interni. Inoltre, le ipotesi relative alle politiche di bilancio

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

per i prossimi due anni comportano un'incidenza minore degli incrementi di imposte indirette e prezzi amministrati, rispetto al contributo significativo delle misure attuate nel 2004.

Nonostante il recente rincaro del greggio, i prezzi all'importazione rimarrebbero, in media, relativamente contenuti nel 2004, per l'effetto ritardato del passato apprezzamento dell'euro. Le ipotesi formulate per le quotazioni delle materie prime e per i tassi di cambio presuppongono un moderato aumento dei prezzi all'importazione nell'arco temporale considerato.

La crescita dei redditi nominali per occupato dovrebbe rimanere moderata nel periodo in esame. Questa proiezione si basa non solo sugli accordi salariali vigenti e sul previsto modesto miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, ma anche sul giudizio secondo cui gli effetti di secondo impatto esercitati dal rincaro del greggio sui redditi nominali resteranno limitati. Le proiezioni sull'espansione del PIL e sull'occupazione presuppongono che, sebbene in lieve flessione nell'orizzonte di riferimento, il tasso di incremento della produttività del lavoro continui a collocarsi su livelli elevati. A seguito degli andamenti indicati per le retribuzioni e la produttività, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto rimarrebbe contenuta nei prossimi due anni.

Tavola: Proiezioni macroeconomiche

(variazioni percentuali)¹⁾

	2003	2004	2005	2006
IAPC	2,1	2,1 – 2,3	1,5 – 2,5	1,0 – 2,2
PIL in termini reali	0,5	1,6 – 2,0	1,4 – 2,4	1,7 – 2,7
Consumi privati	1,1	0,9 – 1,3	1,1 – 2,1	1,2 – 2,8
Consumi collettivi	1,6	0,9 – 2,1	0,3 – 1,3	0,7 – 1,7
Investimenti fissi lordi	-0,6	1,2 – 2,2	1,7 – 4,7	2,1 – 5,3
Esportazioni (beni e servizi)	0,2	4,5 – 7,3	4,6 – 7,8	4,8 – 8,0
Importazioni (beni e servizi)	2,0	5,0 – 7,6	4,8 – 8,2	4,8 – 8,2

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 realizzate dalle banche centrali dell'area dell'euro nel corso degli anni passati. Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti sono elaborate sulla base di dati corretti per i giorni lavorativi; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni includono l'interscambio nell'area.

Riquadro A

Confronto con le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel settembre 2004

Le ipotesi tecniche formulate per i prezzi del petrolio e i tassi di cambio sono state riviste in misura considerevole rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel numero di settembre del Bollettino mensile. Le quotazioni del greggio risultano infatti più elevate del 21 per cento, mentre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è aumentato del 4,2 per cento in confronto all'esercizio di settembre. Per quanto concerne le ipotesi tecniche sui tassi di interesse, le correzioni apportate sono di entità modesta.

Un'importante modifica rispetto allo scorso esercizio consiste nello spostamento verso il basso dell'intervallo previsto per il tasso di crescita del PIL nel 2005; tale spostamento è ampiamente attribuibile alla suddetta correzione verso l'alto delle ipotesi tecniche sui corsi petroliferi e sul tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. Inoltre, il dato per l'espansione del prodotto nel terzo trimestre del 2004, lievemente inferiore rispetto alle precedenti attese, determina una riduzione automatica del tasso di variazione medio annuo del PIL per il 2005.

L'intervallo relativo allo IAPC rimane invariato per l'anno in corso, mentre per il 2005 ha subito una leggera correzione verso l'alto in confronto a settembre; tale correzione risulta limitata poiché l'impatto del rincaro del petrolio è attenuato dalla revisione verso l'alto delle ipotesi sui tassi di cambio. Le proiezioni sul costo del lavoro per unità di prodotto sono state lievemente modificate.

Confronto fra le proiezioni macroeconomiche

(variazioni percentuali)

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

Riquadro B

Previsioni formulate da altre istituzioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia 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 ed esterne, ivi compresi i prezzi del petrolio. 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 nell'orizzonte temporale considerato.

Malgrado le diverse ipotesi sottostanti, le previsioni recentemente pubblicate da altre organizzazioni evidenziano un consenso riguardo al fatto che il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro si collocherà, in media d'anno, in un intervallo compreso fra l'1,9 e il 2¼ per cento nel 2005 e fra il 2¼ e il 2½ per cento nel 2006. I dati riportati dalle previsioni per il 2005 risultano molto simili. Per il 2006, la Commissione europea e la *Survey of Professional Forecasters* prevedono un tasso di variazione del prodotto pari al 2,2 per cento, mentre l'OCSE pronostica il 2,5 per cento.

Va osservato che i tassi annui di crescita riportati dalla Commissione europea e dall'FMI non sono corretti per il numero di giornate lavorative. Per il 2004 il tasso di variazione non corretto del PIL dell'area risulterà, in media d'anno, più elevato di circa ¼ di punto percentuale rispetto a quello corretto, a causa del maggior numero di giorni lavorativi. Pertanto, sia le previsioni dell'FMI sia quelle della Commissione europea indicano, tenendo conto degli effetti di calendario, un aumento del tasso di espansione del prodotto nel 2005. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e le previsioni dell'OCSE evidenziano tassi di incremento corretti per i giorni lavorativi, mentre le altre previsioni non specificano se sia stata effettuata una correzione dei dati.

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

(variazioni percentuali)

	Data di pubblicazione	2004	2005	2006
Commissione europea	ottobre 2004	2,1	2,0	2,2
FMI	settembre 2004	2,2	2,2	n.d.
OCSE	novembre 2004	1,8	1,9	2,5
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2004	1,9	1,9	n.d.
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	novembre 2004	1,9	2,0	2,2

Fonti: Commissione europea, Previsioni economiche, *autunno 2004*; FMI, *World Economic Outlook, settembre 2004*; OCSE, *Economic Outlook, n. 76*; *Consensus Economics Forecasts*; BCE, *Survey of Professional Forecasters*

Nota: le previsioni della Commissione europea e dell'FMI indicano tassi di variazione non corretti per i giorni lavorativi.

Per il tasso di inflazione misurato sullo IAPC, le previsioni indicano un valore medio annuo compreso fra l'1,8 e l'1,9 per cento nel 2005, ad eccezione di quelle dell'OCSE che riportano il 2,0 per cento. Per il 2006 sia la Commissione europea sia l'OCSE pronosticano una diminuzione all'1,7 per cento, mentre la *Survey of Professional Forecasters* evidenzia l'1,9 per cento.

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

(variazioni percentuali)

	Data di pubblicazione	2004	2005	2006
Commissione europea	ottobre 2004	2,1	1,9	1,7
FMI	settembre 2004	2,1	1,9	n.d.
OCSE	novembre 2004	2,1	2,0	1,7
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2004	2,2	1,9	n.d.
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	novembre 2004	2,1	1,9	1,9

Fonti: Commissione europea, Previsioni economiche, *autunno 2004*; FMI, *World Economic Outlook, settembre 2004*; OCSE, *Economic Outlook, n. 76*; *Consensus Economics Forecasts*; BCE, *Survey of Professional Forecasters*