



COMMISSIONE  
EUROPEA

Bruxelles, 16.11.2016  
COM(2016) 728 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE**

**AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE  
EUROPEA E AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO**

**Relazione 2017 sul meccanismo di allerta**

**(preparata conformemente agli articoli 3 e 4 del regolamento (UE) n. 1176/2011 sulla  
prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici)**

{SWD(2016) 354 final}

*La relazione sul meccanismo di allerta è il punto di partenza del ciclo annuale della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM), il cui obiettivo è individuare e sanare gli squilibri che intralciano il buon funzionamento delle economie degli Stati membri o dell'UE e possono compromettere il corretto funzionamento dell'unione economica e monetaria.*

*Sulla base degli indicatori prescelti che compongono il quadro di valutazione, più una serie di indicatori ausiliari, la relazione sul meccanismo di allerta passa al vaglio la situazione degli Stati membri alla ricerca di potenziali squilibri economici che richiedono un intervento politico. La Commissione sottopone successivamente a un esame approfondito gli Stati membri individuati dalla relazione, per valutare in che modo i rischi macroeconomici si stiano accumulando o stemperando e per stabilire se sussistano squilibri o squilibri eccessivi. Seguendo una prassi consolidata, gli Stati membri per i quali erano già stati individuati squilibri durante la precedente tornata di esami approfonditi sono in ogni caso sottoposti a un nuovo esame approfondito.*

*Nella preparazione dell'esame approfondito dei vari Stati membri interessati la Commissione terrà conto delle discussioni tenute in sede di Parlamento europeo, Consiglio e Eurogruppo. I risultati dell'esame approfondito serviranno ad elaborare le raccomandazioni specifiche per paese nel quadro del semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche. La pubblicazione degli esami approfonditi è prevista nel mese di febbraio 2017, come parte delle relazioni per paese, in vista del pacchetto delle raccomandazioni specifiche per paese del semestre europeo.*

## **1. SINTESI**

**La presente relazione avvia il sesto ciclo annuale della procedura per gli squilibri macroeconomici<sup>1</sup>.** La procedura mira a individuare gli squilibri che intralciano il buon funzionamento delle economie degli Stati membri e a sollecitare risposte politiche adeguate. La sua attuazione è integrata nel semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche al fine di assicurarne la coerenza con le analisi e le raccomandazioni formulate nell'ambito di altri strumenti di sorveglianza economica. L'analisi annuale della crescita, che viene adottata contestualmente alla presente relazione, fa il punto della congiuntura economica e della situazione sociale in Europa e definisce nelle grandi linee le priorità strategiche dell'Unione per il prossimo anno.

**La relazione individua gli Stati membri che dovrebbero essere sottoposti a esami approfonditi al fine di stabilire se presentino squilibri tali da richiedere un intervento politico<sup>2</sup>.** Pubblicata all'inizio di ogni ciclo annuale di coordinamento delle politiche economiche, la relazione sul meccanismo di allerta funge da vaglio degli squilibri economici. In particolare, essa si basa sulla lettura economica del quadro di valutazione costituito da indicatori con soglie indicative e integrato da una serie di indicatori ausiliari.

**La relazione sul meccanismo di allerta pone l'accento sulle considerazioni relative alla zona euro.** In linea con la comunicazione della Commissione del 21 ottobre 2015 sulle *“Tappe verso il completamento dell'unione economica e monetaria”*, la relazione sul meccanismo di allerta mira a un'analisi sistematica delle implicazioni degli squilibri nazionali

---

<sup>1</sup> La presente relazione è corredata di un *allegato statistico* molto ricco di dati che è servito da base alla sua stesura.

<sup>2</sup> Cfr. articolo 5 del regolamento (UE) n. 1176/2011.

a livello della zona euro e analizza in che modo tali implicazioni richiedano un approccio coordinato alle risposte di natura politica.

**La valutazione contenuta nella presente relazione si colloca sullo sfondo di una ripresa economica costante ma tuttora fragile.** Le previsioni dell'autunno 2016 della Commissione indicano che la crescita del PIL reale nell'UE sarà pari all'1,8% nel 2016 e che scenderà all'1,6% nel 2017, in un contesto di diminuzione della domanda interna, e in particolare dei consumi privati e degli investimenti. Per quanto riguarda il PIL, le previsioni per la zona euro indicano un valore dell'1,7% nel 2016 e dell'1,5% nel 2017. L'inflazione dovrebbe rimanere a livelli storicamente bassi nel 2016 e 2017, con un'inflazione di fondo dell'1% nonostante una politica monetaria estremamente accomodante. La situazione del mercato del lavoro dovrebbe registrare un ulteriore miglioramento e comportare una riduzione del tasso di disoccupazione nell'UE che si prevede scenderà da un valore stimato dell'8,6% nel 2016 all'8,3% nel 2017. I venti favorevoli che hanno fin qui sostenuto la ripresa (calo dei prezzi del petrolio, deprezzamento dell'euro) stanno esaurendo la loro spinta e permangono rischi per le prospettive economiche. Nonostante la ripresa registrata in alcuni mercati emergenti, permangono incertezze legate al riequilibrio in Cina e alle implicazioni della normalizzazione della politica monetaria degli USA per i flussi di capitale a livello mondiale. L'incertezza legata alle tensioni geopolitiche permane elevata e si stanno profilando rischi connessi con il contesto politico in uno scenario di rafforzamento del populismo, collegato in alcuni casi al disagio sociale e alla "stanchezza da riforme", e di crescita delle tendenze protezionistiche in tutto il mondo.

**L'analisi orizzontale presentata nella relazione sul meccanismo di allerta permette di trarre una serie di conclusioni.**

- **Il risanamento nei paesi con disavanzi esterni o debito ha compiuto ulteriori progressi, mentre permangono elevati avanzi delle partite correnti.** Significativi progressi sono stati compiuti dai paesi debitori netti nella correzione dei loro squilibri esterni. Quasi tutti gli Stati membri hanno corretto i disavanzi insostenibili delle partite correnti anche grazie agli aggiustamenti in termini di competitività di costo realizzati negli ultimi anni, per quanto gli stock delle passività nette verso l'estero permangano elevati. Al contrario, non si assiste a un aggiustamento degli avanzi delle partite correnti - che anzi in alcuni casi continuano ad aumentare - in tutti i paesi creditori netti.
- **La riduzione dell'indebitamento privato continua, tuttavia con ritmi lenti e disomogenei, ma è frenata da una bassa crescita nominale.** Aspetti vulnerabili dovuti agli elevati livelli dell'indebitamento privato, combinato spesso a grossi stock di debito pubblico, permangono in una serie di paesi. L'eccessivo indebitamento privato deprime gli investimenti e in alcuni paesi si riflette negativamente nei bilanci delle banche. Benché la riduzione dell'indebitamento sia in atto, essa procede nella maggior parte dei casi con ritmi lenti rispetto al passato, in particolare a causa di una crescita nominale debole<sup>3</sup>. In più la riduzione dell'indebitamento non avviene sempre laddove sarebbe più necessaria e alcuni paesi fortemente indebitati progrediscono più lentamente nella riduzione dell'indebitamento rispetto a paesi con un debito ridotto.

---

<sup>3</sup> Cfr. ad es., FMI, Fiscal Monitor, ottobre 2016.

- **Nonostante un miglioramento della posizione patrimoniale, il settore bancario deve fare fronte a problemi collegati alla riduzione della redditività e ai crediti deteriorati progressi.** Benché in generale le banche abbiano migliorato il coefficiente patrimoniale e la resilienza agli shock, le prospettive di una riduzione della redditività ne pregiudicano la capacità di reperire nuovi capitali sul mercato in un contesto caratterizzato dall'imposizione di nuovi requisiti patrimoniali. In alcuni paesi il peso dei prestiti deteriorati riduce il margine di manovra per l'erogazione del credito e aumenta il rischio di un'allocazione inefficiente del capitale.
- **Le dinamiche dei prezzi delle abitazioni registrano un incremento e in alcuni paesi necessitano di un attento monitoraggio.** Dopo le marcate correzioni al ribasso nella fase recessiva che ha seguito la crisi, i prezzi delle abitazioni sono ora in aumento nella maggior parte dei paesi. Nonostante un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse, la dinamica dei prezzi delle abitazioni rimane ben al di sotto dei tassi di crescita registrati durante la metà degli anni 2000. In alcuni paesi si osservano tuttavia forti dinamiche dei prezzi, in un contesto di probabile sopravvalutazione e aumento dei crediti netti alle famiglie, il che necessita di un attento monitoraggio.
- **Prosegue il recupero dei mercati del lavoro ma il disagio sociale persiste in alcuni paesi.** A partire dalla metà del 2013 si è registrato un miglioramento dei mercati del lavoro accompagnato dalla riduzione della dispersione dei tassi di disoccupazione negli Stati membri, dopo che negli anni precedenti si erano registrate tendenze fortemente divergenti. Tuttavia, in una serie di paesi dell'UE si registrano tuttora tassi di disoccupazione molto elevati e una stagnazione dei redditi da lavoro, oltre a una persistenza del disagio sociale, soprattutto nei paesi maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria e debitoria.

**I problemi legati al riequilibrio della zona euro continuano a richiedere particolare attenzione.** L'avanzo delle partite correnti della zona euro è ulteriormente aumentato al 3,3% del PIL nel 2015 e si prevede che si attesterà al 3,7% del PIL nel 2016 a seguito di dinamiche della domanda aggregata più deboli di quelle della produzione. La debole ripresa della domanda aggregata nella zona euro ha contribuito a mantenere un contesto di bassa inflazione e una debolezza persistente dell'economia. È necessario sostenere il miglioramento delle posizioni delle partite correnti nei paesi debitori netti al fine di garantire una riduzione dello stock delle passività nette verso l'estero. Sull'altro versante alcuni paesi creditori netti non hanno ancora iniziato a correggere gli squilibri dei flussi esterni.

**Nel complesso, e nonostante i continui miglioramenti, si confermano le stesse fonti di rischio messe in luce nella relazione sul meccanismo di allerta del 2016.** Continuano i progressi nella risoluzione degli squilibri esterni da parte dei paesi debitori netti, ma il processo di riequilibrio permane disomogeneo. La correzione degli squilibri degli stock interni procede lentamente in un contesto caratterizzato da una bassa crescita nominale e i progressi sono disomogenei. Il settore bancario deve fare fronte a prospettive di riduzione della redditività e, in alcuni paesi, al fardello dei prestiti deteriorati. In alcuni paesi è necessario tenere sotto controllo i segni di un possibile surriscaldamento del mercato immobiliare o del mercato del lavoro.

**Nell'ambito degli esami approfonditi saranno condotte analisi più particolareggiate e complete degli Stati membri individuati dalla relazione sul meccanismo di allerta.** Come nel precedente ciclo, gli esami approfonditi saranno integrati nelle relazioni per paese, che presentano l'analisi delle sfide economico-sociali negli Stati membri realizzata dai servizi della Commissione e utilizzata successivamente per redigere le raccomandazioni specifiche per paese del semestre europeo. Per preparare gli esami approfonditi, l'analisi della

Commissione sarà basata su una serie nutrita di dati e informazioni, e terrà conto di tutte le statistiche, dati e fatti pertinenti. Conformemente alla legislazione in materia, è su questa base che la Commissione stabilirà se esistano squilibri e se siano eccessivi, e formulerà successivamente le raccomandazioni politiche per ciascuno Stato membro<sup>4</sup>. I paesi per i quali nel precedente ciclo della procedura per gli squilibri macroeconomici erano stati individuati squilibri o squilibri eccessivi sono ora tutti soggetti a un monitoraggio specifico modulato in funzione della gravità dei problemi sottostanti (riquadro 1)<sup>5</sup>.

**Riquadro 1: Applicazione della procedura per gli squilibri macroeconomici:  
principali sviluppi dal 2015**

***Categorizzazione degli squilibri macroeconomici***

La categorizzazione degli squilibri macroeconomici era stata razionalizzata e stabilizzata nel ciclo precedente, come indicato nella comunicazione della Commissione dell'aprile 2016 relativa al semestre europeo e in linea con la comunicazione della Commissione dell'ottobre 2015 relativa alle "Tappe verso il completamento dell'unione economica e monetaria". La razionalizzazione ha ridotto il numero delle possibili categorie da sei a quattro (nessuno squilibrio; squilibri; squilibri eccessivi e squilibri eccessivi con azione correttiva). Tra i 19 paesi sottoposti a esame approfondito nel 2016 sei non hanno evidenziato squilibri (Austria, Belgio, Estonia, Ungheria, Romania e Regno Unito), sette hanno evidenziato squilibri (Finlandia, Germania, Irlanda, Paesi Bassi, Slovenia, Spagna e Svezia) e sei hanno evidenziato squilibri eccessivi (Bulgaria, Croazia, Cipro, Francia, Italia e Portogallo).

***Monitoraggio specifico***

Il monitoraggio specifico ha l'obiettivo di migliorare il monitoraggio continuo delle politiche adottate nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici. Esso non sostituisce il monitoraggio globale effettuato dalla Commissione sull'attuazione delle riforme in risposta alle raccomandazioni specifiche per paese presentato nelle relazioni per paese ma offre una base più solida per tale valutazione.

Il monitoraggio specifico è stato adottato per la prima volta nel 2013 allo scopo di verificare il rispetto dei rafforzati impegni politici assunti da Spagna e Slovenia dopo che i due paesi avevano evidenziato squilibri eccessivi. Esso consisteva in due missioni seguite da relazioni (in autunno e in inverno) discusse nei comitati del Consiglio che preparano l'ECOFIN (CPE/CEF). Data l'esperienza positiva maturata con i due paesi, nel 2014 la Commissione ha esteso il monitoraggio specifico a tutti i paesi con squilibri eccessivi e a una serie di paesi della zona euro con squilibri di rilevanza sistemica. Nel 2016, con la razionalizzazione delle categorie di squilibri della procedura per gli squilibri macroeconomici, il monitoraggio specifico è stato esteso a tutti i paesi con squilibri o squilibri eccessivi, limitandolo tuttavia all'autunno e modulandolo in funzione dell'ampiezza dei problemi e della gravità degli squilibri. Ulteriori adeguamenti nell'attuazione del monitoraggio specifico potranno essere adottati, se necessario, sulla base dell'esperienza maturata.

<sup>4</sup> Regolamento (UE) n. 1176/2011 (GU L 306 del 23.11.2011, pag. 25).

<sup>5</sup> Cfr. "Semestre europeo 2016: valutazione dei progressi in materia di riforme strutturali, prevenzione e correzione degli squilibri macroeconomici e risultati degli esami approfonditi a norma del regolamento (UE) n. 1176/2011" COM(2016) 95 final/2, 7.4.2016.

**Gli esami approfonditi sono giustificati nel caso dei paesi per i quali sono stati evidenziati squilibri o squilibri eccessivi durante la precedente tornata di esami approfonditi<sup>6</sup>.** Un nuovo esame approfondito è necessario per valutare se gli squilibri esistenti, siano essi eccessivi o meno, si stanno attenuando, sono persistenti o si stanno aggravando, prestando la debita attenzione al contributo delle politiche attuate dagli Stati membri interessati per correggere gli squilibri. Gli Stati membri interessati sono **Bulgaria, Croazia, Cipro, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Slovenia, Spagna e Svezia.**

**Sulla base della lettura economica del quadro di valutazione, la Commissione in questa fase non intende effettuare ulteriori analisi nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici in relazione ad altri Stati membri.** In particolare, i paesi usciti dal quadro di sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici nel 2016 (Belgio, Ungheria, Romania e Regno Unito) non evidenziano grossi rischi supplementari rispetto all'anno scorso tali da richiedere un'analisi nell'ambito di un esame approfondito nel 2017. Una serie di paesi che non sono stati sottoposti di recente a valutazione nell'ambito di un esame approfondito evidenzia dinamiche sostenute dei prezzi delle case (Danimarca, Lussemburgo) e del costo del lavoro (Estonia, Lettonia, Lituania), che necessitano sì di un attento monitoraggio, ma non di uno screening di rischi e vulnerabilità dell'economia nel suo complesso quale quello dell'esame approfondito. Nel caso della Grecia la sorveglianza degli squilibri e il monitoraggio delle misure correttive proseguono nel contesto del programma di assistenza finanziaria. Nel complesso la relazione sul meccanismo di allerta invita a preparare esami approfonditi in relazione a 13 Stati membri rispetto ai 19 del ciclo precedente. Nessuno dei paesi che non sono stati sottoposti ad esame approfondito nel ciclo precedente lo sarà nel 2017.

## **2. SQUILIBRI, RISCHI E AGGIUSTAMENTO: SVILUPPI PRINCIPALI NEI PAESI**

**La relazione sul meccanismo di allerta si basa sulla lettura economica degli indicatori del quadro di valutazione.** Gli indicatori del quadro di valutazione, e le relative soglie indicative, della relazione sul meccanismo di allerta forniscono uno strumento di filtraggio per individuare indizi di possibili rischi e vulnerabilità che necessitano di ulteriore indagine. Il quadro di valutazione comprende una serie di indicatori e soglie di riferimento relativi a diversi ambiti, tra cui le posizioni esterne, la competitività, l'indebitamento privato, il mercato immobiliare residenziale, il settore bancario, l'occupazione. Esso si basa su dati ex-post per garantire la stabilità dei dati e la coerenza tra paesi. Per questo il quadro di valutazione utilizzato per la presente relazione tiene conto dei dati fino al 2015. I dati più recenti, oltre a una serie di indicatori ausiliari, sono tuttavia esaminati in sede di lettura economica degli indicatori. I valori del quadro di valutazione non sono letti in modo meccanicistico ma sono sottoposti a una lettura economica che permette di tenere conto di aspetti specifici dei paesi e di considerazioni relative al contesto<sup>7</sup>.

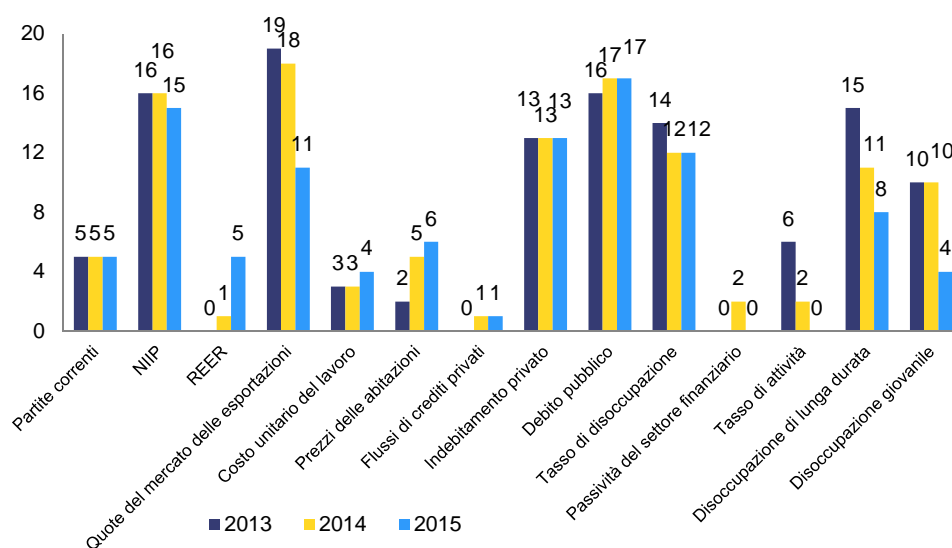
---

<sup>6</sup> Cfr. "Semestre europeo 2016: valutazione dei progressi in materia di riforme strutturali, prevenzione e correzione degli squilibri macroeconomici e risultati degli esami approfonditi a norma del regolamento (UE) n. 1176/2011" COM(2016) 95 final/2, 7.4.2016. Per l'insieme delle raccomandazioni specifiche per paese adottate dal Consiglio, tra cui quelle inerenti alla procedura per gli squilibri macroeconomici, cfr. GU C 299 del 18.8.2016.

<sup>7</sup> Una lettura meccanicistica del quadro di valutazione è esclusa dal regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici (regolamento (UE) n. 1176/2011). Per la logica su cui si fonda il quadro di

**L'evoluzione degli indicatori del quadro di valutazione riflette il graduale processo di aggiustamento come pure gli squilibri e le vulnerabilità rimanenti.** La correzione di potenziali squilibri delle partite correnti emerge chiaramente dall'evoluzione del numero di valori che oltrepassano la soglia sulla variabile "partite correnti" nel quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta (grafico 1). Mentre l'indicatore delle partite correnti era oltre la soglia per 14 paesi a causa di un disavanzo e per 2 paesi a causa di un avanzo nel 2009, solo 5 paesi si trovavano in questa situazione nel 2015, di cui tre a causa di un avanzo. In un contesto di ripresa della crescita della produzione e delle esportazioni nella maggior parte dei paesi dell'UE si è registrata una riduzione del numero di dati che oltrepassano la soglia per quanto riguarda la disoccupazione, altri indicatori sociali e le quote di mercato delle esportazioni. Le dinamiche dei prezzi evidenziano una ripresa in alcuni paesi in un contesto di inflazione generalmente bassa; questo si traduce in un aumento, benché limitato, del numero di valori che oltrepassano la soglia per quanto riguarda il tasso di cambio effettivo reale (REER) e i prezzi reali delle abitazioni. I valori superiori alla soglia sono numerosi e persistenti per quanto riguarda gli squilibri degli stock. È questo il caso di 15 paesi per quanto riguarda la posizione patrimoniale netta sull'estero nel 2015 (un paese in meno rispetto all'anno precedente) e di 17 paesi per quanto riguarda l'indicatore del debito pubblico (lo stesso numero dell'anno precedente). Per quanto concerne l'indebitamento privato, il numero di valori che superano la soglia è rimasto stabile a 13.

*Grafico 1: Numero di valori che oltrepassano la soglia per indicatore del quadro di valutazione nel 2013, 2014 e 2015*

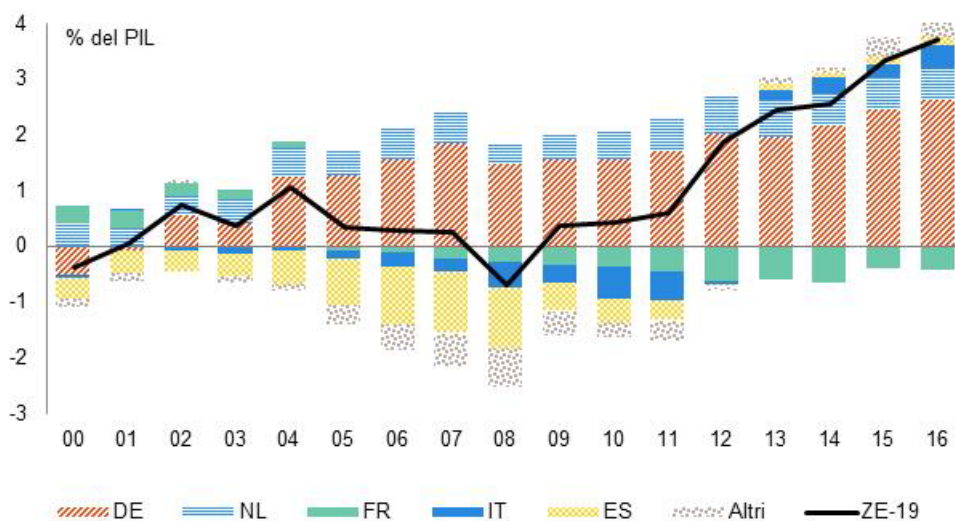


Fonte: Eurostat.

valutazione della relazione sul meccanismo di allerta e la sua lettura si veda 'The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, process, application: a compendium' (Commissione europea, 2016).

**Nella maggior parte dei casi i passati disavanzi delle partite correnti si sono trasformati in avanzi o posizioni di pareggio, mentre gli avanzi elevati permangono.** I paesi debitori netti si sono sforzati di correggere i disavanzi eccessivi delle partite correnti nella fase immediatamente successiva alla crisi (grafico 2). Dopo una pausa nel 2014, hanno ulteriormente aggiustato le loro posizioni nel 2015, soprattutto grazie all'aumento delle esportazioni, ma in alcuni casi (ad es., l'Italia) anche a seguito di una debole domanda interna. Ne consegue che soltanto Cipro e il Regno Unito presentano disavanzi oltre la soglia. Sull'altro versante gli avanzi registrati da Danimarca, Germania e Paesi Bassi continuano a essere superiori alla soglia. L'avanzo delle partite correnti della Germania, che era già elevato, ha registrato un ulteriore aumento per attestarsi all'8,5% del PIL nel 2015 a seguito di un marcato aumento nel 2014, in quanto tutti i settori dell'economia hanno continuato a ridurre l'indebitamento, rendendo ancora maggiore lo squilibrio tra risparmi e investimenti del paese<sup>8</sup>. Anche i bassi prezzi del petrolio e gli effetti delle ragioni di scambio hanno contribuito in parte all'ulteriore aumento dell'avanzo nel 2015. L'avanzo della Germania è ancora più elevato, in quanto si colloca al 9,4% del PIL, se si tiene conto dei dati corretti per il ciclo; lo stesso vale per altri 15 Stati membri, che hanno posizioni reali inferiori a quelle corrette per il ciclo. L'avanzo delle partite correnti dei Paesi Bassi, benché sia diminuito negli ultimi due anni, continua a essere consistente. Tra i paesi creditori netti la Danimarca, la Germania, Malta e i Paesi Bassi presentavano avanzi superiori di 5 punti percentuali del PIL rispetto al dato spiegabile con fattori fondamentali quali l'andamento demografico o l'intensità manifatturiera. Tra i paesi debitori netti soltanto il Regno Unito presentava un disavanzo superiore ai fondamentali nello stesso ordine di grandezza, mentre la maggioranza dei paesi debitori netti presentava posizioni delle partite correnti oltre i fondamentali a seguito del recente riequilibrio esterno. Nel complesso la correzione degli squilibri nei paesi debitori netti e il persistere di avanzi nei principali paesi creditori netti implicano che l'attuale avanzo delle partite correnti della zona euro è aumentato di ulteriori 0,8 punti percentuali del PIL nel 2015 per attestarsi al 3,3% del PIL, rispetto a una posizione prossima al pareggio nel biennio 2009-2010 (riquadro 2).

**Grafico 2: Saldi delle partite correnti nella zona euro e in una serie di Stati membri**



Fonte: Conti nazionali e previsioni dell'autunno 2016 della Commissione europea (AMECO)

<sup>8</sup> I dati relativi alle partite correnti qui utilizzati sono basati sulla contabilità nazionale.



## Riquadro 2: La dimensione “zona euro” degli squilibri macroeconomici

**Le implicazioni degli squilibri macroeconomici a livello della zona euro meritano un’attenta considerazione.** In linea con le proposte contenute nella relazione del 22 giugno 2015 sul tema “*Completare l’Unione economica e monetaria*” di Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz, e con la comunicazione della Commissione *Sulle tappe verso il completamento dell’Unione economica e monetaria*, del 21 ottobre 2015, a partire dall’anno scorso la relazione sul meccanismo di allerta contiene un’analisi sistematica delle implicazioni per la zona euro degli squilibri nazionali e del modo in cui tali implicazioni richiedano un approccio coordinato alle risposte di natura politica.

**L’avanzo delle partite correnti della zona euro, già elevato, continua a crescere.** Il saldo delle partite correnti della zona euro (349 miliardi di EUR nel 2015, pari al 3,3% del PIL della zona euro) è il più elevato al mondo<sup>9</sup>. L’avanzo della zona euro si è costituito nel periodo successivo alla crisi (nel 2008 si registrava un disavanzo dello 0,7% del PIL). Il suo livello attuale non può essere spiegato del tutto con i fondamentali economici: stime empiriche di una norma delle partite correnti per la zona euro indicano che le caratteristiche fondamentali (inclusi l’invecchiamento, il reddito pro capite relativo, ecc.) giustificerebbero un piccolo avanzo di circa lo 0,3% del PIL nel 2015<sup>10</sup>. L’avanzo della zona euro dovrebbe, secondo le previsioni, aumentare di ulteriori 0,4 punti percentuali nel 2016, anche se i prezzi del petrolio sono aumentati, partendo da livelli bassi, dall’inizio del 2016 e l’euro si è apprezzato in termini effettivi. In futuro l’avanzo delle partite correnti della zona euro, già elevato e in crescita, potrebbe contribuire a esercitare una pressione al rialzo sul valore esterno dell’euro.

**L’avanzo delle partite correnti della zona euro è dovuto alla correzione dei passati disavanzi delle partite correnti e a una capillare riduzione dell’indebitamento come pure al persistere di avanzi elevati in alcuni Stati membri.** L’aumento della posizione delle partite correnti nella zona euro immediatamente dopo la crisi ha coinciso con una marcata correzione in paesi con elevati disavanzi esterni a seguito di un’inversione dei flussi finanziari transfrontalieri privati. In seguito le dinamiche della domanda interna e delle importazioni sono rimaste contenute nei paesi debitori netti. Una correzione simmetrica successiva alla crisi non ha avuto luogo in paesi con saldi positivi delle partite correnti e gli avanzi hanno continuato a crescere nei paesi con gli avanzi maggiori per valore, in particolare in Germania e nei Paesi Bassi. Nel 2015 gli avanzi delle partite correnti di Germania e Paesi Bassi hanno contribuito rispettivamente per 257 e 57 miliardi di EUR all’avanzo della zona euro. Il forte aumento dell’avanzo delle partite correnti della zona euro ha le sue radici in un processo di riduzione dell’indebitamento che è iniziato nel 2009 e ha toccato tutti i settori dell’economia. Il miglioramento della posizione creditoria netta, che ha interessato in un primo tempo soprattutto le famiglie e le imprese e successivamente le amministrazioni pubbliche, va considerato alla luce della necessità di correggere posizioni di bilancio fortemente deteriorate.

<sup>9</sup> Dato basato sui conti nazionali.

<sup>10</sup> Il parametro di riferimento è derivato da regressioni in formato ridotto che catturano i principali fattori determinanti per l’equilibrio risparmio/investimenti, compresi i determinanti fondamentali (ad esempio, demografia, risorse), i fattori della politica e le condizioni finanziarie a livello mondiale. La metodologia è equiparabile all’approccio EBA (External Balance Assessment) sviluppato dall’FMI (Phillips, S. et al., 2013, *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF Working Paper, 13/272), senza interazioni tra la variabile che cattura gli effetti dell’invecchiamento e variabili supplementari che catturano la quota del valore aggiunto manifatturiero.

**Benché la maggior parte dei paesi della zona euro abbia raggiunto posizioni esterne prossime al pareggio o in attivo, è necessario che il riequilibrio all'interno della zona euro continui.** Benché solo pochi paesi presentino disavanzi delle partite correnti significativi, ciò non significa che non sia necessario progredire ulteriormente sulla via del riequilibrio all'interno della zona euro. I paesi che hanno avuto disavanzi elevati per molto tempo sono tuttora caratterizzati da posizioni patrimoniali nette sull'estero fortemente negative che rappresentano aspetti vulnerabili. Per ridurre i grandi stock di passività è necessario mantenere il saldo delle partite correnti in territorio positivo o in leggero disavanzo, cosa che a sua volta implica un ridotto margine di manovra per espandere la domanda interna nei paesi debitori netti. Poiché posizioni patrimoniali nette sull'estero ingenti e negative sono generalmente associate a grandi stock di debito pubblico o privato, il mantenimento di posizioni prudenti delle partite correnti nei paesi debitori netti costituisce anche la controparte di un necessario processo di riduzione dell'indebitamento interno. In che misura il processo di riduzione dell'indebitamento in paesi debitori netti freni le loro prospettive di ripresa dipende fondamentalmente dall'andamento della crescita e dell'inflazione e dai rischi di una spirale debito/deflazione, dai margini di manovra per realizzare ulteriori guadagni di competitività e dalle dinamiche della domanda nei paesi creditori netti eccedentari e nei paesi che non fanno parte della zona euro in un contesto di diminuzione della crescita legata all'interscambio commerciale.

**Il persistere di un elevato avanzo delle partite correnti della zona euro riflette le dinamiche della domanda aggregata che continuano a essere in ritardo rispetto a quelle dell'attività economica.**

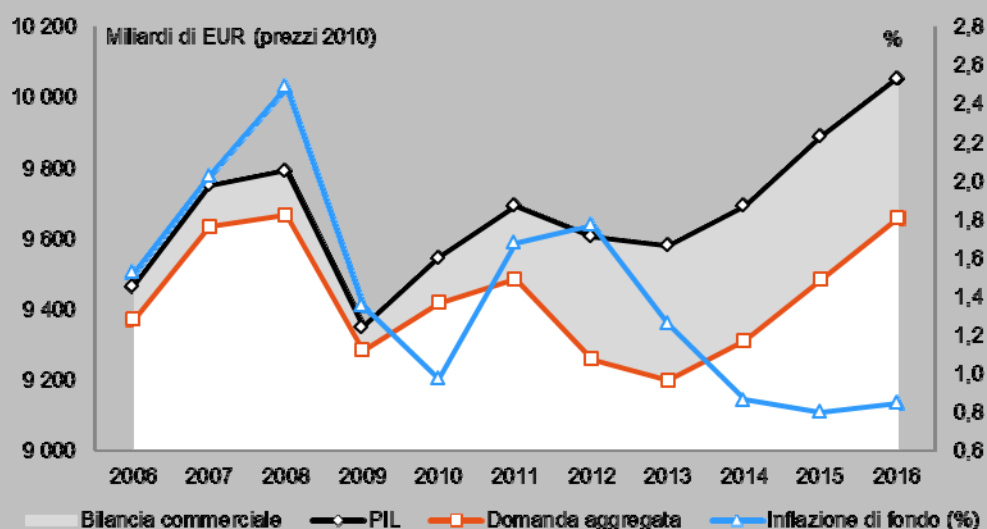
Si prevede che la domanda interna reale nella zona euro tornerà ai livelli pre-crisi soltanto durante l'anno in corso (grafico 3). Il protrarsi della tendenza di una ripresa della domanda interna che procede più lentamente rispetto alla produzione è riconducibile sia alla componente degli investimenti sia a quella dei consumi e si riflette nei dati del divario tra prodotto effettivo e potenziale che sono in territorio negativo dal 2009 e che rimangono tuttora al di sotto dell'1%. Questa persistente debolezza è alla base degli attuali livelli storicamente bassi dell'inflazione di fondo, che rimane inferiore all'obiettivo fissato dalle autorità monetarie e crea un contesto difficile per la riduzione dell'indebitamento e il riequilibrio della zona euro. Inoltre, l'avanzo delle partite correnti della zona euro, già elevato e ancora in crescita, potrebbe contribuire a mantenere bassa l'inflazione attraverso il canale del tasso di cambio.

**Il settore finanziario è alle prese con una serie di problemi.** Benché la posizione patrimoniale delle banche sia in media migliorata, permangono notevoli differenze. La redditività delle banche è al di sotto dei livelli pre-crisi e dovrebbe ulteriormente ridursi in quanto il contesto di bassa inflazione si traduce sempre di più in una riduzione dei margini e in un basso rendimento delle attività; a questa situazione contribuiscono inoltre la proliferazione nel settore e la persistenza di modelli di business obsoleti. In alcuni paesi il livello elevato dei prestiti deteriorati contribuisce a comprimere i margini di profitto e il riassorbimento di grandi stock di attività deteriorate può indebolire ulteriormente una base patrimoniale già bassa per una serie di banche. La combinazione di bassa inflazione, elevati stock di prestiti deteriorati in alcuni paesi e riserve di capitale ancora da costituire potrebbe limitare i margini di manovra per un'espansione del credito.

---

<sup>11</sup> FMI, World Economic Outlook, ottobre 2016, cap. 1.

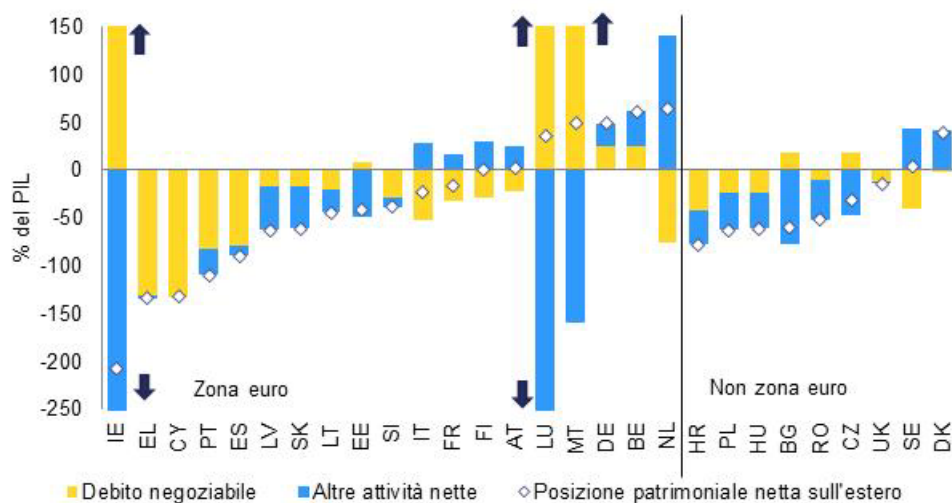
Grafico 3: Produzione, domanda interna, bilancia commerciale e inflazione di fondo nella zona euro



Fonte: Conti nazionali e previsioni dell'autunno 2016 della Commissione europea (AMECO)

**Una domanda più dinamica e una ripresa più robusta della crescita nominale contribuirebbero ad accelerare il processo di riduzione dell'indebitamento e di riequilibrio.** I tassi di investimento, che rimangono costantemente al di sotto dei livelli pre-crisi, possono essere considerati la possibile manifestazione di un peggioramento delle aspettative sui rendimenti reali del capitale in futuro (ipotesi della "stagnazione secolare"). A sua volta, la persistente debolezza degli investimenti non lascia intravedere buone prospettive di crescita della produttività. In un tale contesto la zona euro rischia di trovarsi in una spirale autoalimentata contrassegnata da una riduzione delle aspettative, bassi investimenti e debole crescita della produttività<sup>11</sup>. Questo circolo vizioso potrebbe essere spezzato mediante un'azione coordinata per mobilitare risorse per gli investimenti pubblici e privati e sostenere la ripresa della domanda. Un sostegno più attivo alla domanda interna nei paesi eccedentari potrebbe integrare gli interventi delle autorità monetarie, essendo al contempo coerente con gli obiettivi di riequilibrio. Condizioni strutturali per favorire gli investimenti, crescita della produttività e guadagni di competitività, soprattutto nei paesi debitori netti, potrebbero a loro volta sostenere una correzione duratura degli squilibri e aiutare a ridurre il peso del debito.

Grafico 4: Posizione patrimoniale netta sull'estero e debito estero netto nel 2015

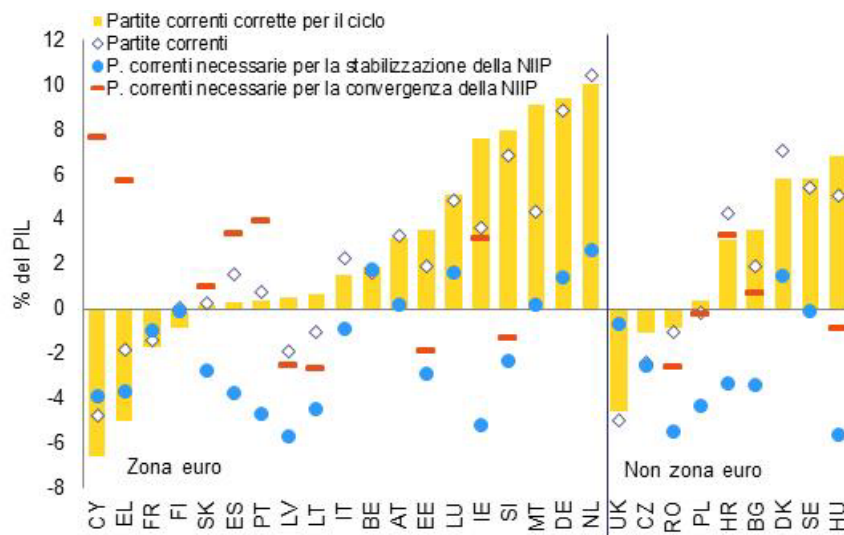


Fonte: Eurostat (BPM6, SEC10), calcoli dei servizi della Commissione.

**Gli stock delle passività nette verso l'estero sono generalmente in via di riduzione ma nella maggior parte dei casi con ritmi lenti.** Molti paesi debitori netti restano vulnerabili a causa della loro posizione patrimoniale netta sull'estero negativa; nel 2015 i valori del quadro di valutazione sono risultati oltre la soglia in 15 Stati membri, solo uno in meno rispetto al 2014 (Repubblica ceca). Recentemente, tuttavia, sono stati registrati alcuni progressi, soprattutto grazie ai saldi positivi delle partite correnti e a un effetto spesso modesto della crescita del PIL nominale. La posizione patrimoniale netta sull'estero negativa è particolarmente elevata a Cipro, in Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna e significativamente al di sopra della soglia del quadro di valutazione in Bulgaria, Croazia, Ungheria, Lettonia, Polonia e Slovacchia (grafico 4). I rischi e le vulnerabilità legati a tale posizione negativa variano tuttavia in modo considerevole a causa della composizione differente delle attività e passività esterne. In particolare, le passività connesse con gli investimenti diretti esteri (che hanno un'incidenza elevata ad esempio in molti paesi dell'Europa dell'est e in Irlanda) e le passività del capitale proprio (in proporzione molto significative in Bulgaria, Repubblica ceca, Estonia, Irlanda e Romania) rappresentano rischi ridotti<sup>12</sup>. I saldi delle partite correnti necessari per far convergere rapidamente (entro 10 anni) la posizione patrimoniale netta sull'estero verso la soglia del 35% del PIL sono più elevati dei saldi del 2015 per la maggior parte dei paesi debitori netti (grafico 5). Negli ultimi anni la maggior parte dei paesi creditori netti (Austria, Belgio, Germania, Malta, Paesi Bassi e Svezia) ha ulteriormente migliorato la posizione patrimoniale netta sull'estero positiva. Benché i rischi associati a stock di attività nette sull'estero elevati e in crescita non siano assimilabili a problemi di sostenibilità esterna, la rapida e persistente accumulazione di rischi legati ai creditori netti non dovrebbe essere sottovalutata, soprattutto a causa dei rischi di valutazione che tali posizioni generano.

<sup>12</sup> I flussi degli investimenti diretti e le passività con l'estero presentano minori probabilità di una repentina interruzione o deflusso rispetto ad altre forme di passività o flussi finanziari e le passività del capitale proprio comportano rischi inferiori rispetto agli obblighi debitori in virtù di variazioni di valutazione potenzialmente elevate in periodi di crisi.

**Grafico 5: Saldi delle partite correnti corretti per il ciclo e saldi necessari per stabilizzare o ridurre le passività con l'estero nel 2015**



Fonte: Calcoli dei servizi della Commissione.

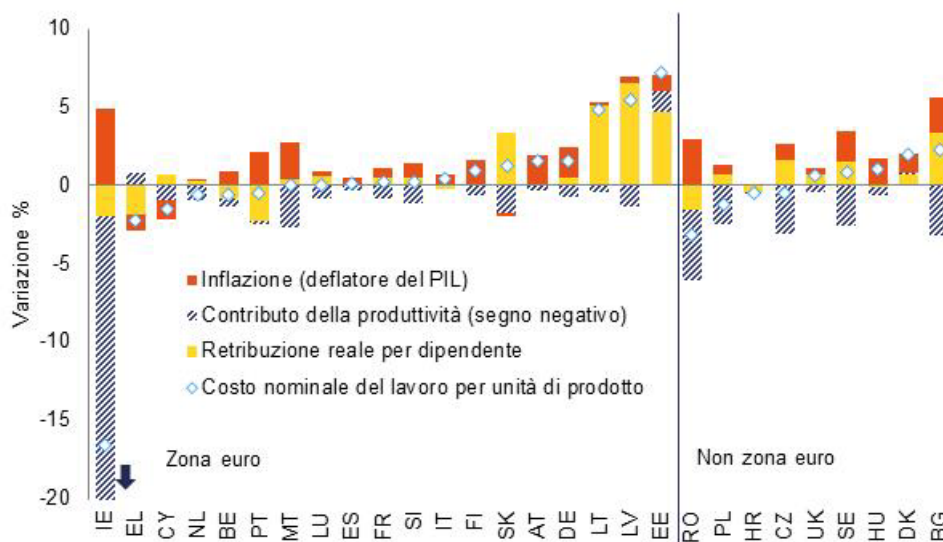
Nota: i saldi corretti per il ciclo sono calcolati utilizzando le stime del divario tra prodotto effettivo e potenziale su cui si basano le previsioni dell'autunno 2016 della Commissione. I saldi delle partite correnti necessari per stabilizzare o ridurre le passività nette con l'estero si basano sulle seguenti ipotesi: le proiezioni del PIL nominale provengono dalle previsioni dell'autunno 2016 della Commissione europea (fino al 2018) e dalle proiezioni della Commissione basate sulla metodologia T +10 per gli anni successivi; per convenzione si presuppone che gli effetti di valutazione siano pari a zero nel periodo di riferimento, il che corrisponde a una proiezione non distorta per i prezzi degli attivi; si presume che i saldi del conto capitale rimangano costanti in percentuale del PIL, a un livello che corrisponde alla mediana nel 2015 e a proiezioni per il 2016-2018.

### **Il miglioramento della competitività di costo nei paesi debitori netti, che continua globalmente a contribuire al riequilibrio, ha subito un rallentamento negli ultimi tempi.**

Gran parte dell'aggiustamento del costo del lavoro per unità di prodotto nei paesi che hanno fatto fronte a squilibri esterni e problemi di competitività è avvenuto relativamente presto nel periodo successivo alla crisi. L'attuale contesto caratterizzato da una bassa inflazione con limitata dispersione nell'andamento dei prezzi tra i diversi paesi limita le possibilità di ulteriori aggiustamenti nei prezzi relativi. Le variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto sono state modeste nel 2014 e 2015 e non presentano differenze di rilievo da paese a paese, tranne alcune eccezioni (grafico 6). Nel 2015 l'indicatore relativo al costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazioni su 3 anni) ha oltrepassato la soglia soltanto nei tre paesi baltici e in Bulgaria, dove gli aumenti salariali hanno superato i guadagni di produttività. Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato con ritmi relativamente più rapidi nei paesi creditori netti - tra cui Austria, Danimarca, Germania e Svezia - rispetto alla maggior parte degli altri paesi, anche se non molto più rapidamente che in Francia e in Italia. Tra gli Stati membri della zona euro la convergenza dell'inflazione verso tassi ridotti implica che i tassi di cambio effettivi reali sono indotti principalmente da variazioni del tasso di cambio dell'euro e dall'importanza relativa come partner commerciali dei paesi che non fanno parte della zona euro. Cipro, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna hanno registrato il più elevato deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale nel 2015, con valori

oltre la soglia a Cipro, in Grecia e in Irlanda. L'indicatore ha registrato un superamento della soglia a causa dell'apprezzamento in Estonia e pressioni in tale direzione si riscontrano anche in Lettonia e Lituania. Al di fuori della zona euro la Repubblica ceca, l'Ungheria e la Svezia hanno registrato i deprezzamenti più marcati, mentre pressioni all'apprezzamento sono emerse nel 2015 in Romania e nel Regno Unito.

Grafico 6: Crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e scomposizione dei fattori, 2015



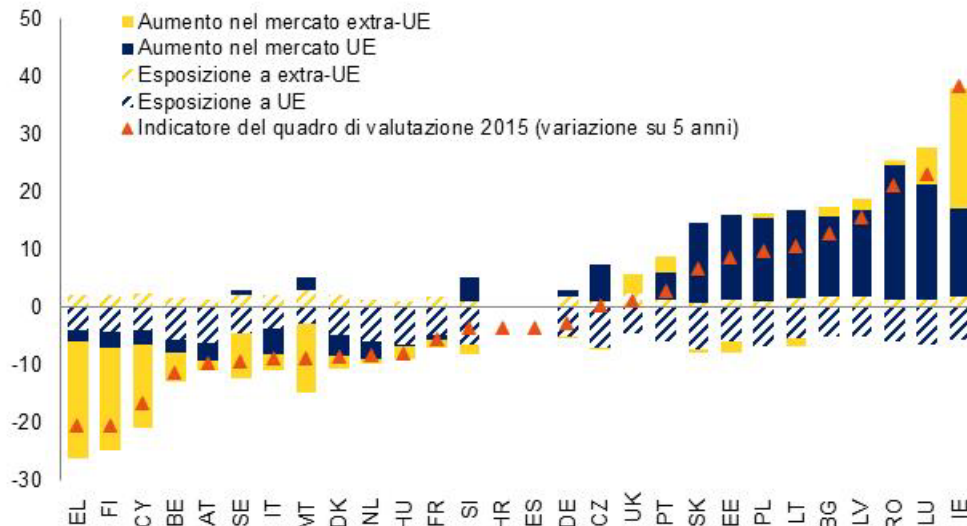
Fonte: AMECO e Eurostat. Calcoli dei servizi della Commissione.

Nota: La scomposizione si basa sul modello normalizzato di ripartizione della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto in inflazione, retribuzione reale oraria e produttività del lavoro, quest'ultima ulteriormente suddivisa in contributo delle ore lavorate, produttività totale dei fattori e accumulazione di capitale, utilizzando un quadro contabile di crescita standard.

### Le variazioni delle quote del mercato delle esportazioni mostrano un quadro eterogeneo.

Nel 2015, in un contesto caratterizzato da deboli dinamiche dell'interscambio mondiale, i valori del quadro di valutazione sono rientrati nella soglia nel caso di Croazia, Francia, Germania, Irlanda, Slovenia, Spagna e Regno Unito mentre continuavano a oltrepassarla nel caso di 11 paesi. Nella maggior parte di questi ultimi casi si è registrato inoltre un rallentamento della perdita di quote di mercato su un periodo di cinque anni. Tuttavia, gran parte dei miglioramenti registrati negli Stati membri è stata indotta da un effetto di base. L'indicatore del quadro di valutazione comprende attualmente le elevate perdite di quote di mercato che hanno interessato quasi tutti gli Stati membri nel 2010, con un effetto meccanico di abbassamento delle perdite cumulative di quote di mercato (grafico 7). Su base annuale l'evoluzione delle quote di mercato delle esportazioni nel 2013, 2014 e 2015 riflette inoltre le differenti tendenze degli scambi commerciali UE e non UE. L'interscambio all'interno dell'UE ha registrato un aumento più rapido rispetto all'interscambio extra UE nel 2013 e 2014 contestualmente a un rallentamento dell'interscambio mondiale, il che spiega il risultato migliore nei due anni citati. Il miglioramento dell'interscambio commerciale al di fuori dell'UE nel 2015 ha inciso di nuovo negativamente sull'evoluzione su base annua delle quote di mercato delle esportazioni degli Stati membri.

Grafico 7: Variazione su cinque anni delle quote del mercato delle esportazioni, 2015



Fonte: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.

Nota: La scomposizione si basa sulla metodologia “shift share”. Le colonne ombreggiate rappresentano il contributo alle dinamiche della quota di mercato derivante dalle variazioni nell’esposizione a un dato mercato; le colonne piene misurano il contributo alle dinamiche della quota di mercato derivante dalle variazioni delle quote di mercato di un dato mercato. I calcoli si basano sui dati BPM6 tranne per BG e FI, nel cui caso le esportazioni verso l’UE sono state ricavate dalla contabilità nazionale; dati parzialmente indisponibili per ES e HR.

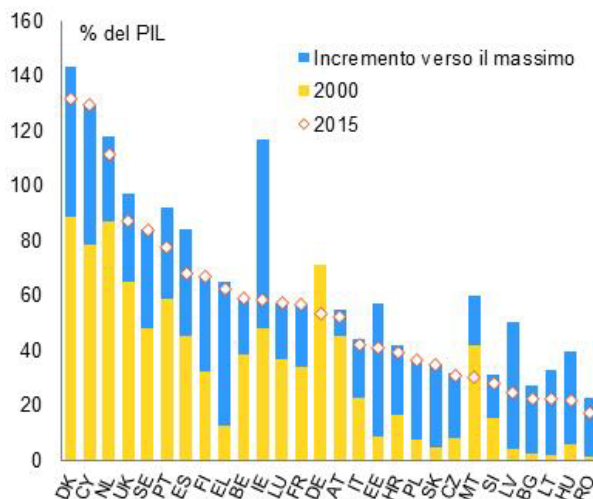
### L’indebitamento eccessivo del settore privato continua a interessare molti paesi.

Nel 2015 i valori del quadro di valutazione hanno superato la soglia in 13 paesi, che si trovavano tutti in tale posizione nel 2009, ad eccezione della Francia che vi rientra dal 2011. Cipro, Irlanda e Lussemburgo presentano il livello più elevato di indebitamento del settore privato, anche se in questo caso giocano un ruolo fattori speciali collegati alle imprese multinazionali. Dopo i paesi citati, la Danimarca, i Paesi Bassi, il Portogallo e la Svezia presentano l’indicatore più alto del quadro di valutazione. Il fattori alla base dell’indebitamento elevato del settore privato variano in modo significativo da paese a paese. In Belgio, a Cipro, in Finlandia, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia, sia le famiglie che le società non finanziarie presentano livelli di indebitamento al di sopra della media UE a causa di una molteplicità di fattori, tra cui la facilità di erogazione del credito per operazioni nel mercato immobiliare nel periodo pre-crisi (grafici 8a e 8b). In Danimarca e nel Regno Unito il livello elevato dell’indebitamento è riconducibile principalmente al forte indebitamento delle famiglie. In Francia e Spagna i livelli elevati di indebitamento privato sono riconducibili sia alle famiglie che alle società non finanziarie, in quanto il livello di indebitamento di entrambi i settori considerato singolarmente non evidenzia significative differenze rispetto alla media UE. La variabilità dei livelli di indebitamento privato nei diversi paesi indica in larga misura anche differenze nell’evoluzione finanziaria, come evidenziano le forti variazioni nello stock delle attività finanziarie detenute dal settore privato, e in particolare dalle famiglie. Gli stock di attività detenuti dalle famiglie sono particolarmente elevati in Belgio, Danimarca, Italia, Malta, Paesi Bassi, Svezia e Regno Unito. L’elevato indebitamento del settore privato è alla radice di una serie di vulnerabilità, soprattutto in un



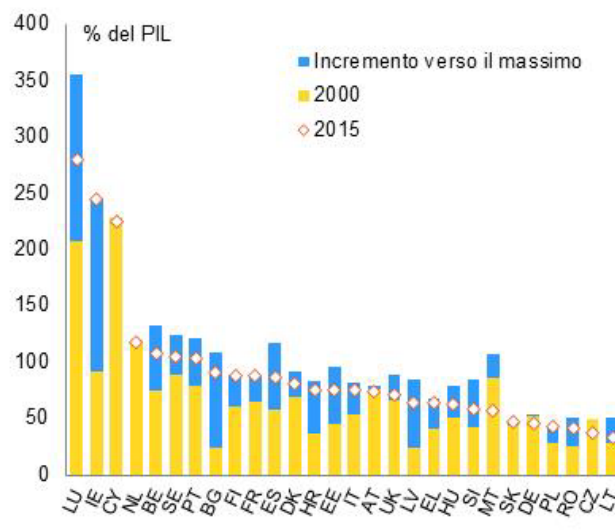
contesto caratterizzato da bassa crescita e bassa inflazione, che rendono difficile la riduzione dell'indebitamento. Tale situazione, in particolare, aumenta l'impatto degli shock potenziali sulle famiglie e/o sulle società non finanziarie con possibili ripercussioni sul settore bancario. I rischi sono ulteriormente amplificati nei paesi (tra cui Croazia, Ungheria, Polonia e Romania) in cui ampie quote del debito interno sono denominate in valute straniere.

Grafico 8a: Debito consolidato delle famiglie



Fonte: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.

Grafico 8b: Debito consolidato delle società non finanziarie



Fonte: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.

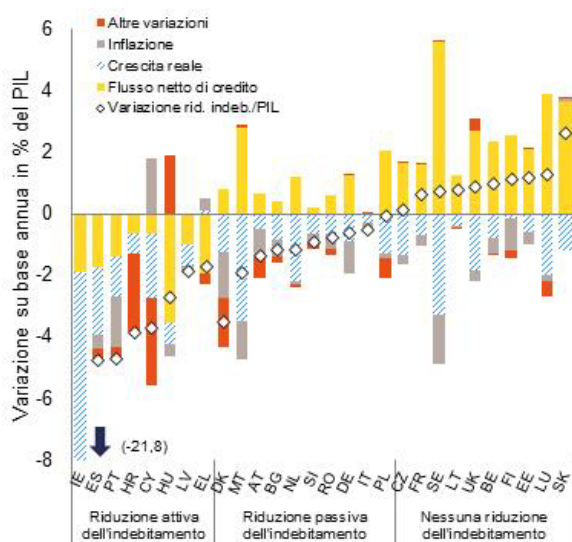
**La riduzione dell'indebitamento prosegue, ma in modo lento e disomogeneo** Tra le famiglie la riduzione attiva o passiva dell'indebitamento - ovvero la riduzione dei tassi di indebitamento dovuta almeno in parte a flussi netti di credito negativi o la riduzione dei tassi di indebitamento grazie a un aumento del PIL, ma con flussi netti di credito positivi - prosegue in molti paesi, per quanto con ritmi disomogenei ed eccezioni significative. I dati più recenti indicano che in Croazia, Cipro, Grecia, Ungheria, Irlanda, Lettonia, Portogallo e Spagna le famiglie stanno riducendo attivamente il loro indebitamento e diminuendo la posizione debitoria netta (grafico 9a)<sup>13</sup>. Anche in Danimarca e nei Paesi Bassi la riduzione dell'indebitamento procede, ma in modo passivo (grazie alla crescita del PIL nominale). Nei Paesi Bassi i flussi di credito netti sono ritornati anche se di poco in territorio positivo dopo due anni di contrazione. Al contrario, i tassi di indebitamento, per quanto già elevati, continuano a crescere in Svezia e nel Regno Unito, dove i flussi netti del credito alle famiglie sono positivi in un contesto caratterizzato da forti e persistenti dinamiche dei prezzi delle abitazioni. La riduzione dell'indebitamento è invece ulteriormente proseguita in una serie di paesi in cui l'indebitamento delle famiglie è meno elevato (grafico 10a). Si tratta di Austria,

<sup>13</sup> Il testo fa riferimento a dati fino al primo trimestre del 2016, che possono pertanto differire in parte rispetto alle osservazioni che si basano sugli indicatori del quadro di valutazione, che fanno riferimento al 2015.

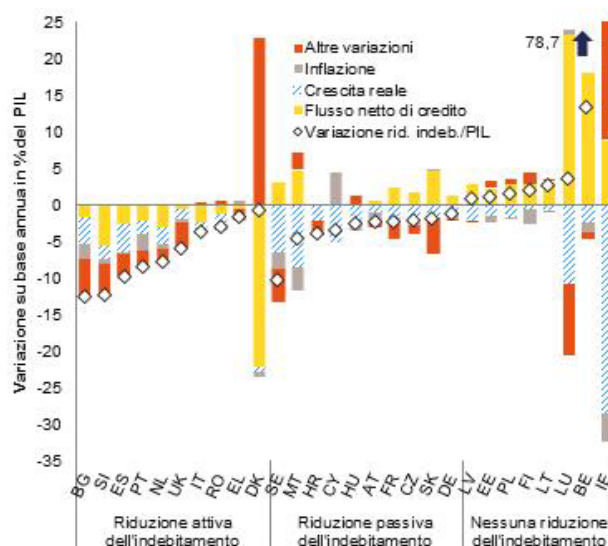


Germania, Italia, Slovenia e di alcuni Stati membri che non fanno parte della zona euro. I dati più recenti indicano inoltre che le società non finanziarie stanno riducendo il loro indebitamento in modo attivo in una serie di paesi, tra cui Bulgaria, Danimarca, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Slovenia, Spagna e Regno Unito (grafico 9b). In altri paesi, principalmente Austria e Germania, le società non finanziarie, benché non chiamate a fare fronte a problemi legati all'indebitamento, stanno riducendo il proprio indebitamento anche a causa dei bassi livelli di crescita degli investimenti e del credito. Al contrario in alcuni paesi i settori delle società non finanziarie fortemente indebitati stanno ulteriormente aumentando l'indebitamento, in alcuni casi a causa di flussi di credito positivi. Ciò trova riscontro soprattutto in Belgio, Finlandia e Irlanda (benché in quest'ultimo caso giochino un ruolo fattori speciali riconducibili alle attività delle imprese multinazionali).

**Grafico 9a: Elementi alla base della riduzione dell'indebitamento delle famiglie (1° trimestre 2016)**



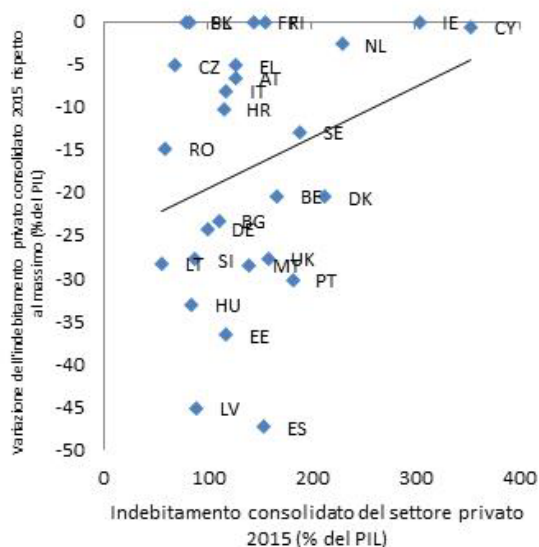
**Grafico 9b: Elementi alla base della riduzione dell'indebitamento delle società non finanziarie (1° trimestre 2016)**



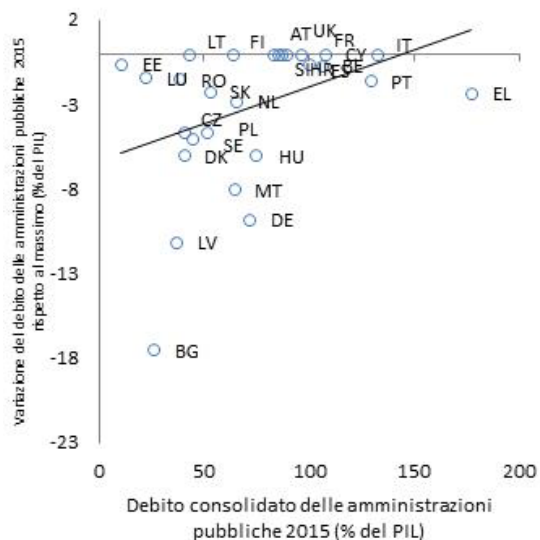
Fonti: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.

Note: I grafici presentano una ripartizione in quattro componenti dell'evoluzione del rapporto debito/PIL: flussi di credito, crescita del PIL reale, inflazione e altre variazioni. Una riduzione dell'indebitamento può essere conseguita attraverso diverse combinazioni di rimborso del debito, crescita dell'economia e altre variazioni dello stock del debito in essere. La riduzione attiva dell'indebitamento comporta il rimborso netto del debito (flussi di credito netto negativi), che porta generalmente ad una contrazione nominale del bilancio del settore e che ha, a parità di altre condizioni, conseguenze negative sull'attività economica e sui mercati mobiliari. D'altro canto, la riduzione passiva dell'indebitamento consiste in flussi creditizi netti positivi compensati da una più elevata crescita nominale del PIL, con conseguente graduale riduzione del rapporto debito/PIL.

**Grafico 10a: Evoluzione del rapporto indebitamento del settore privato/PIL (2015 rispetto al massimo) e livelli dell'indebitamento privato (2015)**



**Grafico 10b: Evoluzione del rapporto debito pubblico/PIL del settore privato (2015 rispetto al massimo) e livelli del debito pubblico (2015)**



Fonte: Eurostat.

Nota: Il Lussemburgo è escluso dal grafico in quanto nel suo caso speciali fattori legati alla presenza di imprese multinazionali sono alla base della riduzione di 59,2 punti percentuali del rapporto indebitamento del settore privato/PIL tra il livello massimo e il 2015.

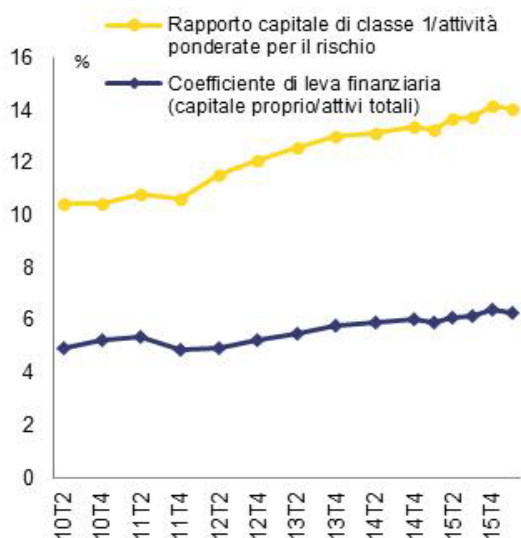
Fonte: Eurostat.

Nota: L'Irlanda è esclusa dal grafico in quanto nel suo caso speciali fattori legati alla forte revisione del PIL nel 2015, riconducibili soprattutto alle attività di imprese multinazionali, sono alla base della riduzione di 40,9 punti percentuali del rapporto debito pubblico/PIL tra il livello massimo e il 2015 (78,6% del PIL).

**Le banche hanno rafforzato i loro coefficienti patrimoniali e la loro resilienza sta generalmente migliorando, ma restano sfide da affrontare.** L'introduzione progressiva di nuovi requisiti prudenziali e la riduzione dell'indebitamento del settore bancario hanno sostenuto l'aumento dei coefficienti patrimoniali delle banche della zona euro, attestatisi sul 14,2% alla fine del 2015 (rapporto capitale di classe 1/attività ponderate per il rischio) rispetto al 10,4% registrato alla fine del 2011 (Grafico 11a). Il miglioramento generale delle posizioni patrimoniali delle banche contribuisce ad aumentarne la resilienza ed è alla base della recente ripresa del credito in un contesto di riavvio della crescita della produzione nella maggior parte degli Stati membri. La capitalizzazione resta tuttavia varia da uno Stato membro all'altro, con coefficienti (classe 1) superiori al 17% in 10 paesi (tra cui la Bulgaria, il Lussemburgo, la Romania, la Slovenia e la Svezia), ma inferiori al 13% in 6 paesi, tra cui la Spagna, l'Italia e il Portogallo (Grafico 11b). Nel 2015 la crescita netta del credito al settore privato è risultata positiva in 17 Stati membri (oltre il valore soglia solo nel Lussemburgo), rispetto ai 16 del 2014, il che sta ad indicare un iniziale miglioramento nell'accesso ai finanziamenti, come confermato dai dati di una rilevazione. Le passività del settore finanziario stanno ricominciando gradualmente a crescere su base annua, sebbene gli incrementi siano contenuti nella maggior parte degli Stati membri e al di sotto dei valori soglia. Le sfide del settore bancario sono legate in gran parte alle prospettive di redditività (Grafico 11c), nonché ai prestiti deteriorati in un certo numero di paesi (Grafico 11d). Per aumentare il capitale bancario si è fatto ricorso principalmente alla non distribuzione degli utili, ma la redditività è tuttora modesta nella maggior parte degli Stati membri e, secondo le previsioni, potrebbe subire in futuro l'ulteriore impatto negativo sia dell'accumularsi di attività a basso rendimento, in un contesto di tassi ridotti, sia del persistere di modelli di

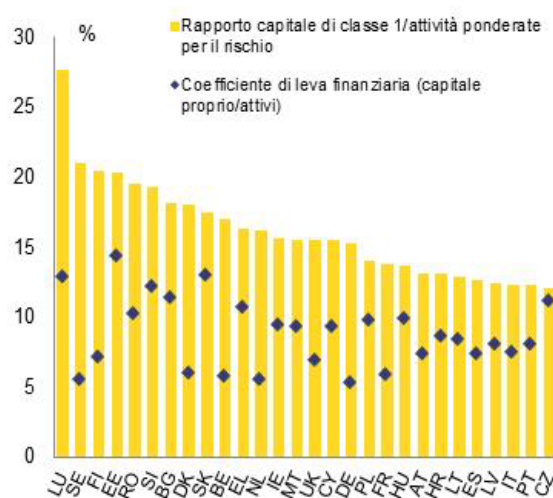
business superati. A sua volta, la bassa redditività incide negativamente sulle valutazioni azionarie e pregiudica la capacità delle banche di reperire nuovi capitali sul mercato, limitando in tal modo il margine di espansione del credito. Alcune problematiche pregresse, che si traducono in livelli ancora elevati di prestiti deteriorati, continuano inoltre a pesare sui bilanci delle banche. In un certo numero di paesi (Bulgaria, Irlanda, Grecia, Croazia, Croazia, Italia, Cipro, Ungheria, Portogallo, Romania e Slovenia) si registra una percentuale media elevata di prestiti deteriorati in tutto il sistema, ma coefficienti elevati sono presenti anche nelle banche di altri Stati membri. In Italia e in Portogallo i livelli elevati dei prestiti deteriorati si associano a coefficienti di capitalizzazione modesti. Il risanamento dei bilanci è attualmente in corso, ma i progressi rimangono diseguali e le prassi di accantonamento per le perdite sui prestiti divergono da un paese all'altro.

**Grafico 11a: Coefficienti patrimoniali nella zona euro**



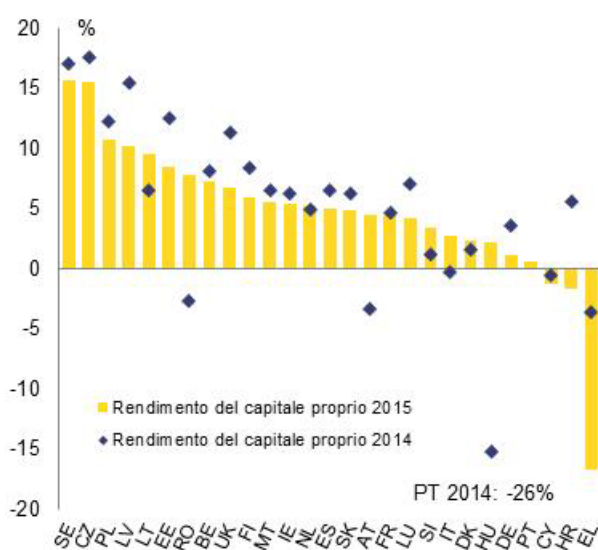
Fonte: Banca centrale europea.

**Grafico 11b: Coefficienti patrimoniali negli Stati membri, 4° trimestre 2015**



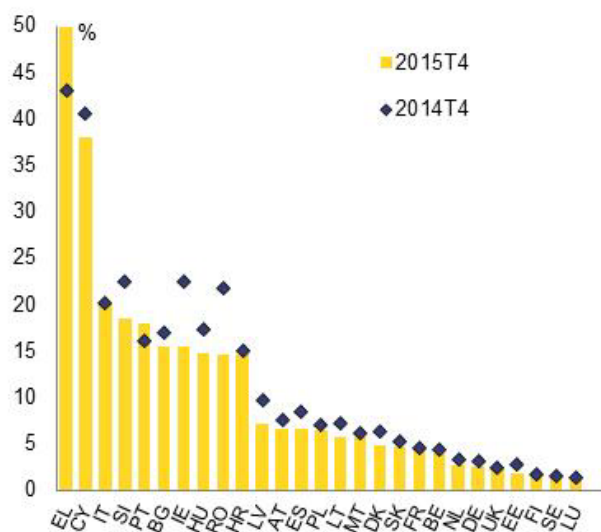
Fonte: Banca centrale europea.

**Grafico 11c: Rendimento del capitale proprio delle banche**



Fonti: Banca centrale europea e Fondo monetario internazionale, valutazioni della Commissione europea.

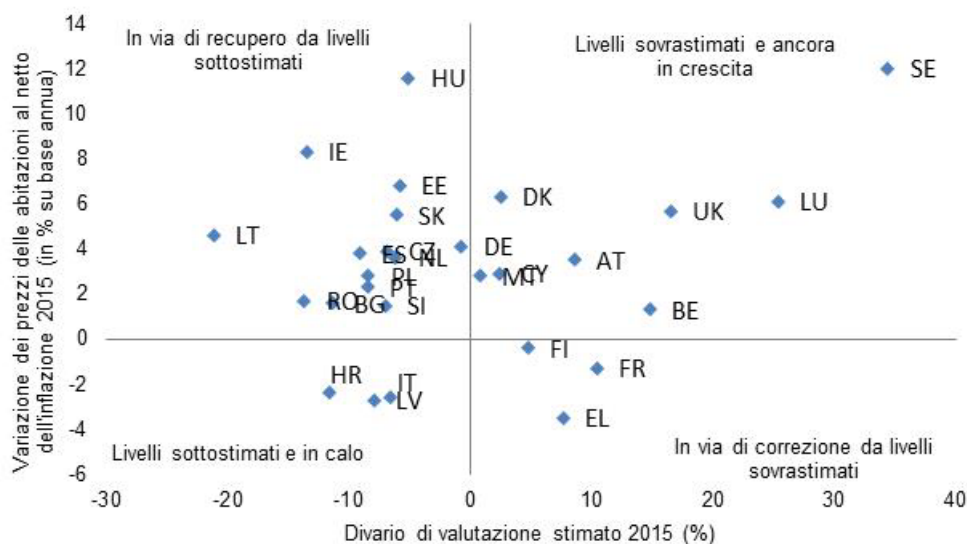
**Grafico 11d: Prestiti deteriorati, percentuale del totale di prestiti e anticipi**



Fonte: Banca centrale europea.

**Nel 2015 i prezzi reali delle abitazioni sono aumentati nella maggior parte degli Stati membri.** L'indicatore del quadro di valutazione mostra un aumento dei prezzi in 22 Stati membri, con valori superiori alla soglia in Danimarca, Estonia, Irlanda, Lussemburgo, Ungheria e Svezia. In Croazia, Italia e Lettonia, i prezzi delle abitazioni, già ritenuti sottostimati, sono ulteriormente diminuiti, allargando così ulteriormente il divario di valutazione negativo (Grafico 12). Per contro, in Grecia, Francia e Finlandia il calo moderato dei prezzi reali delle abitazioni ha contribuito a ridurre la persistente sopravvalutazione. In un certo numero di altri Stati membri, l'aumento dei prezzi reali delle abitazioni nel 2015 ha messo ulteriormente sotto pressione mercati immobiliari di per sé già sovrastimati. Alcune tensioni sono particolarmente visibili in Svezia, dove nel 2015 l'aumento dei prezzi reali delle abitazioni si è sommato ad un notevole divario di sopravvalutazione. L'ulteriore aumento dei prezzi è stato inoltre alimentato dalla crescita dei crediti netti alle famiglie che si è innestata su livelli di indebitamento già elevati. La Danimarca, il Lussemburgo e il Regno Unito sono stati altri tre paesi in cui nel 2015, in aggiunta ad un divario di sopravvalutazione, si sono registrati aumenti di prezzo significativi, parimenti alimentati, nei tre casi, da un aumento dei flussi creditizi netti alle famiglie. Gli sviluppi futuri di queste situazioni richiederanno pertanto un attento monitoraggio. In Estonia, Irlanda, Ungheria e Slovacchia, i prezzi, da livelli sottostimati, cominciano nuovamente a salire, mentre altrove gli aumenti sono contenuti e si sommano a divari di sopravvalutazione limitati, ovvero contribuiscono a colmare un divario di sottovalutazione.

Grafico 12: Livelli di valutazione e variazioni dei prezzi delle abitazioni nel 2015



Fonte: Eurostat, BCE, BRI, OCSE e valutazioni dei servizi della Commissione.

Nota: il divario di sopravvalutazione è stimato come la media tra prezzo/reddito, prezzo/canone di locazione e divari di valutazione nel modello degli elementi fondamentali.

**Nel 2015 il rapporto debito pubblico/PIL è leggermente diminuito in molti Stati membri, ma in generale non nei paesi più indebitati.** Nel 2015 i valori del quadro di valutazione hanno superato la soglia in 17 Stati membri. Per 10 di essi, tra cui Irlanda, Spagna, Francia, Cipro e Portogallo, il superamento si è associato all'indebitamento del settore privato, anch'esso oltre il valore soglia, sollecitando una riduzione dell'indebitamento in tutti i settori economici. Il generale contesto di bassa inflazione e crescita limitata ancora non favorisce un netto calo del rapporto debito pubblico/PIL, nonostante gli Stati membri si adoperino per ridurre il disavanzo di bilancio (diminuito nel 2015, in termini strutturali, in 21 paesi) e generare avanzi primari (conseguiti in 19 paesi). Il rapporto debito pubblico/PIL è in calo prevalentemente negli Stati membri con un livello di indebitamento inferiore (Grafico 10b), con riduzioni più consistenti in Danimarca, Germania, Lettonia, Malta e Paesi Bassi. Per contro, nessuno degli Stati membri con il rapporto debito/PIL più elevato (Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Croazia, Italia, Cipro e Portogallo) ha finora intrapreso una riduzione sostenibile. Tra i paesi con livelli di debito elevati, l'Irlanda è l'unica ad aver avviato una riduzione forte e duratura del debito pubblico, sotto la spinta di una crescita consistente del PIL nominale e reale. Sebbene tale andamento sia stato accentuato dalle recenti revisioni al rialzo delle cifre del PIL per tener conto delle attività delle multinazionali, la tendenza di fondo resta sostenuta.

### *Riquadro 3: Evoluzione dell'occupazione e della situazione sociale*

**Nel 2015 e nella prima metà del 2016 la situazione del mercato del lavoro ha continuato a migliorare.** La crescita annuale dell'occupazione nella zona euro e nell'UE nel suo insieme è stata di circa l'1% per la maggior parte del 2015 e ha subito un'accelerazione nella prima metà del 2016, raggiungendo circa l'1,6%. La crescita dell'occupazione nella zona euro si è allineata a quella dei paesi non appartenenti alla zona, colmando il ritardo accumulato tra il 2012 e il 2015. Analogamente, i tassi di disoccupazione sono ulteriormente diminuiti nel 2015 e nel primo semestre del 2016. Le disparità all'interno dell'UE relativamente a tale parametro si sono attenuate, con livelli elevati in flessione ma ancora alti in diversi paesi, in particolare in Grecia e in Spagna – dove la disoccupazione riguarda circa il 20% della forza lavoro – e in Croazia, in Italia, a Cipro e in Portogallo – dove il tasso di disoccupazione resta superiore al 10%. Nel 2015 i valori del quadro di valutazione per il tasso di disoccupazione medio triennale superano la soglia in tutti questi paesi, oltre alla Bulgaria, all'Irlanda, alla Francia, alla Lettonia, alla Lituania e alla Slovacchia. Nel complesso, nel secondo trimestre del 2016 il tasso di disoccupazione rimane superiore di 1,5 punti percentuali nella zona euro rispetto all'Unione nel suo insieme, sottolineando la necessità ancora forte di procedere ad un aggiustamento in vari paesi della zona euro. Inoltre, se da un lato la crescita dell'occupazione e il calo della disoccupazione sono stati finora relativamente sostenuti a fronte di un debole incremento della crescita della produzione negli ultimi due anni, dall'altro resta da vedere se il mercato del lavoro potrà continuare a migliorare in un contesto di ripresa modesta.

**I tassi di occupazione sono aumentati in quasi tutti gli Stati membri.** Nel 2015 il tasso di occupazione (20-64 anni) ha raggiunto il 70% per l'UE nel suo insieme e ha continuato a salire fino al 71% nel secondo trimestre del 2016, superando per la prima volta il picco del 2008, di poco superiore al 70%. Il tasso di attività (15-64 anni) è aumentato quasi ovunque, ma è diminuito a Cipro e, in misura marginale, in Belgio e in Germania. Nel 2015 si è attestato sul 72,5% e 72,4%, rispettivamente, nell'UE e nella zona euro, vale a dire circa 3 e 2 punti percentuali al di sopra dei livelli pre-crisi. La ragione dell'aumento va possibilmente ricercata negli ingressi nel mercato del lavoro durante il periodo di crisi motivati dalla necessità di contribuire al reddito familiare in un contesto di maggior incertezza a livello di occupazione e reddito da lavoro, nonché nella maggior partecipazione dei lavoratori più anziani e delle donne al mercato del lavoro.

**Nel 2015 i tassi di collocamento per le persone in cerca di lavoro con periodi di disoccupazione superiori a 12 mesi hanno cominciato nuovamente ad aumentare.** Il calo della disoccupazione osservato all'inizio della ripresa è stato invece connesso principalmente ai minori flussi in uscita dal lavoro. Di conseguenza, nel 2015 il tasso di disoccupazione di lunga durata è diminuito nella maggior parte dell'UE, pur rimanendo ancora elevato. In otto paesi ha superato di 0,5 punti percentuali o più quello di 3 anni fa. Le percentuali più elevate si sono registrate in Grecia, Spagna e Croazia, con oltre il 10% della popolazione attiva senza lavoro da oltre un anno.

**La disoccupazione giovanile è in calo.** Il tasso di disoccupazione giovanile è diminuito in tutti gli Stati membri ad eccezione della Finlandia e, in misura minore, della Francia, di Malta e dell'Austria. Il calo della disoccupazione giovanile è stato spesso più rapido rispetto a quella totale grazie alla più ampia risposta congiunturale e alla presenza di un potenziale di manodopera inutilizzato nei paesi con un tasso di disoccupazione elevato. In Belgio, Italia, Cipro e Finlandia i valori superano la soglia di variazione su 3 anni del quadro di valutazione. Nel 2015 il calo della percentuale dei giovani né occupati, né impegnati in corsi di studio o formazione è stato anch'esso frequente, ma meno rispetto alla disoccupazione giovanile, rimanendo di fatto superiore a due cifre in due terzi degli Stati membri dell'UE.

**La mobilità del lavoro e la migrazione hanno contribuito ad attenuare gli squilibri del mercato del lavoro.** Per dimensioni e rilevanza, tuttavia, l'impatto di questi due fattori nel mitigare le conseguenze della disoccupazione resta complessivamente limitato. Nel 2015 i flussi netti di popolazione in ingresso sono stati più consistenti nei paesi che, nel 2014, hanno registrato il tasso di disoccupazione più basso (in particolare, Germania, Lussemburgo e Austria); alcuni dei maggiori flussi netti in uscita si sono avuti in concomitanza con alcuni dei maggiori cali della disoccupazione registrati nel 2015 (ad esempio, in Grecia, Croazia, Lettonia e Lituania). L'apparente discordanza tra gli ingressi nei paesi UE di destinazione, in aumento, e le uscite dai paesi UE di origine è dovuta probabilmente al numero crescente di migranti dai paesi terzi, compresi i rifugiati provenienti dai paesi del Medio Oriente.

**La situazione sociale sta lentamente migliorando, ma resta difficile in un certo numero di Stati membri.** La percentuale di persone a rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE) è scesa dal 24,4% nel 2014 al 23,7% nel 2015, con un calo in oltre tre quarti degli Stati membri nel 2015 rispetto al 2014 e in oltre la metà dei paesi rispetto a 3 anni fa – indicatore del quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta<sup>14</sup> <sup>15</sup>. Negli ultimi tre anni il calo è stato più marcato in Bulgaria, Lettonia, Ungheria e Romania, mentre la Grecia, la Spagna, Cipro, i Paesi Bassi e il Portogallo hanno registrato gli aumenti più rilevanti. Le percentuali variano notevolmente: da circa il 40% in Bulgaria e in Romania a meno del 20% nella Repubblica ceca, in Francia, nei Paesi Bassi e nei paesi nordici. Rispetto agli anni pre-crisi, i rischi si sono attenuati per vari paesi dell'Europa centrale e orientale (più in particolare, Polonia e Romania); si sono invece aggravati per la maggior parte degli altri paesi (segnatamente, Grecia, Spagna e Cipro). Il protrarsi di questa situazione di fragilità sociale può avere diverse ricadute negative sulla crescita potenziale del PIL e rischia di aggravare gli squilibri macroeconomici.

<sup>14</sup> Questo indicatore corrisponde al totale delle persone che sono a rischio di povertà (al netto dei trasferimenti sociali) - la cosiddetta povertà di reddito - ovvero che vivono in condizioni di deprivazione materiale grave o in famiglie con un'intensità di lavoro molto bassa. Ciascuno è contato una sola volta anche quando rientra in diversi sottoindicatori. Sono a rischio di povertà le persone che hanno un reddito disponibile equivalente inferiore al 60% del reddito disponibile equivalente mediano nazionale. La grave deprivazione materiale comprende indicatori relativi alla mancanza di risorse, vale a dire la percentuale di persone che rientrano in almeno 4 delle 9 situazioni previste. Le persone che vivono in una famiglia ad intensità di lavoro molto bassa hanno un'età compresa tra 0 e 59 anni e vivono in una famiglia in cui, nell'anno precedente, gli adulti (18-59 anni) hanno lavorato meno del 20% del loro potenziale lavorativo totale. I dati relativi al 2015 non sono disponibili per l'Irlanda, la Croazia, l'Italia e il Lussemburgo.

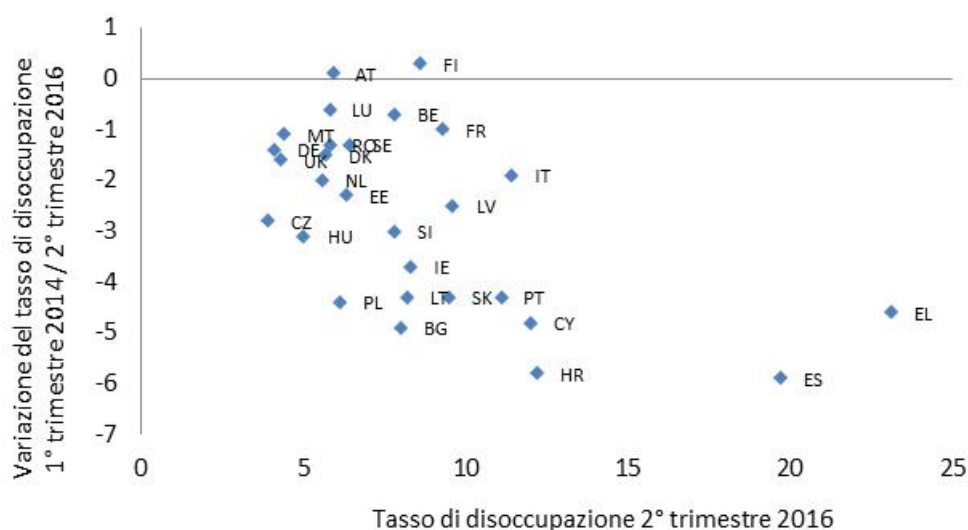
<sup>15</sup> Vi è discontinuità nella serie di dati relativi alla Bulgaria, all'Estonia e alla Romania.



**L'andamento tendenziale del rischio di povertà o di esclusione sociale è connesso ad una serie di fattori.** In primo luogo, negli ultimi anni la percentuale di persone a rischio di povertà (povertà di reddito) è andata aumentando nella maggior parte degli Stati membri, tenendo conto delle variazioni su base sia triennale che annuale. In secondo luogo, la deprivazione materiale grave è scesa nell'arco di un triennio in molti Stati membri. In quelli più poveri si è osservato un netto calo della deprivazione materiale grave - misura assoluta del grado di povertà - riconducibile all'allineamento di questi paesi con livelli più elevati di reddito. Un aumento di tale deprivazione si è registrato nei paesi con PIL pro capite più elevato ma più colpiti dalla crisi, in particolare la Grecia, la Spagna e l'Italia. Infine, sebbene di recente si sia registrato un calo o una stabilizzazione della percentuale di persone (di età inferiore ai 60 anni) che vivono in famiglie ad intensità di lavoro molto bassa, la variazione su 3 anni continua ad evidenziare un aumento nella maggior parte degli Stati membri dell'UE o, nel migliore dei casi, una stabilizzazione rispetto al 2012.

**Durante la crisi le disuguaglianze di reddito si sono accentuate nella maggior parte dei paesi dell'UE<sup>16</sup>.** Nel 2015 si sono però stabilizzate o sono diminuite in un numero considerevole di Stati membri. Con una situazione di partenza di per sé già peggiore rispetto alla media, paesi come la Lituania e la Romania hanno tuttavia registrato gli incrementi più netti delle disuguaglianze di reddito.

Grafico 13: Evoluzione del tasso di disoccupazione (fascia d'età 20-64 anni), 1° trimestre 2014 rispetto al 2° trimestre 2016



Fonte: Eurostat.

<sup>16</sup> La disuguaglianza è misurata in termini di rapporto S80/S20 tra quintili di reddito e di coefficiente di Gini relativo al reddito disponibile equivalente. Il primo mette a confronto il reddito di coloro che si trovano alla fine del quintile superiore con quello di coloro che si trovano all'inizio del quintile inferiore della distribuzione del reddito. Il secondo è invece definito come il rapporto tra le quote cumulate di popolazione, ordinata in base al reddito disponibile equivalente, e la quota cumulata del reddito disponibile equivalente totale ricevuto: è un valore compreso tra 0, quando il reddito è distribuito equamente tra tutta la popolazione, e 1, quando tutto il reddito del paese è percepito da una sola persona. I dati indicano un andamento lievemente diverso per le due misurazioni: negli ultimi anni il rapporto S80/S20 è diminuito con minor frequenza rispetto al coefficiente di Gini, ma durante la crisi è anche aumentato di meno.

**Nel complesso, i rischi e le vulnerabilità derivanti da problemi pregressi e/o da tendenze recenti sono presenti nella maggioranza degli Stati membri.** Il grado di gravità e l'urgenza di proporre risposte politiche adeguate variano in modo significativo tra gli Stati membri a seconda della natura di tali vulnerabilità o tendenze e del fatto che esse siano limitate a uno o più settori dell'economia:

- Un certo numero di Stati membri presenta *vulnerabilità molteplici ed interconnesse a livello di stock e/o di flussi*. È il caso dei paesi più duramente colpiti da cicli di forte espansione e repentina contrazione del credito – spesso associati a problemi di liquidità e solvibilità nei rispettivi settori bancari – e dall'inversione più marcata del saldo delle partite correnti. In un certo numero di casi (Croazia, Cipro, Portogallo), l'ingente indebitamento privato si associa a livelli elevati di debito pubblico, a posizioni patrimoniali nette sull'estero fortemente negative e al persistere di problemi interni al sistema bancario. In questi paesi la forte esigenza di ridurre l'indebitamento in un contesto di margini di bilancio limitati, di un tasso di disoccupazione elevato, di una bassa inflazione e di una scarsa crescita del PIL reale deve ancora trovare risposta. Le vulnerabilità sono molteplici ed interconnesse anche in Bulgaria, Irlanda, Spagna e Slovenia, ma i progressi in tal senso sono stati più rapidi rispetto ai paesi di cui sopra.
- In alcuni Stati membri le vulnerabilità derivano principalmente da *grandi stock di debito pubblico* e da preoccupazioni relative alla *crescita potenziale della produzione* e della *competitività*. È il caso, in particolare, dell'Italia, in cui le vulnerabilità sono legate anche al settore bancario e, più precisamente, alla grande quantità di prestiti deteriorati. Anche il Belgio e la Francia devono far fronte a problemi di debito pubblico e di crescita potenziale, ma senza presentare rischi potenziali analoghi connessi alla vulnerabilità delle banche.
- Alcuni Stati membri sono caratterizzati da *avanzi delle partite correnti considerevoli e persistenti*, derivanti da consumi privati e investimenti modesti. È il caso in particolare della Danimarca, della Germania, dei Paesi Bassi e della Svezia. In Germania questa situazione si associa ad una riduzione dell'indebitamento in tutti i settori dell'economia, anche se i livelli del debito non sono così elevati. Il persistere di ingenti eccedenze può essere sintomo di opportunità di crescita mancate e di crescenti rischi relativi ai creditori, senza contare che, in un contesto di bassa crescita e di bassa inflazione, la carenza di domanda aggregata si ripercuote sul resto della zona euro.
- In alcuni Stati membri, *l'evoluzione delle variabili dei prezzi o dei costi mostra segnali di potenziale surriscaldamento*. In Danimarca, Lussemburgo, Svezia e Regno Unito, le pressioni sui prezzi riguardano essenzialmente il settore dell'edilizia residenziale e si associano ad un alto livello di indebitamento delle famiglie. In Bulgaria, Estonia, Lettonia e Lituania, il costo del lavoro per unità di prodotto continua a crescere a un ritmo piuttosto serrato.
- In alcuni Stati membri le vulnerabilità e le tendenze potenzialmente non sostenibili si concentrano principalmente su un *settore specifico dell'economia*. Nei Paesi Bassi persistono vulnerabilità connesse all'indebitamento delle famiglie e al mercato dell'edilizia residenziale, associate all'avanzo elevato delle partite correnti. In Finlandia le vulnerabilità riguardano principalmente la competitività a causa di una transizione strutturale dell'economia.



**Nel complesso si ritiene giustificato procedere ad un esame approfondito per 13 paesi<sup>17</sup>.** Si tratta di paesi già oggetto di tale esame anche nel ciclo precedente, su un totale di 19. Sebbene la riduzione numerica rispecchi i progressi compiuti di recente nell'affrontare gli squilibri, restano vulnerabilità anche nei paesi in cui, in questa fase, non si ritiene giustificato procedere a detto esame e, come indicato al punto 3, gli sviluppi della situazione continueranno ad essere monitorati. Rispetto alla relazione sul meccanismo di allerta 2016, i progressi più evidenti sono stati compiuti nell'affrontare gli squilibri esterni dei paesi debitori netti e i mercati del lavoro hanno continuato generalmente a migliorare. Gli squilibri degli stock interni ed esterni, tuttavia, si stanno correggendo solo lentamente e restano fonte di rischi e vulnerabilità in molti Stati membri, oltre a pesare sulle prospettive di investimento e sulla ripresa economica. A sua volta, l'incipiente aumento delle pressioni sui prezzi giustifica l'esigenza di un attento monitoraggio in alcuni paesi.

---

<sup>17</sup> Si tratta di Bulgaria, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Croazia, Italia, Cipro, Paesi Bassi, Portogallo, Slovenia, Finlandia e Svezia.

### 3. SQUILIBRI, RISCHI E AGGIUSTAMENTO: COMMENTI SPECIFICI PER PAESE

**Belgio:** nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per il Belgio. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la variazione delle quote del mercato delle esportazioni e del debito, sia privato che delle amministrazioni pubbliche, e l'evoluzione del tasso di disoccupazione di lunga durata e giovanile.

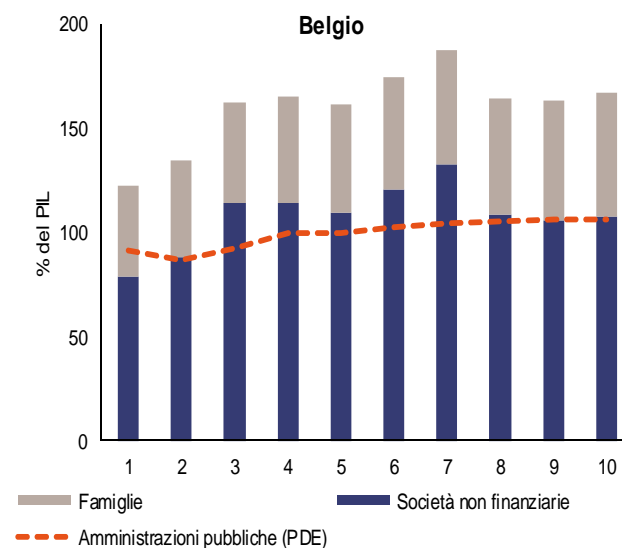
La sostenibilità esterna si basa sul pareggio delle partite correnti e su una posizione patrimoniale netta sull'estero molto favorevole. Nonostante le perdite del 2015, negli ultimi anni le perdite cumulate di quote del mercato delle esportazioni, che restano ingenti, sono state arginate. Questa tendenza è destinata a proseguire, parallelamente al notevole rallentamento della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Il debito del settore privato resta relativamente elevato, in particolare per le società non finanziarie, sebbene i prestiti infragruppo, ampiamente diffusi, gonfino i dati relativi al debito. I rischi connessi al debito delle famiglie sono legati principalmente al mercato immobiliare. Negli ultimi anni i prezzi reali delle abitazioni sono stati relativamente stabili,

ma il rapido aumento avvenuto prima del 2008 non è in alcun modo rientrato. Il debito pubblico è stabile, anche se elevato, e continua a rappresentare un problema importante per la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche. Dati recenti dimostrano che l'aumento della disoccupazione di lunga durata è di natura congiunturale, mentre il persistere di una disoccupazione giovanile elevata è una caratteristica più strutturale. Il numero delle persone che vivono in famiglie ad intensità di lavoro molto bassa è uno dei più alti tra tutti gli Stati membri e mette in luce la crescente polarizzazione del mercato del lavoro belga.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla competitività, al debito pubblico, ai prezzi delle abitazioni e al funzionamento del mercato del lavoro, sebbene i rischi connessi restino contenuti. Pertanto la Commissione non condurrà, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Bulgaria:** nel marzo del 2016 la Commissione ha concluso che la Bulgaria *presentava squilibri macroeconomici eccessivi* causati da persistenti fragilità nel settore finanziario e da un elevato indebitamento delle imprese in un contesto di forte disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), l'aumento del costo nominale del lavoro per unità di prodotto e il tasso di disoccupazione.

Grafico A1: *Debito dei settori economici*



Fonte: Eurostat

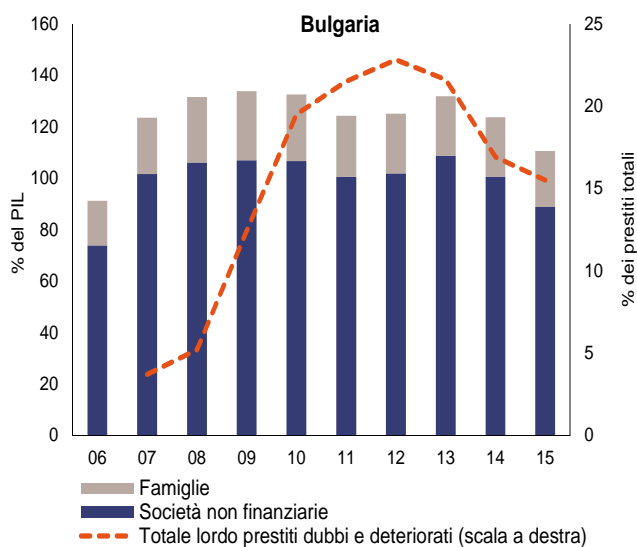
La NIIP negativa resta superiore alla soglia del quadro di valutazione, ma ha continuato a migliorare a fronte di un saldo positivo delle partite correnti. La quota del mercato delle esportazioni è aumentata negli ultimi cinque anni malgrado le perdite registrate nel 2015. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è in costante flessione, anche se la media triennale si attesta al di sopra della soglia indicativa. L'indebitamento del settore privato continua a destare preoccupazione, in particolare per le società non finanziarie, con dati recenti che indicano un processo di riduzione dell'indebitamento regolare, ma lento. Nel settore finanziario permangono alcune vulnerabilità, mentre delle fragilità sono ancora presenti nella disciplina in materia di insolvenza. Il

livello dei prestiti deteriorati è diminuito, ma resta elevato. Sono stati completati l'esame della qualità degli attivi e le prove di stress nel settore bancario, che non hanno evidenziato un fabbisogno significativo di capitale supplementare nel comparto. L'azione di controllo dovrà tuttavia essere rigorosa, tenendo conto anche delle raccomandazioni della Banca nazionale bulgara alle singole banche. Valutazioni analoghe sono in corso nei settori delle assicurazioni e dei fondi pensione. Il tasso di disoccupazione è superiore alla soglia indicativa, ma tende a calare conseguentemente al recente rafforzamento della crescita del PIL, mentre l'aumento del tasso di disoccupazione di lunga durata non oltrepassa più la soglia indicativa. Il persistere di problematiche strutturali nel mercato del lavoro, quali la scarsa partecipazione e l'asimmetria tra competenze e inquadramento professionale, continua a destare preoccupazione.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche connesse a vulnerabilità esterne ed interne, anche nel settore finanziario. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di marzo, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.*

**Repubblica ceca:** nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Repubblica ceca. Nel quadro di valutazione aggiornato nessun indicatore risulta superiore alla soglia indicativa.

Grafico A2: *Debito privato e prestiti deteriorati*

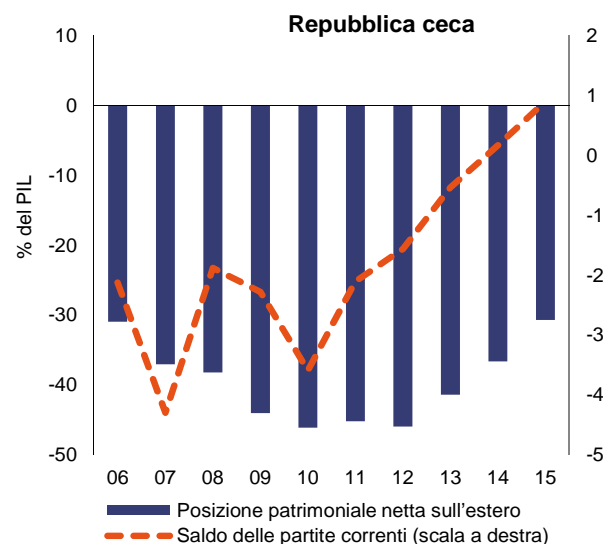


Fonte: Eurostat e BCE

Il saldo delle partite correnti è notevolmente migliorato negli ultimi anni, con una media triennale nuovamente positiva nel 2015. La posizione patrimoniale netta sull'estero nel 2015 è andata calando, spostandosi all'interno della soglia, in parte a causa delle attività denominate in valuta estera attualmente accumulate dalla Banca nazionale ceca a seguito dell'introduzione di una soglia minima di cambio con l'euro. I rischi collegati alla posizione sull'estero restano complessivamente contenuti, poiché le passività esterne sono in gran parte costituite da investimenti diretti esteri e, pertanto, il debito netto in tale contesto è molto basso. Nel 2015 la competitività è ulteriormente migliorata, con un lieve incremento delle quote del mercato delle esportazioni e una lieve diminuzione del costo nominale del lavoro per unità di prodotto. L'accelerazione della crescita salariale e l'eventuale apprezzamento del tasso di cambio a seguito dell'eliminazione della soglia minima potrebbero in parte vanificare i recenti miglioramenti. I rischi di squilibri interni sembrano limitati. Sebbene le famiglie continuo maggiormente di poter accedere al mercato immobiliare, il livello del debito del settore privato è lievemente diminuito nel 2015, mantenendosi entro la soglia. Nel 2015 la crescita dei prezzi reali delle abitazioni ha subito anch'essa una certa accelerazione. Il settore bancario, in gran parte sotto controllo estero, rimane stabile, con un aumento solo marginale del totale delle passività del settore finanziario nel 2015. Il debito pubblico, diminuito e nelle previsioni destinato a ridursi ulteriormente, rimane entro la soglia. Il tasso di disoccupazione è basso.

*In conclusione, la lettura in chiave economica rivela rischi esterni contenuti e rischi interni limitati. Pertanto la Commissione non condurrà, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

Grafico A3: NIIP e saldo delle partite correnti

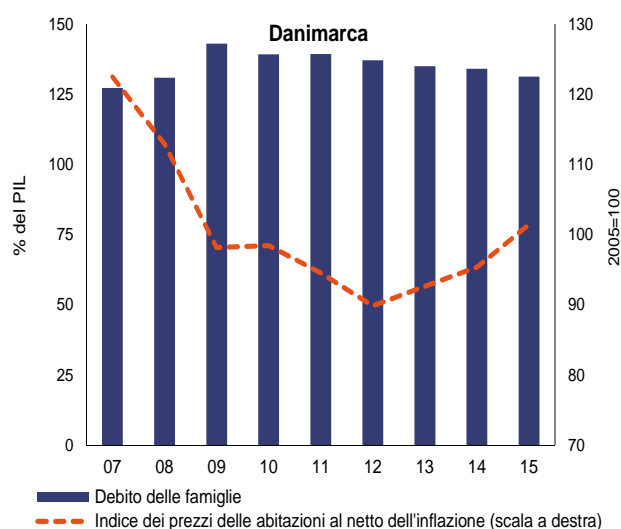


Fonte: Eurostat

**Danimarca:** nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Danimarca. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il saldo delle partite correnti, la variazione delle quote del mercato delle esportazioni, i prezzi reali delle abitazioni e il debito del settore privato.

Il saldo delle partite correnti continua a riportare forti eccedenze in conseguenza del forte risparmio pubblico e privato, degli alti proventi degli investimenti all'estero e dei minori investimenti delle imprese. La posizione patrimoniale netta sull'estero è

Grafico A4: Debito delle famiglie e indice dei prezzi delle abitazioni



Fonte: Eurostat

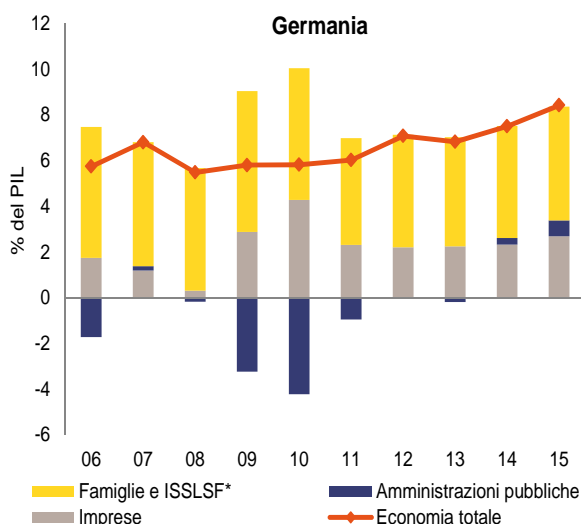
ampiamente positiva, benché in flessione nel 2015 a causa di effetti di valutazione negativi. Nel 2015 le perdite cumulate di quote del mercato delle esportazioni, nonostante alcune ulteriori perdite su base annua, si sono ridotte e nei prossimi anni dovrebbero essere limitate. La relativa debolezza delle esportazioni osservata di recente è attribuibile in parte anche al rallentamento delle attività di estrazione di petrolio e di gas e al calo del trasporto marittimo di merci. Gli indicatori della competitività di costo sono rimasti abbastanza stabili. Nel 2015 il debito del settore privato è lievemente diminuito pur rimanendo molto elevato. Il debito piuttosto consistente delle famiglie è imputabile anche ad un modello di finanziamento bancario specifico basato sul credito ipotecario e ad un sistema pensionistico avanzato. La riduzione dell'indebitamento procede a rilento poiché gli incentivi a rimborsare il debito sono scarsi, mentre quelli atti a favorire la costituzione di un capitale immobiliare sono numerosi. Nel 2015 l'aumento dei prezzi reali delle abitazioni ha registrato un'accelerazione che li ha portati a superare la soglia in un contesto di tassi di interesse bassissimi, motivando la necessità di un attento monitoraggio. Il settore bancario, tuttavia, è ancora solido e l'evoluzione del credito resta contenuta. Le misure regolamentari e di vigilanza adottate per aumentare la stabilità del settore finanziario e ridurre gli incentivi all'indebitamento delle famiglie iniziano ad esercitare gradualmente il loro effetto. Il tasso di disoccupazione è tuttora modesto.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia eventuali problematiche connesse al debito del settore privato e al settore dell'edilizia abitativa, ma i rischi sembrano ancora contenuti. Pertanto la Commissione non condurrà, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Germania:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che la Germania *presentava squilibri macroeconomici*, in particolare per i rischi derivanti da un eccesso di risparmio e da investimenti pubblici e privati modesti. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: l'avanzo delle partite correnti e il debito pubblico.

Nel 2015 l'avanzo delle partite correnti, già a livelli elevatissimi, ha continuato a crescere, ulteriormente stimolato da ragioni di scambio sempre più positive dovute al calo dei prezzi del petrolio e ad un tasso di cambio favorevole. Per i prossimi anni si prevede un avanzo ancora elevato. Gli investimenti dovrebbero rimanere modesti; in percentuale del PIL, sono rimasti grosso modo allo stesso basso livello dal 2011. La posizione patrimoniale netta sull'estero, ampiamente positiva, ha continuato rapidamente a rafforzarsi. Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato più della media della zona euro, colmando gradualmente il divario negativo rispetto a quest'ultima. I flussi di credito del settore privato hanno ripreso slancio, mentre la riduzione dell'indebitamento del settore privato è proseguito in un contesto di rafforzamento del risparmio sia delle imprese che delle famiglie. L'aumento dei prezzi reali delle abitazioni ha

Grafico A5: Accreditamento/indebitamento netto per settore



Fonte: servizi della Commissione

\*ISSLSF = istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie

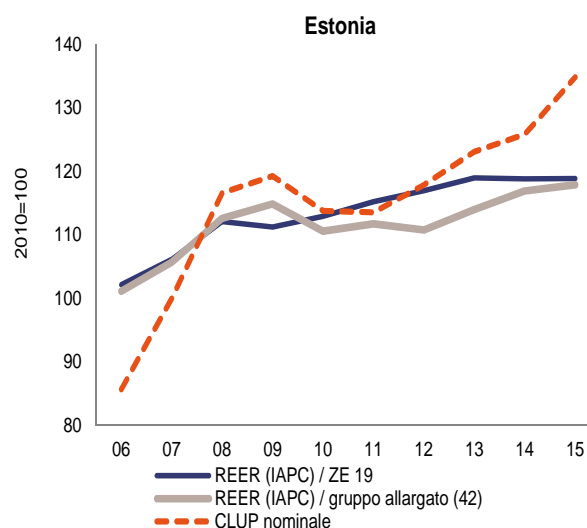
registrato un'accelerazione, ma l'indicatore resta entro la soglia. Il rapporto debito pubblico/PIL ha continuato ad assottigliarsi. Il settore finanziario resta sotto pressione a causa della bassa redditività. I tassi di disoccupazione molto bassi e in diminuzione rispecchiano la robustezza del mercato del lavoro nel paese.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche connesse ad un avanzo con l'estero estremamente cospicuo e crescente e ad una forte dipendenza dalla domanda esterna, che implicano rischi correlati alla crescita e sottolineano la necessità di proseguire nel riequilibrio a favore delle fonti nazionali. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di marzo, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o la loro correzione.*

**Estonia:** nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per l'Estonia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) negativa, il tasso di cambio effettivo reale (REER), il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) e i prezzi reali delle abitazioni.

La NIIP negativa resta al di sopra della soglia ma è ulteriormente migliorata. Le passività con l'estero consistono per più della metà in investimenti diretti esteri, il che riduce i rischi. Il saldo delle partite correnti riporta un avanzo a partire dal 2014, sostenuto dalla solidità e dalla stabilità delle esportazioni di servizi. Sebbene si riscontrino tuttora ampi aumenti cumulati delle quote di mercato delle esportazioni, nel 2015 si sono registrate forti perdite. L'indicatore del tasso di cambio effettivo reale, lievemente superiore alla soglia, dovrebbe tuttavia diminuire. L'incremento del costo nominale del lavoro per unità di prodotto è imputabile al continuo calo della popolazione in età lavorativa, da cui deriva una spinta all'aumento dei salari. Inoltre, il calo dei prezzi petroliferi e il deprezzamento del rublo hanno ridotto le esportazioni estoni, comprese quelle di scisti bituminosi, un'industria relativamente importante per il paese. L'aumento dei prezzi reali delle abitazioni sta decelerando a fronte dell'allineamento tra offerta e domanda di alloggi. Il debito del settore privato è entro la soglia ma sta cominciando a risalire, dopo aver toccato il livello minimo, parallelamente ad un aumento graduale del prestito, in particolare alle imprese. Il debito pubblico è invece stabile e ai livelli più bassi dell'UE. La disoccupazione di lunga durata e giovanile e il tasso di deprivazione materiale grave si sono ulteriormente ridotti.

Grafico A6: Tasso di cambio effettivo reale e CLUP



Fonte: Eurostat, servizi della Commissione

*Nel complesso, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche connesse a pressioni nell'economia nazionale, ma con rischi tuttora contenuti. In conclusione, la Commissione non condurrà, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Irlanda:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che l'Irlanda *presentava squilibri macroeconomici* relativi alla presenza di ingenti stock di passività con l'estero e a vulnerabilità derivanti dal debito sia pubblico che privato. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il tasso di cambio effettivo reale, il debito privato, i prezzi reali delle abitazioni, il debito pubblico e la disoccupazione.

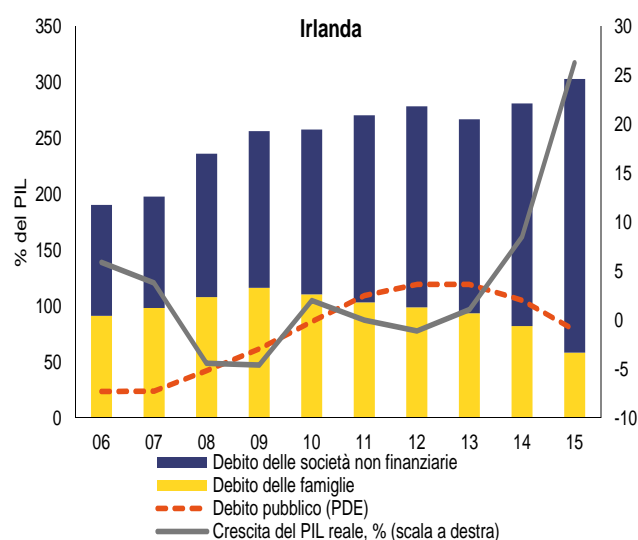
Nel 2015 la posizione patrimoniale netta sull'estero è peggiorata notevolmente, in parte a causa dell'incidenza limitata sull'economia nazionale di alcune attività di gruppi multinazionali. Negli ultimi anni

l'Irlanda ha registrato consistenti avanzi delle partite correnti. Ciò rispecchia, in una certa misura, il riequilibrio dell'economia e il miglioramento della competitività in presenza di un andamento favorevole del tasso di cambio effettivo reale. Tuttavia, le posizioni sottostanti delle partite correnti e sull'estero sono difficili da valutare a causa dell'entità e dell'impatto delle attività delle multinazionali. Il rapporto debito privato/PIL resta elevato e le famiglie hanno continuato a ridurre attivamente l'indebitamento, mentre la situazione delle società non finanziarie nazionali è di più difficile interpretazione, tenuto conto del peso delle multinazionali sul totale del debito delle imprese. La quota dei prestiti deteriorati è elevata ma tendenzialmente in calo, mentre gli arretrati di pagamento di crediti ipotecari a lungo termine destano preoccupazione. L'aumento dei prezzi reali delle abitazioni, trainato principalmente da un'offerta insufficiente di alloggi, è rallentato anche se con notevoli variazioni regionali. I prezzi degli immobili restano ben al di sotto dei picchi massimi, mentre i canoni di locazione sono attualmente superiori. Il debito pubblico, ridottosi notevolmente nel 2015 grazie all'eccezionale rialzo del PIL, è in flessione. Il tasso di disoccupazione medio su 3 anni è prossimo al valore soglia, poiché ha continuato a scendere grazie alla forte creazione di posti di lavoro. Anche la disoccupazione di lunga durata e quella giovanile sono diminuite in misura sostanziale.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla sostenibilità esterna, al settore finanziario e al debito sia privato che pubblico. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di marzo, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o la loro correzione.*

**Spagna:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che la Spagna *presentava squilibri macroeconomici*, in particolare per i rischi dovuti ai livelli elevati di debito estero e interno, sia pubblico che privato, in un contesto di forte disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito sia privato che pubblico e il tasso di disoccupazione.

Grafico A7: *Debito dei settori economici e crescita del PIL reale*



Fonte: Eurostat



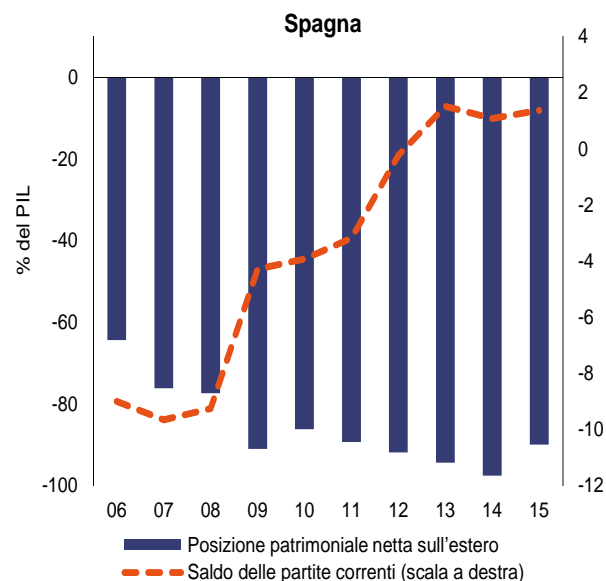
Il riequilibrio esterno è proseguito e si prevede il mantenimento di un avanzo moderato a medio termine nel saldo delle partite correnti. Questo miglioramento, tuttavia, si sta traducendo solo lentamente in una riduzione delle passività esterne della Spagna. Dal 2014 la posizione patrimoniale netta sull'estero è migliorata, ma rimane molto negativa e si compone principalmente di debito, esponendo pertanto il paese ai rischi connessi a eventuali mutamenti del clima di fiducia degli operatori. La modesta crescita della produttività, inoltre, fa sì che gli incrementi di competitività siano saldamente ancorati ai vantaggi in termini di costo, con ricadute negative anche sulle condizioni di lavoro e sulla coesione sociale. La riduzione dell'indebitamento del settore privato è proseguita per tutto il 2015, sotto la spinta anche di una crescita reale significativa. Il debito pubblico è rimasto generalmente stabile, nonostante un disavanzo consistente ancorché in via di miglioramento. Il tasso di disoccupazione, anche se diminuito rapidamente, rimane molto elevato, in particolare tra i giovani, e un'alta percentuale di disoccupati è senza lavoro da più di un anno. Il miglioramento del mercato del lavoro si sta traducendo solo lentamente in una riduzione della povertà, i cui dati rimangono tra i più elevati dell'UE.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla sostenibilità esterna, al debito sia privato che pubblico e all'aggiustamento del mercato del lavoro, in un contesto di debole crescita della produttività. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di marzo e della loro rilevanza transfrontaliera, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o la loro correzione.*

**Francia:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che la Francia *presentava squilibri macroeconomici eccessivi*, in particolare a causa di un debito pubblico elevato e crescente, unitamente alla scarsa crescita della produttività e al deterioramento della competitività. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa: il debito sia pubblico che privato, la disoccupazione in generale e l'evolversi di quella di lunga durata.

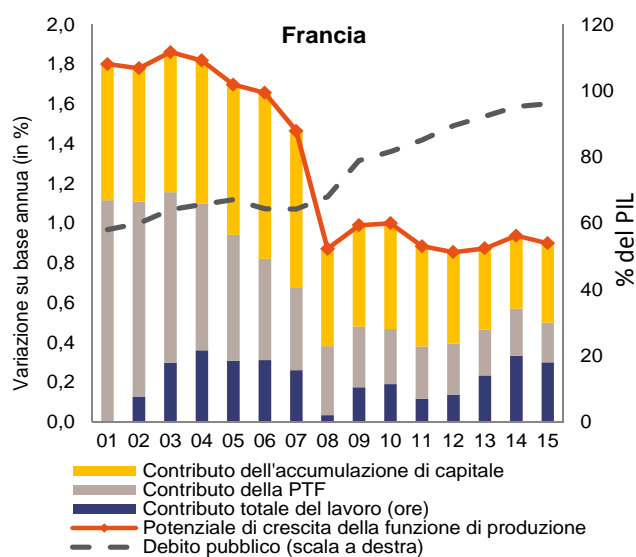
Nel 2015 gli indicatori degli squilibri esterni e della competitività si sono in gran parte stabilizzati, come dimostrano il saldo delle

Grafico A8: NIIP e saldo delle partite correnti



Fonte: Eurostat

Grafico A9: Crescita potenziale e debito pubblico



Fonte: servizi della Commissione



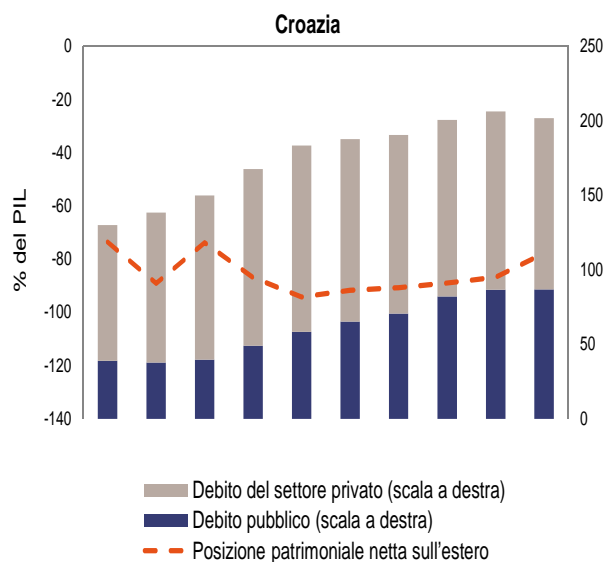
partite correnti prossimo al pareggio, il rallentamento delle perdite cumulate di quote del mercato delle esportazioni, attualmente all'interno della soglia, e la crescita contenuta del costo del lavoro per unità di prodotto. La scarsa crescita della produttività del lavoro è tuttavia un fattore di rischio per l'evoluzione del costo del lavoro per unità di prodotto. Il debito pubblico elevato e in aumento rappresenta tuttora una fonte importante di vulnerabilità ed è destinato presumibilmente a gonfiarsi nei prossimi anni. Rendendo più difficile la riduzione dell'indebitamento, la bassa crescita potenziale e il basso livello d'inflazione aggravano i rischi connessi al debito pubblico elevato. Il debito del settore privato è superiore alla soglia, ma le pressioni alla riduzione dell'indebitamento sembrano contenute. I prezzi reali delle abitazioni si stanno lentamente adeguando e il credito al settore privato si è stabilizzato su livelli positivi piuttosto moderati. Nel 2015 si è registrato un ulteriore incremento della disoccupazione a fronte di una crescita debole. Analogamente, la disoccupazione di lunga durata ha continuato ad aumentare.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative soprattutto a squilibri interni, in particolare il debito pubblico, in un contesto di scarsa crescita della produttività e di debole competitività. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di marzo, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.*

**Croazia:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che la Croazia presentava squilibri macroeconomici eccessivi, in particolare per i rischi connessi ai livelli elevati di debito pubblico, delle imprese ed estero, in un contesto di forte disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito pubblico e il tasso di disoccupazione.

Pur rimanendo decisamente negativa, la NIIP è migliorata, mostrando, nel 2015, una posizione delle partite correnti in crescente avanzo. I miglioramenti annuali delle quote di mercato delle esportazioni sono proseguiti, riassorbendo sostanzialmente le perdite accumulate negli anni precedenti l'adesione. I livelli del debito, sia pubblico che privato, in particolare quello delle imprese, sono elevati. Dopo cinque anni di rapido aumento, il debito pubblico si è stabilizzato ad un livello molto alto e pare ora destinato a diminuire, in percentuale del PIL, sull'orizzonte temporale oggetto delle previsioni. Il debito del settore privato, anch'esso in calo, resta elevato rispetto a paesi comparabili, benché entro la soglia. Una quota elevata del debito interno è inoltre denominata in euro, aumentando in tal modo i rischi di cambio derivanti dalle ingenti passività con l'estero. Pur essendo ben capitalizzato, il settore finanziario rimane esposto ai rischi connessi alla presenza di percentuali elevate di prestiti deteriorati. L'accelerazione dell'estinzione e della cessione dei prestiti ha portato recentemente a una riduzione dei prestiti

Grafico A10: NIIP, debito privato e debito pubblico, % del PIL



Fonte: Eurostat

deteriorati, indicando un allentamento delle condizioni di credito. Anche l'alto tasso di disoccupazione è in calo, in parte a causa della rapida contrazione della forza lavoro, di entità di per sé già modesta. In presenza di tassi poco elevati di occupazione e di attività, una quota relativamente ampia della popolazione resta a rischio di povertà e di esclusione sociale.

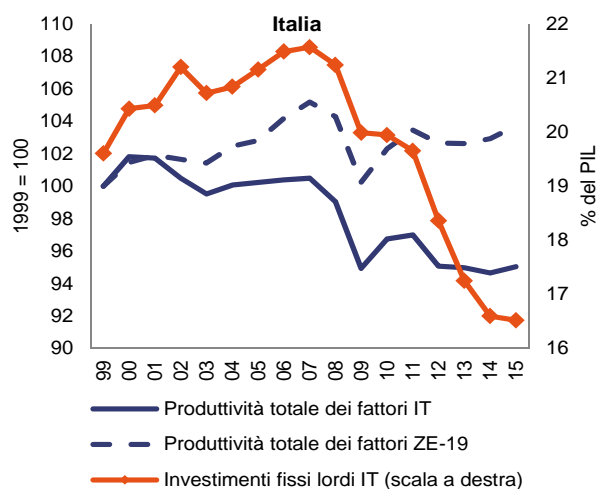
*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla posizione sull'estero, alla sostenibilità del debito pubblico e all'aggiustamento del mercato del lavoro. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di marzo, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.*

**Italia:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che l'Italia presentava squilibri macroeconomici eccessivi, in particolare un debito pubblico molto elevato e una scarsa competitività esterna in un contesto di crescita economica modesta e di andamento della produttività debole. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la perdita di quote del mercato delle esportazioni, il debito pubblico, il tasso di disoccupazione e la variazione dei tassi di disoccupazione di lunga durata e giovanile.

Nel 2015 le partite correnti riportano un avanzo, contribuendo al miglioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero. Tuttavia tale attivo rispecchia anche la perdurante debolezza della domanda interna, come risulta dal rapporto storicamente basso investimenti fissi/PIL. Le perdite di quote del mercato delle esportazioni restano consistenti. La posizione verso l'estero e la competitività di costo soffrono della crescita modesta della produttività del lavoro, nonostante la contenuta crescita salariale e il deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale (REER). La ripresa economica debole, l'inflazione bassa e la politica di bilancio espansionistica ritardano la riduzione dell'altissimo rapporto debito pubblico/PIL e dei relativi rischi. La bassa redditività dell'ampio stock di prestiti deteriorati rende il sistema bancario sempre più vulnerabile e ostacola la capacità delle banche di sostenere l'economia. In particolare, anche l'allocatione inefficiente del capitale, legata al vasto stock di prestiti deteriorati, contribuisce alla bassa crescita della produttività e gli scarsi volumi dei prestiti sono associati a un livello di investimenti contenuto. Il miglioramento della situazione del mercato del lavoro sta progressivamente riducendo il tasso di disoccupazione, che permane tuttavia molto al di sopra dei livelli pre-crisi, come anche i tassi della disoccupazione di lunga durata e di quella giovanile.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative all'alto livello di debito pubblico e al sistema bancario in un contesto di crescita della produttività debole. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri eccessivi riscontrati nel mese di marzo, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi*

**Grafico A11: Produttività totale dei fattori e investimenti fissi lordi**



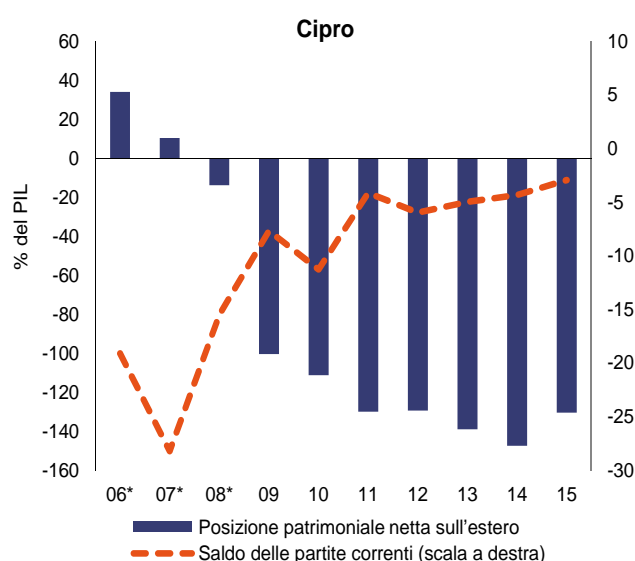
Fonte: servizi della Commissione

*macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri eccessivi.*

**Cipro:** nell'Aprile 2016 la Commissione ha concluso che Cipro *presentava squilibri macroeconomici eccessivi*, in particolare per i grandi stock di indebitamento privato, pubblico ed esterno e la quota elevata di prestiti deteriorati nel sistema bancario. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa: il disavanzo delle partite correnti, la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il tasso di cambio effettivo reale (REER), le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato, il debito pubblico, la disoccupazione e la variazione dei tassi di disoccupazione di lunga durata e di quella giovanile.

Il disavanzo delle partite correnti e la NIIP negativa restano consistenti, sebbene vi siano stati miglioramenti nel 2015. A tale risultato ha contribuito il buon andamento delle esportazioni di servizi, in particolare turistici. Il significativo deprezzamento del REER rispecchia principalmente l'inflazione negativa registrata dal 2015. Il livello di indebitamento privato resta tra i più elevati dell'UE. Sebbene la crescita del PIL reale sia ripresa nel 2015, e si prevede che si rafforzi nel corso del periodo oggetto della previsione, il calo dei prezzi limita la crescita del PIL nominale e rende più difficile il processo di riduzione dell'indebitamento. Il livello ingente di prestiti deteriorati indica che permangono gravi rischi per il ripristino del sano flusso

Grafico A12: NIIP e saldo delle partite correnti



Fonte: Eurostat. Nota: \* indica dati BMP5 e SEC95

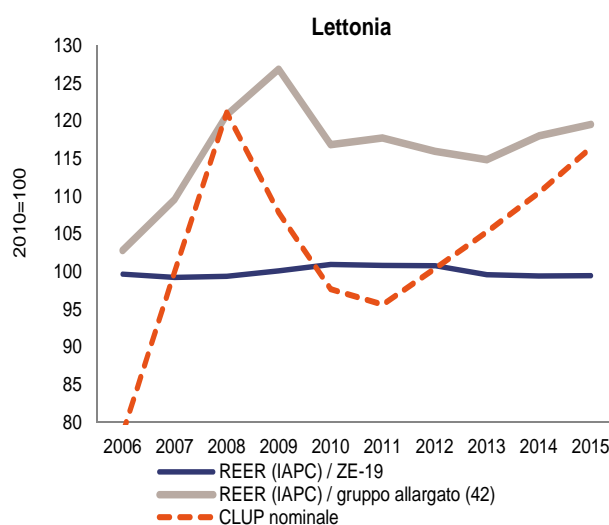
di credito verso l'economia necessario per sostenere la crescita a medio termine. Il livello molto alto del rapporto debito pubblico/PIL è stabile e dovrebbe aver raggiunto il picco nel 2015. La disoccupazione è rilevante, ma in diminuzione, mentre la disoccupazione di lunga durata e quella giovanile restano relativamente alte.

*In conclusione, la lettura in chiave economica rivela alcune problematiche che riguardano la sostenibilità esterna, il debito pubblico e privato, le vulnerabilità nel settore finanziario e l'aggiustamento del mercato del lavoro. Pertanto, nel caso di Cipro la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di aprile, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri eccessivi.*

**Lettonia:** nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Lettonia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) e la disoccupazione.

Il disavanzo delle partite correnti si sta riducendo e la NIIP negativa resta notevolmente superiore alla soglia, ma è in continuo miglioramento e anche le prospettive sono favorevoli. Una quota molto ampia dell'esposizione esterna rispecchia gli stock di investimenti diretti esteri. Gli aumenti cumulati delle quote del mercato delle esportazioni rimangono consistenti, nonostante le perdite registrate nel 2015. Gli indicatori della competitività di costo evidenziano alcune perdite. Il tasso di cambio effettivo reale (REER) si è apprezzato nel 2015. Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato ulteriormente al di sopra della soglia indicativa, presentando alcuni rischi per la competitività di costo esterna. Tuttavia il ritmo di crescita dovrebbe rallentare alla luce degli ultimi sviluppi dell'andamento salariale. Le quote di debito pubblico e privato si attestano chiaramente entro le soglie. Il settore finanziario rimane solido. I prestiti, in particolare alle imprese, stanno crescendo nuovamente dopo un lungo periodo di riduzione dell'indebitamento. La crescita dei prezzi reali delle abitazioni è rallentata. L'indicatore triennale della disoccupazione è marginalmente al di sopra della soglia, ma s'iscrive in una tendenza discendente.

Grafico A13: Tasso di cambio effettivo reale e CLUP

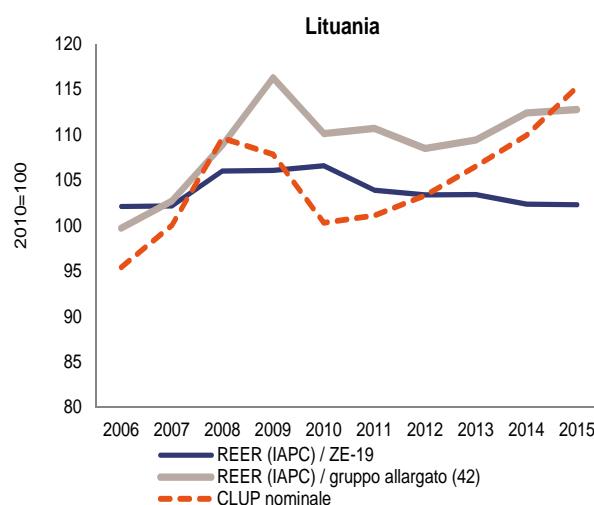


Fonte: Eurostat, servizi della Commissione

*In conclusione, la lettura in chiave economica rivela alcune problematiche che riguardano il settore esterno dell'economia e il mercato del lavoro sullo sfondo di un continuo riequilibrio. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Lituania:** nei precedenti cicli della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Lituania. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il costo nominale del lavoro per unità di prodotto (CLUP) e il tasso di disoccupazione.

Grafico A14: Tasso di cambio effettivo reale e CLUP



Fonte: Eurostat, servizi della Commissione

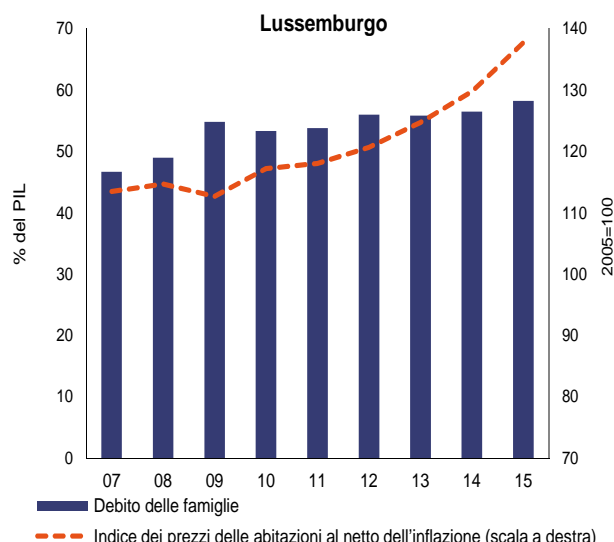
cambio effettivo reale (REER) si è apprezzato nel 2015. La scarsa produttività e la forte crescita salariale hanno determinato una marcata crescita del CLUP nel 2015, spostando l'indicatore al di sopra della soglia, ma nel corso del periodo oggetto della previsione è prevista una decelerazione. I livelli di debito pubblico e privato sono relativamente bassi. I prezzi reali delle abitazioni continuano ad aumentare, ma a un tasso più contenuto e partendo da un livello relativamente modesto. L'indicatore della disoccupazione è al di sopra della soglia, ma s'iscrive in una tendenza di costante diminuzione.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla competitività esterna, ma i rischi restano limitati. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Lussemburgo:** nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per il Lussemburgo. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: i prezzi reali delle abitazioni, il flusso di credito al settore privato e l'indebitamento.

L'avanzo delle partite correnti strutturalmente elevato si è mantenuto stabile nel 2015 e resta appena entro la soglia. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) è aumentata, riflettendo soprattutto la predominanza del settore finanziario, mentre solo una quota limitata dei flussi è collegata all'attività economica interna. La crescita salariale scarsa contribuisce alla recente moderazione dei costi del lavoro. Insieme al miglioramento della produttività registrato nel corso degli ultimi anni, essa contribuisce a spiegare il recupero di quote del mercato dell'esportazioni. Il debito pubblico, già basso, è sceso ulteriormente. La crescita del credito è rimasta dinamica e la vivace crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni ha determinato un aumento del livello di indebitamento delle famiglie avvicinandolo alla media della zona euro, mentre le pressioni per la riduzione dell'indebitamento sui bilanci delle famiglie e delle imprese sembrano essere contenute. I prezzi delle abitazioni stanno accelerando, partendo da livelli già elevati, e necessitano di un attento monitoraggio. Vari fattori, quali consistenti flussi migratori netti, un mercato del lavoro dinamico e costi di finanziamento modesti, concorrono a sostenere la domanda di abitazioni, mentre l'offerta resta relativamente limitata, come risulta anche dalla scarsa crescita del rilascio di permessi di costruire. I rapporti prestito/valore sono diminuiti così come l'accessibilità economica delle abitazioni. La disoccupazione è aumentata, ma partendo da livelli modesti.

Grafico A15: *Debito delle famiglie e indice dei prezzi delle abitazioni*



Fonte: Eurostat

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia soprattutto problematiche relative all'aumento dei prezzi delle abitazioni, sebbene i rischi generali sembrano ancora relativamente contenuti. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Ungheria:** nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per l'Ungheria. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), le perdite di quote del mercato delle esportazioni, i prezzi reali delle abitazioni e il debito pubblico.

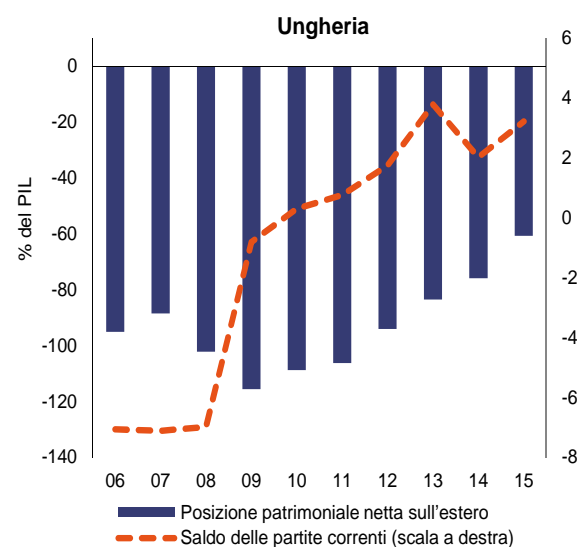
Il rafforzamento continuo del saldo delle partite correnti ha comportato un miglioramento molto rapido e sostenuto della NIIP negativa. Le quote del mercato delle importazioni hanno registrato aumenti nel 2015 e le perdite cumulate sono solo appena al di sopra della soglia. Tale situazione è sostenuta da un settore automobilistico in crescita e dai miglioramenti della competitività di costo, come risulta dal deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale (REER) e dalla crescita contenuta dei costi del lavoro per unità di prodotto. I prestiti alle imprese da parte delle banche nazionali continuano a contrarsi, ma nel 2015 sono in ripresa i nuovi prestiti alle famiglie. Il ritmo complessivo della riduzione dell'indebitamento è rallentato, sostenuto dalla prolungata crescita economica. Il precedente calo dei prezzi reali

delle abitazioni ha subito una brusca inversione e i prezzi delle abitazioni si sono impennati nel 2015, superando la soglia, tuttavia partendo da livelli ancora sottovalutati. La successiva introduzione di norme di limitazione del debito conterrà i rischi di surriscaldamento del mercato. Il debito pubblico ha continuato a diminuire gradualmente, sebbene resti ancora relativamente elevato per un'economia a reddito medio. La redditività e la capacità di assorbimento degli shock del settore bancario sono migliorate. La ripresa del mercato abitativo potrebbe contribuire a ridurre il problema del livello ancora elevato dei mutui ipotecari deteriorati delle famiglie. L'indicatore della disoccupazione si è mantenuto entro la soglia nel 2015, mentre l'occupazione è aumentata ulteriormente nel 2015 e nel 2016.

*In conclusione, la lettura in chiave economica sottolinea il miglioramento della posizione sull'estero e alcune problematiche relative al mercato delle abitazioni, sebbene i rischi sembrano contenuti. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Malta:** nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per Malta. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito privato e il debito pubblico.

Grafico A16: NIIP e saldo delle partite correnti

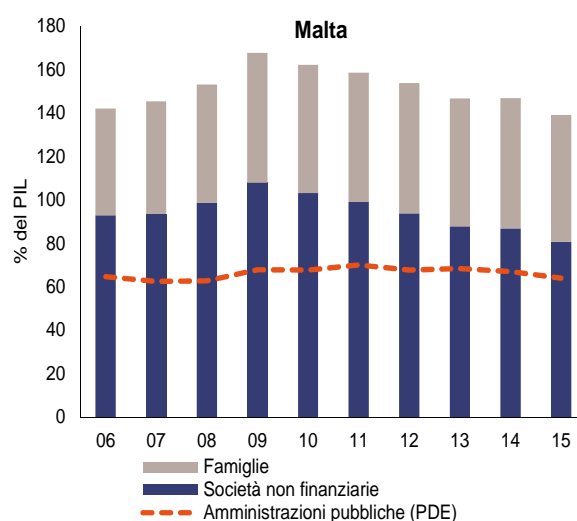


Fonte : Eurostat



L'attuale avanzo delle partite correnti è lievemente diminuito nel 2015, riflettendo anche l'incidenza del forte aumento degli investimenti a elevata intensità di beni d'importazione. La NIIP, già positiva, si è rafforzata. Le quote del mercato delle esportazioni registrano una persistente tendenza negativa dal 2009, in particolare a causa delle esportazioni di merci. Tuttavia l'andamento della competitività di costo è stato favorevole in quanto l'aumento della produttività e modesti sviluppi salariali hanno tenuto sotto controllo i costi del lavoro per unità di prodotto e hanno comportato un leggero deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale (REER). Il rapporto debito privato/PIL segue una tendenza in costante discesa, sulla scia di

Grafico A17: *Debito dei settori economici*



Fonte: Eurostat

un'ordinata riduzione dell'indebitamento tra le società non finanziarie e di una solida crescita economica. Le dinamiche legate ai prezzi delle abitazioni sono rimaste deboli nel 2015, ma la crescente domanda dovrebbe esercitare una pressione al rialzo sui prezzi nei prossimi anni. Il debito pubblico ha continuato a diminuire, avvicinandosi alla soglia indicativa. La situazione del mercato del lavoro è rimasta favorevole e la disoccupazione si è mantenuta bassa.

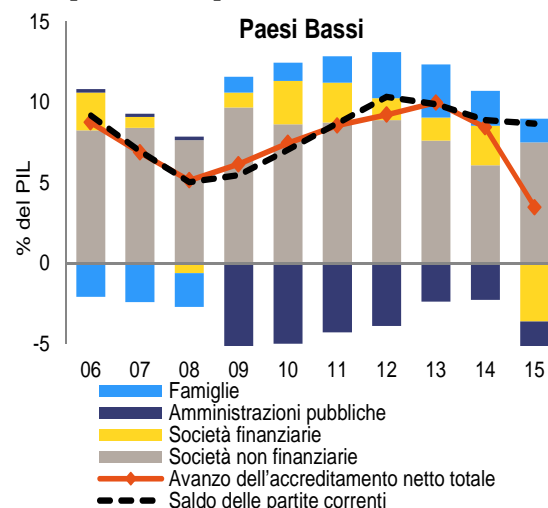
*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia la solida posizione sull'estero e la riduzione dell'indebitamento in corso in un contesto di crescita relativamente forte. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Paesi Bassi:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che i Paesi Bassi *presentavano squilibri macroeconomici*, in particolare per i rischi dovuti all'elevato e persistente avanzo delle partite correnti e all'ingente stock di debito delle famiglie. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: l'avanzo delle partite correnti, la perdita di quote del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato, il debito pubblico e la variazione della disoccupazione di lunga durata.

L'avanzo delle partite correnti si mantiene a un livello molto al di sopra della soglia indicativa, dovuto in parte a caratteristiche strutturali, tra cui le elevate attività di riesportazione e la presenza di imprese multinazionali. Tale avanzo rispecchia inoltre un livello elevato di risparmio delle società non finanziarie in un contesto di scarsi investimenti e distribuzione contenuta degli utili delle imprese. Tuttavia gli investimenti dovrebbero crescere con maggiore vigore in linea con la solida domanda interna che potrebbe portare a un modesto calo dell'avanzo delle partite correnti. Le perdite cumulate di quote del mercato delle esportazioni si sono mantenute al di sopra della soglia, sulla scia delle perdite annuali nel 2015. Gli indicatori della competitività di costo evidenziano piccoli incrementi nel 2015.

Il debito del settore privato è molto elevato, ma continua la riduzione dell'indebitamento, determinando una riduzione marginale del livello del debito. Misure politiche, quali la riduzione della deducibilità degli interessi sui mutui ipotecari e l'abbassamento del rapporto prestito/valore, dovrebbero sostenere la riduzione dell'indebitamento delle famiglie. I prezzi reali delle abitazioni hanno iniziato a crescere nel 2015, dopo la fase di correzione degli anni precedenti. Il debito pubblico è moderatamente superiore alla soglia e in lieve diminuzione. Nonostante il mercato del lavoro presenti una forte crescita dell'occupazione, determinando una costante riduzione del tasso di disoccupazione, la quota di disoccupazione di lunga durata resta cospicua.

Grafico A18: *Accreditamento netto/indebitamento netto per settore e partite correnti*



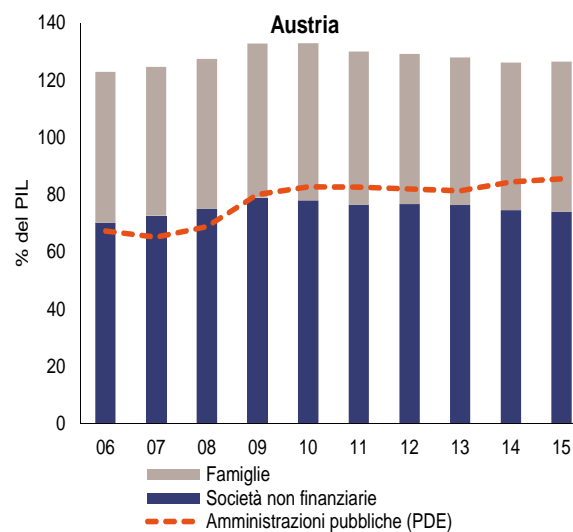
Fonte : Eurostat

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative ai persistenti squilibri tra risparmi e investimenti e all'elevato livello di debito privato, in particolare quello ipotecario. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di marzo, ritiene utile procedere a un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Austria:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che l'Austria *non presentava squilibri macroeconomici*. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito pubblico e la variazione della disoccupazione di lunga durata.

Le partite correnti registrano un modesto avanzo, che è aumentato lievemente nel 2015, mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) è leggermente positiva. Le perdite cumulate di quote del mercato delle esportazioni rimangono al di sopra della soglia e nel 2015 si sono registrate ulteriori perdite. Il tasso di cambio effettivo reale (REER) si è deprezzato su base annuale. Inoltre la crescita della produttività del lavoro è stata positiva dopo tre anni di perdite, contribuendo a una riduzione della crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto. L'indebitamento del settore privato rimane, sebbene di poco, al di sotto della soglia e continua a diminuire rispetto al PIL grazie alla riduzione dell'indebitamento delle

Grafico A19: *Debito dei settori economici*



Fonte: Eurostat

società non finanziarie nonostante il contesto di bassi tassi d'interesse. Il tasso di crescita dei prezzi reali delle abitazioni ha subito un'accelerazione partendo da livelli già relativamente



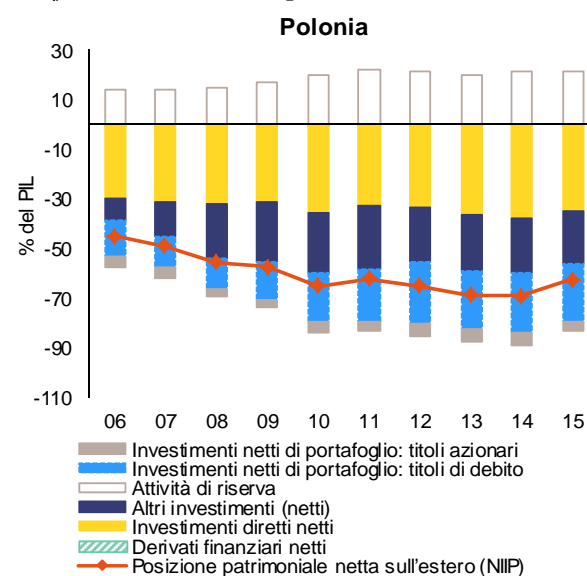
alti e, sebbene l'indicatore si mantenga entro la soglia, necessita di un attento controllo. Il debito pubblico è aumentato anche a causa della prolungata ristrutturazione delle banche in difficoltà, che potrebbero ancora rappresentare un rischio per le finanze pubbliche. Le passività del settore finanziario sono rimaste complessivamente stabili, in quanto le banche austriache hanno tagliato le esposizioni con l'estero, data anche la qualità relativamente inferiore delle attività in Europa centrale e orientale, da cui deriva la necessità di un monitoraggio delle potenziali ricadute sull'economia sia interna sia dei paesi partner. Il tasso di disoccupazione continua ad aumentare, soprattutto per effetto della crescente offerta di manodopera, ma rimane tra i più bassi dell'UE, anche se la disoccupazione di lunga durata e quella giovanile sono aumentate.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla posizione verso l'estero e al settore bancario, ma con rischi limitati. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Polonia:** nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Polonia. Nel quadro di valutazione aggiornato la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) è superiore alla soglia indicativa.

Il disavanzo medio su 3 anni delle partite correnti ha continuato a ridursi, avvicinandosi al pareggio. Tuttavia la NIIP rimane ancora fortemente negativa nonostante sia migliorata significativamente nel 2015. La vulnerabilità esterna è contenuta in quanto gli investimenti diretti esteri rappresentano gran parte delle passività verso l'estero. Nel 2015 si sono registrati aumenti cumulati delle quote del mercato delle esportazioni, mentre gli indicatori della competitività di costo mostrano un certo incremento. Il debito del settore privato e il debito pubblico sono relativamente bassi e stabili. La stabilità del settore bancario è stata mantenuta, ma la redditività si è ridotta. I prezzi reali delle abitazioni hanno evidenziato una limitata crescita positiva nel 2014 e nel 2015 dopo alcuni anni con correzioni. Il tasso di disoccupazione è sceso ulteriormente al di sotto della soglia indicativa.

Grafico A20: Posizione patrimoniale netta sull'estero



Fonte: Eurostat

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla posizione sull'estero, per la quale i rischi complessivi restano tuttavia limitati. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Portogallo:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che il Portogallo *presentava squilibri macroeconomici eccessivi* legati ai grandi stock di passività esterne, al debito privato e a quello pubblico, a un'ampia quota di prestiti deteriorati e all'elevata disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito del settore privato, il debito pubblico e la disoccupazione.

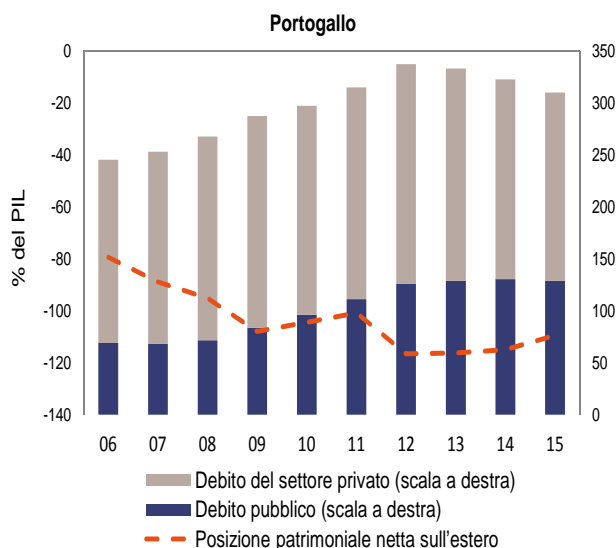
La posizione delle partite correnti ha registrato un lieve avanzo nel 2015 e la NIIP negativa è migliorata leggermente, ma rimane molto elevata. Saranno necessari significativi avanzi delle partite correnti per un lungo periodo per raggiungere una maggiore sostenibilità della posizione sull'estero. Le precedenti perdite cumulate di quote del mercato delle esportazioni sono state parzialmente recuperate, grazie anche a un contesto di sviluppi favorevoli della competitività di costo. Il rapporto ancora elevato debito privato/PIL implica che è necessaria un'ulteriore riduzione dell'indebitamento. Il livello elevato di debito pubblico, in un contesto di bassa crescita potenziale, comporta rischi per la sostenibilità a medio

termine e vulnerabilità agli shock negativi e aumenta i costi di finanziamento. L'ampio stock di prestiti deteriorati delle imprese, insieme alla redditività modesta, esercita pressioni sul settore bancario, impedendo l'allocazione produttiva dei crediti e degli investimenti. Il mercato del lavoro si sta gradualmente adeguando, anche per quanto riguarda la disoccupazione giovanile e quella di lunga durata, sebbene entrambe rimangano tra le più alte dell'UE, con un aumento del rischio di deterioramento del capitale umano.

*In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla sostenibilità esterna, al debito pubblico e a quello privato, alla vulnerabilità del settore bancario e al processo di adeguamento del mercato del lavoro, in un contesto di modesta crescita della produttività. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di marzo, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri eccessivi.*

**Romania:** nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Romania. Nel quadro di valutazione aggiornato la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) è superiore alla soglia indicativa.

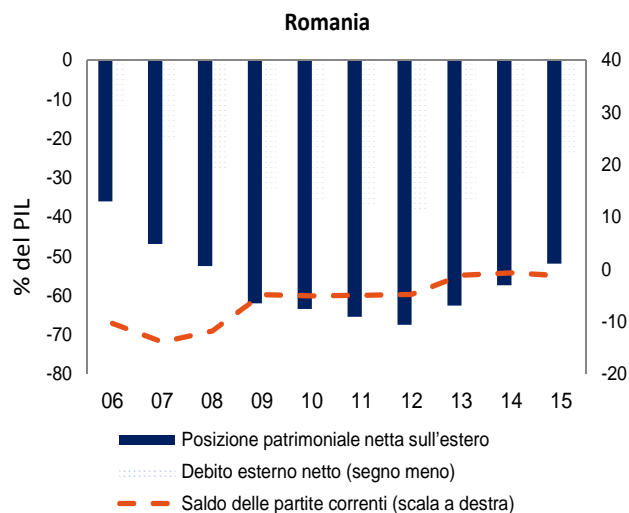
Grafico A21: NIIP, debito privato e debito pubblico, % del PIL



Fonte: Eurostat

Le partite correnti hanno mostrato un piccolo disavanzo nel 2015, ma dovrebbero aumentare progressivamente, sostenute dalla forte domanda interna. La NIIP negativa è migliorata ulteriormente nel 2015 sulla scia di una crescita del PIL relativamente forte. Quasi la metà della NIIP è costituita da investimenti diretti esteri, mentre il debito estero netto ha continuato a diminuire. Gli aumenti cumulati delle quote del mercato delle esportazioni rimangono consistenti nonostante piccole perdite nel 2015. Gli indicatori della competitività di costo hanno registrato un modesto miglioramento nel 2015, accompagnato da un lieve calo dei costi del lavoro per unità

Grafico A22: NIIP e saldo delle partite correnti



Fonte: servizi della Commissione

di prodotto, associato all'aumento della produttività del lavoro, e dal deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale. Tuttavia la competitività potrebbe regredire se gli aumenti salariali continuassero al ritmo attuale e fossero superiori agli aumenti di produttività. La salute complessiva del settore bancario è migliorata ed esso si conferma ben capitalizzato e liquido. Inoltre il credito al settore privato ha cessato di contrarsi. Sebbene in diminuzione, le quote di crediti deteriorati rimangono elevate, mentre le ricorrenti iniziative giuridiche nazionali pesano sulla prevedibilità giuridica e potrebbero compromettere la stabilità degli istituti bancari. Il debito pubblico resta relativamente basso e in calo. Tuttavia le misure di bilancio e gli aumenti salariali ad hoc per alcune categorie di dipendenti pubblici indicano un rilassamento della politica di bilancio e una politica di bilancio prociclica nel periodo 2016-2017 che potrebbero deteriorare le dinamiche del debito. Il tasso di disoccupazione è rimasto invariato nel 2015, riflettendo in parte le sfide strutturali nel mercato del lavoro, e il tasso di attività è salito lievemente in un contesto di forte crescita economica.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla posizione sull'estero e al rilassamento della politica di bilancio. I rischi sembrano al momento contenuti, ma potrebbero aumentare a causa delle iniziative politiche, tra cui quelle nel settore finanziario. La Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici, ma monitorerà attentamente le iniziative che potrebbero incidere negativamente sulla stabilità finanziaria.*

**Slovenia:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che la Slovenia *presentava squilibri macroeconomici*, in particolare per quanto riguardava i rischi di bilancio e le vulnerabilità derivanti dal settore bancario e dall'indebitamento delle imprese. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero e il debito pubblico.

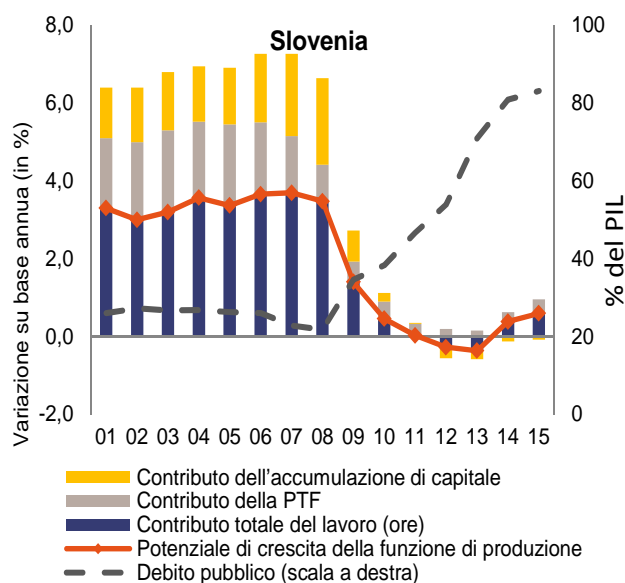
L'avanzo delle partite correnti è rimasto decisamente positivo nel 2015 ed è aumentato in quanto gli investimenti sono rimasti deboli. La posizione patrimoniale netta sull'estero negativa è considerevolmente migliorata e si avvicina alla soglia. La crescita delle esportazioni è rimasta solida e le perdite cumulate su 5 anni di quote del mercato delle esportazioni sono diminuite considerevolmente. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stata modesta e il tasso di cambio effettivo reale si è deprezzato, sostenendo la competitività. La crescita del credito è stata negativa e la riduzione dell'indebitamento delle imprese è proseguita nel 2015, ma le pressioni si stanno allentando. Il debito pubblico è elevato, ma il picco massimo dovrebbe essere stato registrato nel 2015. La situazione del settore bancario si è ulteriormente stabilizzata. I prestiti deteriorati hanno continuato a scendere, ma rimangono ancora relativamente elevati, mentre la redditività delle banche è sotto pressione. Nel 2015 il mercato del lavoro è migliorato a seguito della solida crescita del PIL e delle esportazioni registrata dal 2014. Sulla scia della ripresa della domanda di lavoro nel settore privato, il tasso di disoccupazione è ulteriormente calato nel 2015, come anche i tassi di disoccupazione di lunga durata e di quella giovanile.

*In conclusione, la lettura in chiave economica rivela alcune problematiche che riguardano l'elevato livello di debito delle imprese e pubblico e l'andamento del settore bancario. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di marzo, procedere ad un ulteriore esame dei rischi insiti nella persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Slovacchia:** nel precedente ciclo della PSM, non sono stati identificati squilibri macroeconomici in Slovacchia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) e la disoccupazione.

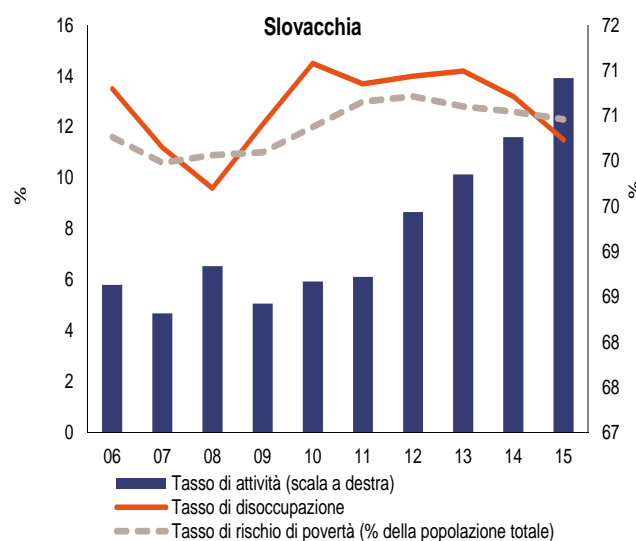
Negli ultimi anni il saldo delle partite correnti è migliorato considerevolmente, con la media triennale che registra un lieve avanzo nel 2015. Tuttavia la NIIP è solamente in lento miglioramento, con l'afflusso di investimenti diretti esteri che riguarda in larga misura l'espansione del settore automobilistico. Il recente

Grafico A23: Crescita potenziale e debito pubblico



Fonte: servizi della Commissione

Grafico A24: Mercato del lavoro e indicatori sociali



Fonte: Eurostat

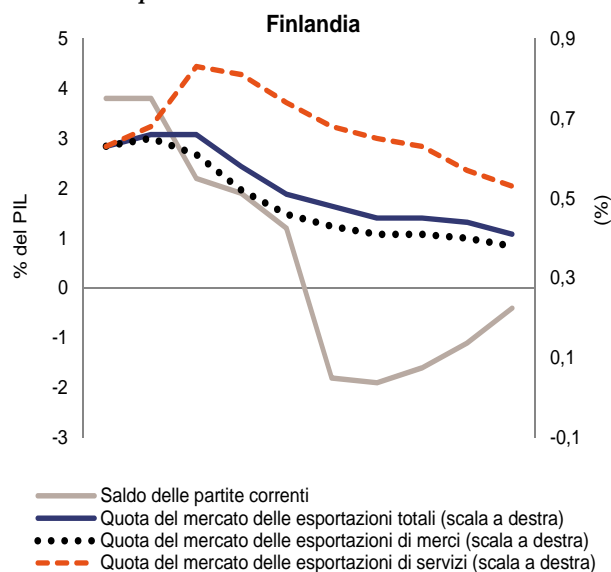
indebolimento del tasso di cambio effettivo reale, compresa la crescita soltanto moderata dei costi nominali del lavoro per unità di prodotto, ha sostenuto la competitività di costo, mentre si sono registrati aumenti cumulati delle quote del mercato delle esportazioni. Tuttavia un mercato del lavoro in contrazione e una crescente pressione sulla crescita nominale dei salari potrebbero mettere sotto pressione la competitività di costo nei prossimi anni. Il flusso di credito al settore privato è stato cospicuo negli ultimi anni, contribuendo all'aumento della quota di indebitamento del settore privato, che però si mantiene ancora ampiamente entro la soglia indicativa. Nel 2013 i prezzi reali delle abitazioni hanno toccato il minimo e nel 2015 si è registrata una notevole crescita positiva, sebbene partendo da un livello basso. L'ulteriore accelerazione dei crediti per l'acquisto di abitazioni in un contesto di tassi bassi potrebbe comportare una crescita più rapida dei prezzi delle abitazioni negli anni a venire. Il debito pubblico è diminuito marginalmente nel 2015. Il settore bancario, in gran parte di proprietà straniera, è ben capitalizzato. Il tasso di disoccupazione sta migliorando. Sebbene i tassi di attività migliorino gradualmente dal 2012, la disoccupazione strutturale rappresenta una delle sfide principali.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative ad aspetti esterni che però implicano rischi limitati, mentre la disoccupazione strutturale continua a rappresentare una sfida. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Finlandia:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che la Finlandia *presentava squilibri macroeconomici*, in particolare per quanto concerne la competitività e la posizione verso l'estero. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la perdita di quote del mercato delle esportazioni, il livello del debito del settore privato e del debito pubblico, come anche l'aumento della disoccupazione giovanile e di quella di lunga durata.

Il disavanzo delle partite correnti si è ulteriormente ridotto nel 2015 e dovrebbe mantenersi su livelli analoghi negli anni a venire. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) si è deteriorata nel corso del tempo, ma rimane vicina al pareggio. La perdita cumulata di quote del mercato delle esportazioni a seguito della crisi economica e finanziaria rimane considerevole nonostante il recente miglioramento degli indicatori della competitività di costo. Nel 2015 la perdita di quote del mercato ha subito una nuova accelerazione ed è stata una delle più deboli dell'UE a causa del cambiamento strutturale in corso nell'economia e della sensibilità delle esportazioni alla recessione in Russia. Nel 2016 le parti sociali hanno convenuto un patto di competitività che dovrebbe migliorare la competitività di costo a partire dal 2017. Dopo un periodo di stabilità sostanziale a partire dal 2009, nel 2015 il debito del settore privato è aumentato notevolmente, mentre le condizioni di credito favorevoli, i bassi

Grafico A25: *Quote del mercato delle esportazioni e saldo delle partite correnti*



Fonte: Eurostat

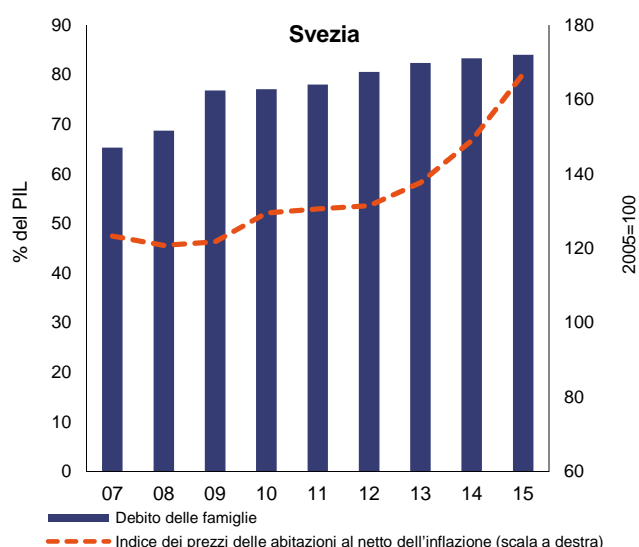
tassi di interesse e la lieve diminuzione dei prezzi reali delle abitazioni hanno sostenuto la forte crescita del credito. Il settore finanziario resta ben capitalizzato, limitando i rischi alla stabilità finanziaria. Il debito pubblico è adesso al di sopra alla soglia del 60% del PIL. La disoccupazione ha continuato ad aumentare nel 2015, ma dovrebbe diminuire in futuro. La crescita della disoccupazione giovanile ha recentemente iniziato a regredire, ma la disoccupazione di lunga durata è tuttora in aumento.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia sfide connesse alla competitività di prezzo e non di prezzo in un contesto di ristrutturazioni settoriali. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di marzo, procedere a un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri e la loro correzione.*

**Svezia:** nel marzo 2016 la Commissione ha concluso che la Svezia *presentava squilibri macroeconomici*, in particolare relativi alla crescita del già forte indebitamento delle famiglie associato ai prezzi elevati e in aumento delle abitazioni. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la perdita di quote del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato e la crescita dei prezzi reali delle abitazioni.

L'avanzo delle partite correnti si mantiene elevato, sebbene entro la soglia, riflettendo soprattutto un livello consistente di risparmio privato. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) ha continuato a migliorare gradualmente ed è divenuta positiva nel 2015. Le perdite cumulative di quote del mercato delle esportazioni sono al di sopra della soglia e nel 2015 si sono registrate ulteriori perdite limitate. Gli indicatori della competitività di costo hanno registrato uno sviluppo favorevole nel 2015, con una contenuta crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale (REER). Le perdite complessive di quote del mercato delle esportazioni sono causate dalla debolezza della domanda esterna piuttosto che da questioni di competitività. Il debito del settore privato è complessivamente stabile, a un livello tra i più alti dell'UE, e i rischi riguardano principalmente l'elevato indebitamento delle famiglie. La crescita del credito è aumentata nel 2015 e quella dei prezzi reali delle abitazioni ha subito un'ulteriore accelerazione, partendo da livelli già alti. I prezzi delle abitazioni e l'indebitamento delle famiglie sono stimolati dal trattamento fiscale vantaggioso riservato agli alloggi di proprietà finanziati mediante debiti, dagli aspetti specifici del mercato ipotecario e dai bassi tassi di interesse sui mutui ipotecari. Sul versante dell'offerta, i vincoli sulle nuove costruzioni rappresentano ancora un problema. Nonostante l'elevato livello di indebitamento delle famiglie, al momento i rischi per le banche sembrano contenuti, in quanto la qualità degli attivi e la redditività restano alte e le finanze delle famiglie sono generalmente solide. La disoccupazione è scesa nel 2015 e mostra una tendenza a una lenta diminuzione, sostenuta dal miglioramento delle condizioni di crescita.

**Grafico A26: Debito delle famiglie e indice dei prezzi delle abitazioni**



Fonte: Eurostat

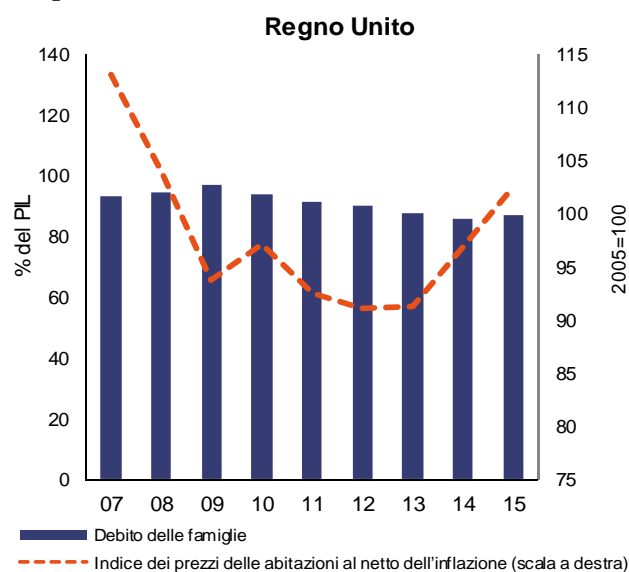


*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche connesse all'elevato debito privato e agli sviluppi del settore delle abitazioni. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di marzo, procedere a un'ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Regno Unito:** nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per il Regno Unito. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il disavanzo delle partite correnti, il tasso di cambio effettivo reale (REER), il debito del settore privato e il debito pubblico.

Il disavanzo delle partite correnti è aumentato ulteriormente nel 2015, spinto da un crescente disavanzo del reddito primario, e l'indicatore resta superiore alla soglia. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) è negativa, ma è leggermente migliorata. La variazione cumulata della quota del mercato delle esportazioni è progredita notevolmente e presenta adesso un aumento. Mentre la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stata modesta, nel 2015 l'indicatore del tasso di cambio effettivo reale si è apprezzato, spostandosi marginalmente al di sopra della soglia. Tale situazione riflette la forza della sterlina fino alla fine del 2015, che si è in seguito indebolita notevolmente. Il rapporto debito del settore privato/PIL ha registrato un'ulteriore lieve flessione complessiva, sebbene rimanga alto e l'indebitamento delle famiglie abbia iniziato nuovamente ad aumentare. I prezzi reali delle abitazioni continuano a salire partendo da livelli già elevati: sebbene si sia leggermente ridotto, il tasso di crescita necessita di un attento monitoraggio. Il debito pubblico è rimasto pressoché stabile nel 2015, ma il suo elevato livello resta motivo di preoccupazione. La forte crescita dell'occupazione ha continuato a essere accompagnata da un calo della disoccupazione di lunga durata e di quella giovanile.

**Grafico A27: Debito delle famiglie e indice dei prezzi delle abitazioni**



Fonte: Eurostat

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche connesse al mercato abitativo e ai rapporti con l'estero dell'economia, sebbene i rischi per la stabilità sembrano limitati nel breve periodo. Tuttavia il risultato del referendum sull'UE ha determinato un clima di incertezza economica e politica per il futuro. In conclusione la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*



Tabella 1.1: Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici 2015

Anno 2015	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni						Indicatori dell'occupazione <sup>1</sup>		
	Saldo delle partite correnti (% del PIL) (media su 3 anni)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore IAPC (variazione % su 3 anni)	Quota del mercato delle esportazioni (% delle esportazioni mondiali) (variazione % su 5 anni)	CLUP nominale - indice (2010=100) (variazione % su 3 anni)	Prezzi delle abitazioni - indice (2010=100) al netto dell'inflazione (variazione % annua)	Flusso di credito al settore privato, dati consolidati (% del PIL)	Debito del settore privato, dati consolidati (% del PIL)	Debito pubblico lordo (% del PIL)	Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	Totale delle passività del settore finanziario, dati non consolidati (variazione % annua)	Tasso di attività - % della popolazione totale di età 15-64 (variazione in p.p. su 3 anni)	Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva di età 15-74 (variazione in p.p. su 3 anni)	Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva di età 15-24 (variazione in p.p. su 3 anni)
Soglie	-4/6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (non ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (non ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 p.p.	0.5 p.p.	2 p.p.
BE	-0,2	61,3	-1,2	-11,3	1,5	1,3p	4,5	166,3	105,8	8,5	-1,0	0,7	1,0	2,3
BG	0,6	-60,0	-4,1	12,8	14,9p	1,6dp	-0,3	110,5	26,0	11,2	7,0	2,2	-1,2	-6,5
CZ	0,2	-30,7	-8,0	0,1	0,5	3,9p	0,9	68,6	40,3	6,1	7,7	2,4	-0,6	-6,9
DK	8,8	39,0	-1,5	-8,8	4,9	6,3	-3,3	212,8	40,4	6,6	-2,0	-0,1	-0,4	-3,3
DE	7,5	48,7	-1,4	-2,8	5,7	4,1	3,0	98,9	71,2	4,9	2,8	0,4	-0,4	-0,8
EE	0,9	-40,9	6,4	8,5	14,4	6,8	3,3	116,6	10,1	7,4	8,1	1,9	-3,1	-7,8
IE	4,7*	-208,0*	-5,9	38,3*	-18,1	8,3	-6,7	303,4	78,6	11,3	9,5	0,8	-3,7	-9,5
EL	-1,2	-134,6	-5,5	-20,6	-11,1p	-3,5s	-3,1	126,4	177,4	26,3	15,7	0,3	3,7	-5,5
ES	1,3	-89,9	-2,9	-3,5	-0,7p	3,8	-2,7	154,0	99,8	24,2	-2,1	0,0	0,4	-4,6
FR	-0,7	-16,4	-2,7	-5,4	2,5p	-1,3	4,4	144,3	96,2	10,3	1,8	0,8	0,6	0,3
HR	2,7	-77,7	0,1	-3,5	-5,0	-2,4	-1,3	115,0	86,7	17,0	2,1	2,9	0,1	0,9
IT	1,5	-23,6	-2,2	-8,9	1,5	-2,6p	-1,7	117,0	132,3	12,2	1,7	0,5	1,3	5,0
CY	-4,1	-130,3	-6,2	-16,8	-10,5p	2,9dp	4,4	353,7	107,5	15,7	2,8	0,4	3,2	5,1
LV	-1,8	-62,5	3,1	10,5	16,0	-2,7	0,7	88,8	36,3	10,9	12,2	1,3	-3,3	-12,2
LT	0,9	-44,7	4,0	15,5	11,6	4,6	2,2	55,0	42,7	10,5	6,7	2,3	-2,7	-10,4
LU	5,3	35,8	-0,5	22,9	0,6	6,1	24,2	343,1	22,1	6,1	15,5	1,5d	0,3	-1,4
HU	3,0	-60,8	-6,9	-8,0	3,9	11,6	-3,1	83,9	74,7	8,2	0,4	4,9	-1,9	-10,9
MT	4,3	48,5	-0,2	-8,8	3,9	2,8p	5,4	139,1	64,0	5,9	1,3	4,5	-0,7	-2,3
NL	9,1	63,9	-0,6	-8,3	0,2p	3,6	-1,6p	228,8p	65,1	7,2	3,2p	0,6	1,1	-0,4
AT	2,1	2,9	1,8	-9,6	6,1	3,5	2,1	126,4	85,5	5,6	0,6	0,4	0,5	1,2
PL	-1,3	-62,8	-1,0	9,7	-0,4p	2,8	3,2	79,0	51,1	8,9	2,4	1,6	-1,1	-5,7
PT	0,7	-109,3	-2,8	2,8	0,0s	2,3	-2,3	181,5	129,0	14,4	-1,6	0,0	-0,5	-6,0
RO	-1,0	-51,9	2,7	21,1	0,5p	1,7	0,2	59,1	37,9	6,9	4,1	1,3	0,0	-0,9
SI	5,4	-38,7	0,6	-3,6	-0,6	1,5	-5,1	87,3	83,1	9,6	-3,4	1,4	0,4	-4,3
SK	1,1	-61,0	-0,7	6,7	2,2	5,5	8,2	81,4	52,5	13,0	4,5	1,5	-1,8	-7,5
FI	-1,0	0,6	2,3	-20,5	3,6	-0,4	9,5	155,7	63,6	8,8	1,5	0,6	0,7	3,4
SE	5,0	4,1	-7,9	-9,3	3,6	12,0	6,5	188,6	43,9	7,8	2,3	1,4	0,0	-3,3
UK	-4,8	-14,4	11,3	1,0	1,7	5,7	2,5	157,8	89,1	6,3	-7,8	0,8	-1,1	-6,6

Indicatori: d: discontinuità della serie; s: stimato; p: provvisorio.

Nota: \* Lo spostamento di livello è dovuto al ricollocamento in Irlanda dei bilanci di grandi imprese multinazionali e all'inclusione delle operazioni corrispondenti nelle statistiche relative alla BdP e alla PPE dell'Irlanda. 1) Cfr. pag. 2 della relazione sul meccanismo di allerta 2016. 2) Indice dei prezzi delle abitazioni: s = fonte BCN per EL. 3) Il totale delle passività del settore finanziario in Grecia è superiore a quello che sarebbe stato altrimenti a causa del miglioramento del trattamento della quota detenuta dalle banche di titoli di debito a breve termine emessi dalle banche.

Fonte: Commissione europea, Eurostat e Direzione generale per gli Affari economici e finanziari (per il tasso di cambio effettivo reale), Fondo monetario internazionale

**Tabella 2.1: Indicatori ausiliari, 2015**

Anno 2015	PIL reale (variazione % su base annua)	Investimenti fissi lordi (% del PIL)	Spesa nazionale lorda per R&S (% del PIL)	Accreditamento/ indebitamento netto (% del PIL)	Debito estero netto (% del PIL)	Flussi di IDE	Stock di IDE	Bilancia commerciale netta dei prodotti energetici (% del PIL)	Tasso di cambio effettivo reale - partner commerciali della zona euro (variazione % su 3 anni)	Livello delle esportazioni rispetto alle economie avanzate (variazione % su 5 anni)	Ragioni di scambio (variazione % su 5 anni)	Quota del mercato delle esportazioni in volume (variazione % su base annua)	Produttività del lavoro (variazione % su base annua)	Indice del CLUP nominale (2010=100) (variazione % su 10 anni)	Andamento del CLUP in relazione alla zona euro (variazione % su 10 anni)	Indice del prezzo delle abitazioni (2010=100) - nominale (variazione % su 3 anni)	Edilizia residenziale (% del PIL)	Debito del settore privato - dati non consolidati (% del PIL)	Indebitamento del settore privato - dati non consolidati (% debito/patrimonio netto)
BE	1,5	23,0	n/d	0,5	-67,7	-4,7	213,6	-2,8	0,2	-9,4	0,1	1,6	0,6	20,5	4,0	2,3p	5,8	218,8	176,5
BG	3,6	21,0	1,0p	3,5	3,4	3,7	88,9	-3,8	-3,9	15,2	3,5	3,0	3,3p	78,4p	51,2	2,0dp	1,4	121,5	494,3
CZ	4,5	26,3	n/d	3,2	-9,8	1,3	74,2	-2,5	-8,0	2,3	0,7	5,0	3,1	14,1	-2,8	6,6p	3,4	77,0	516,4
DK	1,0	19,0	n/d	9,0	3,6	0,7	49,8	0,1	-1,3	-6,8	0,7	-2,4	-0,1	26,0	7,4	15,3	4,0	218,9	159,9
DE	1,7	19,9	2,9sp	8,4	-10,2	1,4	41,0	-2,0	0,5	-0,7	2,0	2,5	0,8	15,1	-1,6	11,4	5,9	106,1	368,0
EE	1,4	23,7	1,5p	4,3	-10,3	-2,9	99,9	-1,4	1,6	10,8	2,8	-3,3	-1,4	72,0	42,1	34,5	4,4	130,9	366,1
IE	26,3	21,2	n/d	9,7*	-289,0*	72,3*	495,9*	-1,6	-1,3	41,2*	3,6	31,7	23,2	-14,9	-22,7	30,7	1,9	323,6	80,6
EL	-0,2p	11,5p	1,0p	1,2	138,1	0,6	14,5	-2,2p	-5,2	-18,9	5,8p	0,7p	-0,7p	-0,2p	-12,6	-21,7	0,7p	126,4	1359,6
ES	3,2p	19,7p	n/d	2,0	93,1	2,1	59,8	-2,1p	-1,3	-1,5	-4,7p	2,2p	0,7p	8,9p	-6,2	-5,6	4,4p	173,1	468,4
FR	1,3p	21,5p	n/d	-0,1	37,3	1,5	43,3	-1,8p	-0,4	-3,4	2,1p	3,4p	0,8p	17,9p	1,9	-4,9	5,8p	183,3	356,6
HR	1,6	19,5	0,9	5,6	52,7	0,4	55,0	-3,5	-1,1	-1,5	0,6	7,3	0,1	23,3	-4,1	-8,2	n/d	140,2	427,0
IT	0,7	16,6	n/d	1,8	59,7	0,7	25,6	-2,0	-0,5	-7,0	2,1	1,6	0,2	17,6	3,0	-12,2p	4,4	120,1	657,3
CY	1,7p	13,3p	n/d	-2,6	133,4	41,0	911,2	-4,2p	-2,4	-15,0	-0,8p	-2,7	0,9p	5,4p	-4,1	-4,6dp	4,3p	354,9	85,0
LV	2,7	22,6	0,6p	2,0	28,6	2,8	60,1	-2,9	-2,0	12,8	0,2	-0,1	1,4	71,7	39,1	9,5	1,8	97,6	625,4
LT	1,8	19,3	1,0p	0,7	26,4	2,3	40,0	-3,5	-1,4	17,9	2,2	-3,1	0,5	35,3	10,0	11,7	2,8	57,5	467,9
LU	3,5	19,0	n/d	4,1	-2220,9	766,4	8616,9	-3,1	0,3	25,5	0,0	10,1	0,9	29,8	11,1	15,5	3,9	425,1	53,9
HU	3,1	21,7	1,4	7,8	23,0	-2,2	222,1	-4,2	-7,1	-6,0	-0,2	5,0	0,5	24,4	8,8	13,0	1,9	99,1	114,1
MT	6,2	25,4	0,8p	4,9	-262,7	25,8	1867,3	-9,8	1,0	-6,8	0,8	-0,6	2,7	29,8	10,7	6,2p	3,4	204,7	37,1
NL	2,0p	19,4p	n/d	3,6	40,0	13,4	580,5	-1,0p	1,0	-6,4	-0,9p	2,3p	1,0p	15,3p	1,5	-1,9	3,7p	236,3p	129,7p
AT	1,0	22,6	3,1sp	1,4	20,1	1,1	80,9	-2,3	2,3	-7,7	-0,2	0,9	0,3	23,3	5,7	14,2	4,3	145,1	186,7
PL	3,9	20,1	1,0	1,7	35,7	3,0	48,6	-1,6	-1,9	12,1	2,8	5,0	2,5p	17,0p	2,5	-2,0	3,1	83,4	305,9
PT	1,6s	15,3s	n/d	1,7	100,8	0,3	71,7	-2,3s	-1,0	5,0	4,8s	3,4s	0,2s	0,6s	-12,4	5,4	2,5s	195,9	372,0
RO	3,7p	24,7p	n/d	1,2	24,5	2,4	42,6	-0,9p	2,4	23,7	6,1p	2,8p	4,6p	43,9p	23,6	0,5	n/d	61,2	391,5
SI	2,3	19,5	n/d	6,1	31,2	3,9	34,5	-2,9	-0,7	-1,5	0,7	2,9	1,2	19,9	1,1	-10,8	2,3	96,0	402,6
SK	3,8	23,0	1,2	3,8	27,3	1,3	60,5	-3,5	-1,2	8,9	-3,2	4,3	1,8	16,1	-1,2	7,8	2,3	83,7	831,7
FI	0,2	20,4	2,9p	-0,3	43,9	7,3	58,0	-1,5	1,1	-18,8	2,7	-2,9	0,6	28,1	8,8	0,8	5,5	182,8	299,4
SE	4,1	23,7	n/d	5,0	46,3	3,4	78,0	-0,9	-7,8	-7,4	0,6	2,9	2,6	25,1	6,8	30,5	4,5	234,9	184,5
UK	2,2	16,9	n/d	-5,4	n/d	1,8	74,3	-0,6	14,0	3,1	3,5	1,8	0,5	21,9	3,6	17,4	3,7	161,1	628,3

Indicatori: d: discontinuità della serie; s: stimato; p: provvisorio; n/d: non disponibile.

Nota: \* Lo spostamento di livello è dovuto al ricollocamento in Irlanda dei bilanci di grandi imprese multinazionali e all'inclusione delle operazioni corrispondenti nelle statistiche relative alla BdP e alla PPE dell'Irlanda. 1) Indice dei prezzi delle abitazioni s = fonte BCN per EL. 2) La scadenza ufficiale della comunicazione dei dati 2015 sulla spesa nazionale lorda per R&S è il 31 ottobre 2016; per il presente documento sono stati utilizzati i dati trasmessi a Eurostat entro il 24 ottobre 2016.

Fonte: Eurostat e Direzione generale per gli Affari economici e finanziari (per il tasso di cambio effettivo reale), dati del Fondo monetario internazionale, WEO (per le serie delle esportazioni mondiali)

**Tabella 2.1 (segue): Indicatori ausiliari, 2015**

Anno 2015	Tasso di occupazione (variazione % su base annua)	Tasso di attività - % della popolazione totale di età 15-64 (%)	Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva di età 15-74 (%)	Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva di età 15-24 (%)	Giovani disoccupati e al di fuori di ogni ciclo di istruzione e formazione - % della popolazione totale di età 15-24		Tasso di rischio di povertà o esclusione sociale - % della popolazione totale		Tasso di rischio di povertà dopo i trasferimenti sociali - % della popolazione totale		Tasso di grave privazione materiale - % della popolazione totale		Persone che vivono in famiglie con un'intensità di lavoro molto bassa - % della popolazione totale di età 0-59	
					%	variazione in p.p. su 3 anni	%	variazione in p.p. su 3 anni	%	variazione in p.p. su 3 anni	%	variazione in p.p. su 3 anni	%	variazione in p.p. su 3 anni
BE	0,9	67,6	4,4	22,1	12,2	-0,1	21,1	-0,5	14,9	-0,4	5,8p	-0,5p	14,9	1,0
BG	0,4p	69,3	5,6	21,6	19,3	-2,2	41,3	-8,0	22,0	0,8	34,2	-9,9	11,6	-0,9
CZ	1,4	74,0	2,4	12,6	7,5	-1,4	14,0	-1,4	9,7	0,1	5,6	-1,0	6,8	0,0
DK	1,1	78,5	1,7	10,8	6,2	-0,4	17,7	0,2	12,2	0,2	3,7	1,0	11,6	1,4
DE	0,9	77,6	2,0	7,2	6,2	-0,9	20,0	0,4	16,7	0,6	4,4	-0,5	9,8	-0,1
EE	2,9	76,7	2,4	13,1	10,8	-1,4	24,2	0,8	21,6	4,1	4,5	-4,9	6,6	-2,5
IE	2,5	70,0	5,3	20,9	14,3	-4,4	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
EL	0,5p	67,8	18,2	49,8	17,2	-3,0	35,7	1,1	21,4	-1,7	22,2p	2,7p	16,8	2,6
ES	2,5p	74,3	11,4	48,3	15,6	-3,0	28,6	1,4	22,1	1,3	6,4p	0,6p	15,4	1,1
FR	0,5p	71,5	4,3	24,7	12,0	-0,5	17,7	-1,4	13,6	-0,5	4,5	-0,8	8,6	0,2
HR	1,5	66,8	10,3	43,0	18,5	1,9	29,1	-3,5	20,0	-0,4	13,7	-2,2	14,4	-2,3
IT	0,6	64,0	6,9	40,3	21,4	0,4	28,7	-1,2	19,9	0,4	11,5	-3,0	11,7	1,1
CY	0,8p	73,9	6,8	32,8	15,3	-0,7	28,9	1,8	16,2	1,5	15,4	0,4	10,9	4,4
LV	1,3	75,7	4,5	16,3	10,5	-4,4	30,9	-5,3	22,5	3,3	16,4	-9,2	7,8	-3,9
LT	1,3	74,1	3,9	16,3	9,2	-2,0	29,3	-3,2	22,2	3,6	13,9	-5,9	9,2	-2,2
LU	2,6	70,9d	1,9	16,6	6,2d	0,3d	18,5	0,1	15,3	0,2	2,0	0,7	5,7	-0,4
HU	2,6	68,6	3,1	17,3	11,6d	-3,2d	28,2	-5,3	14,9	0,6	19,4	-6,9	9,4	-4,1
MT	3,4	67,6	2,4	11,8	10,4	-0,2	22,4	-0,7	16,3	1,2	8,1	-1,1	9,2	0,2
NL	0,9p	79,6	3,0	11,3	4,7	-0,2	16,8p	1,8p	12,1p	2,0p	2,5p	0,2p	10,2	1,3
AT	0,6	75,5	1,7	10,6	7,5	0,7	18,3	-0,2	13,9	-0,5	3,6	-0,4	8,2	0,5
PL	1,4p	68,1	3,0	20,8	11,0	-0,8	23,4	-3,3	17,6	0,5	8,1	-5,4	6,9	0,0
PT	1,4s	73,4	7,2	32,0	11,3	-2,6	26,6	1,3	19,5	1,6	9,6p	1,0p	10,9	0,8
RO	-0,9p	66,1	3,0	21,7	18,1	1,3	37,3	-5,9	25,4	2,5	22,7	-8,4	7,9	0,0
SI	1,1	71,8	4,7	16,3	9,5	0,2	19,2	-0,4	14,3	0,8	5,8	-0,8	7,4	-0,1
SK	2,0	70,9	7,6	26,5	13,7	-0,1	18,4	-2,1	12,3	-0,9	9,0	-1,5	7,1	-0,1
FI	-0,4	75,8	2,3	22,4	10,6	2,0	16,8	-0,4	12,4	-0,8	2,2p	-0,7p	10,8	1,5
SE	1,5	81,7	1,5	20,4	6,7	-1,1	16,0	0,4	14,5	0,4	0,7	-0,6	5,8	0,1
UK	1,8	76,9	1,6	14,6	11,1	-2,8	23,5	-0,6	16,7	0,7	6,1	-1,7	11,9	-1,1

Indicatori: d: discontinuità della serie; s: stimato; p: provvisorio.

Note: 1) IE: la scadenza ufficiale della comunicazione dei dati 2015 sulle persone a rischio di povertà o esclusione sociale è il 30 novembre 2016, mentre i dati sono stati estratti il 24 ottobre 2016.

Fonte: Commissione europea, Eurostat