



Bruxelles, 22.11.2017  
COM(2017) 771 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE**

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

**Relazione 2018 sul meccanismo di allerta**

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

{SWD(2017) 661 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'economia dell'UE e possono compromettere il corretto funzionamento dell'unione economica e monetaria.*

*Sulla base degli indicatori prescelti che compongono il quadro di valutazione, di una serie di indicatori ausiliari e di ulteriori informazioni pertinenti, la relazione sul meccanismo di allerta passa al vaglio la situazione degli Stati membri alla ricerca di potenziali squilibri economici che richiedano un intervento politico. La relazione individua gli Stati membri per i quali è necessario un esame approfondito volto a valutare in che modo i rischi macroeconomici si stiano accumulando o stemperando e a stabilire se sussistano squilibri o squilibri eccessivi. Nella preparazione dell'esame approfondito dei vari Stati membri interessati, la Commissione terrà conto delle discussioni sulla relazione tenute con il Parlamento europeo e in sede di Consiglio e di Eurogruppo. Secondo una prassi consolidata, vengono in ogni caso sottoposti a un esame approfondito quegli Stati membri per i quali erano stati individuati squilibri durante la precedente tornata di esami approfonditi. 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 2018, come parte delle relazioni per paese, in vista del pacchetto delle raccomandazioni specifiche per paese del semestre europeo.*

## 1. SINTESI

**La presente relazione avvia la settima tornata 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 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,

---

<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. l'articolo 5 del regolamento (UE) n. 1176/2011.

la relazione sul meccanismo di allerta contiene anche un'analisi delle implicazioni per la zona euro degli squilibri nazionali ed esamina in che misura sia necessario un approccio coordinato alle risposte di natura politica alla luce delle interdipendenze all'interno della zona euro. Il ruolo delle interdipendenze e delle implicazioni sistemiche degli squilibri è riconosciuto nella normativa sulla procedura per gli squilibri macroeconomici, che definisce gli squilibri facendo riferimento a "sviluppi macroeconomici che hanno, o potrebbero avere, effetti negativi sul corretto funzionamento dell'economia di uno Stato membro, dell'Unione economica e monetaria o dell'intera Unione"<sup>3</sup>.

**La valutazione contenuta nella presente relazione si colloca nel contesto di una ripresa economica che diventa man mano più ampia e più robusta.** Le previsioni economiche dei servizi della Commissione dell'autunno 2017 stimano la crescita del PIL reale nell'UE e nella zona euro nel 2017 rispettivamente al 2,3% e al 2,2% con una crescita positiva in tutti i paesi, nel contesto di un'impennata del commercio mondiale e di un rafforzamento della domanda interna nella zona euro. Per il 2018 le previsioni d'autunno indicano un'espansione del PIL che resterà stabile al 2,1% tanto nell'UE quanto nella zona euro, prima di scendere leggermente fino all'1,9% nel 2019 con la maturazione della ripresa. Nel 2017 l'inflazione è risalita dai minimi storici che aveva raggiunto, ma, con un livello dell'1,6% entro il 2019, si prevede che nel periodo di riferimento resterà al di sotto dell'obiettivo della BCE; l'inflazione di fondo è rimasta costantemente più modesta, essendo stata inferiore all'1% negli ultimi tre anni. Il mercato del lavoro continua a migliorare, con i tassi di disoccupazione in diminuzione e i tassi di occupazione in aumento, ma la crescita salariale resta contenuta anche in paesi in cui le condizioni nel mercato del lavoro sono tese, il che consolida una situazione di bassa inflazione, ed esistono forti differenze dal punto di vista della situazione del mercato del lavoro tra i diversi Stati membri e all'interno degli stessi. Il credito ha ripreso a crescere, mentre i differenziali di rendimento dei titoli sovrani e delle obbligazioni societarie si sono ridotti.

**Mentre la ripresa sta facilitando la correzione degli squilibri macroeconomici, diverse sfide rischiano di turbare il progredire del contesto economico.** Permangono incertezze per le prospettive economiche e politiche, legate principalmente alle prospettive per la politica USA in materia monetaria e di bilancio, al riequilibrio in corso in Cina, alle economie emergenti con un elevato debito delle imprese, alle tensioni geopolitiche e ai crescenti sentimenti di protezionismo. Benché sia in fase di ampliamento e di consolidamento, la ripresa è ancora caratterizzata da una crescita della produttività totale dei fattori che resta al di sotto dei livelli pre-crisi. Recentemente, l'attività di riforma si è rallentata rispetto agli anni della crisi e a quelli immediatamente successivi. Se gli sforzi di riforma non dovessero mantenere un determinato ritmo, potrebbero essere messe a repentaglio le condizioni per un aumento della crescita potenziale e per l'espansione del margine di manovra per far fronte agli squilibri in modo sostenibile. Man mano che l'inflazione si avvicina all'obiettivo della BCE, il processo di riduzione dell'indebitamento sarà facilitato da una maggiore crescita nominale. Allo stesso tempo, il superamento del basso livello di inflazione aprirebbe il processo di normalizzazione della politica monetaria.

---

<sup>3</sup> Regolamento (UE) n. 1176/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici.

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

- **Occorre che il riequilibrio continui.** Benché gli ingenti e insostenibili disavanzi delle partite correnti siano stati corretti in quasi tutti gli Stati membri prima del 2016, occorre che nei paesi debitori netti siano mantenute posizioni sull'estero prudenti per la riduzione degli ingenti stock di posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP). Allo stesso tempo, in alcuni paesi creditori netti della zona euro permangono considerevoli avanzi delle partite correnti con previsioni di correzioni al ribasso ancora limitate.
- **In alcuni casi le posizioni patrimoniali nette sull'estero restano profondamente negative in un contesto in cui gli sviluppi della competitività sembrano contribuire in misura minore al riequilibrio.** Ingenti posizioni NIIP negative si registrano in paesi che presentavano persistenti disavanzi delle partite correnti nel periodo pre-crisi. Il loro miglioramento delle posizioni delle partite correnti ha creato nella maggior parte dei casi una graduale riduzione degli stock delle passività nette verso l'estero, tuttavia occorre mantenere le partite correnti in pareggio o in avanzo in modo che la riduzione delle passività a livelli prudenti mantenga un ritmo adeguato. Negli scorsi anni gli incrementi di competitività sono stati favorevoli a tal fine, ma più di recente l'evoluzione dei costi del lavoro per unità di prodotto tra paesi debitori netti e creditori netti ha cominciato a contribuire in misura minore al riequilibrio.
- **La riduzione dell'indebitamento privato è tuttora in corso, ma ultimamente a un ritmo un po' meno sostenuto.** L'assunzione di prestiti è in lieve aumento e le riduzioni del rapporto debito/PIL sono basate sempre più sulla ripresa della crescita nominale. Allo stesso tempo, la riduzione dell'indebitamento è disomogenea e non sempre proporzionata alle esigenze. Nella maggior parte degli Stati membri, la riduzione dell'indebitamento è stata più veloce nel settore delle imprese che nelle famiglie, il che spiega il modesto livello di investimenti in alcuni paesi. Solo recentemente la dinamica del debito pubblico ha cominciato a scendere nella maggior parte dei paesi fortemente indebitati.
- **La redditività nel settore bancario è in miglioramento, così come le quotazioni dei mercati azionari.** Tuttavia, la compressione dei margini di interesse, modelli aziendali superati e ingenti stock di prestiti deteriorati in alcuni paesi costituiscono ancora altrettante sfide.
- **I prezzi delle abitazioni sono in fase di accelerazione nella maggior parte degli Stati membri.** Le valutazioni sono ancora generalmente al di sotto dei livelli massimi registrati a motivo degli adeguamenti al ribasso post-crisi, ma in alcuni casi gli indicatori disponibili evidenziano una sopravvalutazione. In un numero crescente di paesi sono presenti sacche di possibile surriscaldamento e le dinamiche dei prezzi sono in accelerazione. Si osservano anche diffuse accelerazioni dei crediti alle famiglie.
- **I mercati del lavoro sono generalmente in via di miglioramento e sono caratterizzati da condizioni tese nella maggior parte dei paesi, mentre la crescita dei salari rimane contenuta.** La riduzione della disoccupazione ha coinciso con una riduzione della dispersione dei tassi di disoccupazione all'interno dell'Unione, anche se la disoccupazione è ancora elevata in alcuni paesi. Nell'ultimo decennio i tassi di attività sono stati generalmente in crescita, ma in alcuni paesi e per alcuni gruppi la partecipazione al mercato del lavoro resta debole. Il disagio sociale, benché in calo, resta alto in alcuni paesi a causa del retaggio di un lungo periodo di disoccupazione e di scarse retribuzioni

per i gruppi vulnerabili nel contesto di dinamiche salariali generalmente modeste. Benché sia aumentato, in alcuni Stati membri il reddito disponibile delle famiglie non ha ancora raggiunto in termini reali i livelli del 2008. In alcuni paesi, le condizioni tese nei mercati del lavoro sono associate ad un'accelerazione del ritmo di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

**Il riequilibrio della zona euro continua a richiedere particolare attenzione.** L'avanzo delle partite correnti della zona euro ha smesso di crescere: dopo aver raggiunto un picco del 3,3% del PIL nel 2016, si prevede che scenda al 3% quest'anno e rimanga attorno a tale livello entro il 2019<sup>4</sup>. Tuttavia, l'avanzo della zona euro resta il più elevato a livello mondiale ed è superiore a livelli coerenti con i fondamentali dell'economia. Nei paesi debitori netti, la riduzione dei persistenti ingenti stock di passività nette verso l'estero esige che siano mantenuti saldi con l'estero prudenti. Allo stesso tempo, nei paesi creditori netti un progresso nell'aggiustamento degli ingenti avanzi contribuirebbe a far sì che la riduzione dell'indebitamento a livello della zona euro resti compatibile con una ripresa duratura.

**Complessivamente, benché abbiano cominciato a ridursi, rimangono dei rischi che provengono ancora in massima parte dalle stesse fonti individuate nella relazione sul meccanismo di allerta 2017.** In termini di riequilibrio esterno i progressi sono limitati, con il persistere di ingenti avanzi e con gli sviluppi della competitività che contribuiscono in misura minore al riequilibrio. La riduzione del debito pubblico e privato è avviata, sotto l'effetto crescente della ripresa della crescita nominale, ma resta disomogenea. La riduzione dell'indebitamento delle imprese è spesso associata a investimenti modesti e non è chiaro in che misura la riduzione dell'indebitamento potrà essere sostenuta in futuro da una crescita potenziale più forte. La situazione del settore bancario è migliorata per diversi aspetti, ma permangono ancora delle sfide. In un numero crescente di paesi i segnali di surriscaldamento del costo del lavoro e dei prezzi delle abitazioni diventano via via più evidenti.

**Nell'ambito degli esami approfonditi saranno condotte analisi più particolareggiate e complete per gli Stati membri individuati dalla relazione sul meccanismo di allerta.** Come nei recenti cicli annuali, gli esami approfonditi saranno integrati nelle relazioni per paese, che presentano l'analisi delle sfide economico-sociali negli Stati membri dell'UE 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 pertinenti. Conformemente alla legislazione in materia, gli esami approfonditi saranno elementi fondamentali della base di cui la Commissione si avvarrà per stabilire se esistano squilibri o squilibri eccessivi, e per formulare successivamente le raccomandazioni politiche per ciascuno Stato membro<sup>5</sup>. I paesi per i quali sono stati individuati squilibri o squilibri eccessivi sono, e continueranno ad essere, soggetti a un monitoraggio specifico, così da garantire una sorveglianza continua delle politiche adottate nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici.

**Gli esami approfonditi sono giustificati per gli Stati membri nei quali sono stati individuati squilibri o squilibri eccessivi durante la precedente tornata della procedura per gli squilibri macroeconomici.** In linea con la prassi prudenziale, è necessario un esame

---

<sup>4</sup> Dati basati sui conti nazionali.

<sup>5</sup> Regolamento (UE) n. 1176/2011 (valutazione dei progressi GU L 306 del 23.11.2011, pag. 25).

approfondito per valutare se gli squilibri esistenti siano in via di correzione, persistano o si stiano aggravando, sempre prestando la dovuta attenzione alle politiche attuate dai paesi interessati. Pertanto, la relazione sul meccanismo di allerta invita a preparare esami approfonditi per i 12 Stati membri per i quali i risultati degli esami approfonditi del 2016 avevano evidenziato squilibri<sup>6</sup>. I paesi interessati sono: **Bulgaria, Croazia, Cipro, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Slovenia, Spagna e Svezia.**

**Sulla base della lettura in chiave economica del quadro di valutazione, la Commissione non giudica necessario preparare esami approfonditi per gli Stati membri per i quali attualmente non sono stati individuati squilibri.** La lettura in chiave economica del quadro di valutazione conclude che rispetto all'anno scorso non vi sono grossi rischi generali supplementari per la Finlandia, che è uscita dal quadro di sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici nel 2017. A conclusioni analoghe si giunge in questa fase per i paesi che sono usciti dal quadro di sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici nel 2016 (Belgio, Ungheria, Romania e Regno Unito) e per i paesi che non sono stati recentemente oggetto di esami approfonditi. Tuttavia, le recenti dinamiche dei prezzi delle abitazioni in diversi paesi (Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Ungheria, Lussemburgo e Regno Unito) giustificano un'analisi approfondita delle rispettive relazioni per paese, anche se a questo stadio non sembrano necessari esami approfonditi dal momento che l'ambito di rischio appare limitato. Lo stesso vale per le incipienti dinamiche del costo del lavoro in alcuni Stati membri (Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania e Romania). Nel caso della Grecia la sorveglianza degli squilibri e il monitoraggio delle misure correttive proseguono nel contesto del programma di sostegno alla stabilità. Nel complesso la relazione sul meccanismo di allerta invita a preparare esami approfonditi per 12 Stati membri rispetto ai 13 del ciclo precedente.

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

**La relazione sul meccanismo di allerta si basa su una lettura in chiave economica degli indicatori del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, che fornisce uno strumento di filtraggio per individuare indizi di possibili rischi e vulnerabilità che necessitano un'ulteriore indagine attraverso un esame approfondito.** Il quadro di valutazione comprende una serie di 14 indicatori e soglie indicative relativi ad ambiti quali le posizioni sull'estero, la competitività, l'indebitamento privato, il mercato immobiliare residenziale, il settore bancario e l'occupazione. Esso si basa su dati effettivi con buon valore statistico 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 2016. Tuttavia, in sede di lettura economica degli indicatori si tiene conto anche di dati più recenti, oltre che di una serie di indicatori ausiliari. I valori del quadro di valutazione non sono letti in

---

<sup>6</sup> Cfr. "Semestre europeo 2016: 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 del 7.4.2016).

modo meccanicistico, ma sono sottoposti a una lettura in chiave economica che permette di tenere conto di aspetti specifici dei paesi e di considerazioni relative al contesto<sup>7</sup>.

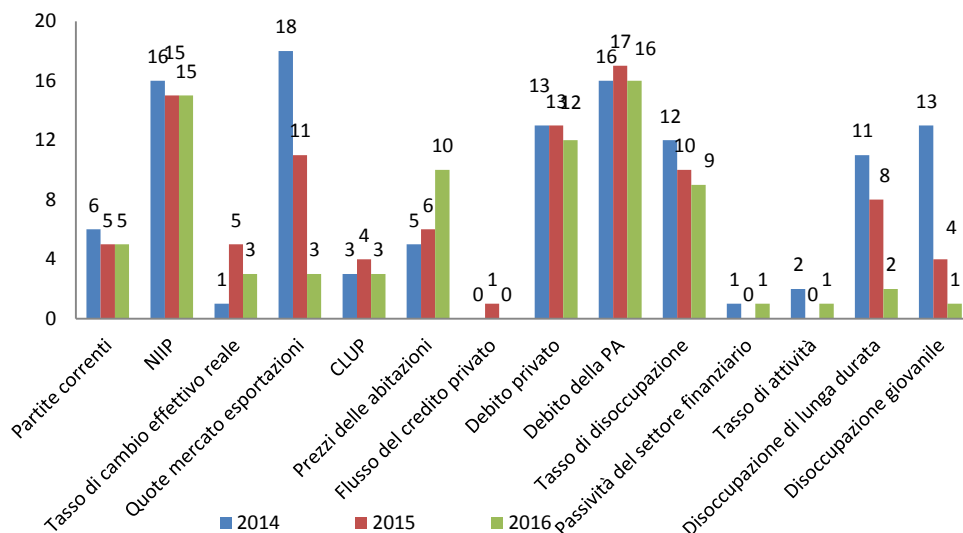
**Gli indicatori del quadro di valutazione evidenziano il persistere di squilibri e di vulnerabilità collegati ad alti livelli di indebitamento.** In materia di debito pubblico, posizioni patrimoniali nette sull'estero e debito privato, i valori che superano la soglia nel quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta continuano ad essere frequenti (grafico 1)<sup>8</sup>. Il numero di Stati membri con risultati che superano le soglie fissate per questi tre indicatori nel 2016 sono rispettivamente 16, 15 e 12. Tali dati non si discostano di molto dai risultati delle precedenti tornate annuali e confermano il carattere persistente di questi squilibri degli stock. Coerentemente con l'attuale ripresa fonte di occupazione, tra il 2014 e il 2016 il numero di paesi con risultati che superano la soglia del tasso di disoccupazione è sceso da 12 a 9, e le riduzioni sono più numerose per quanto riguarda gli indicatori della disoccupazione giovanile e di quella di lunga durata, in considerazione della loro maggiore sensibilità alla situazione del mercato del lavoro. Per contro, i prezzi delle abitazioni sono in fase di accelerazione e il quadro di valutazione mostra un numero crescente di Stati membri che superano la soglia: 10 rispetto ai 6 del 2015 e ai 5 del 2014. Il quadro di valutazione indica che, nel caso di 4 dei 5 Stati membri che superano le soglie dell'indicatore relativo alle partite correnti, tale situazione è dovuta ad avanzi. Il numero di Stati membri per cui la pressione del costo del lavoro per unità di prodotto è superiore alla soglia si è mantenuto relativamente stabile, attorno ai 3 o 4, negli ultimi tre anni. Tre Stati membri superano le soglie per il tasso di cambio effettivo reale: in 1 caso a motivo di una riduzione di competitività e in 2 casi perché il tasso di cambio reale è sceso al di sotto della soglia inferiore. Il numero di Stati membri che ha registrato quote di mercato delle esportazioni superiori alla soglia si è ridotto notevolmente con la ripresa della domanda di esportazioni provenienti dai paesi UE.

---

<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 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).

<sup>8</sup> Gli indicatori del quadro di valutazione dettagliati e le rispettive soglie indicative sono riportati nella tabella 1.1 in allegato.

**Grafico 1: Numero di paesi che registrano variabili del quadro di valutazione superiori alla soglia**

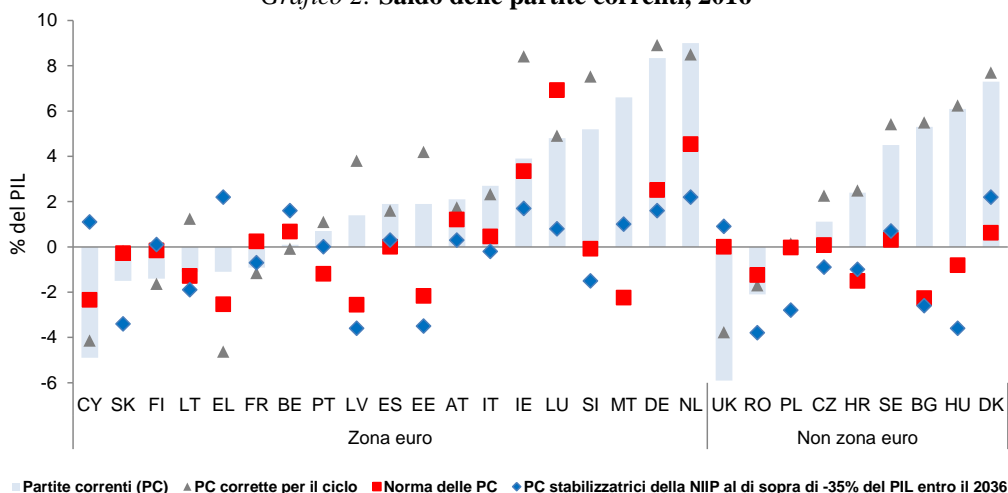


Fonte: Eurostat

Nota: il numero di paesi che registrano variabili del quadro di valutazione superiori alla soglia è basato sui dati del quadro di valutazione pubblicato con le rispettive relazioni annuali sul meccanismo di allerta. Eventuali revisioni ex-post possono comportare una differenza nel numero di paesi che superano la soglia calcolato utilizzando per le variabili del quadro di valutazione le cifre più recenti rispetto a quanto riportato in questo grafico.



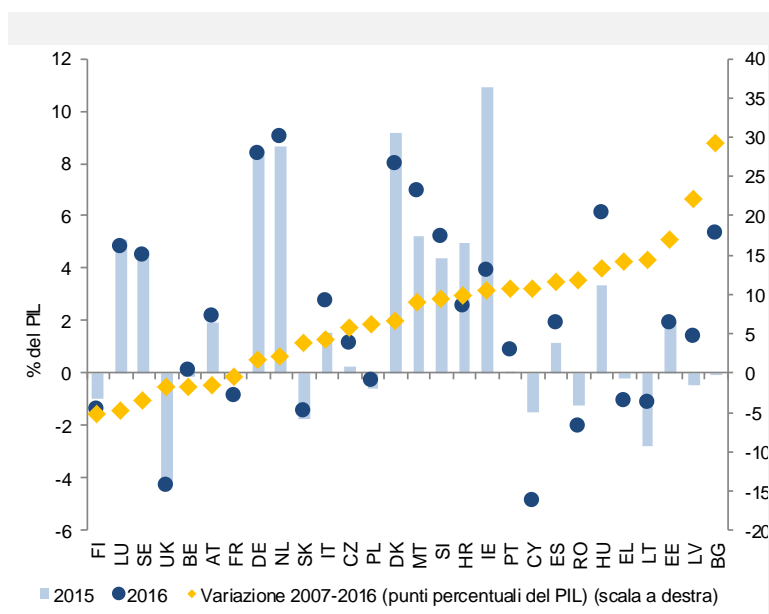
Grafico 2: Saldo delle partite correnti, 2016



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 2017 della Commissione. Per Malta nel 2016, il saldo corretto per il ciclo non è visibile nel grafico ed è pari a 13,3% del PIL nel 2016. Per il calcolo relativo alle norme delle partite correnti, si veda la nota 9. Il saldo delle partite correnti stabilizzatore della posizione patrimoniale netta sull'estero è definito come segue: il saldo delle partite correnti necessario a portare la NIIP a -35% in 20 anni; per i paesi la cui NIIP nel 2016 è già pari o superiore a -35% del PIL, è il saldo necessario a mantenere la NIIP al livello del 2016<sup>9</sup>.

Grafico 3: Evoluzione dei saldi delle partite correnti



<sup>9</sup> Il calcolo del saldo delle partite correnti stabilizzatore della NIIP si basa sulle premesse seguenti: le proiezioni del PIL nominale provengono dalle previsioni dell'autunno 2017 della Commissione europea (fino al 2019) e dalla metodologia della Commissione per i 10 anni successivi; per convenzione si presuppone che gli effetti di valutazione siano pari a zero nel periodo di riferimento; si presume che i saldi del conto capitale rimangano costanti in percentuale del PIL al valore mediano tra il 2016 e le proiezioni fino al 2019.

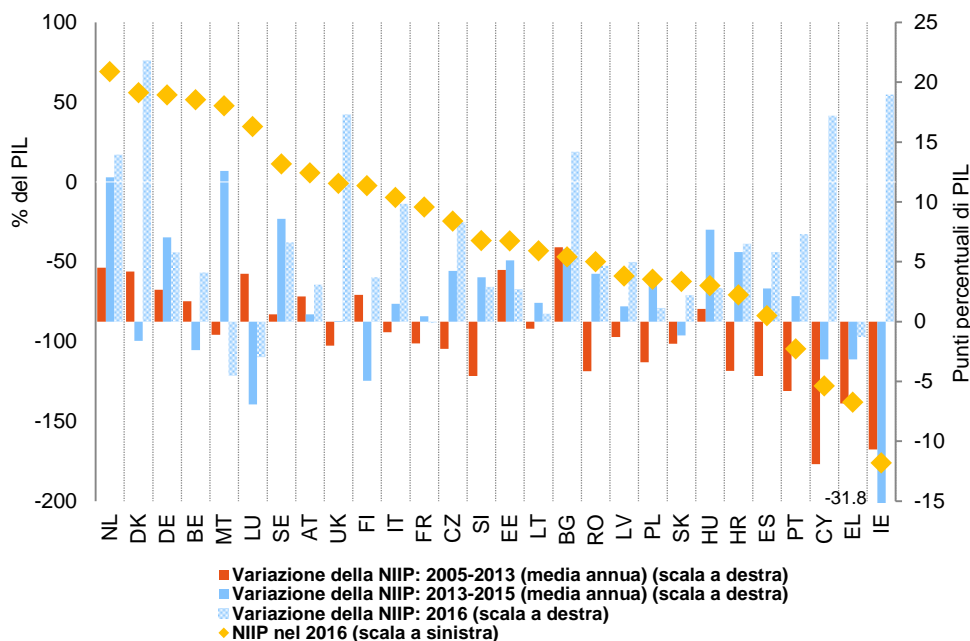
**Il numero dei disavanzi delle partite correnti è molto limitato, mentre persistono ingenti avanzi.** Nella maggior parte dei casi, gli ingenti disavanzi delle partite correnti si erano già ridotti significativamente prima del 2016 trasformandosi in avanzi o posizioni di pareggio sulla scorta di una competitività riacquisita e di una domanda interna modesta (grafici 2 e 3). I recenti sviluppi della bilancia commerciale hanno beneficiato di una riduzione dei prezzi dei prodotti di base, della ripresa degli scambi nell'UE e dell'accelerazione del commercio mondiale registrati a partire da metà 2016, mentre il saldo dei redditi nei paesi debitori netti ha beneficiato della contrazione dei tassi di interesse e della conseguente diminuzione delle remunerazioni sulle passività finanziarie nette.

- Attualmente, solo il Regno Unito mostra un disavanzo delle partite correnti superiore alla soglia del quadro di valutazione. Gli altri Stati membri che nel 2016 avevano mostrato disavanzi delle partite correnti (Belgio, Grecia, Francia, Cipro, Lettonia, Lituania, Polonia, Romania, Slovacchia e Finlandia) sono rimasti ben al di sotto della soglia del quadro di valutazione. L'importanza dei fattori ciclici è andata riducendosi per questi risultati, poiché i divari tra prodotto effettivo e potenziale stanno scomparendo (grafico 2). Alcuni ulteriori miglioramenti marginali erano stati registrati già nel 2016, mentre paesi come la Croazia e l'Irlanda hanno registrato forti cali dei loro disavanzi rispetto ai livelli eccezionalmente elevati registrati nel 2015 (grafico 3).
- A Cipro e in Grecia, i saldi delle partite correnti del 2016 sono ancora insufficienti a sostenere una riduzione delle ingenti NIIP verso livelli prudenti a un ritmo soddisfacente. Per contro, i risultati effettivi delle partite correnti per Portogallo e Spagna sono andati leggermente al di là di quanto necessario per convergere verso una NIIP di -35% del PIL nei prossimi due decenni; per Croazia e Irlanda i margini sono più ampi.
- Allo stesso tempo, persistono ingenti avanzi delle partite correnti. Nonostante recenti cali marginali, da diversi anni gli avanzi in Danimarca, Germania e Paesi Bassi continuano a situarsi al di là della soglia. Malta ha attraversato la soglia nel 2016, conseguenza anche della sua situazione di centro offshore. In assenza degli effetti ciclici, l'avanzo della Germania sarebbe stato leggermente più elevato e quello della Danimarca leggermente inferiore. La Germania, la Danimarca e i Paesi Bassi registrano attualmente avanzi ben superiori a quanto si possa spiegare mediante i fondamentali dell'economia (compresi ad esempio l'invecchiamento demografico e il reddito pro capite relativo)<sup>10</sup>.
- Più in generale, a parte il Lussemburgo, tutti i recenti avanzi dei vari Stati membri, appartenenti o meno alla zona euro, risultano superiori a quanto giustificherebbero i fondamentali, con margini talvolta elevati. Le previsioni dell'autunno 2017 della Commissione indicano solo limitati cambiamenti a questo andamento per questo anno e per il prossimo.

---

<sup>10</sup> Una valutazione grossomodo simile è contenuta nel Rapporto sul settore esterno (*External Sector Report*) 2017 dell'FMI. Cfr. anche la nota 13.

Grafico 4: Posizioni patrimoniali nette sull'estero e loro dinamiche



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

Nota: i dati per la Bulgaria sono disponibili solo dal 2010 e per Cipro dal 2008.

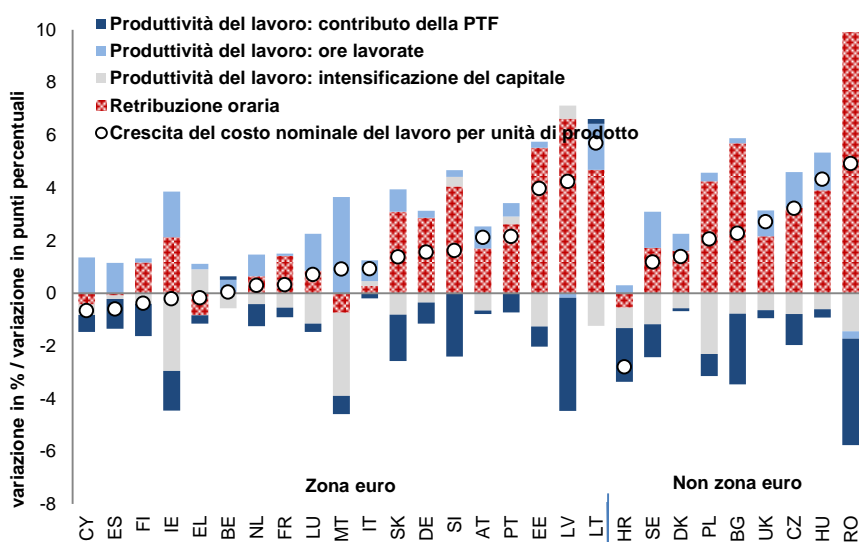
**Le posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) sono di recente migliorate in quasi tutti gli Stati membri, ma in diversi Stati membri restano profondamente negative.** I miglioramenti osservati nel 2016 sono stati talvolta significativi e hanno riguardato tanto i paesi debitori netti quanto i paesi creditori netti, anche se in questi ultimi sono stati un po' più marcati che nei primi. Tale evoluzione riflette l'aumento dei saldi delle partite correnti e del conto capitale così come la maggiore crescita del PIL. Gli effetti di valutazione hanno mostrato ampie variazioni nei diversi paesi, senza un chiaro collegamento con le posizioni NIIP di partenza, ma contribuendo talvolta alla riduzione di saldi NIIP fortemente negativi. Gli sviluppi nella prima metà del 2017 non hanno mostrato grandi cambiamenti a questi andamenti.

- Nonostante i recenti miglioramenti, nel 2016 più della metà degli Stati membri dell'UE ha registrato NIIP oltre la soglia del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici. Alcuni valori continuano a superare -100% del PIL (Irlanda, Grecia, Cipro e Portogallo); in Spagna e Portogallo, erano superiori a -70% del PIL; mentre nove altri paesi, tra cui la Bulgaria, l'Ungheria, la Lettonia, la Polonia, la Romania e la Slovacchia, devono ancora convergere verso la soglia del -35% del PIL.
- In contrasto con i deterioramenti osservati negli anni precedenti, il 2016 è stato caratterizzato da chiari miglioramenti delle NIIP più negative. Cipro e l'Irlanda si sono distinte per i notevoli aumenti nel 2016, ma anche per il Portogallo e la Spagna l'andamento è cambiato visibilmente, dal momento che i miglioramenti del 2016 sono venuti dopo anni di deterioramenti più o meno continuativi. La Grecia resta un'eccezione dal momento che la sua posizione ha continuato a peggiorare, anche se a un ritmo più lento di prima. I cambiamenti degli andamenti sono stati più eterogenei in paesi con NIIP meno negative e, in generale, le correzioni sono state più modeste. Anche se in alcuni

casi hanno anche fatto osservare una perdita di velocità, come nel caso dell'Ungheria, questi paesi hanno continuato a procedere verso un miglioramento delle NIIP.

- Nel 2016 i paesi creditori netti hanno continuato a migliorare le loro NIIP molto positive sulla scorta di ingenti avanzi e di utili da valutazione che spesso sono risultati più forti di prima. In particolare, i Paesi Bassi hanno concluso il 2016 con una NIIP pari a quasi 70% del PIL, mentre la Danimarca e la Germania sono salite a 55% del PIL, raggiungendo in tutti i casi il loro valore massimo su un decennio. I recenti risultati effettivi delle partite correnti vanno visibilmente oltre i livelli necessari a preservare il rapporto NIIP/PIL agli stessi livelli del 2016. Malta e Lussemburgo sono stati gli unici paesi creditori netti le cui NIIP hanno mostrato cali nel 2016, pur rimanendo comunque in una zona chiaramente positiva. Inoltre, la maggior parte dei paesi con una NIIP relativamente in pareggio nel 2016 hanno migliorato la loro posizione, in alcuni casi chiaramente più di prima. Il Regno Unito ha concluso il 2016 con una NIIP in pareggio soprattutto grazie agli effetti di valutazione collegati al deprezzamento della sterlina dopo anni di letture negative.
- I rischi e le vulnerabilità legati alle posizioni nette negative possono dipendere anche dalla loro composizione. A tale proposito, i paesi spesso debitori netti, in particolare Cipro, Grecia, Portogallo e Spagna, hanno livelli di debito estero netto che costituiscono la maggior parte della loro NIIP, il che li può rendere vulnerabili ai cambiamenti delle condizioni finanziarie, specialmente se e quando vi sono forti esigenze di rinnovo. Per contro, in altri debitori, un'ampia quota della NIIP negativa è rappresentata da investimenti diretti esteri, che possono costituire una fonte di finanziamento più stabile, come nel caso dell'Estonia, della Lettonia, della Lituania, della Bulgaria, della Polonia, della Romania e della Slovacchia.

Grafico 5: Crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e scomposizione dei fattori, 2016



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 retribuzione oraria nominale 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.

### **Gli sviluppi della competitività di costo contribuiscono in misura minore al riequilibrio.**

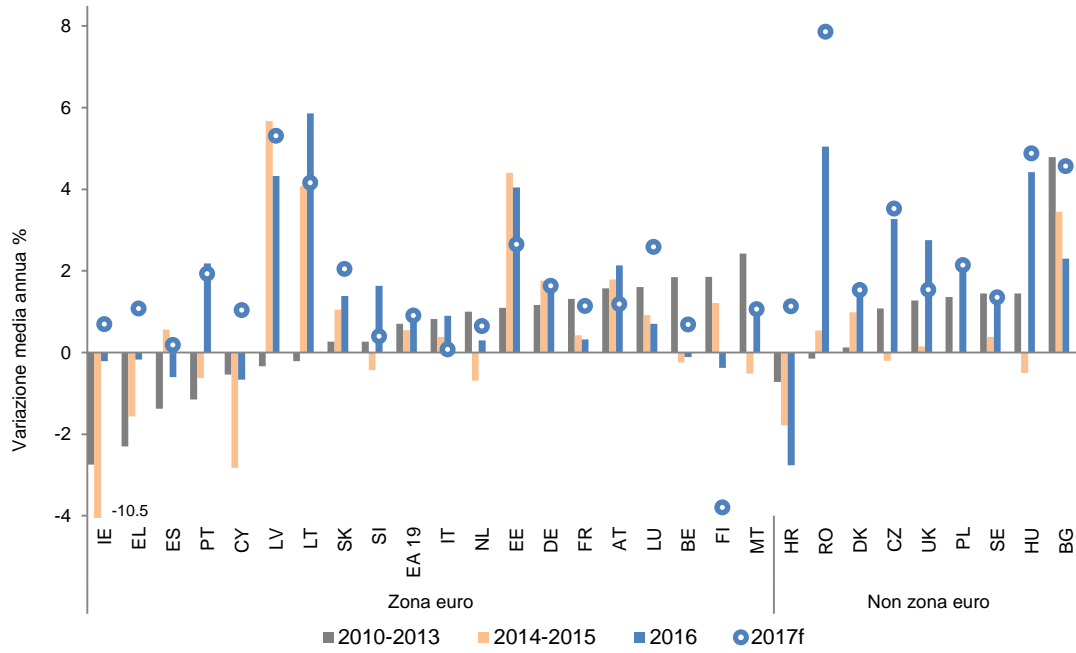
Gli incrementi di competitività nei paesi debitori netti tendono spesso a ridursi o ad annullarsi, mentre i paesi creditori netti hanno registrato pochi cambiamenti nelle loro posizioni in termini di competitività. In un contesto di crescita della produttività del lavoro relativamente lenta e di modeste dinamiche salariali nella maggior parte dei paesi, gli sviluppi del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel 2016 appaiono più staccati dalle posizioni sull'estero degli stock o dei flussi rispetto agli anni precedenti (grafico 5). Globalmente, la ridotta dispersione degli sviluppi della competitività di costo contribuisce poco a un riequilibrio più simmetrico all'interno della zona euro (cfr. il grafico 6 e il riquadro 2).

- Nel 2016, alcuni dei paesi debitori netti hanno visto le dinamiche del costo del lavoro per unità di prodotto stabilizzarsi o diventare positive dopo anni di calo (es.: Grecia, Irlanda, Spagna, Portogallo, Slovenia), il che riflette una crescita della produttività in rallentamento e una crescita dei salari orientata verso livelli meno negativi o positivi. Paesi come l'Estonia, la Lettonia e la Lituania hanno continuato a registrare una crescita veloce del costo del lavoro per unità di prodotto trainata da una forte crescita dei salari in un contesto di condizioni tese dei mercati del lavoro e di modesti progressi della produttività. Allo stesso tempo, altri paesi stanno registrando recentemente, anche nel 2017, un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, in particolare la Romania, ma anche la Bulgaria, la Repubblica ceca e l'Ungheria (grafico 6). In alcuni di questi paesi, l'accelerazione dei salari si è verificata dopo notevoli aggiustamenti nella fase immediatamente successiva alla crisi del 2008-2009, che aveva temporaneamente fermato la convergenza dei salari a lungo termine. Una debole produttività del lavoro è stata spesso accompagnata da una moderata crescita della produttività totale dei fattori<sup>11</sup>.
- La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto in diversi dei paesi creditori netti (Danimarca, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi e Svezia) è rimasta globalmente moderata nel 2016, dopo essersi un po' ridotta in Germania nel contesto di dinamiche salariali modeste, nonostante condizioni sempre più tese del mercato del lavoro.
- Un'inflazione bassa ha contribuito a mantenere la competitività di prezzo, misurata in termini di tasso di cambio effettivo reale, relativamente stabile nel corso degli ultimi anni (grafico 7). Nel 2016, dopo il deprezzamento del 2015, l'euro ha cominciato a rivalutarsi con conseguenti apprezzamenti in termini effettivi nominali su un'ampia base nei paesi della zona euro, influenzando anche le più recenti dinamiche del tasso di cambio effettivo reale. Nonostante questa recente evoluzione, nella maggior parte dei paesi debitori netti le posizioni in termini di tasso di cambio effettivo reale mostrano ancora un miglioramento della competitività di prezzo rispetto al periodo pre-crisi. Un deterioramento della competitività di prezzo rispetto al periodo pre-crisi si verifica da qualche anno solo in Estonia, Lettonia e Lituania e, più recentemente, in Bulgaria e nella Repubblica ceca, a seguito di tassi di inflazione sostenuti. Tra tutti i paesi dell'UE, solo il Regno Unito, la Polonia e la Germania registrano un miglioramento delle posizioni in termini di competitività di prezzo rispetto a quelle del 2000.

---

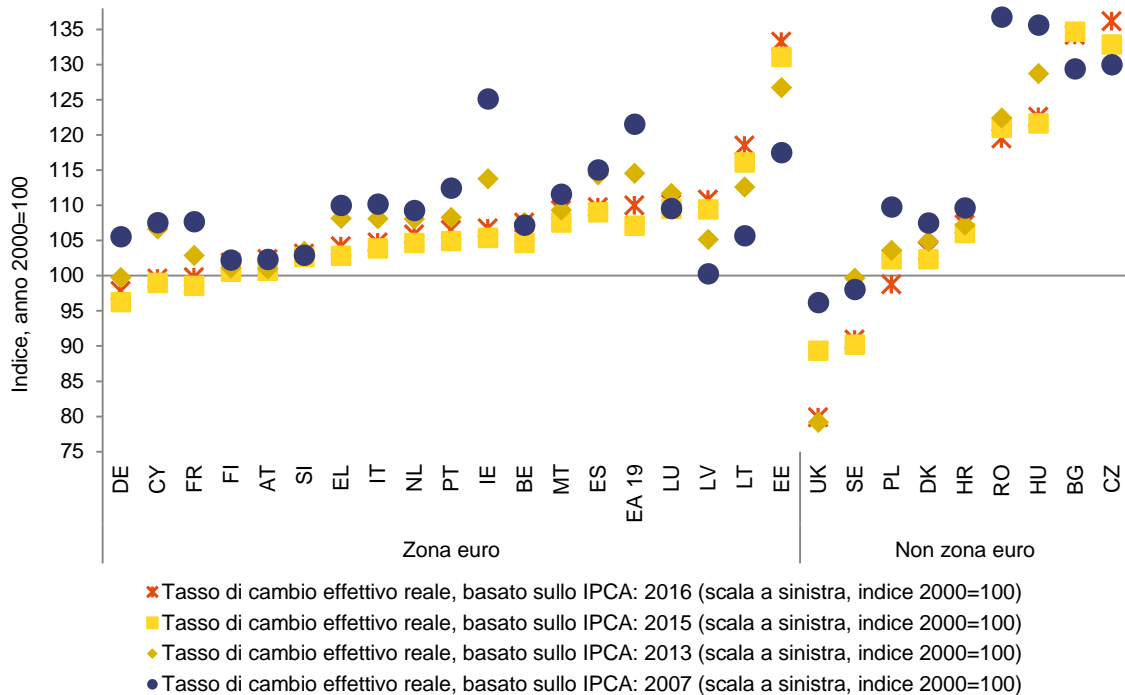
<sup>11</sup> In alcuni paesi, come la Polonia e la Romania, forti incrementi della quantità di capitale per lavoratore (la cosiddetta intensificazione del capitale) hanno fatto crescere la produttività del lavoro e frenato il costo del lavoro per unità di prodotto, mentre in Lettonia, Grecia, Portogallo e Slovenia si è verificato l'opposto.

**Grafico 6: Crescita del costo del lavoro per unità di prodotto**



Fonte: AMECO; i dati 2017 provengono dalle previsioni dei servizi della Commissione dell'autunno 2017

**Grafico 7: Tassi di cambio effettivi reali, 42 partner commerciali, deflatore IPCA**

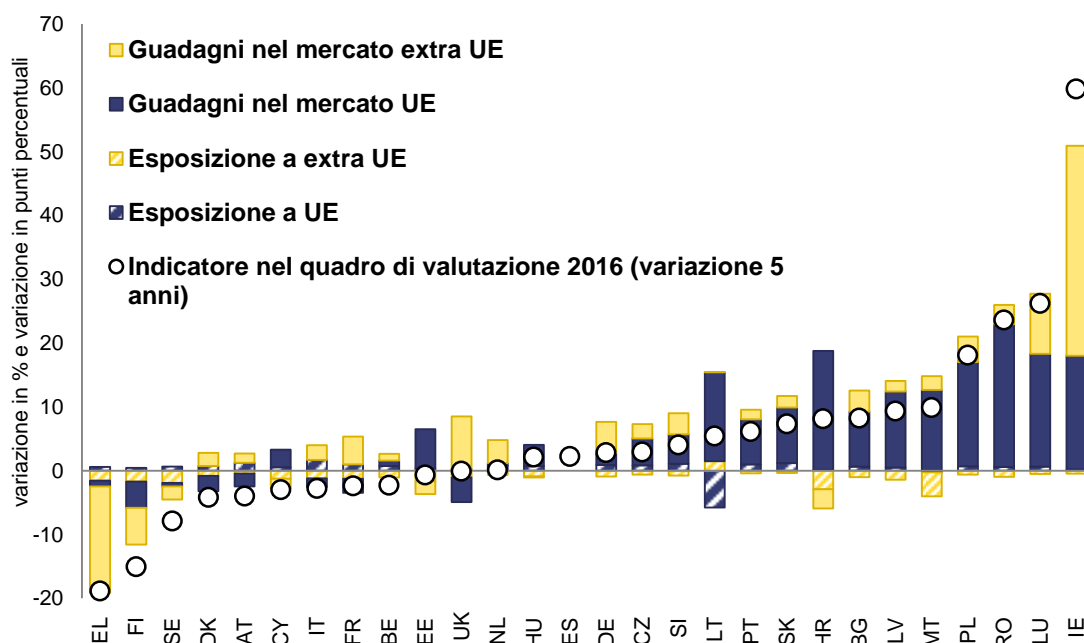


Fonte: AMECO

Nota: i dati per la Slovacchia sono fuori scala, con indici pari a 153, 173, 170 e 171 rispettivamente nel 2007, 2013, 2015 e 2016.

**La maggior parte dei paesi UE ha registrato recenti incrementi delle quote del mercato delle esportazioni.** Tali incrementi riflettono una crescita leggermente più sostenuta degli scambi intra UE rispetto agli scambi extra UE e un calo dei prezzi dei prodotti di base che, negli ultimi anni, ha fatto assumere un maggiore peso alle esportazioni di prodotti non di base sul totale delle esportazioni. I maggiori incrementi in termini di quote del mercato delle esportazioni sono stati registrati da Irlanda, Lussemburgo e Romania, mentre le perdite più alte hanno riguardato la Grecia, la Finlandia e la Svezia. In genere, le grandi economie dell'UE non hanno registrato cambiamenti in termini di quote di mercato. Riguardo alle dinamiche delle quote di mercato negli anni recenti, non appaiono differenze sistematiche tra paesi creditori netti e debitori netti, tranne per il 2016 in cui i paesi debitori netti hanno riportato risultati leggermente migliori.

**Grafico 8: Variazione delle quote del mercato delle esportazioni, variazione cumulativa nel periodo 2011-2016**



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 la Finlandia, per cui le esportazioni verso l'UE sono state ricavate dalla contabilità nazionale; dati parzialmente indisponibili per la Spagna.

**Riquadro 1: 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 dal 2016 la relazione sul meccanismo di allerta contiene un'analisi sistematica delle implicazioni per la zona euro degli squilibri nazionali e dell'eventuale necessità di un approccio coordinato alle risposte di natura

politica, in considerazione delle interdipendenze esistenti.

**L'ingente avanzo delle partite correnti della zona euro si è stabilizzato.** Gli avanzi delle partite correnti della zona euro hanno registrato un lieve aumento e hanno raggiunto il picco di 3,3% del PIL nel 2016 dopo aver raggiunto 3,2% del PIL nel 2015 e, secondo le previsioni dell'autunno 2017 della Commissione, dovrebbero restare attorno al 3% fino al 2019, soprattutto in conseguenza della ripresa del ciclo della zona euro rispetto a quella dei partner commerciali e al graduale esaurimento dei guadagni in termini di scambi<sup>12</sup>. In assenza di cambiamenti nelle politiche, si prevede che il livello dell'avanzo delle partite correnti della zona euro resterà il più alto a livello mondiale. Si tratta di un livello giudicato superiore a quanto si possa spiegare mediante i fondamentali dell'economia (compresi l'invecchiamento demografico e il reddito pro capite relativo), poiché le stime empiriche della norma delle partite correnti per la zona euro indicano un avanzo lievemente superiore all'1% del PIL nel 2016<sup>13</sup>. In prospettiva, l'ingente avanzo delle partite correnti della zona euro potrebbe figurare tra i fattori che contribuiscono al mantenimento della pressione al rialzo sul valore esterno dell'euro.

**Il persistere dell'avanzo della zona euro è frutto della correzione delle partite correnti precedentemente in disavanzo associata al persistere di ingenti avanzi.** Gli ingenti avanzi della Germania e dei Paesi Bassi insieme rappresentano quasi il 90% dell'attuale *livello* dell'avanzo aggregato della zona euro (grafico B.1.1). Il netto miglioramento della posizione delle partite correnti nella zona euro negli anni successivi alla crisi ha coinciso con un brusco aggiustamento degli ingenti disavanzi esterni a seguito di un'inversione dei flussi finanziari transfrontalieri privati (grafico B.1.2). La conseguente crescita dell'avanzo della zona euro ha coinciso con sostenuti miglioramenti nei saldi delle partite correnti dei paesi debitori netti e con un'ulteriore crescita degli avanzi nei paesi creditori netti. Dal 2011, le dinamiche nelle posizioni delle partite correnti dell'Italia e della Germania hanno contato per circa i 2/3 dell'aumento dell'avanzo della zona euro. La riduzione dell'avanzo della zona euro previsto per il 2017 deriva in gran parte da una riduzione dell'avanzo della Germania.

**Le dinamiche dell'avanzo della zona euro sono legate alla domanda interna in ritardo rispetto alle dinamiche dell'attività economica e ad una sostenuta domanda di esportazioni.** Le esportazioni nette corrispondono alla differenza tra il reddito e la spesa aggregati, che è andata aumentando dal 2009 al 2016, primo anno in cui le dinamiche della domanda aggregata reale hanno superato quelle del PIL dall'inizio della crisi (grafico B.1.3). L'evoluzione dell'avanzo riflette dinamiche della domanda modeste nei paesi debitori netti e le posizioni sull'estero dei paesi creditori netti che hanno incrementato ulteriormente i loro valori già ampiamente positivi. La domanda costantemente debole si è tradotta in un valore del divario tra prodotto effettivo e potenziale nella zona euro che si trova in territorio negativo dal 2009 e che, stando alle previsioni dell'autunno 2017 della Commissione, si prevede diventi positivo nel 2018. Questa protratta debolezza dell'economia è alla base di valori di inflazione che restano al di sotto dell'obiettivo delle autorità monetarie. L'evoluzione

---

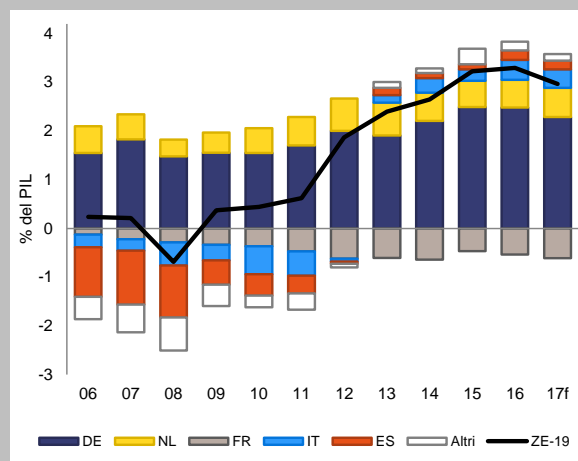
<sup>12</sup> Dato basato sui conti nazionali per il periodo 2017-2019; i dati basati sui conti nazionali coincidono con i dati contenuti nelle statistiche della bilancia dei pagamenti per il 2015 e il 2016.

<sup>13</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 a quella seguita per l'EBA (*External Balance Assessment*) dell'FMI (Phillips, S. et al., 2013, *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF Working Paper, 13/272). Le differenze principali consistono in un più ampio campione utilizzato per la stima, una specifica empirica leggermente diversa (diverse interazioni per la variabile corrispondente agli effetti dell'invecchiamento e una variabile supplementare corrispondente alla quota del valore aggiunto manifatturiero) e alcune differenze nella definizione delle norme (previsioni basate su un gruppo di fondamentali più ristretto - che esclude in particolare le variabili della NIIP e dell'avversione al rischio a livello mondiale - e le variabili politiche fissate sulla media mondiale). Le stime dell'FMI della norma delle partite correnti per la zona euro mostrano un leggero avanzo dell'ordine del 2,7% del PIL (valutazione dei servizi).



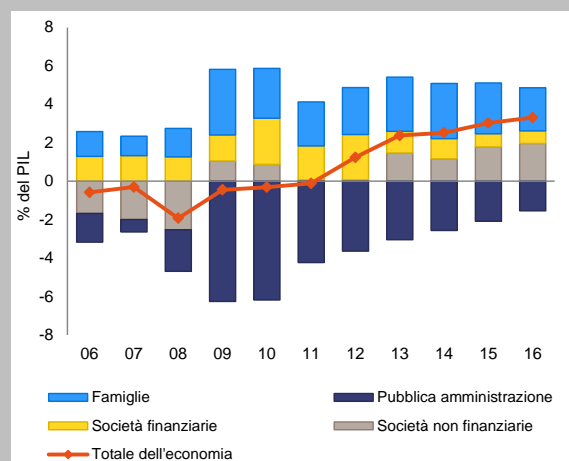
dell'avanzo della zona euro è anche legata alle dinamiche delle esportazioni della zona euro che si fondano su una domanda favorevole a livello mondiale per merci e servizi europei e su una posizione competitiva migliorata. Mentre i benefici del deprezzamento dell'euro del 2015 producono gradualmente effetti sulla bilancia commerciale, quelli del recente apprezzamento dell'euro sono poco visibili.

**Grafico B.1.1: Saldi delle partite correnti nella zona euro e in una serie di Stati membri**



Fonte: AMECO

**Grafico B.1.2: Indebitamento/accreditamento netto per settore nella zona euro**



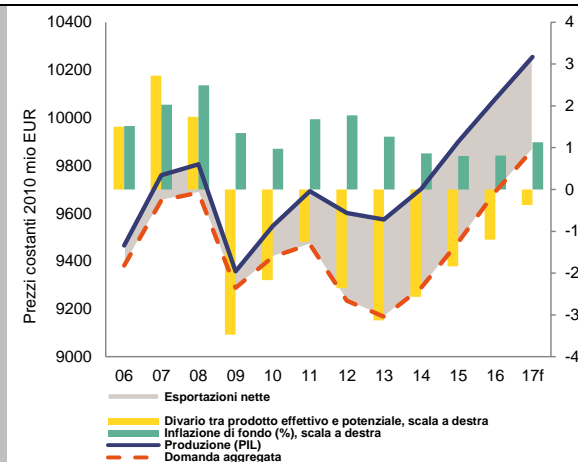
Fonte: Eurostat

**La crescente posizione sull'estero della zona euro è legata ad un diffuso processo di riduzione dell'indebitamento.** A livello di aggregato della zona euro, l'indebitamento resta elevato per le famiglie, le imprese e i governi, con notevoli differenze tra paesi. Il processo di riduzione dell'indebitamento è cominciato dopo l'inizio della crisi e ha portato ad un incremento dei risparmi netti per l'insieme della zona euro (grafico B.1.2). Per il settore privato, la riduzione attiva dell'indebitamento ha avuto inizio presto, con l'inizio della crisi attorno al 2009, mentre le finanze pubbliche hanno contribuito ad attenuare il loro impatto sui redditi. Le cifre nette relative all'accREDITAMENTO netto per le famiglie sono attualmente doppie rispetto al periodo precedente alla crisi. Le imprese, che di norma mostrano un'esigenza di indebitamento netto, dal 2013 mostrano una posizione positiva di accREDITAMENTO netto e attualmente rappresentano la quota più consistente dell'intera posizione di accREDITAMENTO della zona euro, riflettendo un investimento modesto nonostante l'ampio margine per il finanziamento interno. Il dato aggregato cela notevoli differenze tra i vari paesi, ma riflette posizioni di accREDITAMENTO netto in quasi tutti i paesi della zona euro, con i valori più alti in termini di PIL registrati in Grecia, Paesi Bassi e Spagna; solo in Lussemburgo, Francia ed Estonia le imprese sono state prenditrici nette nel 2016. La riduzione dell'indebitamento della pubblica amministrazione è iniziata nel 2011, con posizioni di accREDITAMENTO netto gradualmente meno negative a seguito dell'attuazione di politiche volte a ridurre i bilanci, e costituisce una quota notevole dell'incremento della posizione di accREDITAMENTO netto globale della zona euro.

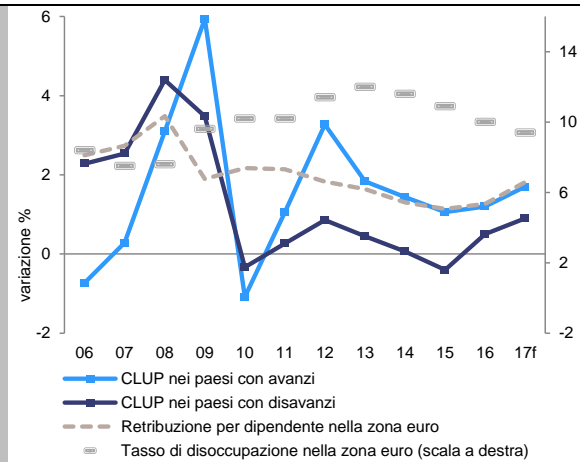
**Grafico B.1.3: Produzione, domanda interna, esportazioni nette e inflazione di fondo nella zona euro**

**Grafico B.1.4: Disoccupazione, crescita dei salari e riequilibrio del costo del lavoro per unità di prodotto nella zona euro<sup>14</sup>**

<sup>14</sup> I paesi eccedentari sono definiti come segue: Belgio, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Finlandia; i paesi con disavanzi sono i restanti 19 della zona euro. Tutti i paesi eccedentari hanno registrato una posizione delle partite correnti in pareggio o in avanzo sul periodo 1999-2012 (ad eccezione solo della



Fonte: AMECO



a) Fonte: AMECO

**Il riequilibrio nella zona euro deve continuare** I paesi che hanno corretto ingenti disavanzi sono ancora caratterizzati da consistenti posizioni patrimoniali nette sull'estero negative associate con notevoli stock di debito privato o pubblico che costituiscono vulnerabilità. Per ridurre gli ingenti stock di debito occorre mantenere i saldi delle partite correnti in pareggio o in avanzo, il che implica anche un costante processo di riduzione dell'indebitamento interno. I relativi guadagni di competitività dei paesi debitori netti, cominciati nel 2012, stanno gradualmente estinguendosi, mentre la crescita di produttività ha segnato una battuta d'arresto (grafico B.1.4).

**Mentre una domanda più forte e una crescita costante continuerebbero a favorire la riduzione dell'indebitamento e il riequilibrio, una maggiore produttività e incrementi di competitività sosterebbero una correzione duratura degli squilibri.** In considerazione delle interconnessioni tra le economie della zona euro, un'opportuna combinazione di politiche macroeconomiche nei vari Stati membri sarebbe giustificata perché contribuirebbe alla correzione degli squilibri e alla ripresa. A tal fine, per i paesi debitori netti sarebbero di importanza fondamentale condizioni di domanda favorevoli nei paesi creditori netti della zona euro e nei paesi al di fuori della zona euro. A tale riguardo, la recente ripresa della crescita nominale ha contribuito a un'accelerazione del ritmo della riduzione dello stock di passività nette verso l'estero in percentuale del PIL. Occorrerebbe che fosse mantenuto il miglioramento strutturale della produttività e della competitività, in particolare nei paesi debitori netti, per sostenere un aggiustamento duraturo e per aiutare la riduzione del peso del debito.

**I rapporti debito privato/PIL sono generalmente diminuiti rispetto ai picchi post-crisi, ma l'indebitamento eccessivo continua a riguardare diversi paesi.** Nel 2016, la soglia del quadro di valutazione per il debito privato è stata superata da dodici Stati membri, gli stessi che figuravano nella relazione sul meccanismo di allerta dello scorso anno, ad eccezione di Malta che si situa al di sotto della soglia. I rapporti debito privato/PIL sono più alti per Cipro, Lussemburgo, Irlanda e Paesi Bassi, benché le cifre siano influenzate dalla massiccia presenza di multinazionali o di settori offshore. Seguono, come paesi con i più alti indicatori del quadro di valutazione, Danimarca, Svezia, Belgio, Portogallo e Regno Unito con stock di debito privato superiori al 160% del PIL.

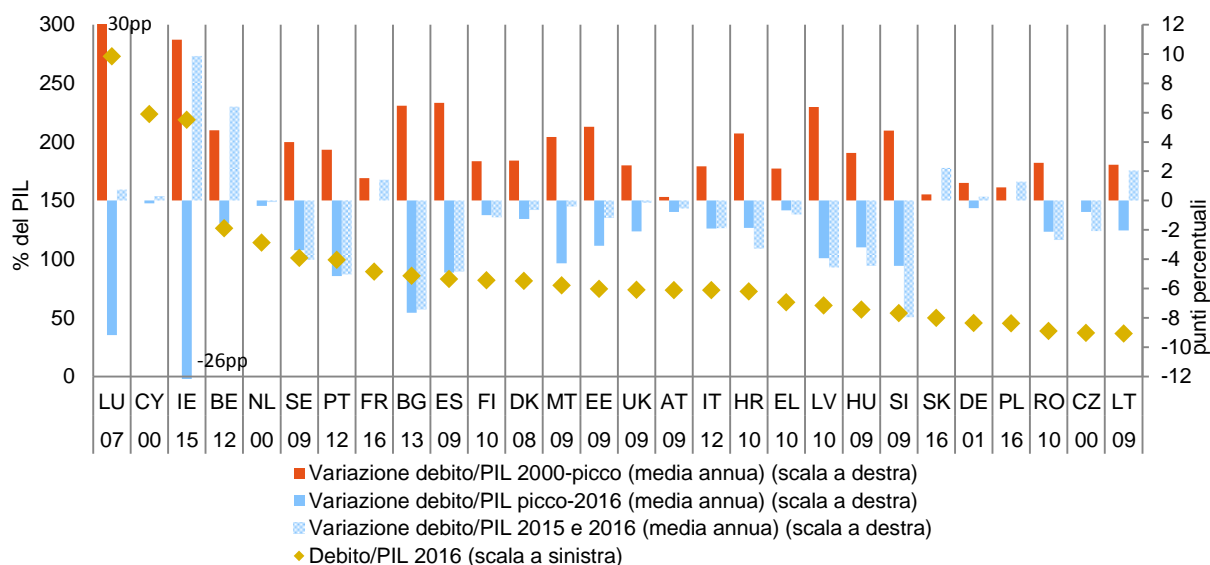
---

Germania e dell'Austria prima del 2002 e della Finlandia dopo il 2010, mentre tutti i paesi con disavanzi hanno registrato un disavanzo tra il 2000 e il 2012).

**Il contributo relativo delle famiglie e delle imprese agli elevati livelli di debito privato varia tra Stati membri.** Nel caso di Lussemburgo, Irlanda e, in minor misura, Belgio, sono prevalentemente gli alti rapporti debito/PIL delle società non finanziarie che emergono da un confronto tra paesi. Per contro, in Danimarca e nel Regno Unito gli ingenti stock di debito privato sono prevalentemente determinati dalle famiglie. Dal confronto emerge che Cipro, i Paesi Bassi e Portogallo registrano alti livelli di debito sia nelle famiglie sia nel settore delle imprese. Globalmente, le differenze degli stock di debito tra i vari paesi sono imputabili in gran parte a differenze nei fattori fondamentali che giustificano l'accumulo del debito, comprese le opportunità di crescita e investimento, i vincoli del risparmio privato e lo sviluppo finanziario. Allo stesso tempo, i rischi che comporta l'elevato indebitamento devono essere valutati nel contesto del potenziale di crescita del paese in esame, della resilienza del suo settore finanziario e della valuta di denominazione delle passività, sempre tenendo conto del valore, della liquidità, della volatilità e della distribuzione delle attività sottostanti.

**Il ritmo della riduzione del debito privato è stato disomogeneo tra i vari paesi e non è sempre commisurato alle esigenze di riduzione dell'indebitamento.** Il livello di debito del settore privato non finanziario è aumentato significativamente nel periodo immediatamente precedente alla crisi finanziaria e da allora nella maggior parte dei casi si è ridotto solo marginalmente. Nei cinque paesi con i più elevati rapporti debito delle società non finanziarie/PIL (Lussemburgo, Cipro, Irlanda, Belgio e Paesi Bassi), la riduzione dell'indebitamento ha subito una battuta d'arresto o ha subito un'inversione di tendenza negli ultimi due anni, mentre in Francia non è ancora iniziata (grafico 9). Invece in Svezia, Portogallo, Bulgaria e Spagna, paesi che mostrano anch'essi elevati rapporti debito/PIL, la riduzione dell'indebitamento delle società non finanziarie è continuata a ritmo sostenuto. In alcuni paesi non gravati da elevati livelli di debito, quali la Lettonia, l'Ungheria e la Slovenia, la riduzione dell'indebitamento delle società non finanziarie è stata rapida e ha segnato un'accelerazione negli ultimi due anni. Negli ultimi due anni, i tassi di indebitamento delle famiglie si sono ridotti nei tre Stati membri in cui le famiglie sono più indebitate (Danimarca, Cipro e Paesi Bassi), come anche in altri paesi fortemente indebitati come il Portogallo, la Spagna e la Grecia (grafico 10). Per contro, nel Regno Unito la riduzione dell'indebitamento delle famiglie ha segnato una battuta d'arresto, mentre in Svezia e Finlandia i rapporti debito/PIL, relativamente elevati, hanno continuato a crescere.

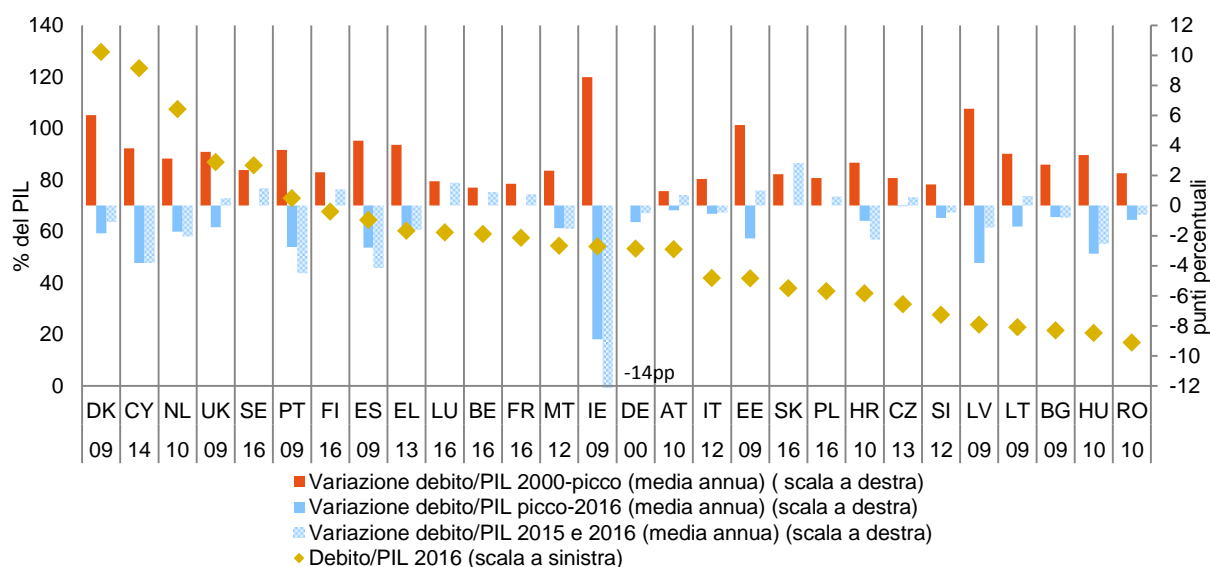
Grafico 9: Ritmo della riduzione dell'indebitamento delle società non finanziarie



Fonte: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.

Nota: i numeri sotto i codici paese indicano l'anno di picco. L'incremento verso il picco è stato calcolato sulla base di un anno iniziale diverso dal 2000 per LU (2001), PL (2002), MT (2003) e LV (2003). Sulla base dei dati sul debito consolidato.

Grafico 10: Ritmo della riduzione dell'indebitamento delle famiglie

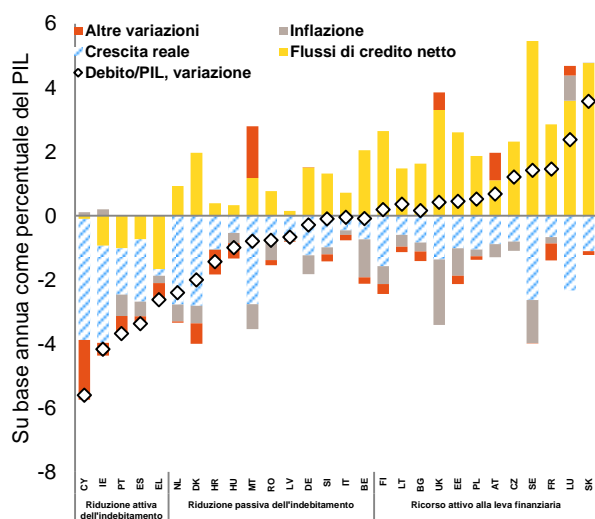


Fonte: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.

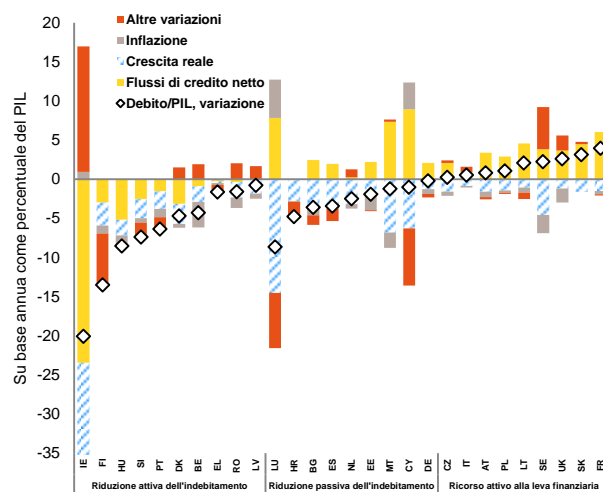
Nota: i numeri sotto i codici paese indicano l'anno di picco. L'incremento verso il picco è stato calcolato sulla base di un anno iniziale diverso dal 2000 per LU (2002), PL (2003), MT (2004) e LV (2004). Sulla base dei dati sul debito consolidato.

**I flussi di credito stanno riprendendo in modo più marcato nelle famiglie rispetto alle imprese, il che implica diverse modalità di riduzione dell'indebitamento e dinamiche di investimento.** Nel complesso, i flussi di credito del settore privato restano relativamente modesti, e nessuno Stato membro ha superato la soglia del quadro di valutazione nel 2016. Nel corso degli ultimi anni, in un contesto di ripresa della crescita, la riduzione dell'indebitamento delle famiglie è sempre più trainata dalla riduzione del rapporto debito/PIL grazie a una crescita più forte del PIL ("riduzione passiva dell'indebitamento"), mentre una riduzione "attiva" dell'indebitamento delle famiglie attraverso flussi di credito netto negativi è stata osservata solo in alcuni dei paesi maggiormente colpiti dalla crisi economica e finanziaria, ossia Cipro, Irlanda, Portogallo, Spagna e Grecia (grafico 11a). In realtà, nell'ultimo anno l'indebitamento delle famiglie è effettivamente aumentato in dodici Stati membri, compresi i paesi con livelli di debito elevati, come il Regno Unito, la Svezia e la Finlandia. La ripresa dei flussi di credito è stata in generale più debole per le imprese, il che implica che l'indebitamento delle imprese si sta riducendo in oltre due terzi degli Stati membri, secondo dinamiche che evidenziano sostanzialmente una differenziazione tra modalità attiva e modalità passiva (grafico 11b). La riduzione attiva dell'indebitamento delle imprese a sua volta tende ad essere associata a investimenti modesti (grafico 12), il che evidenzia l'importanza che l'eccessivo indebitamento riveste nel determinare lo scarso livello degli investimenti delle società non finanziarie nel periodo post-crisi.

**Grafico 11a: Scomposizione della variazione nel rapporto debito/PIL delle famiglie (primo trimestre del 2017)**



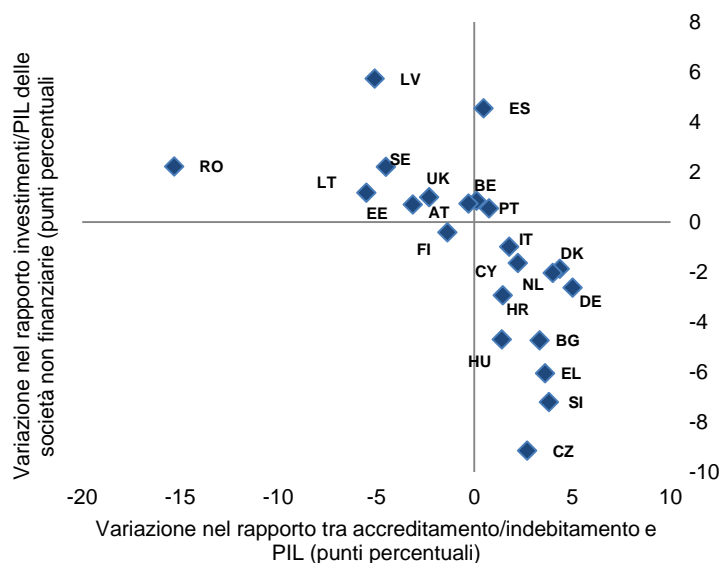
**Grafico 11b: Scomposizione della variazione nel rapporto debito/PIL delle società non finanziarie (primo trimestre del 2017)**



*Fonti:* Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.

*Note:* i grafici presentano una scomposizione in quattro componenti dell'evoluzione del rapporto debito/PIL: flussi di credito, crescita del PIL reale, inflazione e altre variazioni. La riduzione attiva dell'indebitamento comporta il rimborso netto del debito (flussi di credito netto negativi), che porta generalmente a una contrazione nominale del bilancio del settore e che ha, a parità di altre condizioni, conseguenze negative sull'attività economica e sui mercati mobiliari. Dall'altro lato, 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. Si ha indebitamento quando i flussi creditizi netti positivi prevalgono rispetto alla crescita del PIL nominale. I dati sulle società non finanziarie per CY si riferiscono al terzo trimestre del 2016.

**Grafico 12: Variazioni nel rapporto investimenti/PIL e accreditamento/indebitamento netto/PIL delle società non finanziarie negli anni successivi a un picco del debito**



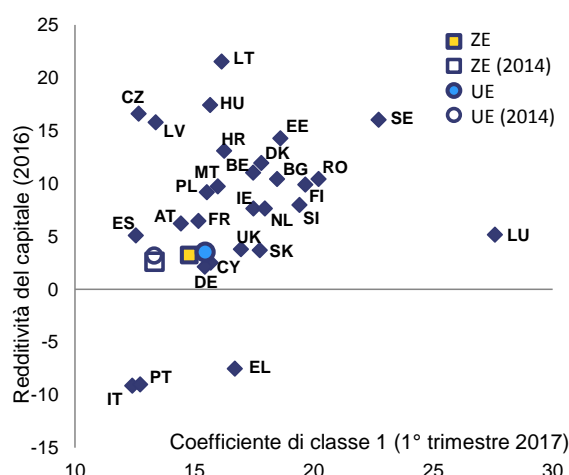
*Fonte:* Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.

*Nota:* il campione di paesi è limitato ai paesi per i quali sono disponibili dati e il cui rapporto debito/PIL per le società non finanziarie ha raggiunto un picco prima del 2016.

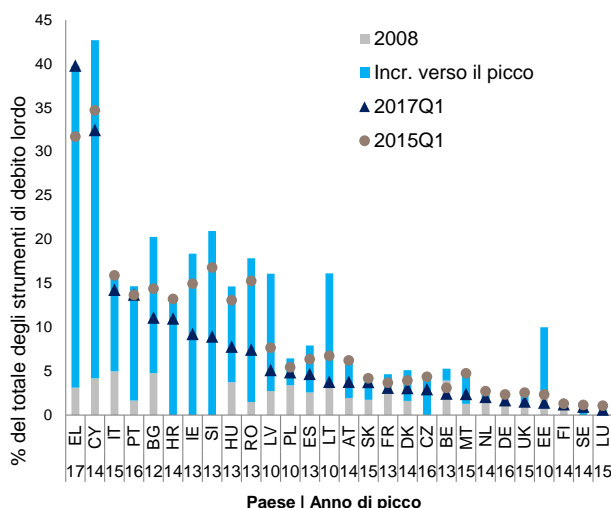
**Il settore bancario dell'UE continua a far fronte a sfide legate ai bassi livelli di redditività e all'elevato stock di crediti deteriorati in alcuni paesi.** L'aumento delle passività del settore finanziario sta subendo un'accelerazione nella maggior parte degli Stati membri, ma in generale è ancora ben al di sotto della soglia del quadro di valutazione<sup>15</sup>. Nell'ultimo anno la maggior parte degli Stati membri ha registrato alcuni miglioramenti in termini di redditività delle banche, coefficienti patrimoniali, stock di crediti deteriorati e flussi di credito. Le valutazioni delle banche, in particolare, hanno registrato un notevole miglioramento da metà 2016 a metà 2017, correlato alle aspettative di tassi di interesse più elevati e curve di rendimento più alte. La redditività, tuttavia, continua ad essere sotto pressione, considerati i bassi tassi d'interesse e le pratiche aziendali superate. Alcuni Stati membri presentano una combinazione di scarsa redditività, coefficienti di capitale tra i più bassi e livelli elevati di crediti deteriorati. È il caso, in particolare, di Grecia, Cipro, Italia e Portogallo (grafici 13 e 14).

<sup>15</sup> L'Ungheria costituisce un'eccezione, anche se il rapido aumento delle passività del settore finanziario osservato nel 2016 è ascrivibile a una particolare operazione con limitato impatto macroeconomico.

**Grafico 13: Reddittività e coefficienti patrimoniali delle banche**



**Grafico 14: Crediti deteriorati**



Fonti: BCE, calcoli dei servizi della Commissione.

Note: i dati sugli strumenti di debito deteriorato lordo per il 2008 non sono disponibili per CZ, HR, SE e SI. Nel grafico 13 i dati del primo trimestre del 2015 si riferiscono al quarto trimestre del 2014 per BG e al primo trimestre del 2016 per CZ.

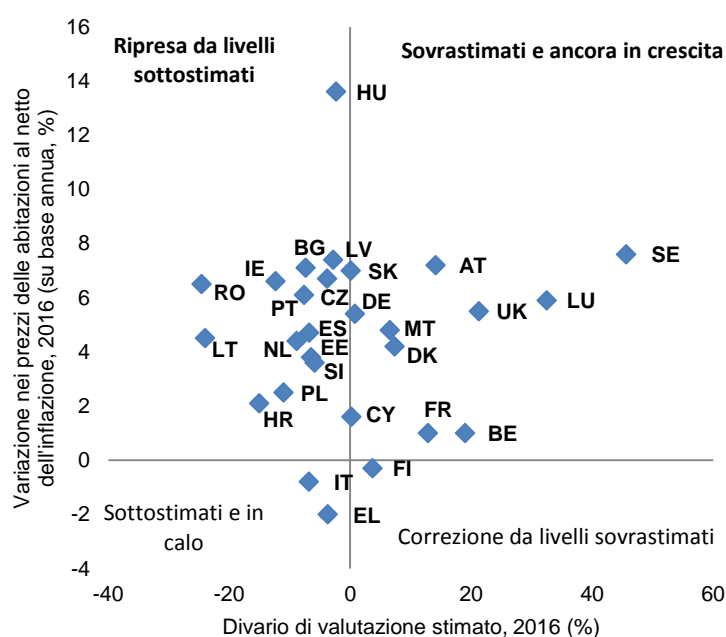
**Lo stock di crediti deteriorati continua a diminuire in tutta l'UE, ma resta elevato in diversi Stati membri.** Ad eccezione della Grecia, la percentuale di crediti deteriorati è in calo in tutti gli Stati membri che presentano una quota relativamente elevata di tali crediti. Il calo è iniziato tuttavia solo molto di recente in Portogallo e in Italia (grafico 14). Nonostante un calo tendenziale, i crediti deteriorati sono ancora elevati in una serie di paesi. In particolare, in Grecia e a Cipro sono ancora superiori al 30% del totale dei prestiti, mentre in Italia e in Portogallo si avvicinano al 14%. Bulgaria, Irlanda, Croazia e Slovenia presentano stock dei crediti deteriorati che si avvicinano al 10% dei prestiti totali.

**Nell'UE si registra attualmente un aumento generalizzato dei prezzi reali delle abitazioni, il che rappresenta una ripresa rispetto ai precedenti ribassi ma può anche condurre in alcuni casi a una maggiore sovrastima.** Nel 2016 i prezzi reali delle abitazioni sono aumentati in 25 Stati membri, con valori degli indicatori superiori alla soglia del quadro di valutazione in Bulgaria, Repubblica ceca, Irlanda, Lettonia, Ungheria, Austria, Portogallo, Romania, Slovacchia e Svezia. Si tratta di quattro paesi in più rispetto all'anno scorso, con una diversa composizione, e solo l'Irlanda, l'Ungheria e la Svezia hanno superato la soglia in entrambi gli anni<sup>16</sup>. Grecia, Italia e Finlandia sono gli unici paesi in cui i prezzi reali delle abitazioni sono calati, tendenza proseguita anche nel 2017 nel caso dei primi due paesi che sta contribuendo all'attuale divario di valutazione negativo (grafico 15). In molti altri Stati membri, l'aumento dei prezzi reali delle abitazioni ha aumentato ulteriormente la pressione su mercati immobiliari già sovrastimati. Le tensioni sono particolarmente evidenti in Svezia e, in misura minore, nel Regno Unito, in Lussemburgo e in Austria, dove il forte aumento dei prezzi reali delle abitazioni nel 2016 è andato ad aggiungersi a un divario di

<sup>16</sup> Nel novembre 2016 il comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) ha segnalato vulnerabilità a medio termine specifiche per paese nel settore degli immobili residenziali per otto Stati membri dell'UE (Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Svezia e Regno Unito).

sopravvalutazione stimato. Nel caso dell'Austria e del Regno Unito, i dati trimestrali indicano tuttavia che la dinamica dei prezzi delle abitazioni ha subito un rallentamento nel 2017. In Svezia e nel Regno Unito, ma anche in Danimarca, prezzi delle abitazioni sovrastimati coesistono con alti livelli di indebitamento delle famiglie. In alcuni casi, forti dinamiche dei prezzi sono evidenti in paesi che presentano divari di (sotto)valutazione di scarsa entità. È il caso di Ungheria, Bulgaria, Lettonia, Repubblica ceca e Slovacchia, in cui la crescita dei prezzi reali delle abitazioni è proseguita nel 2017 e potrebbero accumularsi rischi di sovrastima. Nei Paesi Bassi si registrano dinamiche dei prezzi delle abitazioni relativamente sostenute in un contesto di elevato indebitamento delle famiglie. In alcuni Stati membri le dinamiche dei prezzi delle abitazioni sono associate a quelle dei prestiti ipotecari, il che suggerisce rischi di surriscaldamento indotti dal credito. È il caso, in particolare, di Slovacchia e Romania, dove l'aumento dei crediti ipotecari ha superato il 10% nel 2016, sebbene in un contesto di bassi livelli di indebitamento delle famiglie. Nel complesso, è opportuno monitorare costantemente la forte crescita dei prezzi delle abitazioni in un certo numero di paesi dell'UE in considerazione dell'eventuale accumulo di una serie di rischi macrofinanziari e delle implicazioni in termini di allocazione delle risorse e accessibilità delle abitazioni sotto il profilo economico.

Grafico 15: Variazioni nei prezzi delle abitazioni e divari di valutazione nel 2016



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

Nota: la stima del divario di sopravvalutazione è la media di tre parametri: lo scostamento del rapporto prezzo/reddito e del rapporto prezzo/canone di locazione dalla rispettiva media a lungo termine e i risultati di un modello dei divari di valutazione basato sui fondamentali.

**Il rapporto debito pubblico/PIL ha ora raggiunto un picco in quasi tutti gli Stati membri, ma i livelli del debito restano elevati nella maggior parte dei paesi.** I valori del quadro di valutazione hanno superato la soglia in 16 Stati membri nel 2016, rispetto ai 17 paesi registrati nella relazione sul meccanismo di allerta 2017. Per nove di questi Stati membri il debito pubblico superiore al 60% del PIL è accompagnato da un indebitamento del settore privato superiore alla soglia, il che indica che è necessario ridurre l'indebitamento in tutti i settori economici. In generale, il rapporto debito pubblico/PIL si è avviato su una traiettoria



discendente negli Stati membri con i livelli più elevati di debito pubblico, con l'eccezione di Francia e Italia. Tuttavia, il ritmo di riduzione dell'indebitamento è spesso lento: tra i dieci Stati membri con i livelli più elevati di debito pubblico, solo Grecia, Cipro e Austria dovrebbero riuscire a ridurre di almeno 10 punti percentuali il rapporto debito/PIL tra la fine del 2016 e il 2019. Tra gli Stati membri con i livelli di debito più bassi, il rapporto debito/PIL dovrebbe aumentare in Romania e in Lussemburgo. Nel complesso, l'indebitamento della pubblica amministrazione si sta riducendo grazie al graduale miglioramento delle posizioni di bilancio negli ultimi anni e alla recente ripresa della crescita. Ciò consentirà a breve di ridurre il rapporto debito pubblico/PIL, nonostante il lieve allentamento della politica di bilancio in una serie di paesi.

## **Riquadro 2: Evoluzione dell'occupazione e della situazione sociale**

I mercati del lavoro nell'UE hanno continuato a migliorare nel 2016 e nella prima metà del 2017; i tassi di disoccupazione sono scesi ulteriormente e le disparità, in precedenza a livelli elevati, sono diminuite in tutta l'UE. Una ripresa fonte di occupazione ha contribuito al miglioramento della situazione sociale, con il calo della percentuale di persone a rischio di povertà o di esclusione sociale, grazie alla diminuzione del numero di famiglie a bassa intensità di lavoro e alla riduzione delle situazioni di grave deprivazione materiale, mentre la percentuale di persone a rischio di povertà (in termini monetari) si è stabilizzata. Il disagio sociale continua a destare preoccupazione in molti Stati membri, con possibili ripercussioni negative sulla crescita potenziale del PIL e implicazioni per la correzione degli squilibri macroeconomici che meritano attenzione. Il pilastro europeo dei diritti sociali appena proclamato può indicare la strada da seguire per affrontare tali sfide e promuovere la convergenza sociale verso l'alto in tutta l'UE.

Nel 2016 il *tasso di disoccupazione* è diminuito ulteriormente, pur restando ancora elevato o addirittura molto elevato in diversi paesi dell'UE. Tra il 2015 e il 2016 è aumentato solo in due paesi (Austria ed Estonia), anche se i livelli di partenza erano bassi. I miglioramenti più importanti hanno riguardato paesi che presentavano alcuni dei livelli più alti di disoccupazione (riduzione di almeno 2 punti percentuali in Croazia, Cipro e Spagna). Tuttavia, nove Stati membri (Grecia, Spagna, Francia, Croazia, Italia, Cipro, Lettonia, Portogallo e Slovacchia) hanno superato la soglia dell'indicatore del quadro di valutazione del 10% in media nel corso degli ultimi 3 anni; nelle ultime due relazioni sui meccanismi di allerta tali paesi erano 12. Inoltre, nel 2016 i tassi di disoccupazione erano ancora superiori a quelli del 2008 in circa due terzi degli Stati membri. Tali tassi, pari all'8,6% e al 10% rispettivamente nell'UE e nella zona euro, erano più bassi di circa 2 punti percentuali rispetto ai picchi raggiunti nel 2013, ma ancora più alti di 1,6 e 2,4 punti percentuali rispetto al 2008. I tassi di disoccupazione hanno continuato a calare nel primo semestre del 2017, attestandosi entro la metà del 2017 al 7,7% e al 9,1% rispettivamente nell'UE e nella zona euro.

*L'occupazione e i tassi di occupazione* sono aumentati in quasi tutti gli Stati membri, proseguendo gli sviluppi positivi degli ultimi anni. Il tasso di occupazione (20-64 anni) ha raggiunto il 71,1% nel 2016 per l'UE nel suo insieme, superando il picco pre-crisi del 70,3% registrato nel 2008. Il tasso di occupazione ha continuato a crescere dal secondo trimestre del 2017, raggiungendo una percentuale record del 72,2%. In termini assoluti, nel 2016 il numero delle persone occupate è diminuito soltanto in Romania e in Lettonia.

Il *tasso di attività* è aumentato quasi ovunque nell'UE. Negli ultimi tre anni solo due paesi hanno registrato un calo del tasso di attività: la diminuzione a Cipro ha avuto luogo solo al livello della soglia del quadro di controllo di -0,2, mentre in Spagna (-0,1) è stata addirittura inferiore. Per quanto riguarda i dati aggregati, nel 2016 il tasso di attività è stato pari al 72,9% sia per l'UE che per la zona euro, il che equivale nel caso dell'UE a 2,6 punti percentuali e nel caso della zona euro a 2,1 punti percentuali in più rispetto ai livelli del 2007. La tendenza al rialzo è dovuta in gran parte all'aumento della partecipazione dei lavoratori più anziani e delle donne al mercato del lavoro.

La *disoccupazione di lunga durata* è diminuita con un certo ritardo dopo l'inizio della ripresa, ma entro il 2016 si potevano già osservare miglioramenti in quasi tutti gli Stati membri. Solo due paesi hanno registrato tassi superiori di almeno 0,5 punti percentuali a quelli di tre anni fa, la soglia del quadro di valutazione: in Austria la percentuale è salita all'1,9% e in Finlandia del 2,3%. I tassi più elevati di disoccupazione di lunga durata sono stati registrati in Grecia (17%) e in Spagna (9,5%).

Il *tasso di disoccupazione giovanile* è diminuito in tutti i paesi dell'UE nei tre anni precedenti al 2016, ad eccezione del Lussemburgo (in cui l'aumento di 2,2 punti percentuale è leggermente superiore alla soglia del quadro di valutazione di 2 punti percentuali) e, in misura minore, dell'Austria e della Finlandia. Nello stesso periodo nei paesi con i tassi più elevati (Grecia, Ungheria, Spagna e Croazia),

come pure in Bulgaria e in Slovacchia, si sono registrate riduzioni di 10 punti percentuali o più. Il tasso di disoccupazione giovanile è ancora superiore al 30% in Croazia, Grecia, Italia e Spagna, mentre la percentuale di giovani non occupati né inseriti in un percorso di istruzione o formazione (giovani NEET) è ancora superiore al 15% in Bulgaria, Croazia, Cipro, Grecia, Italia e Romania.

La situazione sociale desta ancora preoccupazione in diversi Stati membri dell'UE. La percentuale di persone a rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE) è diminuita in circa la metà dei paesi dell'UE, spesso con margini ridotti, tra il 2015 e il 2016<sup>17</sup>. Nel 2016 quasi un quarto della popolazione era a rischio di povertà o di esclusione sociale nell'Unione europea, con percentuali molto diverse da uno Stato membro all'altro (dal 40% di Bulgaria e Romania, seguite dalla Grecia con oltre il 35%, a circa il 13% della Repubblica ceca e il 17% di Danimarca, Finlandia e Paesi Bassi). Il Lussemburgo e la Romania hanno registrato alcuni dei più forti aumenti dei tassi AROPE tra il 2015 e il 2016, mentre l'Ungheria, la Lettonia e Malta hanno registrato le riduzioni più marcate. Allo stesso tempo, in molti Stati membri il reddito familiare disponibile non ha ancora raggiunto in termini reali i livelli del 2008.

Gli sviluppi complessivi relativi all'indicatore AROPE riflettono le diverse evoluzioni delle sue differenti componenti. La percentuale di persone a rischio di povertà (AROP), sebbene in calo nella maggior parte degli Stati membri nel 2016, è aumentata nella maggior parte dei paesi UE negli ultimi anni: gli aumenti più significativi delle persone a rischio di povertà su un periodo di tre anni sono stati registrati in Estonia, Lettonia, Paesi Bassi e Romania, mentre in Grecia è stato osservato un forte calo, sebbene a partire da valori superiori alla media. Per contro, la deprivazione materiale grave è diminuita negli ultimi tre anni e anche nel solo 2016 in quasi tutti gli Stati membri dell'UE: in Bulgaria, Ungheria e Lettonia è calata di 10 punti percentuali su un periodo di tre anni. Infine, anche se la ripresa ha comportato un calo della percentuale di persone (di età inferiore ai 60 anni) che vivono in famiglie con un'intensità di lavoro molto bassa nella maggior parte dei paesi UE (in particolare in Ungheria, Portogallo, Lettonia ed Estonia), vi sono ancora paesi in cui tale percentuale è aumentata nel 2016, in particolare Lituania, Finlandia, Grecia e Romania.

**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*. 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

---

<sup>17</sup> L'indicatore di persone a rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE) corrisponde alla percentuale di persone che si trovano in condizioni di vulnerabilità in base ad almeno uno di tre indicatori sociali: 1) le persone a rischio di povertà (AROP) sono quelle con un reddito disponibile (corretto per la composizione familiare) inferiore al 60% del reddito mediano nazionale; 2) la deprivazione materiale grave comprende indicatori relativi alla mancanza di risorse, vale a dire la percentuale di persone che rientrano in almeno 4 delle 9 situazioni previste; 3) 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.

correnti. In un certo numero di casi (Cipro, Grecia<sup>18</sup> e 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 (sebbene in calo) e di una scarsa crescita nominale deve ancora trovare risposta. In Bulgaria, Croazia, Irlanda, Slovenia e Spagna le vulnerabilità sono molteplici, interconnesse e, ad eccezione forse della Bulgaria, presentano un'importante dimensione relativa agli squilibri di stock. Tuttavia, i progressi per porvi rimedio sono stati più rapidi rispetto a quelli dei paesi menzionati in precedenza.

- In alcuni Stati membri le vulnerabilità derivano principalmente da *grandi stock di debito pubblico* e da preoccupazioni relative alla *crescita potenziale della produzione* e alla *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 un debito pubblico elevato e a problemi connessi alla crescita potenziale, ma senza presentare rischi potenziali analoghi connessi alla vulnerabilità delle banche.
- Alcuni Stati membri presentano *avanzi delle partite correnti considerevoli e persistenti* derivanti dalla forte competitività ma anche, in misura variabile, 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 a una tendenziale riduzione dell'indebitamento in tutti i settori dell'economia, anche se i livelli del debito non sono così elevati. Il persistere di importanti eccedenze può essere sintomo di opportunità di crescita e di investimenti nazionali mancate, senza contare che, in un contesto di attività debole e inflazione inferiore all'obiettivo, 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 particolare per quanto riguarda il mercato immobiliare o il mercato del lavoro*. In Svezia, Austria, Danimarca, Lussemburgo, Paesi Bassi e Regno Unito, le pressioni sui prezzi riguardano essenzialmente il settore dell'edilizia residenziale e si associano a un alto livello di indebitamento delle famiglie. In Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania e Romania, il costo del lavoro per unità di prodotto continua ad aumentare a un ritmo piuttosto sostenuto, mentre la competitività dei prezzi sta diminuendo. In questi paesi, in particolare in Romania e in Ungheria, si registra un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto nel contesto di politiche di bilancio procicliche che potrebbero aggravare le possibili pressioni di surriscaldamento.

**Nel complesso, gli esami approfonditi sono giustificati per 12 Stati membri: Bulgaria, Croazia, Cipro, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Slovenia, Spagna e Svezia.** Si tratta di paesi già oggetto di esame approfondito anche nel ciclo precedente, su un totale di 13. Mentre l'insieme degli Stati membri oggetto di un esame

---

<sup>18</sup> Nel caso della Grecia la sorveglianza degli squilibri e il monitoraggio delle misure correttive avvengono nel contesto del programma di assistenza finanziaria anziché nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

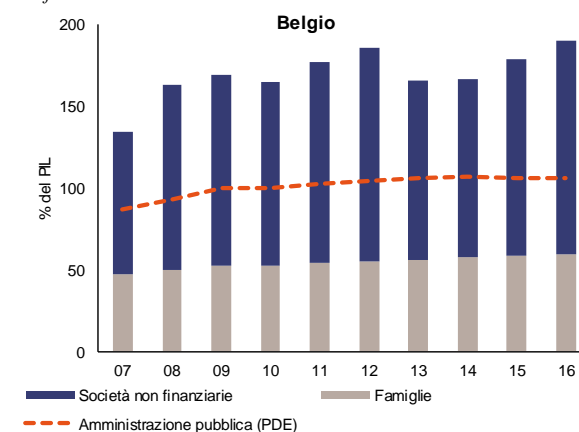
approfondito si è leggermente ridotto rispetto all'anno scorso, nuovi possibili rischi si profilano all'orizzonte in una serie di paesi per i quali, in questa fase, non si ritiene giustificato procedere a detto esame e, come indicato al punto 3, gli sviluppi della situazione continueranno ad essere monitorati. Per quanto riguarda la relazione sul meccanismo di allerta 2017, sono stati compiuti ulteriori progressi nell'affrontare gli squilibri esterni dei paesi debitori netti, e i mercati del lavoro e le condizioni di crescita hanno continuato a migliorare in generale. I progressi compiuti nell'affrontare e prevenire la comparsa di squilibri relativi alla dinamica interna e all'entità del debito settoriale sono stati disomogenei. Gli squilibri degli stock interni ed esterni si stanno correggendo solo lentamente e restano quindi fonte di rischi e vulnerabilità in molti Stati membri, oltre a pesare sulle prospettive di investimento e sulla ripresa economica. Senza il rafforzamento dei fattori di crescita a lungo termine quali gli investimenti, la produttività e i livelli di occupazione, il miglioramento delle condizioni cicliche potrebbe rivelarsi insufficiente per portare gli attuali squilibri di stock a livelli prudenti. Al tempo stesso, la ripresa delle condizioni cicliche sta contribuendo allo sviluppo di pressioni localizzate sul fronte dei prezzi, dei costi e del mercato immobiliare, che giustificano l'esigenza di un attento monitoraggio in alcuni paesi.

### 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: il debito privato e il debito pubblico.

La sostenibilità esterna poggia su una posizione patrimoniale netta sull'estero molto favorevole e una posizione delle partite correnti prossima al pareggio. Grazie ai profitti del 2016, le perdite cumulate di quote del mercato delle esportazioni si sono sostanzialmente ridotte. L'evoluzione del costo nominale del lavoro per unità di prodotto è stata modesta, ma dovrebbe aumentare in futuro. 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

Grafico A1: *Debito nei vari settori dell'economia*



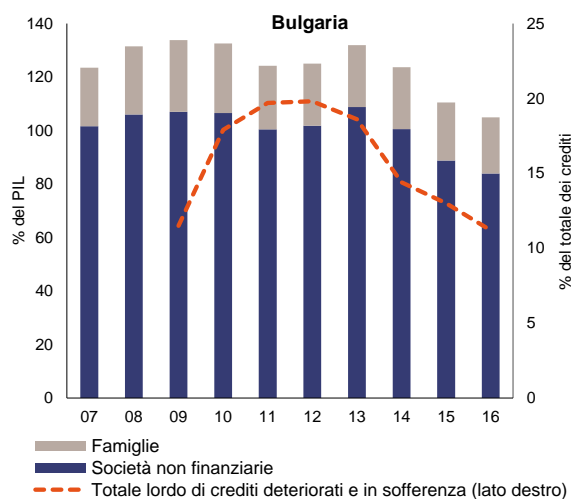
Fonte: Eurostat

debito delle famiglie sono legati principalmente al mercato immobiliare. Negli ultimi anni i prezzi reali delle abitazioni sono stati relativamente stabili, il che significa che il rapido aumento avvenuto prima del 2008 non è in alcun modo rientrato. L'elevato debito pubblico, che dovrebbe lentamente diminuire, continua a rappresentare un problema importante per la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche; i consumi collettivi ristagnano a causa del risanamento in corso delle finanze pubbliche. La creazione di posti di lavoro resta sostenuta e la disoccupazione di lunga durata, come pure l'elevata e persistente disoccupazione giovanile, sono andati diminuendo.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative al debito pubblico, sebbene i rischi connessi restino limitati. Pertanto la Commissione in questa fase non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Bulgaria:** nel febbraio 2017 la Commissione ha concluso che la Bulgaria *presentava squilibri macroeconomici eccessivi*, in particolare relativi a sacche di vulnerabilità nel settore finanziario associate a un elevato indebitamento delle imprese in un contesto di adeguamento incompleto del mercato del lavoro. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) e l'aumento dei prezzi reali delle abitazioni.

La NIIP negativa resta al di sopra della soglia ma ha continuato a migliorare, con la bilancia delle partite correnti che ha registrato un notevole attivo. Tenendo conto delle dinamiche di recupero, nella maggior parte dei casi la posizione patrimoniale netta sull'estero si riferisce a investimenti diretti esteri netti e ciò riduce i rischi esterni. I miglioramenti della posizione sull'estero riflettono l'aumento delle quote del mercato delle esportazioni osservato negli ultimi anni. L'indebitamento privato continua a destare preoccupazione, in particolare per le società non finanziarie per le quali il livello dei crediti deteriorati resta elevato, nonostante il processo di riduzione dell'indebitamento in corso. I prezzi reali delle abitazioni sono aumentati notevolmente nel 2016 e giustificano un attento monitoraggio. Sono in corso di attuazione le prime misure volte ad affrontare le vulnerabilità del settore finanziario. Tuttavia, e nonostante il favorevole contesto macroeconomico, il funzionamento del settore è ancora ostacolato dalle persistenti preoccupazioni in materia di governance debole, qualità degli attivi e vigilanza. La ripresa del mercato del lavoro prosegue e la disoccupazione dovrebbe diminuire nel periodo oggetto della previsione. Tuttavia, il persistere di problematiche strutturali, come la percentuale elevata di disoccupati di lunga durata e la mancata corrispondenza tra competenze e qualifiche, porta al sottoutilizzo del capitale umano e incide sull'occupazione. Nel frattempo, i salari e i costi del lavoro sono destinati ad accelerare in futuro, soprattutto a causa di carenze di approvvigionamento in alcuni settori e al previsto aumento del salario minimo nel periodo 2018-2020.

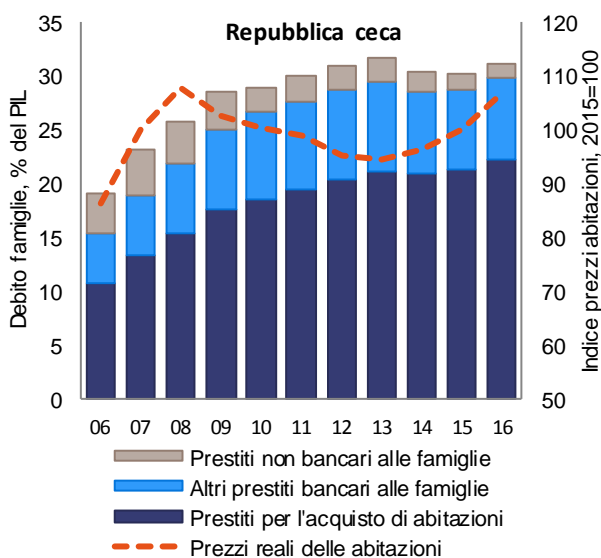


*Nel complesso, la lettura in chiave economica evidenzia le vulnerabilità residue nell'economia, anche nel settore finanziario. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di febbraio, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri.*

Grafico A3: *Debito famiglie e indice prezzi abitazioni*

**Repubblica ceca:** nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Repubblica ceca. Nel quadro di valutazione aggiornato la crescita dei prezzi reali delle abitazioni è superiore alla soglia indicativa.

Il saldo delle partite correnti, per il quale si è osservata una tendenza al miglioramento, è ora in lieve avanzo. La posizione patrimoniale netta sull'estero ha continuato a rafforzarsi, in parte a motivo della difesa della soglia minima di cambio con l'euro, una politica che tuttavia si è conclusa nell'aprile 2017. Le quote del mercato delle



Fonte: Eurostat e BCE

esportazioni hanno registrato miglioramenti. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è aumentato, grazie soprattutto alla forte crescita dei salari che dovrebbe accelerare ulteriormente nel contesto di irrigidimento del mercato del lavoro. La crescita dei prezzi reali delle abitazioni ha subito un'ulteriore accelerazione ed è ora superiore alla soglia, il che merita attenzione. La spirale creata dai prezzi delle abitazioni e dai volumi dei prestiti ipotecari ha subito un'accelerazione. Il livello del debito del settore privato è lievemente aumentato nel 2016, ma resta entro la soglia. Il settore bancario, in gran parte di proprietà estera, rimane stabile, nonostante la crescita delle passività del settore finanziario abbia subito una significativa accelerazione nel 2016. La disoccupazione ha continuato a ridursi ed è attualmente molto bassa.

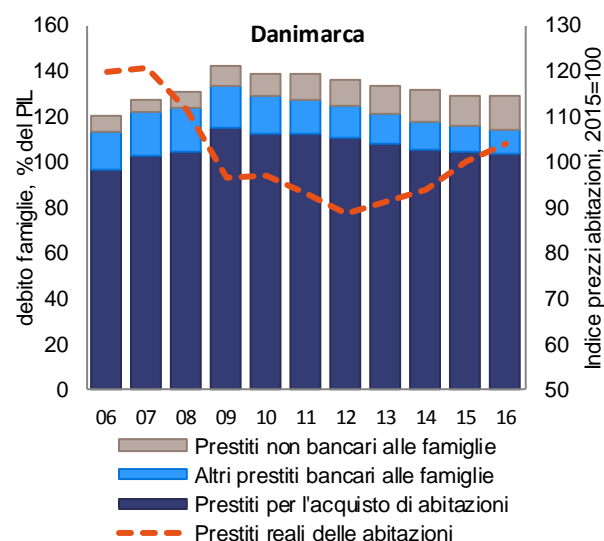
*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative a possibili rischi interni, sebbene ancora limitati. Pertanto la Commissione in questa fase non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**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 e il debito del settore privato.

Il saldo delle partite correnti continua a presentare ampie eccedenze, il che riflette un forte risparmio delle imprese e la riduzione dell'indebitamento delle famiglie. Gli avanzi delle partite correnti hanno portato a una posizione patrimoniale netta ampiamente positiva, che a sua volta genera reddito netto positivo sugli investimenti esteri. Le perdite cumulate di quote del mercato delle esportazioni si sono ridotte, mentre gli indicatori della competitività di costo sono stati stabili. Il debito delle famiglie, anche se in calo, è ancora tra i più elevati dell'UE. Il livello elevato riflette un modello di finanziamento bancario specifico basato sul credito ipotecario, un trattamento fiscale favorevole e scarsi incentivi per la restituzione dei mutui ipotecari, nonché un sistema pensionistico e di previdenza sociale avanzato. Tuttavia, a causa dei bassi costi di finanziamento e di condizioni del mercato del lavoro in miglioramento, la ripresa dei prezzi degli immobili residenziali prosegue, soprattutto nelle principali aree urbane, il che merita attenzione. Tuttavia, il settore bancario resta solido. Il mercato del lavoro sta gradualmente migliorando e la disoccupazione è bassa e in diminuzione.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alle partite correnti, al debito privato e al settore immobiliare, ma i rischi restano contenuti. Pertanto la Commissione in questa fase non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

Grafico A4: *Debito famiglie e indice prezzi abitazioni*



Fonte: Eurostat e BCE



**Germania:** Nel febbraio 2017 la Commissione ha concluso che la Germania presentava *squilibri macroeconomici*, in particolare relativi all'elevato avanzo delle partite correnti, che riflette un eccesso di risparmio e investimenti modesti. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il saldo delle partite correnti e il debito pubblico.

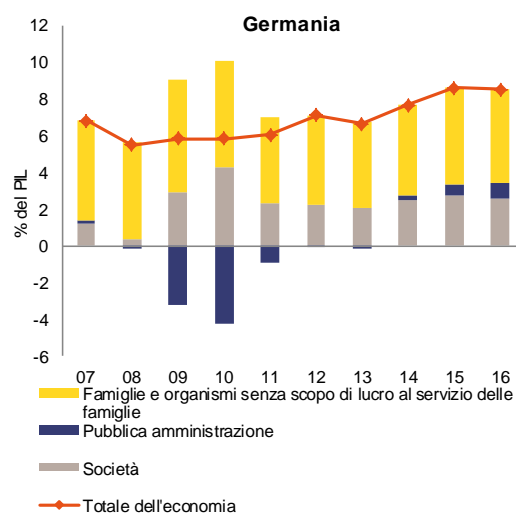
L'avanzo delle partite correnti è rimasto più o meno stabile nel 2016. Con il continuo aumento della domanda interna, l'avanzo delle partite correnti dovrebbe continuare a ridursi ma restare elevato e portare a ulteriori incrementi della posizione patrimoniale netta sull'estero. L'impatto positivo delle ragioni di scambio sta svanendo. L'aumento delle esportazioni si è indebolito a causa del rallentamento del commercio mondiale, che ha sostenuto le quote del mercato delle esportazioni. Nonostante i bassi livelli di debito del settore privato, la tendenziale riduzione dell'indebitamento di tale settore prosegue con un eccesso di risparmio e investimenti modesti, il che si riflette nell'elevato avanzo delle partite correnti. Gli investimenti delle imprese sono limitati, nonostante il miglioramento della liquidità. La crescita dei prezzi reali delle abitazioni ha subito un'accelerazione. Tuttavia, la crescita del credito è stata debole nonostante i bassi tassi di interesse e l'accelerazione dell'aumento dei prezzi delle abitazioni. L'aumento delle retribuzioni è moderato, ma lo sono anche i consumi delle famiglie pro capite, il che mantiene il tasso di risparmio delle famiglie a un livello elevato. Il debito pubblico ha continuato a diminuire, avvicinandosi alla soglia con avanzi di bilancio previsti nel corso del periodo oggetto della previsione. L'arretrato di investimenti pubblici persiste. La disoccupazione generale e quella giovanile e di lunga durata sono ulteriormente diminuite e rimangono a livelli molto bassi.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche connesse a un avanzo con l'estero estremamente cospicuo che si sta riducendo solo gradualmente e a una forte dipendenza dalla domanda esterna, che sottolineano la necessità di proseguire nel riequilibrio. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di febbraio, ritiene utile procedere a un ulteriore esame per verificare la persistenza 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 diversi indicatori superano le soglie indicative: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) negativa e il costo del lavoro per unità di prodotto.

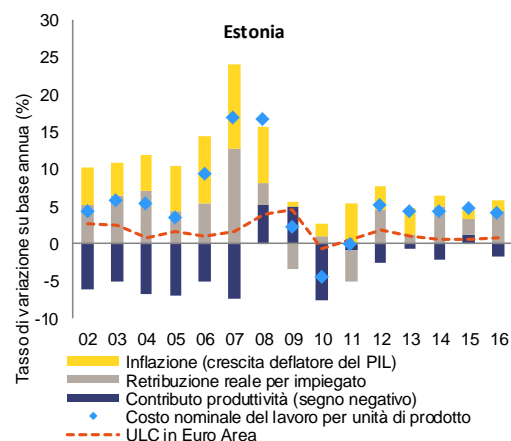
La NIIP negativa è superiore alla soglia, alla quale tuttavia si sta avvicinando, ma oltre la metà delle passività con l'estero consiste in investimenti esteri diretti. Dal 2014 le partite correnti presentano

Grafico A5: *Accreditamento/indebitamento netto per settore*



Fonte: servizi della Commissione

Grafico A6: *Scomposizione del costo del lavoro per unità di prodotto*



Fonte: servizi della Commissione

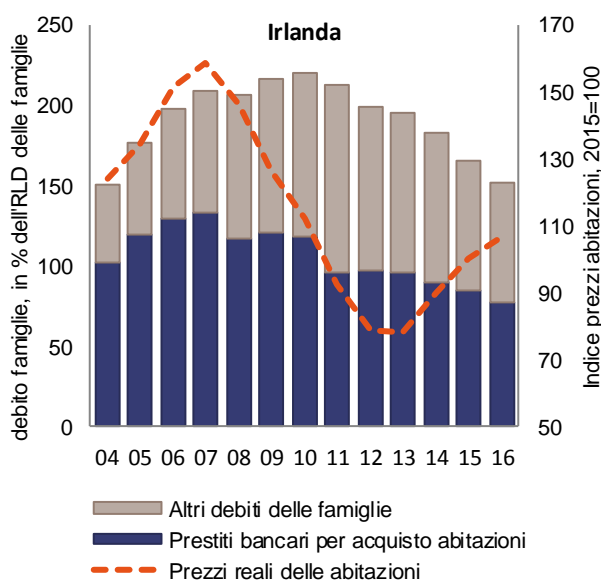
modesti avanzi, che dovrebbero perdurare durante il periodo oggetto della previsione. Nonostante alcuni miglioramenti nel 2016, in termini cumulativi, le quote del mercato delle esportazioni sono state stabili. La forte crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale rispecchiano principalmente l'aumento delle retribuzioni in un mercato del lavoro irrigidito. Guardando al futuro, con la ripresa dei flussi di investimento e dei mercati di esportazione quest'anno e l'anno prossimo, la produttività dovrebbe aumentare e la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe rallentare. L'aumento dei prezzi delle abitazioni è stato moderato nel 2016, dopo essere stato superiore alla soglia negli anni precedenti. Il debito del settore privato è stabile e il debito pubblico è rimasto il più basso dell'UE. Gli indicatori della disoccupazione giovanile e di lunga durata sono ulteriormente migliorati, grazie ai tassi di attività che hanno raggiunto livelli storicamente elevati.

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

**Irlanda:** nel febbraio 2017 la Commissione ha concluso che l'Irlanda stava registrando *squilibri macroeconomici*, concernenti in particolare vulnerabilità connesse ai grandi stock di debito pubblico e privato e passività nette verso l'estero, nonostante i miglioramenti a livello di variabili di flusso. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori restano oltre la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il tasso di cambio effettivo reale, il debito privato, il debito pubblico e i prezzi reali delle abitazioni.

Le partite correnti presentano un avanzo consistente, mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero è peggiorata molto, soprattutto a causa di fattori estranei all'economia nazionale. Nel complesso, le posizioni sottostanti delle partite correnti e sull'estero restano difficili da valutare a causa dell'entità e dell'impatto delle attività delle multinazionali. La forte crescita della produttività registrata negli ultimi anni ha contribuito a migliorare la competitività di costo. Pur rimanendo elevati, il rapporto debito privato/PIL e il rapporto debito pubblico/PIL sono in diminuzione grazie alla forte ripresa. 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. Il disavanzo pubblico si sta avvicinando al pareggio nel periodo oggetto della previsione. La quota dei crediti deteriorati è in calo negli ultimi anni, ma resta elevata, con ricadute sull'intera economia. Le banche sono adeguatamente capitalizzate e la loro redditività sta migliorando, anche se resta modesta. I prezzi reali delle abitazioni stanno aumentando a un

Grafico A7: *Debito famiglie e indice prezzi abitazioni*



Fonte: Eurostat, servizi della Commissione e BCE

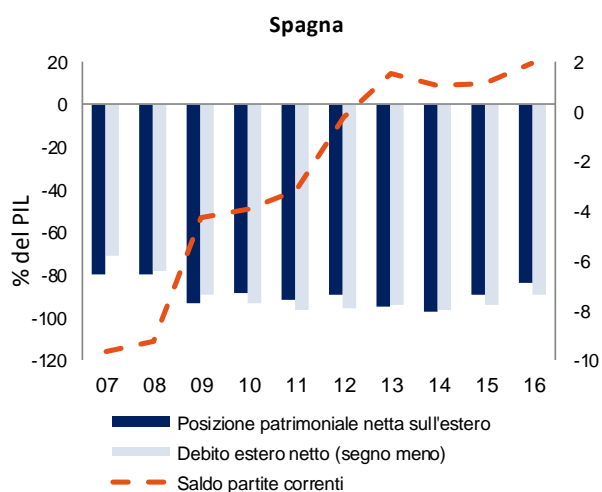
ritmo sostenuto, soprattutto a causa dell'offerta limitata, da livelli ancora probabilmente sottostimati, ma è opportuno prestarvi attenzione. L'Irlanda è vicina alla piena occupazione, con la disoccupazione in calo e i posti di lavoro a tempo pieno in aumento al ritmo più veloce dal 1999. Anche la disoccupazione di lunga durata e quella giovanile sono diminuite in misura sostanziale.

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla valutazione della sostenibilità esterna, delle vulnerabilità del settore finanziario e del debito sia privato che pubblico. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di febbraio, ritiene utile procedere a un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Spagna:** nel marzo 2017 la Commissione ha concluso che la Spagna presentava *squilibri macroeconomici* eccessivi, in particolare dovuti agli elevati livelli di indebitamento privato, pubblico ed esterno in un contesto di disoccupazione elevata. Nel quadro di valutazione aggiornato diversi indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il rapporto debito privato/PIL, il rapporto debito pubblico/PIL e il tasso di disoccupazione.

Il riequilibrio esterno è proseguito. La NIIP è migliorata ma resta molto elevata e ci vorrà del tempo prima che raggiunga livelli prudenti. Le partite correnti dovrebbero mantenere il loro avanzo moderato nonostante la forza della domanda finale, in parte a motivo di miglioramenti strutturali nel settore delle esportazioni. Il costo del lavoro per unità di prodotto è stato modesto, ma una bassa crescita della produttività fa sì che gli incrementi di competitività siano saldamente ancorati ai vantaggi in termini di costo. L'esigenza di ridurre l'indebitamento permane, ma il debito del settore privato ha continuato a scendere per tutto il 2016, soprattutto per le imprese. La riduzione del debito ha subito

Grafico A8: NIIP e saldo partite correnti



Fonte: servizi della Commissione

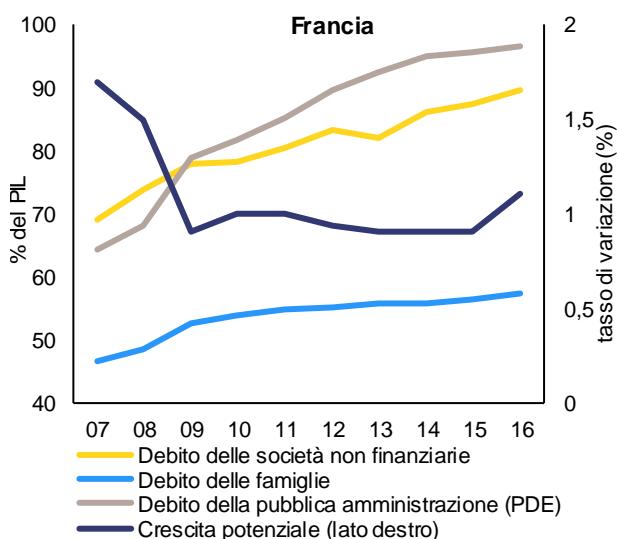
un rallentamento con la ripresa dei flussi di credito, determinando una forte ripresa degli investimenti. Il rapporto debito/PIL è elevato e si sta riducendo solo con lentezza, principalmente sotto la spinta di una forte crescita. La disoccupazione si è ridotta rapidamente ma resta molto elevata, soprattutto tra i giovani e i disoccupati di lunga durata. La creazione di posti di lavoro è caratterizzata da una percentuale elevata di contratti a tempo determinato.

*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 febbraio e della loro rilevanza transfrontaliera, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o la loro correzione.*

**Francia:** nel febbraio 2017 la Commissione ha concluso che la Francia presentava *squilibri macroeconomici eccessivi*, in particolare un debito pubblico elevato e una scarsa competitività in un contesto di crescita della produttività debole. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il debito pubblico, il debito privato e il tasso di disoccupazione.

La bilancia delle partite correnti continua a presentare un disavanzo moderato, che secondo le previsioni dovrebbe essere stabile. Negli ultimi anni le quote del mercato delle esportazioni si sono stabilizzate. Gli indicatori della competitività sono migliorati con la drastica decelerazione del tasso di incremento del costo del lavoro, a causa della modesta dinamica salariale e delle misure di riduzione del costo del lavoro. Tuttavia, l'aumento della produttività del lavoro resta basso, il che impedisce una ripresa più rapida della competitività a livello di costi. Il debito del settore privato è superiore alla soglia, con il debito delle imprese in aumento e i prezzi delle abitazioni rimasti a livelli piuttosto elevati rispetto al reddito disponibile. Il debito pubblico si sta stabilizzando a livelli elevati e resta una notevole fonte di vulnerabilità che riduce il margine di manovra sul bilancio disponibile per rispondere agli shock futuri. La disoccupazione è in calo rispetto al picco raggiunto nel 2015, mentre la disoccupazione di lunga durata si è stabilizzata.

Grafico A9: *Debito e crescita del PIL potenziale*



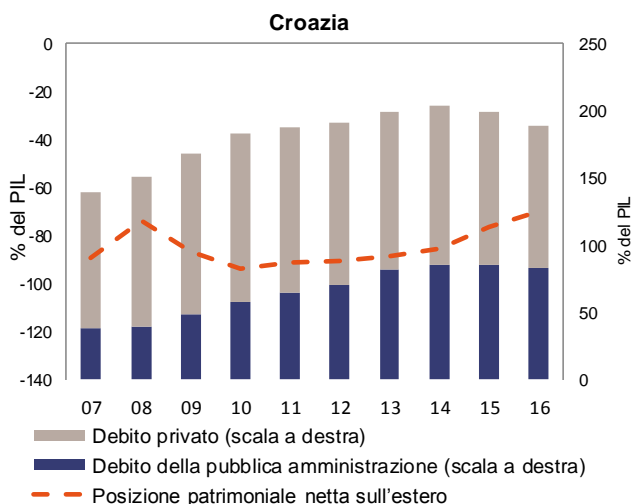
Fonte: Eurostat e BCE

*In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative all'alto livello di debito pubblico e alla scarsa competitività, in un contesto di bassa crescita della produttività. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di febbraio, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri.*

**Croazia:** nel febbraio 2017 la Commissione ha concluso che la Croazia presentava *squilibri macroeconomici eccessivi*, in particolare per i rischi connessi a livelli elevati di debito pubblico, delle imprese ed estero, denominato in gran parte in valuta estera, in un contesto di crescita potenziale bassa. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero, il debito pubblico e il tasso di disoccupazione.

La posizione patrimoniale netta sull'estero è in diminuzione ma rimane a livelli elevati, con persistenti rischi valutari. Le partite correnti, che registrano un avanzo considerevole, sono in positivo dal 2013: tale risultato, inizialmente determinato dalla contrazione della domanda interna, ora dipende in misura sempre maggiore da

Grafico A10: *Posizione patrimoniale netta sull'estero, debito privato e debito pubblico*



Fonte: Eurostat

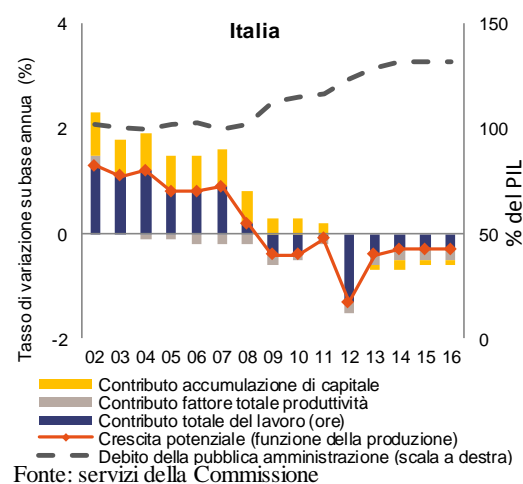
una forte crescita delle esportazioni stimolata dal miglioramento della competitività di costo. Nel 2016 le quote del mercato delle esportazioni sono aumentate. Il debito del settore privato è diminuito ulteriormente in un contesto di scarsi flussi di credito, ma il suo livello è ancora elevato. Una costante e forte crescita economica dovrebbe sostenere il processo di riduzione dell'indebitamento, alleviando la pressione sull'espansione del credito attesa in futuro. Sebbene in flessione, un'ampia quota di crediti alle società non finanziarie resta in sofferenza. Il rapporto debito pubblico/PIL è diminuito ulteriormente nel 2016 e dovrebbe mantenere tale tendenza anche grazie al disavanzo circoscritto. Il tasso di disoccupazione è in calo, ma la sua riduzione dipende in gran parte da una rapida contrazione della forza lavoro. I rischi per le prospettive economiche sono legati agli sviluppi della ristrutturazione in corso del conglomerato Agrokor.

*In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia alcune problematiche relative al debito elevato, alle esposizioni valutarie in tutti i settori e al comportamento del mercato del lavoro. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di febbraio, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri eccessivi.*

**Italia:** nel febbraio 2017 la Commissione ha concluso che l'Italia presentava *squilibri macroeconomici eccessivi*, in particolare per i rischi derivanti dal livello elevato di debito pubblico e dalla prolungata debolezza della dinamica della produttività in un contesto di elevato volume di crediti deteriorati e disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il debito pubblico e il tasso di disoccupazione.

L'avanzo delle partite correnti ha registrato un ulteriore incremento nel 2016 per effetto delle esportazioni il cui indicatore è rientrato sotto la soglia indicativa grazie a moderati aumenti delle quote di mercato; d'altro canto tuttavia rispecchia la perdurante debolezza della domanda interna, come dimostra il livello storicamente basso del rapporto investimenti fissi/PIL. La competitività di costo continua a risentire gli effetti della modesta crescita della produttività del lavoro, nonostante la leggera crescita dei salari, mentre i fattori non di costo, come l'innovazione e la dimensione delle imprese gravano sull'andamento delle esportazioni. La lenta ripresa economica, l'inflazione bassa e la politica di bilancio ampiamente espansionistica degli ultimi anni ritardano la riduzione dell'altissimo rapporto debito pubblico/PIL. Le prospettive di crescita sono modeste, in particolare in considerazione dei dati demografici sfavorevoli e della bassa crescita della produttività, anche a causa del peso di un'inefficiente allocazione del capitale di lunga durata, associata a elevati livelli di crediti deteriorati, e del basso livello di investimenti. Nonostante i recenti interventi pubblici per risolvere le banche più deboli, il persistere della bassa redditività e l'elevato stock di crediti deteriorati rende il sistema bancario vulnerabile agli shock e ostacola la capacità delle banche di reperire nuovi capitali a sostegno della ripresa economica. Le condizioni del mercato del lavoro registrano un graduale miglioramento, ma il tasso di disoccupazione rimane elevato, molto al di sopra dei livelli precrisi, in particolare per

Grafico A11: Crescita potenziale e debito pubblico





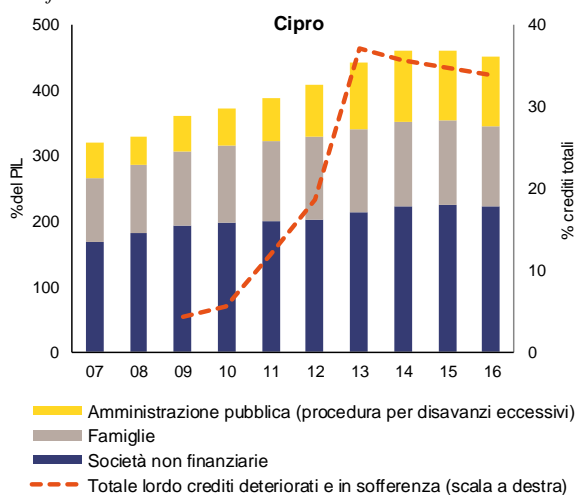
i giovani e i disoccupati di lunga durata. La percentuale generale di partecipazione al mercato del lavoro è in aumento, ma resta al di sotto della media della zona euro.

*In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative all'ingente indebitamento pubblico e all'elevata disoccupazione in un contesto di debole crescita della produttività e di un sistema bancario ancora vulnerabile. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri eccessivi riscontrati nel mese di febbraio, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri eccessivi.*

**Cipro:** nell'aprile 2017 la Commissione ha concluso che Cipro presentava *squilibri macroeconomici eccessivi*, in particolare per gli elevati stock di debito privato, pubblico ed estero e l'ingente quota di crediti deteriorati presente nel sistema bancario. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero, il tasso di cambio effettivo reale, il debito del settore privato, il debito pubblico, il tasso di disoccupazione e la variazione del tasso di attività.

Il disavanzo delle partite correnti si è ampliato notevolmente nel 2016 e la posizione patrimoniale netta sull'estero negativa resta considerevole. Nel 2016 le acquisizioni di quote del mercato delle esportazioni ne hanno ridotto le perdite cumulate. La competitività di costo è migliorata, con un significativo deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, espressione dell'inflazione negativa registrata fino al 2016, e con salari contenuti che compensano la debole crescita della produttività. In prospettiva l'indebolimento di questi fattori potrebbe ostacolare il conseguimento di risultati migliori. Il livello di indebitamento privato, sia delle famiglie sia delle imprese, è tra i più elevati dell'UE, mentre il processo di riduzione del debito è lento: in particolare, i risparmi delle famiglie sono negativi. Fino alla fine del 2016 il clima deflazionistico ha ridotto le possibilità di riduzione passiva dell'indebitamento, una tendenza che dovrebbe invertirsi in quanto si prevede un ripresa dell'inflazione. I prezzi reali delle abitazioni sono rimasti stabili e probabilmente hanno toccato il punto più basso della curva a "U". L'ingente quota di crediti deteriorati impedisce il ripristino di un flusso di credito salutare per l'economia e necessario per sostenere la crescita potenziale a medio termine. Il rapporto debito pubblico/PIL che ha toccato un livello molto elevato dovrebbe aver raggiunto il picco nel 2016. La disoccupazione è in calo, ma rimane elevata, in particolare per quanto riguarda la disoccupazione giovanile e di lungo periodo.

Grafico A12: *Debito e crediti deteriorati*



Fonte: Eurostat e BCE

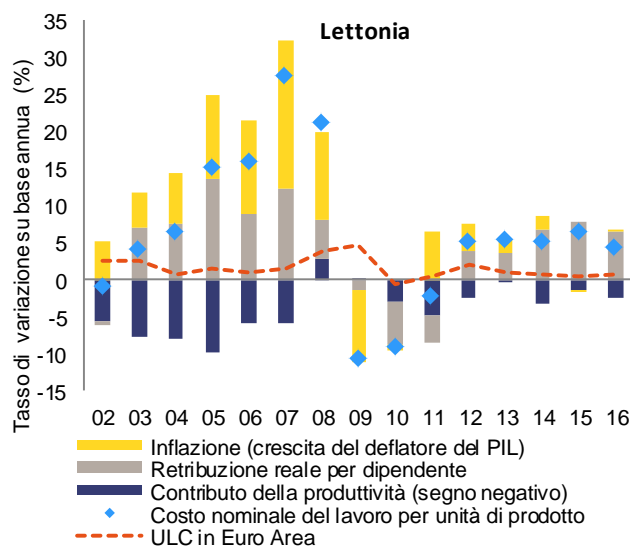
*In conclusione la lettura in chiave economica rivela alcune problematiche che riguardano la sostenibilità esterna, il debito pubblico e privato, le vulnerabilità nel settore finanziario e l'aggiustamento del mercato del lavoro. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio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

**Lettonia:** nel precedente ciclo della procedura per gli squilibri macroeconomici *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* in Lettonia. Nel quadro di valutazione aggiornato, alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero, il costo del lavoro per unità di prodotto, i prezzi reali delle abitazioni e il tasso di disoccupazione.

Le partite correnti hanno nuovamente registrato un avanzo nel 2016 ma si prevede un ritorno al disavanzo. L'elevata posizione patrimoniale netta sull'estero negativa, che riflette soprattutto il debito pubblico e degli investimenti diretti esteri, continua a migliorare gradualmente. In questi ultimi anni le quote del mercato delle esportazioni si sono stabilizzate, ma gli indicatori della competitività di costo continuano a indebolirsi. Il tasso di cambio effettivo reale si è apprezzato. I costi del lavoro per unità di prodotto sono nettamente aumentati, trainati principalmente dalla costante crescita dei salari; tale tendenza dovrebbe proseguire in futuro dato il clima di contrazione della forza lavoro e di condizioni tese nel mercato del lavoro, anche se secondo le previsioni la produttività del lavoro dovrebbe aumentare lievemente. I prezzi reali delle abitazioni sono notevolmente cresciuti nel 2016 e tale andamento richiede attenzione. La riduzione dell'indebitamento privato continua e la crescita del credito resta contenuta. Il debito pubblico rimane basso e stabile. La disoccupazione continua ad adeguarsi al ribasso.

*In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alle pressioni dal lato della domanda interna e alla competitività di costo, 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.*

**Grafico A13: Scomposizione del costo del lavoro per unità di prodotto**

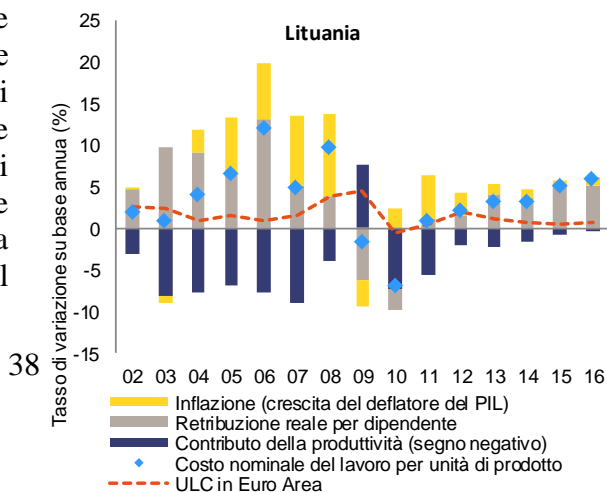


Fonte: servizi della Commissione.

**Lituania:** nei precedenti cicli della procedura per gli squilibri macroeconomici *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* in Lituania. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero, il costo del lavoro per unità di prodotto e il tasso di cambio effettivo reale.

Le partite correnti hanno registrato una contrazione nel 2015-2016 e l'indicatore si è avvicinato al pareggio. La posizione patrimoniale netta sull'estero che riflette principalmente il debito pubblico e gli investimenti diretti esteri è in graduale miglioramento. Nel 2016 si sono registrati aumenti delle quote del mercato delle esportazioni, ma la competitività di costo ha perso qualche punto. Negli ultimi anni il

**Grafico A14: Scomposizione del costo del lavoro per unità di prodotto**



Fonte: servizi della Commissione.

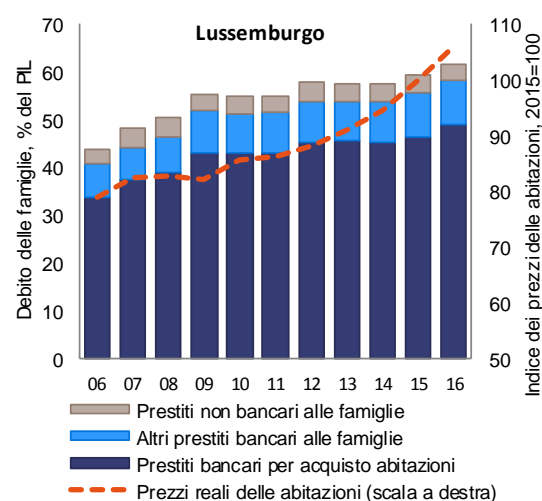
tasso di cambio effettivo reale si è apprezzato e il costo del lavoro per unità di prodotto è nettamente aumentato, ma si prevede un certo rallentamento con un probabile aumento della produttività. I livelli di debito pubblico e privato continuano ad essere relativamente bassi e stabili. I prezzi reali delle abitazioni sono in aumento, ma a partire da un livello basso. La disoccupazione è in calo ed ora l'indicatore è entro la soglia.

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

**Lussemburgo:** nel precedente ciclo della procedura per gli squilibri macroeconomici *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* in Lussemburgo. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa: il debito del settore privato e l'aumento del tasso di disoccupazione giovanile.

La posizione sull'estero continua a registrare avanzi delle partite correnti ampiamente stabili, mentre le variazioni della posizione patrimoniale netta sull'estero positiva sono in larga misura attribuibili alla condizione di centro finanziario internazionale del paese piuttosto che all'attività dell'economia nazionale. Gli aumenti cumulati di quote del mercato delle esportazioni sono stati ingenti, favoriti dalla recente stabilità della competitività di costo sostenuta, a sua volta, dalla modesta evoluzione del costo del lavoro per unità di prodotto. Per molti anni consecutivi, i prezzi reali delle abitazioni hanno continuato a crescere ad un ritmo relativamente elevato e la situazione richiede particolare attenzione. La crescita dei prezzi delle abitazioni è sostenuta da un mercato del lavoro dinamico che si coniuga con ragguardevoli flussi migratori netti e condizioni di finanziamento favorevoli, ma l'offerta resta relativamente limitata. L'accessibilità economica delle abitazioni continua a deteriorarsi, in considerazione del costante aumento dei prezzi delle abitazioni. Infatti mentre l'indebitamento delle imprese è in gran parte legato a prestiti transfrontalieri interaziendali, il debito delle famiglie, in costante crescita, è costituito in massima parte da mutui ipotecari, a dimostrazione appunto dell'incremento dei prezzi delle abitazioni. I rischi per la stabilità finanziaria del paese sono tuttavia mitigati dalla solidità del settore bancario. Il debito pubblico resta molto basso. In un contesto di forte crescita, le condizioni di mercato del lavoro si fanno tese e la disoccupazione si riduce.

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



Fonte: Eurostat e BCE

La posizione sull'estero continua a registrare avanzi delle partite correnti ampiamente stabili, mentre le variazioni della posizione patrimoniale netta sull'estero positiva sono in larga misura attribuibili alla condizione di centro finanziario internazionale del paese piuttosto che all'attività dell'economia nazionale. Gli aumenti cumulati di quote del mercato delle esportazioni sono stati ingenti, favoriti dalla recente stabilità della competitività di costo sostenuta, a sua volta, dalla modesta evoluzione del costo del lavoro per unità di prodotto. Per molti anni consecutivi, i prezzi reali delle abitazioni hanno continuato a crescere ad un ritmo relativamente elevato e la situazione richiede particolare attenzione. La crescita dei prezzi delle abitazioni è sostenuta da un mercato del lavoro dinamico che si coniuga con ragguardevoli flussi migratori netti e condizioni di finanziamento favorevoli, ma l'offerta resta relativamente limitata. L'accessibilità economica delle abitazioni continua a deteriorarsi, in considerazione del costante aumento dei prezzi delle abitazioni. Infatti mentre l'indebitamento delle imprese è in gran parte legato a prestiti transfrontalieri interaziendali, il debito delle famiglie, in costante crescita, è costituito in massima parte da mutui ipotecari, a dimostrazione appunto dell'incremento dei prezzi delle abitazioni. I rischi per la stabilità finanziaria del paese sono tuttavia mitigati dalla solidità del settore bancario. Il debito pubblico resta molto basso. In un contesto di forte crescita, le condizioni di mercato del lavoro si fanno tese e la disoccupazione si riduce.

*In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia soprattutto alcuni rischi contenuti relativi al costante aumento dei prezzi delle abitazione e al debito delle famiglie. Pertanto la Commissione in questa fase non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

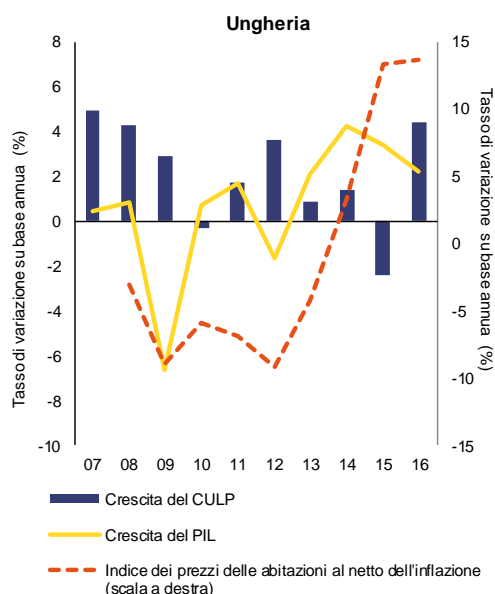


**Ungheria:** nel precedente ciclo della procedura per gli squilibri macroeconomici *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* in Ungheria. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero, il debito pubblico, i prezzi reali delle abitazioni e la variazione annuale delle passività totali del settore finanziario.

Le partite correnti restano in attivo con un costante miglioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero negativa. Si sono registrati aumenti delle quote del mercato delle esportazioni, sostenuti da un settore automobilistico in espansione. La competitività di costo però è peggiorata come dimostra la crescita dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto. Il debito privato continua a diminuire. Nel settore imprenditoriale il ritmo di riduzione del debito è rallentato a fronte di un rafforzamento della crescita economica che ha comportato una ripresa del credito alle imprese. Nell'economia vi sono segni di nuovi limiti di capacità e di pressioni sui prezzi che richiedono attenzione. I prezzi reali delle abitazioni, in particolare, hanno continuato ad aumentare rapidamente, anche se a partire da livelli sottostimati. I crediti ipotecari deteriorati, ancora in quota elevata, potrebbero tuttavia beneficiare di una ripresa del mercato residenziale, grazie alla prospettiva di una loro migliore negoziabilità. Il debito pubblico si riduce lentamente. La redditività e la capacità di assorbimento degli shock del settore bancario sono migliorate. L'aumento delle passività del settore finanziario è collegato a una transazione una tantum da parte di una società veicolo senza effetti sul credito interno. La disoccupazione è diminuita ulteriormente nel 2016 e le condizioni di mercato del lavoro si fanno più tese.

*In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative al mercato residenziale e al mercato del lavoro sebbene i rischi restino limitati. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

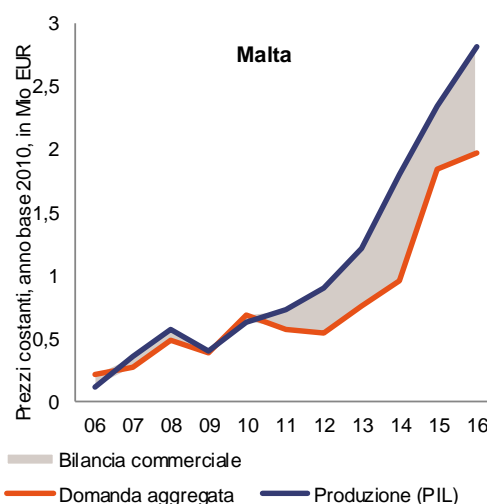
Grafico A16: PIL, CULP e prezzi delle abitazioni



**Malta:** nel precedente ciclo della procedura per gli squilibri macroeconomici *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* a Malta. Nel quadro di valutazione aggiornato il saldo delle partite correnti è superiore alla soglia indicativa.

Nonostante la rapida crescita della domanda interna, l'elevato avanzo delle partite correnti è aumentato ulteriormente nel 2016 e il relativo indicatore è ora superiore alla soglia. La posizione patrimoniale netta sull'estero è fortemente positiva. L'andamento della competitività di costo è stato favorevole.

Grafico A17: Domanda, produzione e bilancia commerciale



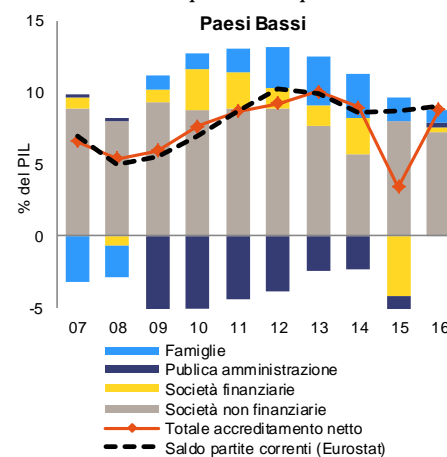
L'aumento del costo del lavoro per unità prodotta è rimasto contenuto a causa dei modesti sviluppi salariali e di una crescita della produttività del lavoro relativamente sostenuta. L'evoluzione del tasso di cambio effettivo reale è stata stabile. Il rapporto debito del settore privato/PIL si è mantenuto stabile nel 2016, ma la forte crescita sostiene un'ulteriore riduzione passiva dell'indebitamento. L'indebitamento del settore imprenditoriale rimane invece elevato. Il tasso di crescita del credito alle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile. Il rapporto debito pubblico/PIL ha mantenuto una tendenza decisamente al ribasso e ora si attesta entro la soglia. Il contesto economico favorevole e alcune strozzature nel convogliare i risparmi nazionali verso gli investimenti hanno contribuito a rinnovare l'interesse per il mercato residenziale. I prezzi delle abitazioni sono in costante crescita e tale tendenza richiede attenzione. Nel settore bancario nazionale la qualità degli attivi migliora e le riserve disponibili di capitale sono sufficienti per assorbire rischi immediati che potrebbe emergere nel mercato residenziale. La forte crescita dell'occupazione ha continuato ad accompagnarsi a un calo della disoccupazione.

*In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia un forte dinamismo del saldo delle partite correnti e del mercato residenziale in un contesto di forte crescita, ma i rischi sono contenuti. Pertanto la Commissione in questa fase non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Paesi Bassi:** nel febbraio 2017 la Commissione ha concluso che i Paesi Bassi presentavano *squilibri macroeconomici* relativi, in particolare, all'elevato livello di indebitamento delle famiglie e all'ampio e persistente avanzo delle partite correnti. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: le partite correnti e il debito del settore privato e il debito pubblico.

L'avanzo delle partite correnti si mantiene a un livello molto al di sopra della soglia indicativa: ciò significa che le società non finanziarie, in particolare le imprese multinazionali, sono caratterizzate da risparmio eccessivo, ridotti investimenti e scarsa distribuzione degli utili. L'impatto complessivo degli altri settori resta contenuto. Il miglioramento degli investimenti delle famiglie ha compensato in larga misura gli effetti delle recenti variazioni del saldo di bilancio sulle partite correnti. La posizione patrimoniale netta sull'estero è positiva e in costante aumento. Gli indicatori della competitività di costo sono stati favorevoli, il che rispecchia anche una modesta crescita dei salari. Il debito privato è elevato. Ciò riguarda in particolare l'elevato livello del debito delle famiglie rispetto al loro reddito disponibile. L'indebitamento delle famiglie continua ad aumentare favorito dal trattamento fiscale favorevole delle abitazioni di proprietà finanziate mediante debito e i bassi tassi di interesse sui mutui ipotecari. La riduzione dell'indebitamento delle famiglie è in corso da diversi anni, sebbene ciò avvenga in modo principalmente passivo a causa della recente attività del mercato residenziale e dell'aumento dei prezzi delle abitazioni che incrementa i

Grafico A18: Accredитamento netto/ indebitamento netto per settore e partite correnti



Fonte: Eurostat

livelli del debito nominale. Il rapporto debito pubblico/PIL è in calo, avvicinandosi alla soglia e si situerà sotto il 60%.

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

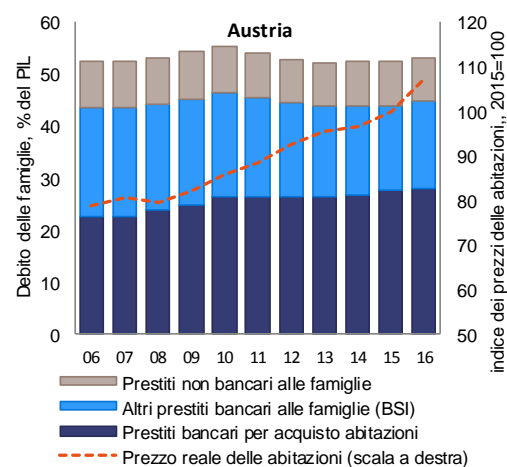
**Austria:** nel precedente ciclo della procedura per gli squilibri macroeconomici *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* in Austria. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: i prezzi reali delle abitazioni, il debito pubblico e la variazione della disoccupazione di lunga durata.

Nel 2016 l'avanzo delle partite correnti si è stabilizzato a un livello contenuto, mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero è rimasta in situazione prossima all'equilibrio. In questi ultimi anni anche le quote del mercato delle esportazioni si sono stabilizzate, sostenute dalla competitività di costo, dato che il tasso di cambio effettivo reale è rimasto sostanzialmente invariato e il costo del lavoro per unità di prodotto ha subito una decelerazione dovuta alla scarsa crescita dei salari. I prezzi reali delle abitazioni, che dal 2009 sono in rialzo, nel 2016 sono notevolmente aumentati, ma da allora il ritmo di crescita si è ridotto. Sebbene l'aumento di prezzo non sembri sostenuto dal credito, la questione richiede un attento controllo. Il debito del settore privato, che si attesta entro la soglia, ma prossimo ad essa, ha subito una leggera variazione in proporzione al PIL. Il debito pubblico dovrebbe aver iniziato una tendenza al ribasso, grazie anche alla cessione di attività deteriorate degli istituti finanziari nazionalizzati. La situazione del settore bancario è notevolmente migliorata nel 2016, dato che le banche hanno ulteriormente ridotto i crediti deteriorati e i loro coefficienti patrimoniali stanno lentamente recuperando rispetto alle banche omologhe dell'UE. È probabile che il tasso di disoccupazione abbia raggiunto il picco nel 2016 e si prevede che diminuisca lentamente grazie alla forte crescita dell'occupazione. La disoccupazione giovanile e quella di lunga durata sono lievemente aumentate, ma rimangono a livelli relativamente bassi.

*In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative ai settori residenziale e bancario, ma i rischi restano contenuti. Pertanto la Commissione in questa fase non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

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

Grafico A19: Indebitamento delle famiglie e indice dei prezzi delle abitazioni



Fonte: Eurostat e BCE

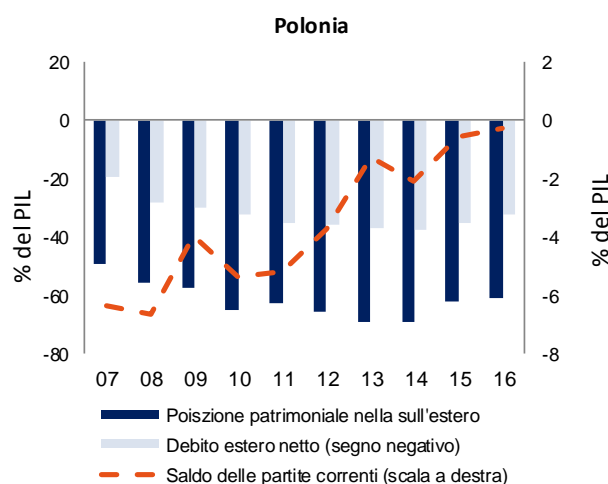
Il disavanzo delle partite correnti ha continuato a ridursi, avvicinandosi al pareggio. La posizione patrimoniale netta sull'estero, che rimane ancora fortemente negativa, è leggermente migliorata nel 2016. Le vulnerabilità esterne sono contenute, dato che le passività verso l'estero sono in gran parte rappresentate dagli investimenti diretti esteri, mentre il debito estero netto ha continuato a diminuire gradualmente. Nel 2016 si è accelerato l'aumento delle quote del mercato delle esportazioni, mentre gli indicatori della competitività di costo si sono rafforzati. Il debito del settore privato e il debito pubblico sono aumentati nel 2016, pur restando a un livello relativamente basso. Il settore bancario polacco è relativamente ben capitalizzato, liquido e redditizio, sebbene il considerevole stock di crediti denominati in valute estere ne aumenti la vulnerabilità. Il mercato del lavoro ha continuato a dimostrarsi dinamico e in miglioramento con un ulteriore calo del tasso di disoccupazione associato al progresso degli indicatori di povertà.

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

**Portogallo:** nel febbraio 2017 la Commissione ha concluso che il Portogallo presentava *squilibri macroeconomici eccessivi*, in particolare per i grandi stock di passività verso l'estero, per il debito pubblico e privato, per le vulnerabilità del settore bancario e per il processo di adeguamento del mercato del lavoro, in un contesto di modesta crescita della produttività. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito pubblico, il debito privato, il tasso di disoccupazione e i prezzi reali delle abitazioni.

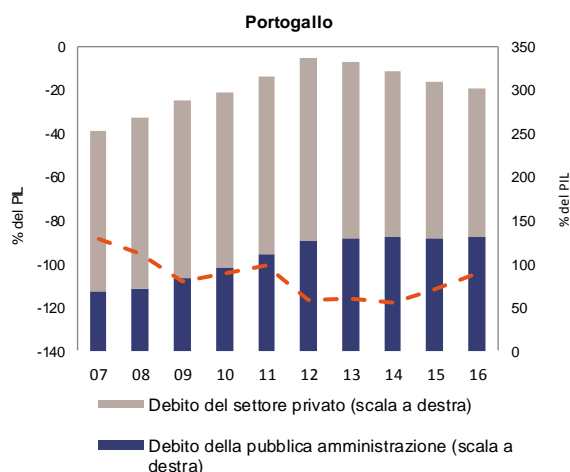
Le partite correnti hanno mantenuto un leggero avanzo nel corso degli ultimi anni, contribuendo a una graduale riduzione della posizione patrimoniale netta sull'estero negativa. Il ritmo dell'aggiustamento tuttavia non è ancora sufficiente a indurre una maggiore sostenibilità della posizione sull'estero. La competitività di prezzo, che negli anni precedenti era migliorata, si è moderatamente deteriorata nel 2016, ma le esportazioni continuano a tenere. Il debito pubblico e quello privato rimangono molto elevati e impongono un elevato onere per

Grafico A20: *Posizione patrimoniale netta sull'estero e saldo delle partite correnti*



Fonte: servizi della Commissione

Grafico A21: *Posizione patrimoniale netta sull'estero, debito privato e debito pubblico*



Fonte: Eurostat

interessi, mentre la quota di investimenti nell'economia è molto bassa. Se da un lato il settore privato sta riducendo il proprio indebitamento ad un ritmo relativamente rapido, il rapporto debito pubblico/PIL si è mantenuto piuttosto stabile negli ultimi anni, ma dovrebbe gradualmente ridursi. L'elevato livello di crediti deteriorati, sebbene in diminuzione, la bassa redditività e i bassi coefficienti patrimoniali mettono in risalto le vulnerabilità del settore bancario. Il mercato del lavoro ha intrapreso un notevole miglioramento, ma vi sono ancora problemi relativi alle competenze e alla segmentazione. La debole dinamica della produttività inoltre frena la potenziale crescita del paese.

*In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative agli squilibri delle variabili di stock e al loro ritmo di aggiustamento, in particolare il debito estero, il debito pubblico e quello privato, la vulnerabilità del settore bancario e la debole crescita della produttività unita a certe rigidità del mercato del lavoro. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di febbraio, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri.*

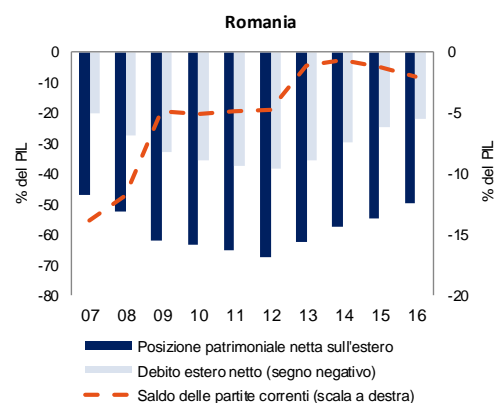
**Romania:** nel precedente ciclo della procedura per gli squilibri macroeconomici *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* in Romania. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero e i prezzi reali delle abitazioni.

Il disavanzo delle partite correnti è peggiorato nel 2016, sulla scia di elevati consumi privati, ma una forte crescita del PIL ha permesso un miglioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero negativa, in particolare riducendo il debito estero netto. Riflesso di dinamici processi di convergenza, la posizione patrimoniale netta sull'estero è in gran parte connessa a investimenti diretti esteri netti e ciò riduce i rischi esterni. La crescita delle quota del mercato delle esportazioni resta sostenuta, con incrementi considerevoli nel 2016, nonostante un deterioramento della competitività di costo. La crescita dei salari rimane importante nel medio termine e ciò potrebbe esercitare ulteriori pressioni sulla competitività di costo. Il debito del settore privato è moderato e in flessione. La correzione dei prezzi reali delle abitazioni ha subito un'inversione di tendenza nel 2015 che si è accelerata nel 2016. Il settore bancario è liquido e ben capitalizzato. I crediti deteriorati sono in netta diminuzione e non sembrano costituire un rischio per la stabilità finanziaria, nonostante i livelli ancora relativamente elevati. Il debito pubblico è diminuito leggermente nel 2016 e rimane relativamente basso. Si prevede tuttavia che il disavanzo di bilancio si mantenga elevato nel medio termine, con ripercussioni negative sulla dinamica del debito pubblico. Il tasso di disoccupazione si è ridotto nel 2016, riflettendo condizioni tese nel mercato del lavoro mentre il tasso di attività è lievemente diminuito nonostante una decisa crescita economica.

La crescita delle quota del mercato delle esportazioni resta sostenuta, con incrementi considerevoli nel 2016, nonostante un deterioramento della competitività di costo. La crescita dei salari rimane importante nel medio termine e ciò potrebbe esercitare ulteriori pressioni sulla competitività di costo. Il debito del settore privato è moderato e in flessione. La correzione dei prezzi reali delle abitazioni ha subito un'inversione di tendenza nel 2015 che si è accelerata nel 2016. Il settore bancario è liquido e ben capitalizzato. I crediti deteriorati sono in netta diminuzione e non sembrano costituire un rischio per la stabilità finanziaria, nonostante i livelli ancora relativamente elevati. Il debito pubblico è diminuito leggermente nel 2016 e rimane relativamente basso. Si prevede tuttavia che il disavanzo di bilancio si mantenga elevato nel medio termine, con ripercussioni negative sulla dinamica del debito pubblico. Il tasso di disoccupazione si è ridotto nel 2016, riflettendo condizioni tese nel mercato del lavoro mentre il tasso di attività è lievemente diminuito nonostante una decisa crescita economica.

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

Grafico A22: *Posizione patrimoniale netta sull'estero e saldo delle partite correnti*



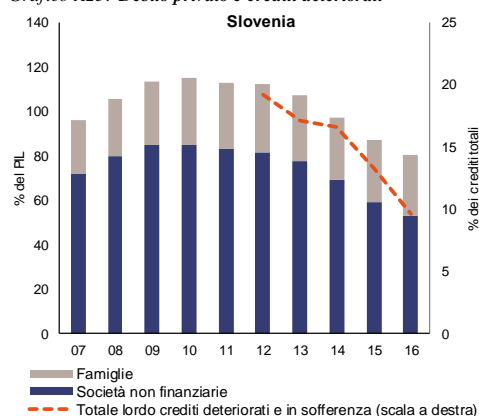
Fonte: servizi della Commissione



**Slovenia:** nel febbraio 2017 la Commissione ha concluso che *la Slovenia presentava squilibri macroeconomici*, in particolare per 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'ampio avanzo delle partite correnti è aumentato ulteriormente nel 2016, in quanto gli investimenti sono rimasti scarsi. La posizione patrimoniale netta sull'estero negativa è pertanto considerevolmente migliorata ed è ora molto prossima alla soglia. Le quote del mercato delle esportazioni sono aumentate nel 2016, sostenute da un incremento minimo del costo del lavoro per unità di prodotto e dal modestissimo apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale. Il debito privato ha subito un'ulteriore flessione, in particolare a livello imprenditoriale, mentre le pressioni per la riduzione dell'indebitamento sono terminate, ciononostante gli investimenti rimangono limitati. Il settore bancario si è stabilizzato e la redditività delle banche è in ripresa, mentre la quota di crediti deteriorati mantiene la tendenza al ribasso facendo prevedere nuove riduzioni. Il debito pubblico rimane elevato, ma è diminuito nel 2016. I previsti costi dell'invecchiamento continuano a comportare rischi per la sostenibilità di bilancio a medio e a lungo termine. Il mercato del lavoro è migliorato ulteriormente grazie alla costante crescita del PIL e delle esportazioni. La produttività del lavoro rimane tuttavia bassa.

Grafico A23: Debito privato e crediti deteriorati



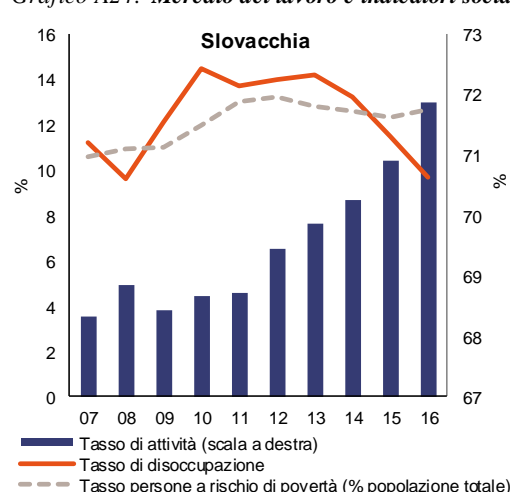
Fonte: Eurostat e BCE

*In conclusione la lettura in chiave economica rivela alcune problematiche che riguardano la sostenibilità di bilancio a lungo termine e l'andamento del settore bancario. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di febbraio 2017, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Slovacchia:** nel precedente ciclo della procedura per gli squilibri macroeconomici, *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* in Slovacchia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero, i prezzi reali delle abitazioni e la disoccupazione.

Il saldo delle partite correnti è tornato leggermente negativo nel 2016, dopo vari anni di andamento positivo. La posizione patrimoniale netta sull'estero resta decisamente negativa e in eccesso rispetto alla soglia indicativa. I rischi associati restano tuttavia contenuti in quanto gran parte delle passività con l'estero riguardano gli investimenti diretti esteri, soprattutto nel settore automobilistico in espansione, mentre il debito estero netto rimane relativamente basso. Il costo nominale del lavoro

Grafico A24: Mercato del lavoro e indicatori sociali



Fonte: Eurostat

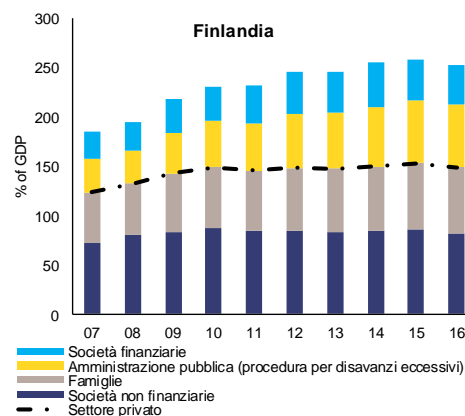
per unità di prodotto ha continuato a crescere a ritmo modesto, stimolando la competitività e favorendo un aumento delle quote del mercato delle esportazioni. La crescita dei prezzi immobiliari, sebbene sia stata preceduta da anni di moderazione, ha registrato un'accelerazione nel 2016, alimentata da un forte aumento dei crediti per l'acquisto di abitazioni che ha contribuito anche alla tendenza al rialzo del rapporto debito privato/PIL. Il rapporto debito pubblico/PIL ha continuato a diminuire nel 2016, da un livello già modesto. Il settore bancario, in gran parte di proprietà straniera, è ben capitalizzato. Un ulteriore calo della disoccupazione si è accompagnato a un aumento del tasso di partecipazione, poiché le prospettive di occupazione per le persone precedentemente inattive sono aumentate. La disoccupazione giovanile e quella di gruppi svantaggiati, sebbene in via di miglioramento, continua ad essere tuttavia un problema.

*In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative all'evoluzione del mercato residenziale, ma con rischi limitati, mentre la disoccupazione strutturale continua a rappresentare un problema. Pertanto la Commissione in questa fase non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Finlandia:** nel febbraio 2017 la Commissione ha concluso che la Finlandia *non presentava più squilibri macroeconomici*. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: le quote del mercato delle esportazioni, il debito privato e quello pubblico e l'aumento della disoccupazione di lunga durata.

Il disavanzo delle partite correnti è leggermente peggiorato nel 2016 a causa di una maggiore domanda interna, ma dovrebbe migliorare nei prossimi anni. La posizione patrimoniale netta sull'estero, dopo alcuni anni di leggero peggioramento dovuto agli effetti della valutazione, nel 2016 è migliorata. Le perdite cumulate di quote del mercato delle esportazioni nel 2016 sono rallentate, sostenute dal recente graduale miglioramento degli indicatori della competitività di costo: il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è diminuito leggermente mentre la produttività è aumentata. La competitività non di costo rimane comunque un problema di fondamentale importanza. Il rapporto debito privato/PIL è sceso leggermente nel 2016, ma resta elevato. La crescita del credito al settore privato recentemente ha subito un rallentamento, anche se le condizioni di credito favorevoli, i bassi tassi di interesse e un miglioramento delle prospettive economiche potrebbero accelerare la crescita del credito privato limitando probabilmente la riduzione dell'indebitamento. Il settore finanziario resta ben capitalizzato e con scarsi rischi per la stabilità finanziaria, mentre gli indicatori relativi al settore ipotecario e al mercato residenziale suggeriscono minori rischi per il debito delle famiglie. La politica di bilancio del governo e le migliori prospettive economiche dovrebbero contribuire a ridurre il rapporto debito pubblico/PIL, che nel 2016 si è stabilizzato. Nel 2016 l'occupazione è gradualmente aumentata e il tasso di disoccupazione è diminuito in conseguenza di un aumento dell'attività economica; la disoccupazione giovanile invece ha recentemente iniziato a diminuire mentre quella di lunga durata si è stabilizzata.

Grafico A25: Debito per settore



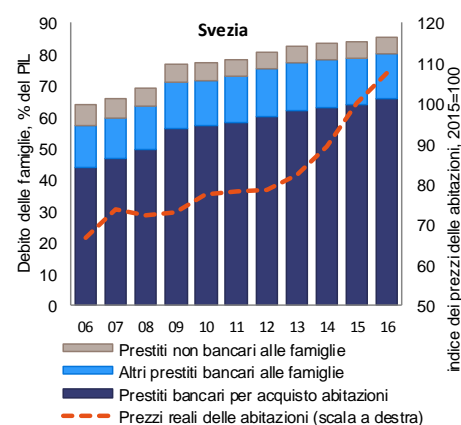
Fonte: Eurostat

*In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia problemi relativi alla competitività e al debito del settore privato ma indica una tendenza al miglioramento e rischi limitati. Pertanto la Commissione non condurrà, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

**Svezia:** nel febbraio 2017 la Commissione ha concluso che la Svezia presentava squilibri macroeconomici, in particolare per l'aumento persistente dei prezzi delle abitazioni da livelli già sovrastimati unito al costante aumento dell'indebitamento delle famiglie. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: le quote del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato e la crescita dei prezzi delle abitazioni.

L'avanzo delle partite correnti si mantiene elevato, sebbene leggermente sotto la soglia, riflettendo soprattutto un ingente livello di risparmio privato. La posizione patrimoniale netta sull'estero ha continuato a migliorare ed è ora nettamente positiva. Le perdite cumulate di quote del mercato delle esportazioni rimangono al di sopra della soglia, ma la tendenza a medio termine mostra un miglioramento graduale nonostante il rallentamento degli scambi commerciali mondiali. Tali perdite sono state causate più dalla debolezza della domanda estera che da problemi di competitività, dato che la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasta contenuta. Il debito del settore privato è complessivamente stabile a un livello elevato e i rischi riguardano principalmente

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



Fonte: Eurostat e BCE

l'indebitamento delle famiglie che è in continua crescita, con conseguenze rischiose per la stabilità macroeconomica a causa di un probabile aumento dei prezzi delle abitazioni. L'aumento dei prezzi delle abitazioni e dell'indebitamento delle famiglie deriva in particolare da un trattamento fiscale favorevole delle abitazioni di proprietà finanziate mediante debito, da bassi tassi di interesse sui mutui ipotecari e da aspetti specifici del mercato ipotecario svedese. Sul versante dell'offerta, i vincoli sulle nuove costruzioni rappresentano ancora un problema, anche se gli investimenti nel settore residenziale continuano a crescere rapidamente. Nonostante l'elevato livello di indebitamento delle famiglie, i rischi per le banche restano contenuti, in quanto la qualità degli attivi e la redditività sono alte. La disoccupazione continua lentamente a diminuire grazie al miglioramento delle condizioni di crescita.

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

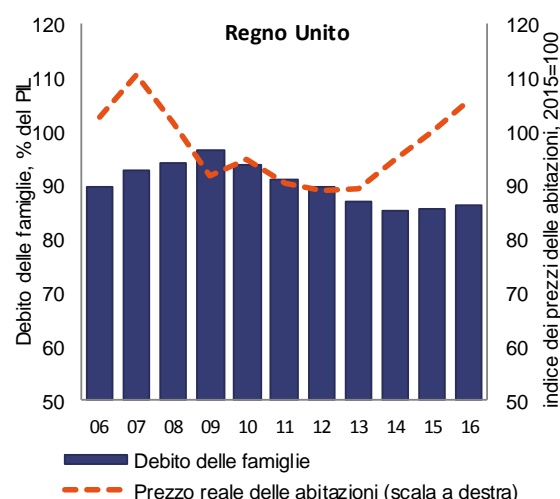
**Regno Unito:** nel precedente ciclo della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati identificati squilibri macroeconomici nel Regno Unito. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il disavanzo delle partite correnti e il debito privato e il debito pubblico.



Nel 2016 la svalutazione della lira sterlina ha notevolmente migliorato la posizione patrimoniale netta sull'estero del Regno Unito, portandola pressoché in pareggio, tuttavia, sebbene la competitività di prezzo, misurata dal tasso di cambio effettivo reale, sia nettamente aumentata per via della svalutazione, finora la risposta netta degli scambi commerciali internazionali all'indebolimento della moneta è stata deludente. Il considerevole disavanzo delle partite correnti è persistito nel 2016, esponendo il Regno Unito a un ingente fabbisogno di finanziamento estero. Dopo diversi anni di graduale riduzione dell'indebitamento, il rapporto debito privato/PIL ha segnato il passo e rimane elevato. In particolare, il debito delle famiglie continua a richiedere un attento monitoraggio. I prezzi reali delle abitazioni già elevati in partenza continuano ad aumentare, sebbene si preveda che tale tendenza si attenui in futuro. Il debito pubblico è rimasto pressoché stabile nel 2016, ma l'elevato rapporto debito pubblico/PIL resta motivo di preoccupazione. La forte crescita dell'occupazione ha continuato ad accompagnarsi a un calo della disoccupazione, sebbene la produttività del lavoro resti debole.

*In conclusione la lettura in chiave economica rivela alcune problematiche connesse al debito privato, al mercato residenziale e al settore estero dell'economia. Tali problemi pongono comunque rischi limitati per la stabilità a breve termine. Pertanto la Commissione non condurrà, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

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



Fonte: Eurostat

**Tabella 1.1: Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici 2017**

Anno 2016	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni						Indicatori dell'occupazione		
	Saldo partite correnti - % del PIL (media triennale)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore IAPC (variazione % triennale)	Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % quinquennale)	Indice del CULP nominale (2010=100) (variazione % triennale)	Indici del prezzo delle abitazioni (2015=100), al netto dell'inflazione (variazione % annuale)	Flusso del credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	Debito pubblico lordo (% del PIL)	Tasso di disoccupazione (media triennale)	Passività totali del settore finanziario, non-consolidato (variazione % annuale)	Tasso di attività % della popolazione totale (15-64 anni) (variazione triennale in punti percentuali)	Tasso disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione triennale in punti percentuali)	Tasso disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione triennale in punti percentuali)
Soglie	-4/6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (Non-ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (Non-ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	-0.3	51.2	-0.4	-2.3	-0.6	1.0p	13.3	190.1	105.7	8.3	1.2	0.1	0.1	-3.6
BG	1.8	-47.0	-4.7	8.2	9.5p	7.1p	4.0	104.9	29.0	9.4	11.1	0.3	-2.9	-11.2
CZ	0.5	-24.6	-3.7	2.9	2.9	6.7p	4.4	68.7	36.8	5.1	14.5	2.1	-1.3	-8.4
DK	8.4	54.8	-1.5	-4.2	3.4	4.2	-10.4	210.7	37.7	6.3	3.3	1.9b	-0.4b	-1.0
DE	8.1	54.4	-2.6	2.8	5.2	5.4	3.8	99.3	68.1	4.6	5.2	0.3	-0.6	-0.7
EE	1.4	-37.1	4.5	-0.7	13.4	3.8	5.9	115.4	9.4	6.8	7.2	2.4	-1.7	-5.3
IE	5.5	-176.2	-6.6	59.8	-20.5	6.6p	-19.0	278.1	72.8	9.5	2.5	0.7	-3.6	-9.6
EL	-1.0	-139.4	-3.9	-19.0	-3.3p	-2.0e	-1.7p	124.7p	180.8	25.0	-16.6	0.7	-1.5	-11.0
ES	1.4	-83.9	-4.3	2.2	0.4p	4.7	-1.0p	146.7p	99.0	22.1	0.9	-0.1	-3.5	-11.1
FR	-0.7	-15.7	-3.1	-2.4	1.4p	1.0	6.2p	146.9p	96.5	10.3	4.3	0.7	0.2	-0.3
HR	2.9	-70.1	0.1	8.1	-5.9d	2.1	-0.1e	106.1e	82.9	15.6	2.5	1.9	-4.4	-18.1
IT	2.1	-9.8	-3.4	-2.8	1.9	-0.8p	0.6	113.6	132.0	12.1	3.2	1.5	-0.2	-2.2
CY	-3.6	-127.8	-6.5	-3.0	-6.2p	1.6	10.2p	344.6p	107.1	14.7	0.7	-0.2	-0.3	-9.8
LV	-0.3	-58.9	4.9	9.3	16.5	7.4	0.3	88.3	40.6	10.1	5.8	2.3	-1.7	-5.9
LT	-0.3	-43.2	5.4	5.4	14.7	4.5	4.3	56.2	40.1	9.2	16.3	3.1	-2.1	-7.4
LU	5.0	34.7	-1.5	26.2	2.5	5.9	1.5	343.6	20.8	6.3	7.5	0.1	0.4	2.2
HU	3.6	-65.0	-5.0	-0.4	3.3	13.6	-3.6	77.0	73.9	6.5	19.5	5.4	-2.5	-13.7
MT	6.7	47.6	-2.5	8.7	-0.1	4.8p	11.1	128.4	57.6	5.3	1.7	4.1	-1.0	-2.0
NL	8.8	69.1	-2.3	0.1	-1.1p	4.4	1.5p	221.5p	61.8	6.8	5.3p	0.3	0.0	-2.4
AT	2.2	5.6	1.0	-4.0	5.8	7.2	3.2	124.0	83.6	5.8	-2.4	0.7	0.6	1.5
PL	-1.0	-60.7	-5.0	18.1	2.1p	2.5	4.7	81.6	54.1	7.6	8.9	1.8	-2.2	-9.6
PT	0.3	-104.7	-1.9	5.8	0.9p	6.1	-2.2p	171.4p	130.1	12.6	-0.2	0.7	-3.1	-9.9
RO	-1.3	-49.9	-2.5	23.6	6.0p	6.5	0.6p	55.8p	37.6	6.5	7.6	0.7	-0.2	-3.1
SI	5.1	-36.9	-0.5	4.0	0.7	3.6	-0.8	80.5	78.5	8.9	3.2	1.1	-0.9	-6.4
SK	-0.7	-62.4	-1.6	7.3	3.5	7.0	9.2	94.7	51.8	11.5	8.5	2.0	-4.2	-11.5
FI	-1.2	-2.3	0.5	-14.1	2.1	-0.3	2.2	149.3	63.1	9.0	4.5	0.7	0.6	0.2
SE	4.6	11.2	-9.2	-7.9	2.0	7.6	7.6	188.5	42.2	7.4	9.0	1.0	-0.1	-4.7
UK	-5.5	-1.1	0.2	-0.1	3.1	5.5	8.2	168.1	88.3	5.4	11.6	0.9	-1.4	-7.7

Note: b: discontinuità nella serie, e: Stimato, p: Provisorio.

1) Per gli indicatori dell'occupazione, cfr. pag. 2 dell'AMR 2016. 2) Indici dei prezzi delle abitazioni e = fonte NCB per EL. 3) Per NULC HR, d: i dati sull'occupazione basati sul concetto nazionale e non interno. 4) Debito privato e flusso di credito al settore privato: la diminuzione per IE relativa al 2015 rispetchia soprattutto le attività di ristrutturazione e ridomiciliazione di grandi imprese multinazionali.

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

Tabella 2.1: Indicatori ausiliari, 2016

Anno 2016	PIL reale (variazione %annuale)	Investimenti fissi lordi (% del PIL)	Spesa interna lorda in R&S (% del PIL)	Partite correnti più conto capitale (indebitamento/accreditamento netto)	Debito estero netto (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - flussi (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - stock (% del PIL)	Saldo della bilancia commerciale di prodotti energetici (% del PIL)	Tasso di cambio effettivo reale - Partner commerciali della zona euro (variazione %)	Performance delle esportazioni rispetto alle economie avanzate (variazione % quinquennale)	Ragioni scambio (variazione % quinquennale)	Quote del mercato delle esportazioni (volume) (variazione % annuale)	Produttività del lavoro (variazione % annuale)	Indice del CULP nominale (2010=100) (variazione % su 10 anni)	Performance relativa del CULP (ZE) (variazione % su 10 aanni)	Indice del prezzo delle abitazioni (2015=100) - nominale (variazione % triennale)	Edilizia residenziale (% del PIL)	Debito del settore privato, non consolidato (% del PIL)	Indebitamento del settore finanziario, non consolidato (% debito/patrimonio netto)
BE	1.5	23.4	2.5p	0.2	-26.6	8.0	214.5	-2.2	2.1	-5.0	2.0	5.2	0.2	17.6	1.5	3.8p	5.9	225.5	192.6
BG	3.9	18.6	0.8p	7.5	-9.5	2.2	88.3	-2.4	-4.6	5.1	3.0	5.8	3.4p	77.5p	52.1	11.6p	2.7	117.0	475.6
CZ	2.6	25.0	1.7p	2.2	-13.5	3.3	75.0	-2.1	-3.6	-0.0	3.6	2.2	1.3	17.0	-0.9	14.2p	3.7	77.5	530.0
DK	1.7	20.1	2.9e	7.3	-7.3	2.1	52.5	0.0	-0.2	-6.9	2.6	0.2	0.0	20.9	4.4	16.2	4.4	221.3	158.9
DE	1.9	20.0	2.9e	8.4	-14.6	1.5	41.7	-1.5	0.4	-0.1	6.6	0.3	0.6	19.0	3.2	14.5	5.9	105.9	367.2
EE	2.1	22.3	nd	3.0	-11.7	3.2	99.8	-1.0	0.4	-3.5	3.0	1.8	1.8	64.4	38.6	27.3	4.8	126.6	359.1
IE	5.1	31.8	1.2e	2.3	-368.6	25.8	503.3	-1.1	-0.9	55.3	0.4	2.3	2.3	-23.6	-28.8	39.6p	2.1	300.2	72.3
EL	-0.2p	11.7p	1.0p	-0.5	137.5	1.6	16.0	-1.7p	-3.2	-21.2	6.1p	-4.1p	-0.7p	1.9p	-11.5	-14.2e	0.6p	124.7p	1354.2
ES	3.3p	20.0p	nd	2.2	88.8	2.6	59.7	-1.5p	-2.2	-0.7	0.0p	2.5p	0.7p	5.9p	-8.4	8.7	4.6p	165.8p	452.0
FR	1.2p	22.0p	nd	-0.9	37.5	1.7	44.8	-1.4p	0.1	-5.1	6.0p	-0.5p	0.5p	15.9p	-0.1	-2.0	6.0p	188.7p	347.5
HR	3.0e	19.9e	0.9p	3.5	40.9	3.7	57.7	-2.7e	-1.0	5.1	1.7e	3.3e	2.7d	4.3d	-5.1	-3.6	nd	130.6e	375.9
IT	0.9	17.1	nd	2.6	55.1	1.0	25.9	-1.6	-0.7	-5.5	7.5	0.1	-0.3	16.4	0.6	-7.6p	4.4	116.5	751.4
CY	3.0p	17.5p	nd	-4.7	152.0	13.0	1061.6	-3.4p	-3.3	-5.7	0.0p	1.6p	-0.1p	3.0p	-7.9	-2.9p	4.6p	345.6p	76.3
LV	2.1	18.2	0.4p	2.4	28.8	0.9	58.1	-2.3	-0.1	6.2	-0.1	1.8	2.4	56.6	27.2	11.1	2.0	96.9	643.0
LT	2.3	18.9	0.7p	0.4	24.7	2.3	41.3	-2.6	-0.7	2.4	5.6	1.2	0.4	28.0	5.3	16.3	3.0	63.3	547.5
LU	3.1	17.2	nd	4.4	-1875.5	23.2	8938.5	-2.5	-0.2	22.7	-1.0	0.4	0.0	28.4	7.8	16.6	3.2	410.1	54.0
HU	2.2	19.2	1.2	6.2	9.5	55.6	260.8	-3.2	-5.1	-3.2	2.6	1.1	-0.4	23.2	9.1	33.6	2.4	92.5	75.8
MT	5.5	23.8	0.6p	7.4	-222.0	22.3	1736.5	-9.0	2.1	5.6	1.4	1.2	1.8	22.1	6.9	14.6p	3.9	194.8	35.4
NL	2.2p	19.9p	nd	8.8	43.7	19.6	598.9	-0.7p	-0.4	-2.7	1.8p	2.0p	1.1p	14.7p	1.7	9.9	4.0p	231.3p	119.8p
AT	1.5	23.1	3.1p	2.0	19.5	-7.8	66.6	-1.9	2.4	-6.7	2.1	-0.4	0.2	24.1	4.8	17.8	4.2	142.2	191.0
PL	2.9	18.1	nd	0.8	32.1	3.6	50.2	-1.4	-5.5	14.8	4.9	6.5	2.3p	21.1p	2.3	4.4	3.0	86.4	321.0
PT	1.5p	15.3p	1.3p	1.7	94.5	4.5	76.1	-1.6p	0.5	2.8	7.8p	1.8p	-0.1p	2.6p	-11.2	15.1	2.5p	185.0p	394.9
RO	4.6p	22.7p	nd	0.4	22.5	3.3	44.8	-0.9p	-2.6	20.1	4.8p	6.0p	5.5p	44.0p	20.3	6.7	2.5p	57.2p	406.7
SI	3.1	17.6	nd	4.5	29.0	3.2	37.1	-2.1	-1.6	1.1	3.0	4.1	1.2	20.6	1.7	-2.8	2.1	88.1	399.3
SK	3.3	21.2	0.8	0.5	28.4	4.0	65.6	-2.6	-2.0	4.3	-2.2	3.9	0.9	16.1	-1.7	14.0	2.4	92.6	571.6e
FI	1.9	21.5	2.8	-1.3	51.8	-1.8	49.9	-1.4	0.5	-16.5	5.4	-1.0	1.4	26.4	8.1	0.3	6.1	176.4	293.1
SE	3.3	24.0	3.3p	4.4	45.6	2.9	80.3	-0.8	-7.7	-10.5	1.8	1.0	1.6	25.0	8.4	34.4	5.1	231.6	185.3
UK	1.8	16.4	nd	-6.0	nd	11.2	74.5	-0.5	5.1	-2.9	7.3	-1.2	0.4	20.4	2.9	22.4	3.6	168.2	686.6

Note: e:Stimato, p:Provvisorio.

1) Indice dei prezzi delle abitazioni e = fonte NCB per EL. 2) Il termine per la trasmissione ufficiale per i dati 2016 della spesa interna lorda in R&S è il 31 ottobre 2017, ma i dati sono stati estratti il 24 ottobre 2017. 3) Il CULP nominale e la produttività del lavoro per HR d: dati sull'occupazione basati sul concetto nazionale e non interno. 4) Debito privato e flusso di credito al settore privato: la diminuzione per IE relativa al 2015 rispecchia soprattutto le attività di ristrutturazione e ridomiciliazione di grandi imprese multinazionali.

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

**Tabella 2.1 (seguito): Indicatori ausiliari, 2016**

Anno 2016	Tasso di occupazione (variazione % 1 anno)	Tasso di attività - % della popolazione totale (15-64 anni) (%)	Tasso di disoccupazione e di lunga durata - % della popolazione attiva (15-64 anni)	Disoccupazione e giovanile - % della popolazione attiva (15-64 anni) (%)	Giovani non occupati, né inseriti in un percorso di istruzione o formazione - % dell'apopolazione totale (15-24 anni)		Persone a rischio di povertà o esclusione sociale - % della popolazione totale		Persone a rischio di povertà dopo trasferimenti sociali - % della popolazione totale % of total population		Persone in condizioni di grave deprivazione materiale - % della popolazione totale		Persone che vivono in famiglie con un'intensità di lavoro molto bassa - % della popolazione totale (0-59 anni)			
					%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali
BE	1.3	67.6	4.0	20.1	9.9	-2.8	20.7	-0.1	15.5	0.4	5.5	0.4	14.6	0.6		
BG	0.5p	68.7	4.5	17.2	18.2	-3.4	40.4b	-7.6b	22.9b	1.9b	31.9b	-11.1b	11.9b	-1.1b		
CZ	1.3	75.0	1.7	10.5	7.0	-2.1	13.3	-1.3	9.7	1.1	4.8	-1.8	6.7	-0.2		
DK	1.7	80.0b	1.4b	12.0	5.8b	-0.2b	16.7	-1.6	11.9	0.0	2.6	-1.0	10.6	-1.3		
DE	1.3	77.9	1.7	7.1	6.7	0.4	19.7	-0.6	16.5	0.4	3.7	-1.7	9.6	-0.3		
EE	0.3	77.5	2.1	13.4	9.1	-2.2	24.4	0.9	21.7	3.1	4.7	-2.9	5.8	-2.6		
IE	2.8	70.5	4.2	17.2	13.0	-3.1	na	nd	nd	nd	7.5e	-2.4e	nd	nd		
EL	0.5p	68.2	17.0	47.3	15.8	-4.6	35.6	-0.1	21.2	-1.9	22.4	2.1	17.2	-1.0		
ES	2.5p	74.2	9.5	44.4	14.6	-4.0	27.9	0.6	22.3	1.9	5.8	-0.4	14.9	-0.8		
FR	0.6p	71.4	4.6	24.6	11.9	0.7	18.2	0.1	13.6	-0.1	4.4	-0.5	8.4	0.3		
HR	0.3d	65.6	6.6	31.8	16.9	-2.7	27.9	-2.0	19.5	0.0	12.5	-2.2	13.0	-1.8		
IT	1.3	64.9	6.7	37.8	19.9	-2.3	nd	nd	nd	nd	11.9p	-0.4p	nd	nd		
CY	3.1p	73.4	5.8	29.1	16.0	-2.7	27.7	-0.1	16.1	0.8	13.6	-2.5	10.6	2.7		
LV	-0.3	76.3	4.0	17.3	11.2	-1.8	28.5	-6.6	21.8	2.4	12.8	-11.2	7.2	-2.8		
LT	2.0	75.5	3.0	14.5	9.4	-1.7	30.1	-0.7	21.9	1.3	13.5	-2.5	10.2	-0.8		
LU	3.0	70.0	2.2	19.1	5.4	0.4	19.7bp	0.7bp	16.5bp	0.6bp	1.6bp	-0.2bp	6.6bp	0.0bp		
HU	2.6	70.1	2.4	12.9	11.0	-4.5	26.3	-8.5	14.5	-0.5	16.2	-11.6	8.2	-5.4		
MT	3.7	69.1	1.9	11.0	8.5	-1.4	20.1	-3.9	16.5	0.8	4.4	-5.1	7.3	-1.7		
NL	1.1p	79.7	2.5	10.8	4.6	-1.0	16.7b	0.8b	12.7b	2.3b	2.6b	0.1b	9.7b	0.4b		
AT	1.2	76.2	1.9	11.2	7.7	0.4	18.0	-0.8	14.1	-0.3	3.0	-1.2	8.1	0.3		
PL	0.6p	68.8	2.2	17.7	10.5	-1.7	21.9	-3.9	17.3	0.0	6.7	-5.2	6.4	-0.8		
PT	1.6p	73.7	6.2	28.2	10.6	-3.5	25.1	-2.4	19.0	0.3	8.4	-2.5	9.1	-3.1		
RO	-0.9p	65.6	3.0	20.6	17.4	0.4	38.8p	-3.1p	25.3p	2.3p	23.8	-6.0	8.2	0.6		
SI	1.9	71.6	4.3	15.2	8.0	-1.2	18.4	-2.0	13.9	-0.6	5.4	-1.3	7.4	-0.6		
SK	2.4	71.9	5.8	22.2	12.3	-1.4	18.1	-1.7	12.7	-0.1	8.2	-2.0	6.5	-1.1		
FI	0.5	75.9	2.3	20.1	9.9	0.6	16.6	0.6	11.6	-0.2	2.2	-0.3	11.4	2.4		
SE	1.7	82.1	1.3	18.9	6.5	-1.0	18.3	1.9	16.2	1.4	0.8	-0.6	8.5	1.4		
UK	1.4	77.3	1.3	13.0	10.9	-2.3	22.2	-2.6	15.9	0.0	5.2	-3.1	11.3	-1.9		

Note: b: discontinuità nella serie. e: Stimato. p: Provvisorio.

1) Giovani né occupati né inseriti in un percorso di istruzione o formazione: per la variazione di ES nella classifica delle attività di istruzione non formale; per FR, i dati sono influenzati dalle modifiche inserite nel questionario nel 2013 e dall'inclusione dei dipartimenti francesi d'oltremare. 2) Il termine per la trasmissione ufficiale dei dati 2016 sulle persone a rischio di povertà ed esclusione sociale è il 30 novembre 2017, ma i dati sono stati estratti il 24 ottobre 2017. 3) Il tasso dell'occupazione per HR: dati sull'occupazione basati sul concetto nazionale e non interno.

Fonte: Commissione europea, Eurostat