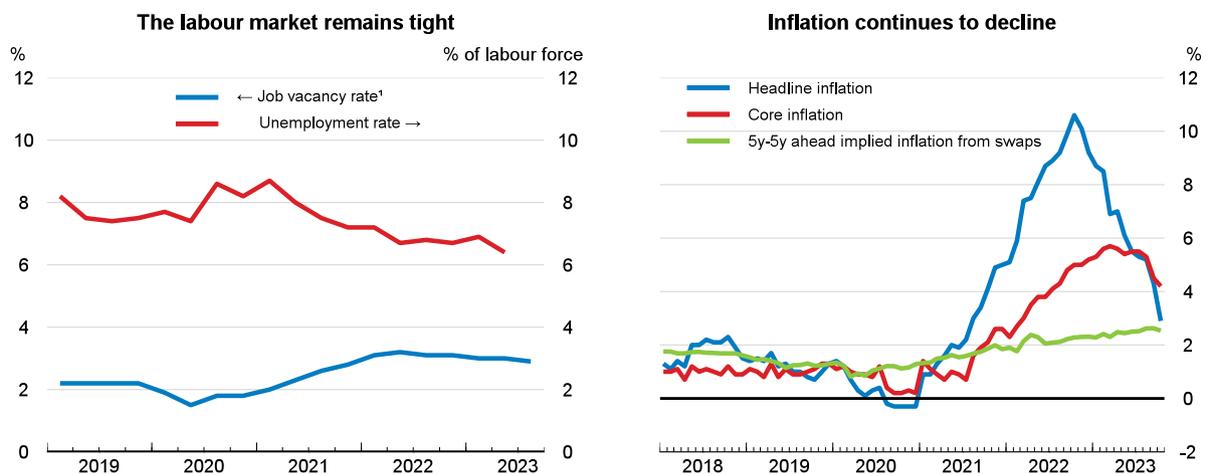


Zona euro

Secondo le previsioni, la crescita del PIL dovrebbe rallentare, attestandosi allo 0,6 % nel 2023, per risalire progressivamente all'0,9 % nel 2024 e all'1,5 % nel 2025. I consumi privati saranno sostenuti dalla rigidità dei mercati del lavoro e dall'aumento dei redditi reali a seguito del calo dell'inflazione. Nel contempo, i maggiori costi di finanziamento e l'incertezza graveranno sugli investimenti privati. Nel corso del periodo considerato dalle proiezioni, la crescita dei salari dovrebbe subire una graduale diminuzione. Le strozzature dell'occupazione nel settore dei servizi faranno sì che l'inflazione di fondo rimanga elevata fino alla metà del 2025, malgrado l'attuale diminuzione dell'inflazione complessiva.

Il persistere dell'inflazione di fondo, il crescente impatto dell'aumento dei tassi di interesse sull'economia reale e l'incertezza associata ai crescenti rischi geopolitici comportano la necessità di coordinare le politiche macroeconomiche. Per ricostruire il margine di bilancio occorre una politica di bilancio prudente, mentre le norme europee in materia fiscale dovrebbero essere riorientate sulla sostenibilità del debito e sui piani di spesa pluriennali. Le condizioni monetarie devono rimanere restrittive per far sì che la disinflazione continui.

Zona euro 1



1. Il tasso di posti di lavoro vacanti misura la quota di posti vacanti sul totale dei posti di lavoro, espressa come rapporto tra il numero di posti vacanti e il numero di posti occupati sommato al numero di posti vacanti.

Fonte: banca dati delle statistiche del lavoro dell'OCSE; banca dati dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) di Eurostat; LSEG.

StatLink  <https://stat.link/t2164a>

Zona euro: domanda, rendimento e prezzi

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Zona euro	Prezzi correnti migliaia di miliardi di EUR	Variazioni percentuali, volume (prezzi 2015)				
PIL ai prezzi di mercato	11 421.1	5.9	3.4	0.6	0.9	1.5
Consumi privati	5 899.6	4.4	4.2	0.6	1.1	1.6
Consumo pubblico	2 559.2	4.2	1.5	0.1	0.8	0.8
Investimenti fissi lordi	2 511.1	3.5	2.7	1.2	0.8	1.5
Domanda interna finale	10 969.9	4.1	3.3	0.6	0.9	1.4
Saldo netto Formazione delle scorte ¹	41.1	0.6	0.4	-0.3	0.1	0.0
Total domestic demand	11 011.0	4.7	3.6	0.3	1.0	1.4
Saldo netto delle esportazioni ¹	410.0	1.3	0.0	0.2	-0.1	0.1
<i>Conti d'ordine</i>						
Deflatore del PIL	—	2.3	4.6	5.6	2.7	2.2
Indice armonizzato dei prezzi al consumo	—	2.6	8.4	5.5	2.9	2.3
Indice armonizzato dell'inflazione di fondo ²	—	1.4	4.0	5.1	3.1	2.3
Tasso di disoccupazione ³ (% della forza lavoro)	—	7.7	6.7	6.5	6.6	6.5
Tasso di risparmio delle famiglie, netto (% del reddito netto)	—	11.5	7.5	7.5	7.9	7.7
Saldo finanziario dell'amministrazione pubblica (% del PIL)	—	-5.3	-3.6	-3.3	-2.9	-2.6
Debito pubblico lordo (% del PIL)	—	115.5	96.4	96.0	96.8	97.3
Debito pubblico lordo, definizione Maastricht ⁴ (% del PIL)	—	96.8	92.7	92.2	93.1	93.5
Bilancio delle partite correnti (% del PIL)	—	4.1	1.4	3.1	3.0	3.1

Nota: aggregazione basata sui Paesi della zona euro membri dell'OCSE e su base destagionalizzata e corretta per i giorni di calendario.

1. Contributi alle variazioni del PIL reale, importo effettivo riportato nella prima colonna.

2. Indice armonizzato dei prezzi al consumo, al netto di prodotti alimentari, energia, alcol e tabacco.

3. La definizione di debito pubblico di Maastricht comprende solo prestiti, titoli di debito, valute e depositi, con debito al valore nominale anziché al valore di mercato.

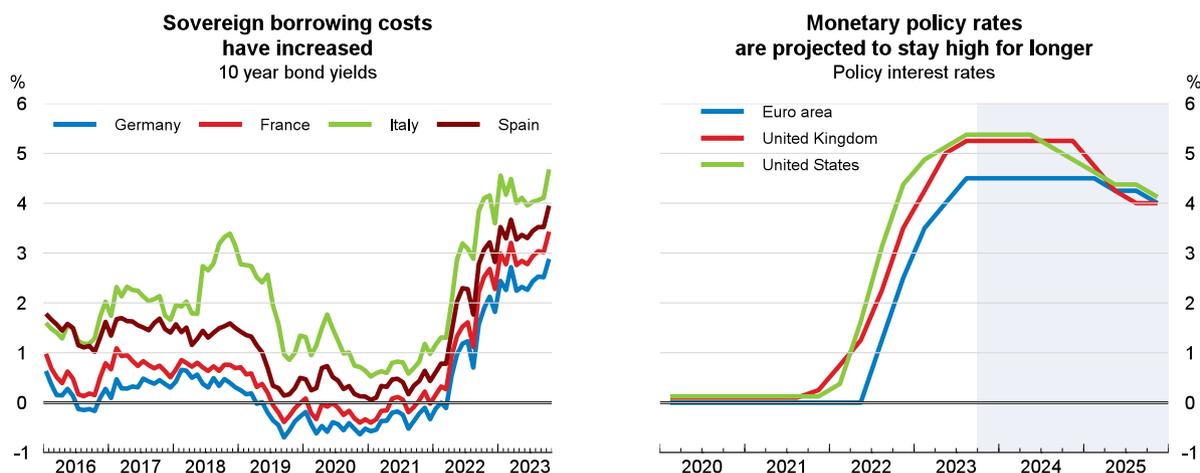
Source: banca dati 114, Prospettive economiche dell'OCSE.

StatLink  <https://stat.link/63vmhy>

Le condizioni di finanziamento restrittive e l'incertezza geopolitica pesano sulle prospettive

Nel terzo trimestre del 2023, la crescita del PIL è diminuita dello 0,1 % su base trimestrale. Il peggioramento della situazione geopolitica ha generato ulteriori incertezze. Gli indicatori *forward-looking* relativi al *sentiment* e alla fiducia mostrano un peggioramento. Il miglioramento degli indicatori compositi del *Purchase Managers' Index* è venuto meno nel terzo trimestre del 2023, in un contesto caratterizzato dalla continua diminuzione della produzione manifatturiera e dall'indebolimento della fiducia e della produzione nel suo complesso. L'inflazione complessiva ha continuato a scendere, passando dal 5,2 % nel mese di agosto al 2,9 % nel mese di ottobre. Analogamente, l'inflazione di fondo è diminuita al 4,2 % ad ottobre. Tuttavia, l'inflazione di fondo continua a mostrare una certa vischiosità, considerando che i prezzi dei servizi sono aumentati di oltre il 4 % su base annua. Le aspettative di inflazione basate sul mercato si sono stabilizzate al di sopra dell'obiettivo del 2 % anche per le prospettive di lungo periodo. Il credito bancario alle imprese e alle famiglie ha continuato a ridursi in presenza di tassi sui prestiti più elevati, di una domanda di prestiti più contenuta e di criteri più restrittivi per la concessione del credito. Allo stesso tempo, il mercato del lavoro continua a mostrarsi rigido, con un tasso di posti vacanti appena al di sotto del picco recentemente raggiunto. A settembre 2023 il tasso di disoccupazione destagionalizzato della zona euro si è attestato al 6,5 %, con carenze di manodopera che, in molti Paesi, si sono tradotte in una crescita salariale superiore alla media.

Zona euro 2



Fonte: LSEG e banca dati delle Prospettive economiche dell'OCSE n. 114.

StatLink  <https://stat.link/z0np5s>

L'incremento dei rendimenti dei titoli sovrani statunitensi registrato negli ultimi mesi, insieme all'aumento dei premi di rischio connessi all'inflazione richiesti dagli investitori hanno generato una crescita dei rendimenti su molti titoli sovrani della zona euro. In un contesto caratterizzato dal calo dei corsi azionari, i prezzi dei titoli delle banche della zona euro sono aumentati, registrando risultati migliori rispetto a quelli statunitensi e abbassando il costo del capitale nuovo. La guerra di aggressione della Russia contro l'Ucraina ha comportato conseguenze limitate per l'economia della zona euro. Gli scambi diretti con la Russia sono scarsi e hanno subito un ulteriore calo a seguito delle numerose serie di sanzioni coordinate dall'UE. Le imprese europee si sono dimostrate resilienti nel corso della crisi energetica, in parte a causa del forte calo della domanda di energia. Le politiche coordinate hanno inoltre contribuito a potenziare la resilienza: la capacità di importazione di gas naturale liquefatto è stata ampliata e la disponibilità delle scorte è a un ottimo livello, mentre l'UE ha raggiunto il suo obiettivo di stoccaggio del 90 % in agosto, ben prima della scadenza di novembre. La rapida diffusione delle energie rinnovabili ha inoltre contribuito a ridurre la dipendenza dal gas. Allo stesso tempo, la produzione nelle industrie ad alta intensità energetica è diminuita, pesando sulla crescita e inducendo le industrie nazionali a chiedere sovvenzioni, il che potrebbe compromettere il mercato unico dell'UE. Gli Stati membri dell'UE hanno recentemente esteso fino al marzo 2025 la protezione temporanea accordata a oltre 4 milioni di rifugiati ucraini. Per aiutare gli Stati membri a far fronte ai relativi costi, l'UE ha messo a disposizione 21 miliardi di EUR (ossia lo 0,18 % del PIL della zona euro) provenienti dai fondi di coesione e dai fondi per la ripresa dalla pandemia.

Gli investimenti pubblici in corso contribuiranno a finanziare la transizione verde

Costituito da posizioni nettamente diverse da un Paese all'altro, l'orientamento delle politiche di bilancio della zona euro dovrebbe rimanere restrittivo nel 2024 e nel 2025, con un irrigidimento cumulato pari all'1¼% del PIL. Si prevede che il sostegno fiscale, mirato ad attenuare l'impatto degli elevati costi dell'energia, venga gradualmente revocato nel corso del 2024. Al fine di prevenire il deterioramento delle finanze pubbliche e garantire il necessario inasprimento della politica macroeconomica, è essenziale garantire che il sostegno al reddito sia mirato alle famiglie vulnerabili ed evitare una corsa alle sovvenzioni tra i Paesi. Al contempo, la guerra in Ucraina ha determinato un costante aumento della spesa militare e il programma *Next Generation EU* (NGEU) ha stimolato investimenti per garantire l'approvvigionamento

energetico e accelerare la transizione verde, pari a circa l'1 % del PIL della zona euro all'anno. Occorre sostenere tale spesa in maniera efficace.

La BCE ha continuato a inasprire la politica monetaria, portando il tasso sui depositi al 4 % e quello sulle principali operazioni di rifinanziamento al 4,5 %, entrambi ai massimi storici. Si prevede che i tassi di riferimento si mantengano su questo livello nel 2025, così da ridurre in modo duraturo le pressioni inflazionistiche soggiacenti che mantengono elevata l'inflazione di fondo. Un periodo di crescita inferiore alla tendenza contribuirà ad attenuare le pressioni sulle risorse provenienti, tra l'altro, dalla dinamicità dei mercati del lavoro e degli effetti a breve termine della spesa pubblica aggiuntiva associata al programma *Next Generation EU*. Si stima che fino alla conclusione del programma NGEU, prevista nel 2026, gli investimenti pubblici aumenteranno fino al 2,5 % del PIL, attirando investimenti privati pari al 5 % del PIL. Il tasso di rifinanziamento principale dovrebbe rimanere invariato fino al secondo trimestre del 2025 per poi iniziare a scendere gradualmente al 4 % alla fine del periodo preso in esame dalle proiezioni.

Nel 2024, grazie alla ripresa della domanda interna, la crescita si rafforzerà

Secondo le proiezioni, la crescita trimestrale rimarrà debole nel breve periodo, in presenza di un irrigidimento delle condizioni finanziarie, di un rialzo dei prezzi dell'energia e delle materie prime e di un'elevata incertezza. Nonostante la forte crescita dei salari, l'inflazione dei prezzi al consumo, pari al 5,5 % nel 2023, continuerà a gravare sui redditi e sui consumi privati. Tuttavia, i redditi reali disponibili si riprenderanno con il protrarsi della disinflazione per tutto il periodo considerato dalle proiezioni. Gli investimenti saranno frenati dalle maggiori incertezze e dalla rigidità delle condizioni di finanziamento, il che sarà parzialmente compensato dalla spesa aggiuntiva nel quadro del programma NGEU. Secondo le stime, l'inflazione complessiva si ridurrà ulteriormente, calando al 2,9 % nel 2024 e al 2,3 % nel 2025, mentre la scarsa crescita interna contribuirà ad arginare le pressioni sui prezzi e sui costi. Anche l'inflazione di fondo dovrebbe diminuire, sebbene a un ritmo più lento, tornando all'obiettivo di inflazione fissato dalla BCE entro la fine del 2025.

I principali rischi legati alle proiezioni sono al ribasso. I prezzi dell'energia potrebbero segnare una ripresa sulla scia dell'elevata incertezza geopolitica, soprattutto nei prossimi mesi invernali. Le tensioni commerciali potrebbero acuirsi ulteriormente, gravando sulla domanda esterna e spingendo verso l'alto le pressioni inflazionistiche. I rischi per la stabilità finanziaria rimangono elevati, in quanto gli effetti dell'aumento dei tassi di interesse potrebbero innescare perdite derivanti da crediti in sofferenza ed esposizioni immobiliari. Inoltre, i tassi di interesse potrebbero dover rimanere elevati per un periodo più lungo del previsto, o addirittura aumentare ulteriormente, accrescendo il rischio di recessione e l'esposizione delle vulnerabilità del settore finanziario, in particolare tra gli intermediari finanziari non bancari. In un'ottica rialzista, un calo più marcato degli elevati tassi di risparmio delle famiglie potrebbe sostenere i consumi privati. Inoltre, un allentamento duraturo delle tensioni geopolitiche potrebbe attenuare le pressioni al rialzo sui prezzi dell'energia e delle materie prime e una ripresa più forte in Cina potrebbe contribuire a risollevare la domanda esterna.

Per ridurre l'inflazione è opportuno che le politiche macroeconomiche mantengano la rotta intrapresa

I fabbisogni di investimento associati al miglioramento delle politiche in materia di sicurezza energetica e decarbonizzazione sono considerevoli. Al contempo, è necessaria una politica di bilancio prudente per sostenere l'attuale inasprimento della politica monetaria e continuare a ricostituire il margine di bilancio. Un'efficace erogazione dei fondi di *Next Generation EU* contribuirà a espandere la capacità produttiva a medio termine, ma occorrerà un'attenta progettazione e un monitoraggio a livello dell'UE per conseguirla. Per evitare dannose corse alle sovvenzioni e garantire condizioni di parità, le norme in materia di aiuti di

Stato non dovrebbero essere ulteriormente allentate e le risorse di bilancio esistenti dovrebbero essere incanalate verso il sostegno alla ricerca e sviluppo in ambito ecologico, all'innovazione e al sostegno iniziale coordinato a livello dell'UE. L'orientamento della politica monetaria dovrebbe rimanere restrittivo, integrato, se necessario, da una politica macroprudenziale e dall'uso di strumenti mirati per far fronte alle vulnerabilità del settore finanziario.



From:
OECD Economic Outlook, Volume 2023 Issue 2

Access the complete publication at:
<https://doi.org/10.1787/7a5f73ce-en>

Please cite this chapter as:

OECD (2023), "Zona euro", in *OECD Economic Outlook, Volume 2023 Issue 2*, OECD Publishing, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/8145eae9-it>

This document, as well as any data and map included herein, are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area. Extracts from publications may be subject to additional disclaimers, which are set out in the complete version of the publication, available at the link provided.

The use of this work, whether digital or print, is governed by the Terms and Conditions to be found at <http://www.oecd.org/termsandconditions>.