COMMISSIONE
EUROPEA

Strasburgo, 17.12.2024
COM(2024) 702 final

COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO E AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO

relazione sul meccanismo di allerta 2025

preparata conformemente all'articolo 3 del regolamento (UE) n. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

COMUNICAZIONE RELATIVA ALLA RELAZIONE SUL MECCANISMO DI ALLERTA

Nella relazione sul meccanismo di allerta sono segnalati gli Stati membri che, secondo la Commissione, possono presentare squilibri o correre il rischio di presentarli, sulla base di una lettura in chiave economica del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici([1]). La lettura in chiave economica del quadro di valutazione esamina i dati in consuntivo per il 2023, che sono interpretati in modo prospettico e tiene conto, se del caso, dell'evoluzione dei possibili rischi sulla base dell'andamento dell'economia nel corso dell'anno (2024) e delle previsioni per il 2025 e il 2026 derivanti dalle previsioni d'autunno 2024 della Commissione. A distanza di alcuni anni sono state apportate modifiche al quadro di valutazione e la presente relazione sul meccanismo di allerta è la prima a basarsi sul quadro di valutazione riveduto. Le principali modifiche sono illustrate nel riquadro 1 e maggiori dettagli sono forniti in un apposito documento di lavoro dei servizi della Commissione([2]) relativo alle revisioni in questione, che accompagna la presente comunicazione. Un altro documento di lavoro dei servizi della Commissione riporta l'analisi economica completa alla base della presente comunicazione ed è accompagnato da un allegato in cui figurano i valori del quadro di valutazione([3]).

L'inflazione elevata registrata a partire dal 2021 si sta allentando e avvicinando all'obiettivo prefissato, ma l'inflazione dei prezzi dei servizi rimane elevata. A metà del 2024 l'inflazione elevata registrata dal 2021 in poi si era attenuata. Nel complesso i tassi di inflazione dei prezzi al consumo si stanno gradualmente avvicinando agli obiettivi delle autorità monetarie. Nonostante questo calo complessivo permangono pressioni inflazionistiche. L'inflazione generata internamente, principalmente dal settore dei servizi, rimane nel complesso elevata e divergente fra i diversi paesi, con tassi di inflazione particolarmente notevoli in alcuni. Il suo contributo all'inflazione complessiva è attualmente compensato dalla disinflazione derivante dalle importazioni, principalmente dai prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari, e dalla riduzione dei prezzi dei beni di consumo durevoli. Questo processo disinflazionistico è dovuto sia agli effetti base che ai prezzi dell'energia più bassi che emergono dal processo manifatturiero. Con il venir meno degli effetti di questi processi, l'inflazione dei prezzi dei servizi potrebbe far aumentare i tassi complessivi se nel frattempo non dovesse essere stata frenata. Dato che i salari reali hanno appena raggiunto i livelli pre-pandemia quest'anno, la domanda salariale potrebbe rimanere forte e contribuire a mantenere elevati l'inflazione di fondo e il deflatore del PIL.

Sebbene la crescita economica sia ripartita, il contesto macroeconomico presenta criticità. La crescita reale del 2023 è stata debole, in quanto sia i consumi che gli investimenti sono diminuiti a causa di una combinazione di tassi di interesse elevati e di una forte crescita dei prezzi e dei costi. Nel 2024 la crescita reale sta ripartendo, con l'aumento del potere d'acquisto delle famiglie favorito dall'aumento dei salari e dalla riduzione dell'inflazione. Di conseguenza la

([1]) Regolamento (UE) n. 1176/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici.

([2]) Documento di lavoro dei servizi della Commissione "Changes in the scoreboard of the Macroeconomic Imbalance Procedure" (SWD(2024) 702).

([3]) Documento di lavoro dei servizi della Commissione che accompagna la relazione sul meccanismo di allerta 2025 (SWD(2024) 700); documento di lavoro dei servizi della Commissione riportante l'allegato statistico che accompagna la relazione sul meccanismo di allerta 2025 (SWD(2024) 701).

crescita nominale dovrebbe mantenersi relativamente forte, nonostante il calo dell'inflazione. Pur rimanendo ben più elevati rispetto alla maggior parte degli ultimi dieci anni, i tassi di interesse hanno cominciato a scendere. Ciò dovrebbe iniziare ad allentare la pressione avvertita dalle famiglie, dalle imprese e dai governi gravati dal servizio del debito. Sebbene le condizioni di finanziamento si stiano allentando, alcuni paesi inaspriscono la politica di bilancio, il che potrebbe influire sulla crescita. Con gli shock della pandemia e dei prezzi dell'energia ormai lontani e con la ripresa della crescita, i governi iniziano a ridurre il rapporto debito/PIL, il cui aumento era stato dovuto in parte alle politiche attuate per sostenere la domanda a fronte degli shock della pandemia e dei prezzi dell'energia. Il panorama economico mondiale rimane complesso: tensioni geopolitiche emergenti e potenziali perturbazioni economiche pongono sfide significative che potrebbero incidere sui livelli del debito pubblico. Tuttora i rischi tendono a evolversi negativamente e sono determinati dal contesto mondiale: il conflitto in Medio Oriente, il protrarsi della guerra della Russia nei confronti dell'Ucraina e, in generale, un contesto geopolitico in evoluzione, fattori che potrebbero incidere sul commercio mondiale e rendere difficili le condizioni esterne.

Il periodo inflazionistico che si conclude lascia in eredità percorsi di crescita divergenti e differenti aumenti del livello complessivo dei prezzi, che potrebbero generare problemi di competitività di costo. Nel complesso i tassi di inflazione al consumo sono calati notevolmente in tutti i settori e alcuni paesi hanno registrato brevi periodi di deflazione nell'ultimo anno. In genere si tratta di paesi in cui l'energia e altre materie prime hanno svolto un ruolo significativo nella riduzione dei prezzi, in parte per via degli effetti base. Ciononostante in alcuni paesi l'inflazione di fondo rimane in modo persistente superiore a quella di paesi comparabili, il che va ad aggiungersi all'aumento cumulato dei livelli complessivi dei prezzi verificatosi negli ultimi anni. Ciò fa emergere la prospettiva di continui effetti di ricaduta tra la crescita delle retribuzioni e l'inflazione dei prezzi, effetti potenzialmente preoccupanti per quei paesi che hanno già registrato aumenti molto consistenti dei livelli dei prezzi. Anche la crescita del PIL mostra andamenti divergenti. Sebbene la tendenza complessiva di una crescita inferiore nel 2023 seguita da un aumento nel 2024 e nel 2025 sia valida (nel complesso) per tutti i paesi, vi sono notevoli differenze. Non vi è un andamento coerente tra inflazione di fondo elevata e domanda interna, il che suggerisce differenze sostanziali nel panorama post-crisi. In particolare, sebbene in alcuni casi un'inflazione di fondo elevata accompagni una forte crescita continuata del PIL reale, in altri persiste pur con la crescita negativa dello scorso anno e la continua debolezza del PIL reale, rispetto sia ad altri paesi che ai tassi di crescita pre-pandemia.

Lettura tematica specifica per settore

- Nel 2023 **le partite correnti sono migliorate in quasi tutti gli Stati membri**, in quanto i prezzi dell'energia sono diminuiti e la domanda è rimasta debole, cosa che ha in parte annullato la forte riduzione del saldo della bilancia commerciale del 2022. Nonostante questi aumenti le partite correnti rimangono in molti casi al di sotto dei livelli pre-pandemia, in particolare per alcuni grandi debitori netti, e al di sotto dei livelli che ne favorirebbero una rapida correzione. In alcuni casi degni di nota, la domanda interna è rimasta forte e i gli ampi disavanzi delle partite correnti sembrano perdurare. Altrove, un forte miglioramento – o una stabilizzazione a un livello modesto – delle partite correnti è il risultato di una riduzione ciclica, o per lo meno temporanea, della domanda. In questi casi il ritorno di condizioni più favorevoli può rivelare una posizione sottostante più negativa. Persistono avanzi elevati, con saldi di reddito e particolarità specifiche per paese che in alcuni casi svolgono un ruolo significativo. Nel 2024 un aumento graduale della domanda interna compensa nel complesso il continuo miglioramento in termini di scambi commerciali, rendendo le partite correnti sostanzialmente stabili per quest'anno e il prossimo, sebbene su base annua i dati debbano ancora recepire pienamente i miglioramenti degli ultimi trimestri. Rispetto al periodo pre-pandemia si è registrato un cambiamento nella concessione e nell'assunzione di prestiti dei diversi settori dell'economia, con i governi che hanno aumentato l'indebitamento netto e il settore privato che ha aumentato la posizione di accreditamento netto.

Nel 2024 questo effetto non è stato così marcato come nel 2023, in quanto si è registrata una riduzione dell'indebitamento pubblico e un aumento del risparmio del settore privato.

- Nel 2023 le ampie posizioni nette degli stock verso l'estero negative si sono fortemente ridotte, con un ruolo significativo svolto dagli effetti del denominatore che hanno più che compensato alcuni disavanzi consistenti. In alcuni casi i marcati effetti di valutazione hanno determinato ulteriori riduzioni, riflettendo l'andamento dei tassi di cambio. Le ampie posizioni nette sull'estero positive sono rimaste sostanzialmente stabili, in quanto gli effetti del numeratore e del denominatore si sono compensati a vicenda con il protrarsi di avanzi elevati delle partite correnti.

- Le **partite correnti della zona euro** hanno iniziato a crescere a partire dal livello minimo raggiunto all'inizio del 2023 e da allora hanno continuato ad aumentare ogni trimestre. Il miglioramento delle ragioni di scambio ha determinato un netto miglioramento del saldo nominale, mentre la domanda è stata nel complesso contenuta, con un conseguente aumento del saldo delle partite correnti. Le partite correnti della zona euro rimangono ancora al di sotto del livello pre-pandemia, indice dell'impatto duraturo dell'aumento dei prezzi dell'energia, che ha inciso sulla bilancia commerciale, e della graduale riduzione dei saldi dei redditi primari. Queste riduzioni dei saldi dei redditi primari sono concentrate in un numero limitato di paesi e in alcuni casi riflettono le operazioni di società veicolo, con forti legami finanziari transfrontalieri ma legami limitati con le economie nazionali dei paesi. Parallelamente si è registrato un calo dell'avanzo (limitato) dei servizi, sebbene il contributo del turismo sia sostanzialmente pari alla media di lungo termine. Nelle previsioni le partite correnti della zona euro continueranno a migliorare quest'anno per rimanere sostanzialmente stabili l'anno prossimo, riflettendo la carenza di lunga data di investimenti interni rispetto al risparmio. Nel complesso il forte miglioramento delle posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) dei debitori netti ha portato a un riequilibrio unilaterale delle **posizioni esterne nella zona euro**, nonostante l'assenza di correzioni da parte dei paesi grandi creditori netti.

- La crescita del **costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP)** ha evidenziato nel complesso una netta accelerazione nel 2023 (sebbene con notevoli differenze tra i vari paesi), spinta nella maggior parte dei casi dall'accelerazione della crescita salariale e da una crescita della produttività debole o addirittura negativa. La crescita molto forte del CLUP segna l'aumento più consistente degli ultimi anni nella maggior parte degli Stati membri. Gli aumenti salariali sono stati significativi, sebbene in alcuni Stati membri i salari reali non abbiano ancora raggiunto i livelli del 2019. Nel 2024 è in corso un rallentamento degli aumenti salariali, ma in molti paesi gli aumenti previsti restano storicamente elevati. I mercati del lavoro rimangono nel complesso tesi, il che accresce il potere contrattuale dei lavoratori. Sebbene in crescita in alcuni paesi, la disoccupazione parte da un livello basso e rimane comunque limitata. In diversi casi la crescita della disoccupazione si è accompagnata a una crescita molto più significativa dell'occupazione con l'aumento della migrazione e/o della partecipazione al mercato del lavoro. Si è registrata una crescita del CLUP inferiore alla media della zona euro nei paesi grandi debitori netti e una crescita maggiore in numerosi paesi creditori netti, fattore che dovrebbe contribuire a un riequilibrio simmetrico delle posizioni esterne nella zona euro.

- Nel 2023 l'euro si è apprezzato rispetto alle altre grandi valute, in quanto la BCE ha proseguito il ciclo di inasprimento monetario. Anche le valute europee al di fuori della zona euro si sono apprezzate, ad eccezione della corona svedese. Di conseguenza i **tassi di cambio effettivi reali (REER)** sono nel complesso aumentati, con le uniche eccezioni rappresentate dalla Svezia e da alcuni paesi della zona euro con un'inflazione molto più bassa, dove sono rimasti sostanzialmente stabili. Nei paesi con un'inflazione molto elevata, i tassi di cambio effettivi reali basati sull'IPCA sono aumentati di oltre il 5 % in un anno e in misura maggiore nei paesi non appartenenti alla zona euro caratterizzati sia da un forte apprezzamento della valuta nazionale

che da un'inflazione elevata. Nel 2024 l'apprezzamento dell'euro ha subito un notevole rallentamento, il che ha determinato tassi di cambio effettivi reali sostanzialmente stabili in tutta la zona euro, con variazioni relativamente limitate dettate dalle differenze di inflazione, ora molto più contenute.

- Nel 2023 il **rapporto debito delle imprese/PIL** si è notevolmente ridotto per il terzo anno consecutivo in tutta l'UE, con il rapporto debito/PIL complessivo che ha raggiunto il valore più basso da oltre un decennio. Sebbene la principale determinante della riduzione sia stata l'effetto dell'inflazione sul denominatore, anche i flussi di credito netti modesti o in alcuni casi negativi hanno contribuito a un calo generale dell'indebitamento delle imprese. Nel complesso i flussi di credito sono scesi ai livelli più bassi da oltre un decennio. La riduzione dell'indebitamento delle imprese si è associata principalmente a una riduzione del capitale di prestito, mentre i titoli di debito sono rimasti sostanzialmente stabili. Le condizioni di finanziamento rigide e i tassi di interesse elevati hanno aumentato gli interessi passivi delle imprese e hanno pesato sulla capacità di rimborso del debito del settore. Tuttavia, nonostante un lieve aumento delle vulnerabilità finanziarie delle imprese, attualmente vi sono scarse indicazioni di un aumento diffuso dei default dei prestiti. Dopo un picco a metà del 2022 le quote di profitto sono tornate ai livelli pre-pandemia nel 2023 e agli inizi del 2024, per via forse dei salari più elevati cui le imprese fanno fronte, sebbene l'attività economica modesta e la debole crescita della produttività abbiano probabilmente esercitato, e continueranno a esercitare, pressioni sui profitti in alcuni paesi e settori. Nel 2024 la riduzione dell'indebitamento è proseguita, ma a un ritmo più lento, riflettendo l'allentamento dell'inflazione e un lieve aumento dei flussi di credito, cui dovrebbe accompagnarsi anche una graduale ma lenta ripresa degli investimenti delle imprese. Questa ripresa dovrebbe acquisire slancio con il rafforzamento della domanda e il miglioramento delle condizioni di finanziamento e della fiducia delle imprese.

- La crescita dei **prezzi delle abitazioni**, forte nel periodo 2020-22, è rallentata nel 2023. Si sono riscontrate tuttavia notevoli variazioni tra i paesi, con i prezzi in calo in alcuni e in crescita in altri. La riduzione – o l'aumento più lento – dei prezzi riflette l'adeguamento a oneri finanziari più elevati, in quanto le famiglie sono in grado di assicurare il servizio di uno stock di debito inferiore. La lieve riduzione dei tassi di interesse che si è già verificata, unitamente all'adeguamento del mercato a un livello inferiore dei prezzi, sta portando a una ripresa della domanda nel 2024, sebbene in alcuni paesi la crescita dei prezzi resti contenuta. Nonostante la moderazione registrata, si stima che i prezzi delle abitazioni rimangano sopravvalutati in tre quarti dei paesi dell'UE, di cui oltre la metà mostrano segni di sopravvalutazione superiori al 10 %, malgrado il fatto che le riduzioni più marcate dei prezzi siano avvenute in mercati che, secondo le stime, erano i più sopravvalutati. Parallelamente una forte ascesa dei prezzi delle abitazioni continua in alcuni paesi. Nel complesso si è registrata una riduzione dell'edilizia residenziale e dell'acquisizione di permessi, in particolare nei paesi in cui i prezzi hanno subito una correzione più significativa. Ciò dovrebbe continuare a contenere l'offerta nell'immediato futuro, portando a una ripresa delle dinamiche alla base del forte aumento dei prezzi delle abitazioni negli ultimi anni.

- Nel 2023 l'**indice di indebitamento delle famiglie** ha continuato a diminuire come negli ultimi anni, toccando il minimo storico nella maggior parte dei paesi dell'UE. Sebbene la riduzione del 2023 sia dipesa fortemente dall'effetto dell'inflazione elevata sul denominatore, anche la contrazione dei flussi di credito è servita a ridurre l'impatto dei nuovi prestiti sul debito. L'aumento degli oneri finanziari è stato netto e ha avuto ripercussioni immediate sui nuovi prestiti, riducendo la domanda di mutui ipotecari. Il pagamento degli interessi sui prestiti esistenti ne ha risentito più nell'immediato nei paesi in cui i mutui ipotecari prevedono con più probabilità tassi variabili o periodi di determinazione del tasso di interesse molto brevi e in cui sono lunghi. I risparmi delle famiglie hanno registrato una lieve ripresa nel 2023, dopo i due anni di calo seguiti all'impennata provocata dalla pandemia. In media gli interessi ricevuti dalle

famiglie sono aumentati di poco più di quelli pagati. Tuttavia, poiché le attività e i prestiti non sono riconducibili alle stesse famiglie, in diversi paesi alcune famiglie potrebbero subire notevoli pressioni a causa dei tassi di interesse elevati. La recentissima riduzione dei tassi di interesse e la crescita salariale prevista dovrebbero attenuare lievemente il problema in futuro. Nel 2024 i bilanci delle famiglie hanno continuato a migliorare nel complesso, seppure a un ritmo più lento rispetto al 2023.

- La forte crescita del PIL nominale alimentata dall'inflazione elevata ha continuato a determinare una riduzione del **debito pubblico** nel 2023, sebbene permangano disavanzi pubblici consistenti. Nel 2024 e nel 2025 i disavanzi primari delle amministrazioni pubbliche non sono destinati a contrarsi in modo sostanziale in alcuni paesi con un debito elevato e, a causa del differenziale meno favorevole tra i tassi di crescita del PIL nominale e i tassi di interesse, si prevede che la forte riduzione del rapporto debito pubblico/PIL, manifesta dal 2021, rallenti o subisca una battuta di arresto. In alcuni paesi, segnatamente quelli con un debito particolarmente elevato, si prevedono tuttavia notevoli riduzioni del debito anche nel 2024. Si tratta di paesi che hanno registrato avanzi o disavanzi limitati e una crescita sostenuta e continuata del PIL reale che dovrebbe contribuire alla riduzione dell'indebitamento. Alcuni paesi non appartenenti alla zona euro potrebbero essere esposti a rischi aggiuntivi associati all'indebitamento pubblico nei casi in cui quote relativamente elevate del debito siano denominate in valuta estera e possano pertanto risentire delle variazioni dei tassi di cambio. Nei prossimi anni l'attuazione del nuovo quadro di bilancio dell'UE sosterrà la riduzione dell'indebitamento del settore pubblico.

- Nel complesso il **settore finanziario** dell'UE ha mostrato una resilienza costante nel 2023, in quanto le banche hanno beneficiato di maggiori proventi da interessi e le percentuali di crediti deteriorati sono rimaste stabili. I tassi di interesse più elevati hanno determinato un aumento dei margini di interesse, con le banche che hanno trasferito i tassi più elevati più rapidamente sui prestiti che sui depositi. Ciò ha stimolato la redditività delle banche, in particolare quelle che dipendono maggiormente dalla raccolta tramite depositi. Il coefficiente di capitale primario di classe 1 è aumentato leggermente. Nel complesso i crediti deteriorati rimangono stabili, sebbene si siano osservati alcuni aumenti nel 2024 che sembrano essere associati principalmente alla correzione dei prezzi degli immobili non residenziali in atto in diversi paesi, ma anche a condizioni cicliche generalmente più deboli. I criteri di concessione del credito si sono inaspriti nel 2023 e si è registrata una riduzione sia dell'offerta che della domanda di prestiti da parte delle famiglie e delle società non finanziarie. La resilienza del settore bancario è proseguita anche nel 2024, sebbene vi siano alcuni segnali di deterioramento della qualità delle attività in quanto alcuni mutuatari (tra cui le imprese attive nel settore immobiliare) risentono dell'aumento dei tassi di interesse e dei disallineamenti di liquidità. Il settore finanziario non bancario è probabilmente soggetto a rischi aggiuntivi, a condizioni finanziarie più restrittive, a un deterioramento della qualità creditizia e alla possibilità di correzioni disordinate dei prezzi delle attività. Tra i rischi figurano quelli di liquidità e quelli relativi all'interconnessione, dato che nell'UE i legami tra il settore bancario e quello non bancario sono particolarmente forti. Le perturbazioni nel settore dei fondi di investimento o nel settore assicurativo possono avere effetti di ricaduta sul settore bancario e viceversa. La contrazione del settore immobiliare non residenziale rappresenta un rischio per alcune parti del settore finanziario e può avere effetti di ricaduta negativi sull'intero settore finanziario e sull'economia reale.

Prospettive per gli squilibri economici

Le prospettive per gli squilibri sono state determinate dal contesto inflazionistico insolitamente forte, che ha provocato notevoli riduzioni del rapporto debito/PIL. Il 2023 ha visto un forte calo dei tassi di inflazione, che entro la fine dell'anno si avvicineranno agli obiettivi fissati dalle banche centrali. Nel corso dell'anno gli aumenti dei prezzi e dei costi sono stati

tuttavia il fattore determinante delle prospettive di squilibrio. Gli elevati deflatori del PIL hanno prodotto forti effetti sul denominatore per i principali rapporti debito/PIL. In tal modo gli squilibri ereditati dal passato (principalmente gli elevati stock del debito) hanno continuato a correggersi e numerosi aggregati, in particolare il debito delle imprese e delle famiglie, si trovano ora ai livelli più bassi da molti anni. Un'eccezione è rappresentata dal debito pubblico di alcuni paesi in cui, nonostante le ulteriori riduzioni nel 2023, il rapporto debito/PIL non è ancora tornato ai livelli pre-2020.

Le pressioni inflazionistiche degli ultimi anni consegnano un panorama economico mutato. Ridotta, l'inflazione apporta un contributo più limitato alla riduzione dell'indebitamento, ma il retaggio di un'inflazione più elevata continua e continuerà ad avere un ruolo nel determinare squilibri. In molti paesi il costo del lavoro per unità di prodotto continuerà nelle previsioni ad aumentare in modo sostanziale, con i salari che compensano la riduzione del reddito disponibile reale. Sebbene le banche centrali, compresa la Banca centrale europea, abbiano iniziato ad allentare la politica monetaria, i tassi di interesse sono ancora a livelli superiori a quelli dell'ultimo decennio e si prevede che vi rimarranno. Ciò incide sugli oneri per interessi associati all'indebitamento e ha implicazioni sul valore delle attività, per tutti i settori dell'economia. Dall'aumento dei tassi di interesse si è già registrata una riduzione degli investimenti, sia nell'edilizia abitativa che nelle imprese.

La crescita nominale apporterà un sostegno più limitato alla riduzione passiva dell'indebitamento nei prossimi anni. È previsto che la crescita nominale complessiva rimanga leggermente superiore a quella pre-pandemia, in gran parte a causa del fatto che il deflatore del PIL rimarrà leggermente elevato. Tuttavia nei prossimi anni non sarà più possibile ridurre ulteriormente gli oneri del debito senza limitare l'assunzione di prestiti. La capacità di pagare gli interessi più elevati può essere messa sotto pressione per quelle famiglie con un debito elevato e mutui ipotecari a tasso variabile, o con periodi di determinazione che stanno per giungere o sono giunti al termine. Per le società appare evidente una riduzione dei flussi di credito, che si accompagna a un calo dei profitti per unità di prodotto – dopo un periodo di forte crescita – per compensare forse parte degli aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto a mano a mano che il livello dei salari si allinea al costo della vita.

In alcuni paesi si riscontrano notevoli disavanzi di fondo delle partite correnti e il debito estero netto potrebbe ricominciare ad aumentare. In alcuni casi l'indebitamento estero si trova a un punto di svolta, in quanto i consistenti disavanzi delle partite correnti non sono più compensati dalla crescita nominale e si prevede di conseguenza un deterioramento della posizione esterna netta nei prossimi anni. Non è questo il caso dei paesi con l'indebitamento estero maggiore, ma vale per alcuni paesi in cui l'assenza di un'azione politica efficace potrebbe comportare un aumento preoccupante dell'indebitamento estero. Tra le misure da intraprendere vi è in genere il contenimento dei disavanzi di bilancio per frenare l'elevata domanda, il quale al tempo stesso contribuisce a contenere le restanti pressioni inflazionistiche, ma potrebbe essere necessario anche un adeguamento per quanto concerne le famiglie e le imprese.

Negli ultimi anni sono aumentate le difficoltà in termini di competitività di costo e alcuni paesi si trovano ora ad affrontare livelli di prezzo e di costo molto più elevati a causa degli incrementi cumulativi, che in alcuni casi continuano a peggiorare. I differenziali di inflazione si sono ridotti notevolmente e in molti casi sono scomparsi, ma in alcuni Stati membri lasciano un retaggio di prezzi e costi relativi molto più elevati. Sebbene ciò valga principalmente per quei paesi che presentano ancora potenzialità di recupero, l'aumento appare molto più elevato di quello che possa essere ragionevolmente attribuito a fattori quali l'effetto Balassa-Samuelson e non è indotto da aumenti di produttività. Di conseguenza i livelli dei prezzi in questi paesi sono molto più elevati che in passato, con potenziali pressioni sulla competitività, in particolare quando vanno ad aggiungersi a posizioni competitive indebolite già prima della pandemia. Per correggere

questi effetti ci vorrà tempo e servirà una drastica riduzione dei prezzi e dei costi, che potrebbe causare perturbazioni economiche, oppure una moderazione dei prezzi e dei costi nei confronti dei partner commerciali più duratura o più marcata di quanto non sarebbe stata in altre circostanze.

L'aumento dei livelli dei prezzi e dei costi può esercitare ulteriori pressioni sul versante esterno e, in alcuni casi, può risultare difficile contenere ulteriori aumenti. Su alcuni paesi interessati da un forte aumento dei livelli dei prezzi e dei costi incidono altri fattori dannosi che comportano rischi particolari. La perdita di mercati di esportazione, eventualmente legata a ragioni geopolitiche, può essere più difficile da contrastare tramite la ricerca di nuove opportunità, dati i prezzi e i costi più elevati a livello nazionale. Laddove i saldi con l'estero siano già sottoposti a pressione, ad esempio per via di una riduzione permanente dei saldi dovuta agli effetti dei prezzi dell'energia, i livelli più elevati dei costi possono gravare ulteriormente sul versante esterno fino a che non vi sarà un aggiustamento a un livello inferiore di domanda. Nei casi in cui anche la crescita è stata modesta, potrebbe essere difficile contenere ulteriori pressioni inflazionistiche dopo la ripresa della domanda. Con la normalizzazione della situazione economica può emergere una debolezza economica di fondo, ad esempio saldi con l'estero strutturalmente più deboli.

I prezzi elevati delle abitazioni continuano a destare grande preoccupazione in diversi paesi, nonostante il certo grado di moderazione constatato di recente. I prezzi delle abitazioni hanno registrato una moderazione dopo anni di forte crescita, che nella maggior parte dei casi ha subito un'accelerazione durante la pandemia. Queste correzioni non costituiscono di per sé una riduzione sostanziale del rischio associato all'andamento dei prezzi delle abitazioni, ma sono piuttosto una manifestazione delle vulnerabilità: nei paesi in cui i prezzi delle abitazioni sono in forte calo, ciò è dovuto all'esistenza di dinamiche di fondo che li hanno portati a livelli insostenibili. Nel complesso queste dinamiche di fondo non sono cambiate. Una volta che la domanda di alloggi si sarà pienamente adeguata ai tassi di interesse più elevati, è probabile che la forte crescita dei prezzi delle abitazioni riprenderà, dato lo storico divario tra l'elevata domanda di alloggi e l'offerta limitata. Il fenomeno potrebbe essere acuito dalla riduzione degli investimenti nell'edilizia abitativa verificatasi di recente in un contesto di migrazione netta storicamente elevata verso alcuni Stati membri. È probabile che l'accessibilità economica degli alloggi, sempre più a rischio in molti paesi, peggiori ulteriormente. Nelle aree metropolitane di alcuni Stati membri i prezzi delle abitazioni hanno raggiunto livelli che rischiano di frenare la capacità dell'economia di attrarre lavoratori, il che può diventare un ostacolo sempre più significativo al loro modello di crescita. In alcuni paesi la crescita dei prezzi delle abitazioni è ancora molto netta e sta nuovamente accelerando, in alcuni casi andando di pari passo con forti dinamiche inflazionistiche che potrebbero risultare difficili da frenare senza serie ripercussioni economiche.

Conclusioni specifiche per paese e sorveglianza successiva

Nel 2025 saranno preparati esami approfonditi per i nove paesi nei quali erano stati individuati squilibri o squilibri eccessivi nel 2024([4]). La relazione sul meccanismo di allerta presenta una panoramica dell'evoluzione dei principali dati alla base di tali squilibri. Nell'ambito degli esami approfonditi del 2025, che saranno pubblicati nella prima metà del 2025, sarà effettuata una valutazione economica volta ad accertare se tali squilibri si stiano aggravando, siano in fase di correzione o siano stati corretti, al fine di aggiornare le valutazioni esistenti ed esaminare le eventuali esigenze politiche rimanenti. Ciò avverrà per **Cipro, Germania, Grecia, Italia, Paesi Bassi, Romania, Slovacchia**, **Svezia** e Ungheria.

([4]) Comunicazione della Commissione "Semestre europeo 2024 – Pacchetto di primavera" (COM(2024) 600 final).

Inoltre la lettura in chiave economica del quadro di valutazione porta alla conclusione che anche l'Estonia dovrebbe essere sottoposta a un esame approfondito, in quanto presenta rischi particolari di nuovi squilibri emergenti. Questa conclusione è coerente con l'ottica prospettica adottata negli ultimi anni. In base a questo approccio è opportuno effettuare esami approfonditi nel momento in cui si vengono a creare sviluppi preoccupanti, senza aspettare la presenza certa di squilibri. L'Estonia ha registrato forti pressioni sui costi negli ultimi anni, i prezzi delle abitazioni sono cresciuti notevolmente ed è aumentato anche l'indebitamento delle famiglie. Il caso dell'Estonia spicca per la persistenza di questi sviluppi e per la presenza di altri fattori preoccupanti che comportano ulteriori rischi.

In Estonia le perdite di competitività di costo continuano ad accumularsi e le partite correnti sono peggiorate; nel contempo i prezzi delle abitazioni continuano a crescere in misura notevole. L'Estonia era stata sottoposta a esame approfondito nella primavera del 2023, ma all'epoca non erano stati individuati squilibri: erano già presenti vulnerabilità relative alla competitività, ai saldi con l'estero e ai prezzi delle abitazioni, ma si erano rivelate limitate e secondo le previsioni si sarebbero dovute ridurre rapidamente. Dall'attuale quadro di valutazione per l'Estonia si evince che nel 2023 due indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia il tasso di cambio effettivo reale e il costo del lavoro per unità di prodotto. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione basata sugli sviluppi e sulle prospettive recenti non è sufficientemente rassicurante. Le pressioni sui costi si sono attenuate, ma sono tra le più elevate della zona euro. Il paese continua a registrare livelli elevati di inflazione, con l'inflazione di fondo aumentata di recente e nettamente superiore alla media della zona euro. Prezzi e costi sono cresciuti sensibilmente nonostante la debole crescita dell'economia, che non si è ripresa dalla crisi innescata dalla guerra della Russia nei confronti dell'Ucraina e ha attraversato un periodo di marcata recessione nel 2023 e nel 2024. In termini reali il PIL si aggira appena sui livelli pre-pandemia, segnando il risultato peggiore nell'UE. Di recente le esportazioni sono nettamente diminuite così come le quote di mercato delle esportazioni. Il disavanzo delle partite correnti si è moderato rispetto al livello del 2022, ma non è previsto un ulteriore miglioramento. Tale disavanzo si registra inoltre in un periodo di attività blanda, il che suggerisce che un indebolimento della posizione esterna sottostante e un miglioramento dell'attività economica con conseguente aumento della domanda ridurrebbero le partite correnti. Nel contempo i prezzi delle abitazioni sono cresciuti notevolmente negli ultimi anni e i prezzi nominali sono aumentati di oltre il 7 % nella prima metà del 2024, aggravando così i rischi di sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni. L'indebitamento delle famiglie si è moderato nel 2023, ma è rimasto significativo sebbene gli oneri finanziari siano i più elevati della zona euro.

In questa fase, per gli altri Stati membri non è necessario effettuare esami approfonditi.

Riquadro - Esito del riesame del 2024 del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici

In linea con il regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici la Commissione valuta regolarmente l'adeguatezza del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici e lo aggiorna se necessario (articolo 4, paragrafo 7, del regolamento (UE) n. 1176/2011). La presente relazione sul meccanismo di allerta introduce una serie di modifiche al quadro di valutazione, sia agli indicatori principali che a quelli ausiliari. Come nei precedenti riesami del quadro di valutazione, le revisioni previste sono state comunicate al Parlamento europeo, al Consiglio (compresi i comitati di esperti) e al CERS prima dell'adozione definitiva.

Le revisioni adottate tengono conto degli ultimi sviluppi degli indicatori statistici e mirano a rendere il quadro di valutazione più compatto, ripartito con più equilibrio tra i diversi blocchi tematici e più orientato al futuro. Le revisioni si ispirano ai seguenti principi: i) stabilità (evitare revisioni eccessivamente frequenti); ii) nessuna proliferazione delle variabili (di norma il numero delle variabili non dovrebbe aumentare, per

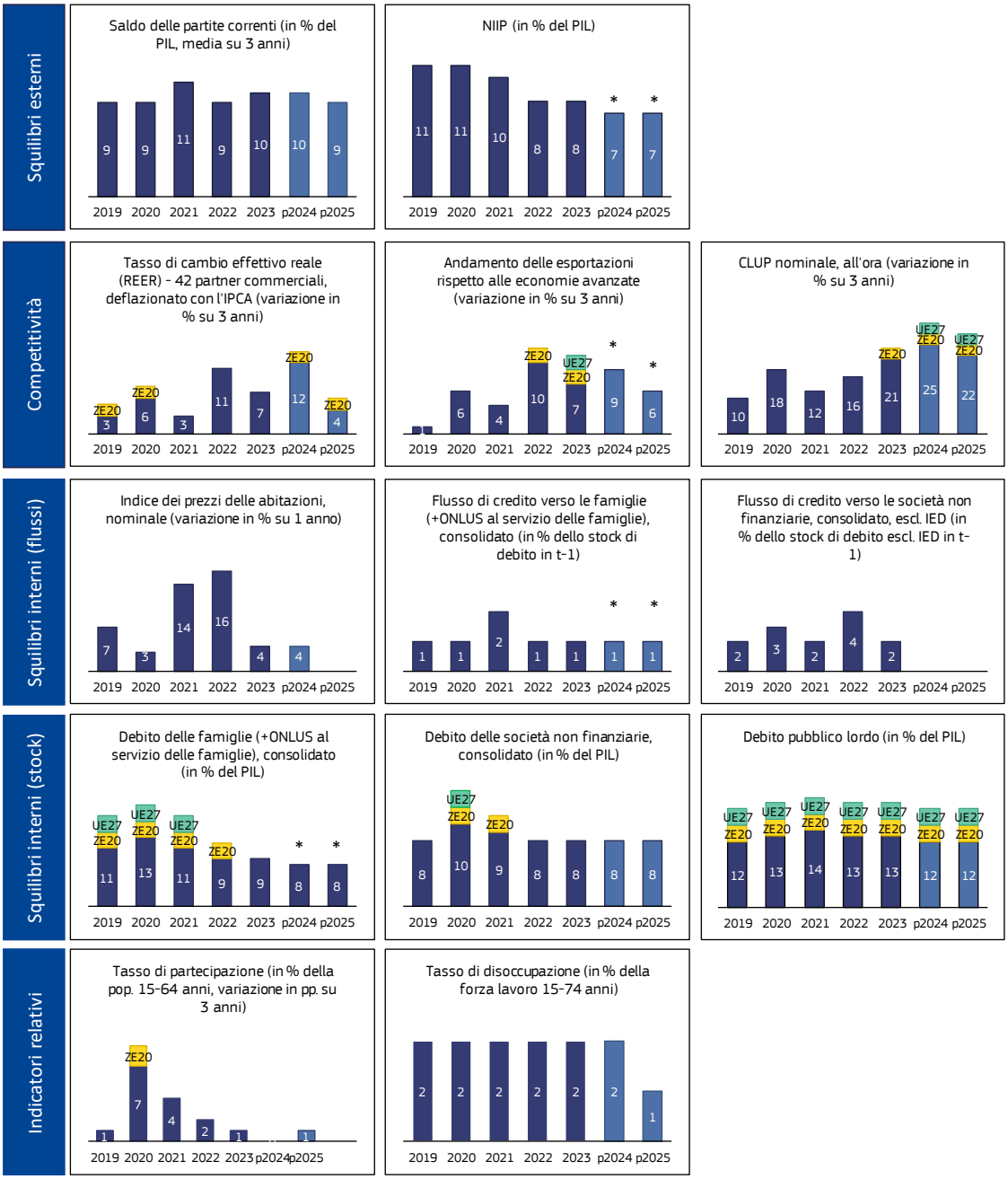
rispettare il requisito del regolamento relativo alla parsimonia del quadro di valutazione); iii) pertinenza e rilevanza della sorveglianza nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici; iv) considerazione dei continui miglioramenti della qualità delle statistiche. Le principali modifiche apportate agli indicatori principali sono illustrate di seguito. Per ulteriori informazioni si rinvia al documento di lavoro dei servizi della Commissione che accompagna la presente relazione([5]).

- L'indicatore "andamento delle esportazioni rispetto alle economie avanzate" passa da indicatore ausiliario a indicatore principale, misurato come variazione nell'arco di tre anni. Per questo indicatore è stabilita una nuova soglia del -3 %. Per contro l'indicatore "quota del mercato delle esportazioni" è declassato a indicatore ausiliario.
- Gli indicatori relativi agli stock di debito del settore privato e ai flussi di credito sono suddivisi in indicatori distinti per le famiglie e le società non finanziarie. I flussi di credito saranno misurati come percentuale degli stock dell'anno precedente e il flusso di credito verso le società non finanziarie escluderà gli investimenti esteri diretti dal numeratore e dal denominatore. Le nuove soglie stabilite ammontano rispettivamente al 55 % e all'85 % del PIL per gli stock di debito delle famiglie e delle società non finanziarie e al 14 % e al 13 % dello stock di debito dell'anno precedente per i flussi di credito.
- L'indicatore principale relativo alle passività del settore finanziario è eliminato, tenuto conto dell'assenza di un indicatore globale del settore finanziario per cui possa essere determinata ragionevolmente una soglia e dell'esistenza di diversi altri meccanismi indipendenti di sorveglianza del settore finanziario a livello europeo varati dopo l'istituzione della procedura per gli squilibri macroeconomici. Il settore bancario sarà monitorato più attentamente attraverso tre indicatori ausiliari: i crediti deteriorati lordi (% dei prestiti lordi), il coefficiente di capitale di classe 1 del settore bancario (% delle attività ponderate per il rischio) e la redditività dei mezzi propri del settore bancario (%). Sebbene questi indicatori trasmettano informazioni importanti, è difficile determinare soglie macroeconomiche significative. L'assenza di un indicatore principale nel quadro di valutazione non implica in alcun modo una minore importanza attribuita al settore finanziario nella sorveglianza macroeconomica della Commissione.
- Il tasso di disoccupazione di lunga durata e il tasso di disoccupazione giovanile diventeranno indicatori ausiliari.
- La soglia dell'indicatore relativo al tasso di cambio effettivo reale sarà ridotta da ±5 % per la ZE e ±11 % per i paesi non ZE a ±3 % per la ZE e ±10 % per i paesi non ZE in considerazione delle distribuzioni dei dati più recenti.
- Le definizioni e le trasformazioni di alcuni indicatori principali subiscono leggeri adeguamenti, in particolare:
  - l'indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto sarà misurato su base oraria anziché per persona occupata;
  - l'indice dei prezzi delle abitazioni sarà misurato in termini nominali anziché reali, con conseguente modifica della soglia a +9 %;
  - il tasso di disoccupazione sarà indicato in dato annuale anziché come media su 3 anni.

Sono state inoltre introdotte diverse modifiche degli indicatori ausiliari, tra cui una riduzione significativa del numero, come illustrato nel documento di lavoro dei servizi della Commissione che accompagna la presente comunicazione. Il quadro di valutazione riveduto avrà 1 indicatore principale e 5(+5) indicatori ausiliari in meno rispetto alla versione in uso finora.

([5]) Documento di lavoro dei servizi della Commissione "Changes in the scoreboard of the Macroeconomic Imbalance Procedure" (SWD(2024) 702).

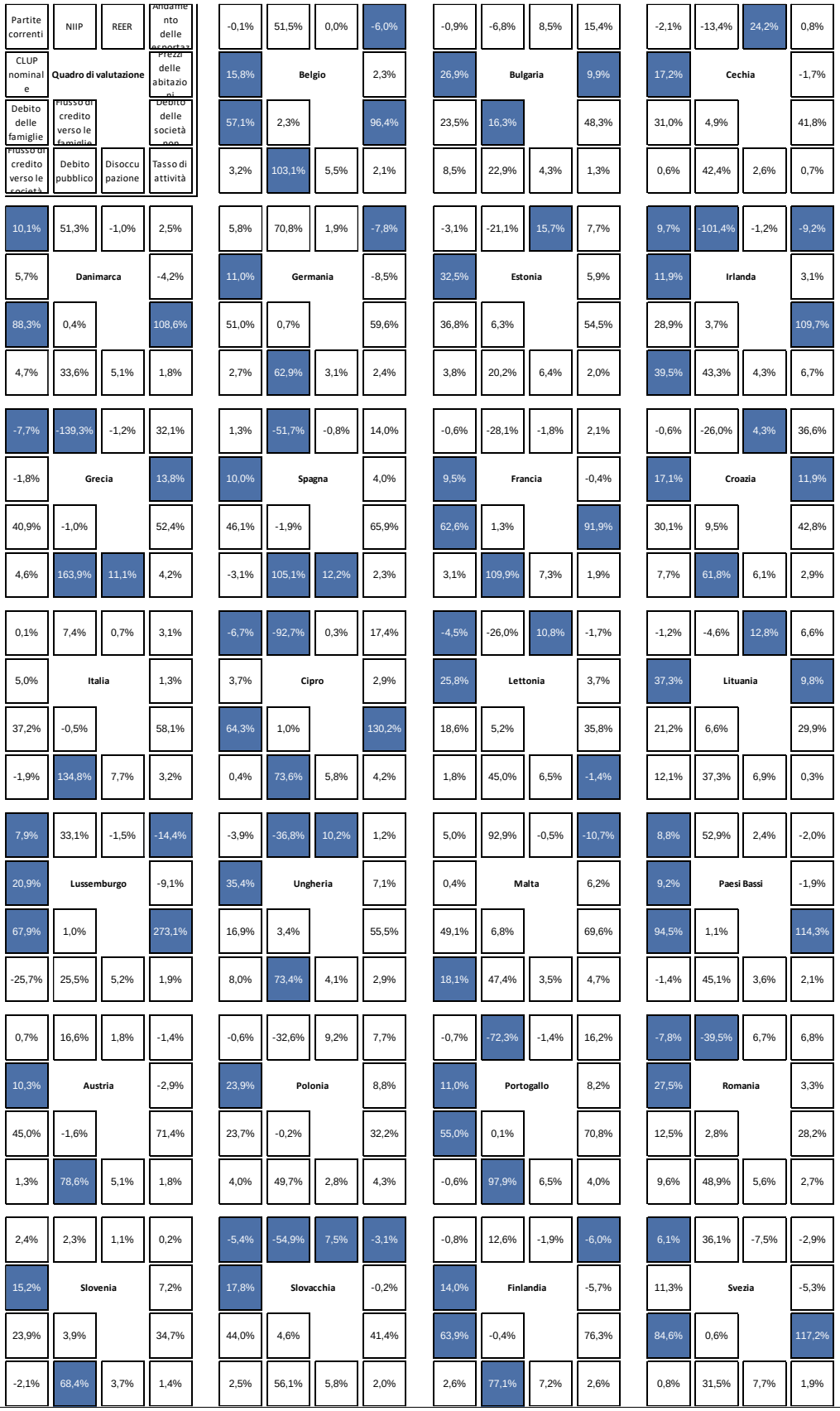
Figura 1 - **Numero di Stati membri che presentano variabili del quadro di valutazione superiori alla soglia**



Il numero di Stati membri che presentano variabili del quadro di valutazione superiori alle pertinenti soglie in un determinato anno riflette i dati aggiornati alla data limite della relazione sul meccanismo di allerta 2025 (31 ottobre 2024). Eventuali revisioni ex post dei dati potrebbero comportare una differenza tra il numero di valori che superano le soglie calcolato utilizzando per le variabili del quadro di valutazione precedenti edizioni pubblicate. * Dati non disponibili per gli aggregati nel periodo di riferimento.

Fonte: Eurostat e previsioni della Commissione europea.

Figura 2: **Indicatori del quadro di valutazione della relazione sul meccanismo d'allerta 2023, per paese**



Fonte: Eurostat