



Bruxelles, 13.11.2013  
COM(2013) 790 final

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

**Relazione 2014 sul meccanismo di allerta**

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

{SWD(2013) 790 final}

{SWD(2013) 791 final}

*La relazione sul meccanismo di allerta è il punto di partenza del ciclo annuale della procedura per gli squilibri macroeconomici, il cui obiettivo è individuare e sanare gli squilibri che intralciano il buon funzionamento delle economie dell'UE e possono compromettere il corretto funzionamento dell'unione economica e monetaria. La relazione individua gli Stati membri per i quali occorre effettuare un'ulteriore analisi (sotto forma di esame approfondito) per appurare se vi esista uno squilibrio che richiede un'azione politica. In questo senso è uno strumento di primo vaglio, che si basa su un quadro di valutazione composto di indicatori con soglie indicative cui si aggiunge una serie di indicatori ausiliari. L'esercizio non è meccanicistico: il fatto che uno Stato membro presenti un indicatore superiore alla soglia indicativa non determina necessariamente l'avvio dell'esame approfondito, perché la Commissione considera il quadro economico complessivo.*

*Sarà soltanto in base agli esami approfonditi che la Commissione appurerà se esistano squilibri, e in potenza squilibri eccessivi, e formulerà le opportune raccomandazioni d'intervento. Gli esami approfonditi, che saranno pubblicati nella primavera del 2014, convoglieranno nell'analisi su cui si fonderanno le raccomandazioni specifiche per paese del prossimo anno nel quadro del Semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche.*

## **1. SINTESI**

**Le economie dell'UE continuano a compiere progressi nella correzione degli squilibri esterni e interni**, quegli stessi squilibri (in particolare, abbondanza del credito, consistenza e persistenza dei disavanzi e degli avanzi delle partite correnti, perdite di competitività e accumulo del debito) che hanno contribuito alla crisi. Negli ultimi anni si sono registrati progressi in vari settori; in particolare, grazie all'impulso dato da riforme strutturali e dalla pressione dei mercati, diversi Stati membri hanno registrato una riduzione del disavanzo pubblico e netti miglioramenti della competitività di costo.

**Per sanare gli squilibri sono tuttavia necessari ulteriori progressi.** Ci vuole tempo per sanare questi squilibri che, accumulatisi per circa un decennio, hanno aggravato la crisi e le politiche necessarie a tal fine dovrebbero contribuire a un cambiamento strutturale delle economie. I progressi nella riduzione del debito eccessivo del settore privato sono stati finora scarsi, nonostante in numerosi paesi i flussi di credito siano stati molto bassi, se non negativi; i miglioramenti della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) sono stati lenti nelle economie maggiormente indebitate. Il riequilibrio è stato peraltro considerevolmente inferiore negli Stati membri con avanzi elevati, a indicazione di livelli insufficienti di risparmio e di investimento; come raccomandato dalla Commissione, se in tali Stati si rafforzasse il contributo della domanda interna alla crescita, si conferirebbe fluidità all'aggiustamento complessivo all'interno della zona euro. Vari paesi nei quali gli squilibri impongono urgentemente un aggiustamento evidenziano un deterioramento sensibile della situazione occupazionale e sociale, con aumenti della disoccupazione e della povertà che scavano divergenze profonde fra gli Stati membri.

**La presente relazione avvia il terzo ciclo di attuazione della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM)<sup>1</sup>.** La procedura mira a individuare e sanare gli squilibri che intralciano il buon funzionamento delle economie degli Stati membri, della zona euro o dell'UE nel suo complesso. La sua attuazione è integrata nel Semestre europeo al fine di assicurarne la coerenza con altri strumenti di sorveglianza economica. Il processo ha così permesso di rivolgere agli Stati membri raccomandazioni appropriate. L'analisi annuale della crescita<sup>2</sup>, che viene adottata contestualmente alla presente relazione, approfondisce le interconnessioni fra la correzione degli squilibri macroeconomici nel quadro della PSM e le sfide urgenti che impongono di assicurare la sostenibilità delle politiche di bilancio, ripristinare l'erogazione del credito, promuovere la crescita e la competitività, lottare contro la disoccupazione e le conseguenze sociali della crisi e ammodernare la pubblica amministrazione. Nei prossimi giorni la Commissione adotterà anche pareri sui documenti programmatici di bilancio degli Stati membri della zona euro (tranne quelli inseriti in un programma di aggiustamento macroeconomico) e sulla politica di bilancio della zona euro. Trasmetterà inoltre al Consiglio proposte di pareri sui programmi di partenariato economico di vari Stati membri.

**La relazione sul meccanismo di allerta individua gli Stati membri potenzialmente interessati da squilibri**, per i quali occorre procedere a un'ulteriore analisi prima di concludere che esistono o persistono squilibri e appurarne la natura. In questo senso funge da primo vaglio all'inizio del ciclo annuale di coordinamento delle politiche economiche, in base a un quadro di valutazione composto di indicatori con soglie indicative cui si aggiunge una serie di indicatori ausiliari. In linea con la comunicazione "Potenziare la dimensione sociale dell'unione economica e monetaria"<sup>3</sup>, la presente relazione include per la prima volta una serie di indicatori sociali utili ai fini dell'interpretazione del quadro di valutazione. L'analisi più particolareggiata sarà effettuata nei successivi esami approfonditi, dai quali la Commissione muoverà per appurare se esistano squilibri, e se siano eccessivi, e formulare le opportune raccomandazioni d'intervento.

**Emerge dalla presente relazione che occorre analizzare in modo più particolareggiato l'accumulo e la correzione degli squilibri in 16 Stati membri, con i rischi connessi.** Per alcuni paesi l'esame approfondito muoverà dalle constatazioni cui si è giunti nel precedente ciclo di PSM<sup>4</sup>, sviluppandole, mentre per altri la Commissione preparerà un esame approfondito per la prima volta. I vari Stati membri per i quali la Commissione intende

---

<sup>1</sup> Corredano la presente relazione due documenti di lavoro, di cui il primo illustra varie modifiche tecniche apportate agli indicatori usati per il quadro di valutazione e gli indicatori ausiliari e il secondo riporta la massa di dati statistici sui quali si è basata la stesura della presente relazione. Si rimanda altresì all'*Eurostat News Release* 166/2013 e alla recente proposta di regolamento relativo alla fornitura e alla qualità delle statistiche per la procedura per gli squilibri macroeconomici (COM(2013) 342 del 7.6.2013). Tale proposta di regolamento, volta ad assicurare che la qualità dei dati sia adeguatamente controllata da Eurostat, tratta di questioni inerenti all'elaborazione e alla trasmissione di dati e metadati.

<sup>2</sup> COM(2013) 800 del 13.11.2013. Cfr. anche il progetto di relazione comune sull'occupazione elaborato dalla Commissione.

<sup>3</sup> COM(2013) 690 del 2.10.2013. La comunicazione propone anche un quadro di valutazione degli indicatori chiave da utilizzare nel progetto di relazione comune sull'occupazione per seguire gli sviluppi sociali e occupazionali e individuare in fase precoce i problemi che si pongono in tali sfere. A dicembre il Consiglio valuterà se usare detto quadro di valutazione per il Semestre europeo 2014.

<sup>4</sup> Nell'aprile 2013 la Commissione ha rilevato squilibri in Belgio, Bulgaria, Danimarca, Spagna, Francia, Italia, Ungheria, Malta, Paesi Bassi, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito, tra cui squilibri eccessivi in Spagna e Slovenia (cfr. "Risultati degli esami approfonditi", COM(2013) 199 del 10.4.2013, e "Macroeconomic Imbalances", *European Economy-Occasional Papers*, pagg. 132-144). Per l'integralità delle raccomandazioni specifiche per paese adottate dal Consiglio, tra cui quelle inerenti al risanamento degli squilibri, cfr. GU C 217 del 30.7.2013, pag. 1.

procedere a un esame approfondito evidenziano problemi e potenziali rischi diversi, tra cui effetti di ricaduta sui partner.

- Per **Spagna e Slovenia** l'esame approfondito valuterà se gli *squilibri eccessivi* persistano o siano in via di correzione e come le politiche strutturali attuate dai due Stati membri contribuiscano al loro superamento.
- Per **Francia, Italia e Ungheria**, Stati membri che registravano *squilibri* e per i quali la Commissione ha segnalato la necessità di adottare un'azione politica risoluta, l'esame approfondito verificherà se gli squilibri persistano.
- Per gli altri Stati membri in cui in passato era stata rilevata l'esistenza di *squilibri* (**Belgio, Bulgaria, Danimarca, Malta, Paesi Bassi, Finlandia, Svezia e Regno Unito**), l'esame approfondito aiuterà a stabilire in quali di essi gli squilibri persistano e in quali siano stati superati. Nell'ottica della Commissione, poiché gli squilibri sono stati rilevati mediante l'analisi particolareggiata condotta in occasione dell'esame approfondito precedente, anche la conclusione che lo squilibrio è stato sanato dovrebbe essere tratta solo dopo aver valutato debitamente tutti i fattori pertinenti in un altro esame approfondito, che può eventualmente determinare la chiusura della PSM per alcuni Stati membri.
- Si procederà ad un esame approfondito anche per la **Germania** e per il **Lussemburgo**, al fine di analizzarne meglio la posizione sull'estero e gli sviluppi interni per appurare se l'uno o l'altro paese presenti squilibri.
- Occorre infine procedere ad un esame approfondito per la **Croazia**, neomembro dell'UE, perché occorre comprendere la natura e i potenziali rischi che ne caratterizzano la posizione sull'estero, l'andamento degli scambi e la competitività, oltre che gli sviluppi interni.

**Per gli Stati membri che sono inseriti in un programma di aggiustamento macroeconomico e beneficiano di assistenza finanziaria, la sorveglianza degli squilibri e il monitoraggio delle misure correttive s'iscriveranno nel contesto del programma.** I paesi interessati sono Irlanda, Grecia, Cipro, Portogallo e Romania; la situazione dell'Irlanda nel contesto della PSM sarà valutata a programma concluso.

*Nell'ambito della sorveglianza multilaterale e conformemente all'articolo 3, paragrafo 5, del regolamento (UE) n. 1176/2011<sup>5</sup>, la Commissione invita il Consiglio e l'Eurogruppo a esaminare la presente relazione. La Commissione attende altresì con interesse di ricevere riscontri dal Parlamento europeo e di interagire adeguatamente con i pertinenti portatori di interesse. Nella preparazione dell'esame approfondito dei vari Stati membri interessati la Commissione terrà conto delle discussioni tenute in sede di Consiglio e di Eurogruppo. La pubblicazione degli esami approfonditi è prevista per la primavera del 2014, prima della stesura dei programmi nazionali di riforma e del pacchetto delle raccomandazioni specifiche per paese del Semestre europeo.*

<sup>5</sup> GU L 306 del 23.11.2011, pag. 25.

## 2. PROGRESSI NELLA CORREZIONE DEGLI SQUILIBRI

**Nell'ultimo anno la maggior parte degli Stati membri dell'UE ha compiuto progressi verso la correzione degli squilibri**, non soltanto riguardo ai disavanzi delle partite correnti e ai principali indicatori della competitività, ma anche nei conti pubblici, nei bilanci del comparto privato e nei settori finanziari. In molti Stati membri, tuttavia, continuano a pesare sull'attività economica le pressioni alla riduzione dell'indebitamento che agiscono sui settori privato e pubblico; in varie economie la domanda interna è indebolita dall'esigenza di incrementare i risparmi delle famiglie e, in alcuni casi, dall'evoluzione salariale, così come, per le imprese, dalla necessità di ridurre l'indebitamento. Il basso livello di attività economica conseguente alla crisi ha inoltre determinato un incremento dei tassi di disoccupazione e deteriorato vari altri indicatori sociali.

**La correzione degli squilibri contribuisce al miglioramento dei fondamentali e a una ripresa graduale.** Nel contempo, la progressiva normalizzazione della situazione economica concorre a ridurre i rischi macroeconomici connessi con gli squilibri. Le prospettive di crescita<sup>6</sup> sono oggi più rosee di un anno fa e i progressi verso la correzione degli squilibri macroeconomici esterni e interni spianeranno la strada alla crescita e alla convergenza. Negli ultimi mesi le notizie economiche sono state incoraggianti: dopo vari trimestri di contrazione, nel secondo trimestre si è constatata una crescita del PIL dello 0,3 per cento tanto nella zona euro quanto nell'UE. Per il secondo semestre dell'anno gli indicatori fondamentali rilevano un proseguimento in tale direzione, seppur con ritmo moderato. Anche la graduale ripresa della domanda interna e l'aumento delle esportazioni, sostenuto dai miglioramenti della competitività, confermano le prospettive di accelerazione della ripresa per l'anno prossimo. Per quanto riguarda i diversi aspetti trattati dalla PSM, si possono formulare le seguenti osservazioni valide trasversalmente ai diversi paesi.

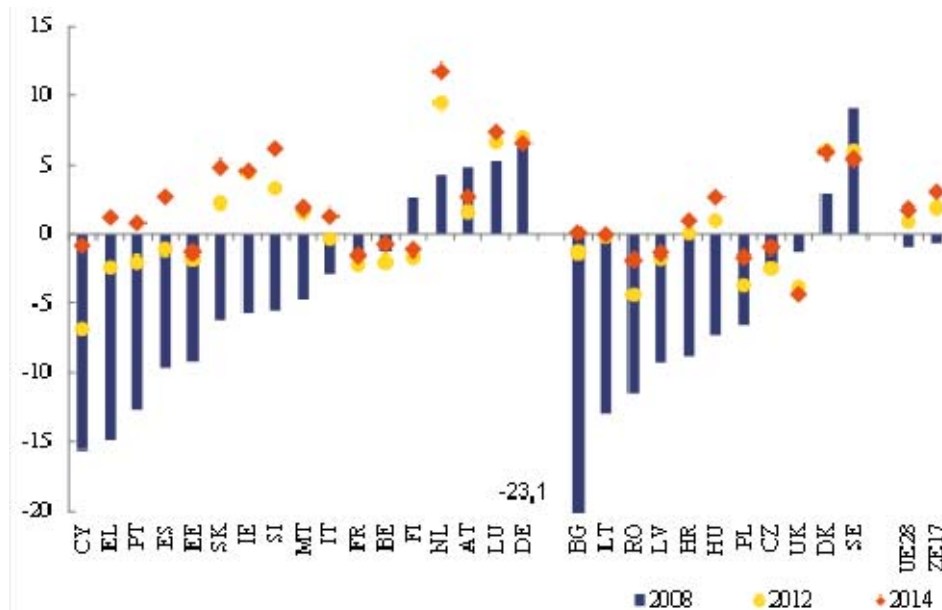
- **Si è registrato un miglioramento notevole nelle partite correnti degli Stati membri che erano soliti presentare disavanzi consistenti** (grafico 1), in particolare negli Stati membri inseriti in un programma di aggiustamento macroeconomico sostenuto da assistenza finanziaria (EL, IE, CY, PT e RO) così come in BG, EE, ES, LT, LV, SI e SK, vale a dire negli Stati membri che, fino a pochi anni fa, registravano i maggiori disavanzi delle partite correnti e si trovavano su un percorso di sviluppo insostenibile. Sebbene parte consistente del miglioramento dei conti con l'estero dipenda dalla contrazione delle importazioni causata dalla riduzione della domanda interna e dalla riallocazione della spesa, si registrano altresì risultati positivi in termini di esportazioni. Questo miglioramento della posizione sull'estero degli Stati membri che erano soliti registrare disavanzi consistenti ha componenti cicliche e altre slegate dal ciclo. I dati di fatto dimostrano che i miglioramenti delle partite correnti includono un'ampia componente slegata dal ciclo, che deriva sia dall'espansione delle esportazioni sia da perdite di reddito che determinano un calo delle importazioni, fenomeni che non si prevede svaniscano con il consolidamento della ripresa<sup>7</sup>. L'ultimo aggiornamento del quadro di valutazione evidenzia ancora, riguardo al disavanzo delle partite correnti (media sui 3 anni 2010-2), un indicatore che supera la soglia del 4 per cento del PIL sia per PL sia per EL, CY, PT

<sup>6</sup> Cfr. "European Economic Forecast-Autumn 2013", *European Economy*, 2013 (7).

<sup>7</sup> In altre parole questo significa che, in genere, la riduzione dei disavanzi delle partite correnti è stata superiore a quanto si potesse prevedere date le stime del divario tra prodotto effettivo e prodotto potenziale negli Stati membri interessati e nei loro partner commerciali. Per una delle metodologie di stima della componente ciclica dei saldi delle partite correnti, cfr. Salto, M. e A. Turrini (2010), "Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment", *European Economy-Economic Papers*, 427.

e RO. Nel 2013, tuttavia, si prevede invero un avanzo per ES, PT, SK e SI e nel 2012 solo CY e RO presentavano un disavanzo pari o superiore al 4 per cento del PIL. Fra i paesi la cui posizione sull'estero è andata deteriorandosi negli ultimi anni occorre prestare particolare attenzione a FR e UK, che presentano attualmente due dei disavanzi più consistenti dell'UE, seppur inferiori alla soglia.

**Grafico 1: Disavanzi (-) e avanzi (+) delle partite correnti**  
2008, 2012 e 2014 (previsioni)  
(in % del PIL)



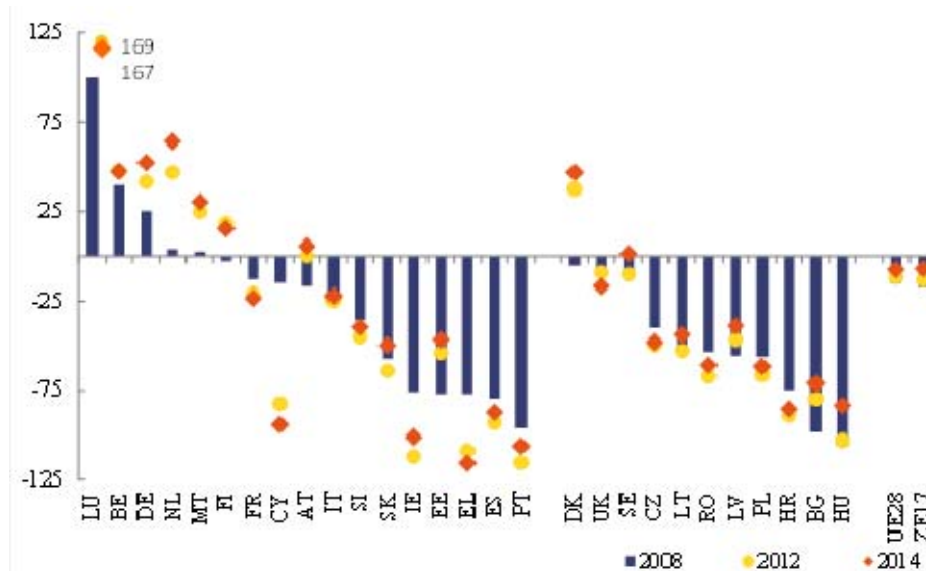
Fonte: Eurostat, servizi della Commissione.

- La sostenibilità esterna delle economie più vulnerabili non è tuttavia ancora ripristinata saldamente** (grafico 2). La maggior parte degli Stati membri registra una NIIP negativa elevata: nella zona euro è il caso, in particolare, di ES e EE così come dei quattro paesi inseriti in un programma (PT, EL, IE e CY), al di fuori della zona euro di BG, HR, HU e LV; tutti questi paesi hanno una NIIP negativa superiore al 50 per cento del PIL e alcuni di essi (IE, EL, PT e HU) persino superiore al PIL annuo. In particolare, la NIIP di CY è andata deteriorandosi a ritmo alquanto sostenuto negli ultimi anni. Anche la NIIP di CZ, LT, PL, SK e SI, nonché di RO, è più negativa della soglia indicativa, ma stabile. Nel 2013 tutti questi Stati membri (tranne EL e CY) presentano saldi delle partite correnti superiori a quelli in grado di stabilizzarne le passività con l'estero a medio termine, ma, per ricondurre la NIIP a un livello di maggiore sicurezza, è necessario registrare un disavanzo minore, o addirittura un avanzo, per un periodo prolungato e un maggiore dinamismo nell'attività economica<sup>8</sup>. In alcuni paesi, inoltre, il miglioramento dei coefficienti di NIIP non si è ancora tradotto in dati concreti a causa del livello bassissimo della crescita nominale. In tali paesi l'entità della NIIP negativa espone le condizioni di finanziamento all'alea delle variazioni delle prospettive economiche e delle fluttuazioni del mercato. I rischi insiti in una NIIP negativa, compreso in termini di impatto sull'attività economica e sulla stabilità finanziaria, dipendono molto dalla composizione

<sup>8</sup> Cfr. "The Dynamics of International Investment Positions", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (3): 7-20.

delle passività: sotto questo profilo, i paesi che hanno volumi consistenti di investimenti diretti esteri in entrata (BG, CZ, EE, SK, LT, LV e IE) si trovano in una posizione migliore dei paesi la cui NIIP negativa si compone principalmente di debito estero<sup>9</sup>.

**Grafico 2: Posizioni patrimoniali nette sull'estero**  
2008, 2012 e 2014 (proiezioni)  
(in % del PIL)



Nota: le proiezioni relative al 2014 suppongono l'assenza di plusvalenze/minusvalenze  
Fonte: Eurostat, servizi della Commissione.

- **Alcuni Stati membri continuano a presentare un avanzo molto consistente delle partite correnti**, ben superiore alla soglia indicativa del 6 per cento del PIL (grafico 1 e riquadro 1): si tratta di DE, LU, NL e, in misura minore, SE. Stando alle previsioni disponibili, non si verificherà in tempi brevi nessuna diminuzione rilevante di tali avanzi. Sebbene ciascuno di questi paesi presenti caratteristiche strutturali che giustificano avanzi moderati e persistenti, i livelli registrati negli ultimi anni e previsti fino a tutto il 2014 si situano ben al di sopra sia dei livelli storici sia di quanto la maggior parte delle stime consideri giustificato in base ai fondamentali dei paesi<sup>10</sup>. Per quanto riguarda DE, poiché in tale paese l'attività economica ha sofferto meno che nella maggior parte dei partner, si può supporre che l'avanzo corretto per il ciclo sia superiore ai dati effettivi, ma la stessa considerazione non sembra valere per NL. Gli avanzi scaturiscono dalla forza competitiva e dalla specializzazione nei settori in cui la domanda mondiale è più alta – che sono sviluppi positivi – ma rispecchiano anche la debolezza della domanda interna, a sua volta indice della presenza di ostacoli strutturali a una crescita endogena<sup>11</sup>. L'aumento degli investimenti e la riduzione del risparmio complessivo recherebbero in tali paesi benefici in termini di benessere economico e di sostenibilità della crescita, senza per questo ridurre la competitività, tanto più che i paesi in avanzo tendono a presentare un rapporto investimenti/PIL inferiore alla media dell'UE. Un avanzo consistente può peraltro rispecchiare anche inefficienze nell'intermediazione finanziaria. Questi avanzi consistenti

<sup>9</sup> Cfr. "The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2): 17-25.

<sup>10</sup> Cfr., ad es., FMI (2013), "Multilateral Policy Issues Report - 2013 Pilot External Sector Report", (giugno) e "Germany-Staff Report for the 2013 Article IV Consultation", (agosto).

<sup>11</sup> Queste problematiche erano già trattate nelle raccomandazioni (specifiche per paese) rivolte negli anni scorsi agli Stati membri in questione.

combinati alla riduzione dei disavanzi sopra descritta implicano che la zona euro è passata dalla posizione sull'estero in pareggio del passato ad un avanzo di oltre il 2 per cento del PIL<sup>12</sup>, con il rischio di pressioni sull'euro ad apprezzarsi rispetto alle altre valute internazionali e della conseguente necessità, per i paesi vulnerabili, d'intensificare ulteriormente gli sforzi tesi a ridurre l'indebitamento e recuperare competitività intervenendo sui costi.

- **Si sono conseguiti miglioramenti della competitività sia sui prezzi sia non basata sui prezzi in vari paesi, specie nei più vulnerabili.** Dall'ultimo aggiornamento del quadro di valutazione della PSM risulta, in netto contrasto con la situazione regnante anche solo pochi anni fa, che nessuno Stato membro (ad eccezione di LU) registra aumenti del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (ULC) oltre la soglia indicativa<sup>13</sup>. Fra i paesi caratterizzati in passato dal maggiore dinamismo degli aumenti, riduzioni tangibili sono riscontrabili in ES, LV e LT così come in IE e EL<sup>14</sup>. La ripresa della competitività è fondamentale ai fini del processo di aggiustamento delle economie confrontate alle problematiche più acute in termini di sostenibilità esterna: senza un miglioramento in tal senso, in tali paesi la riduzione del disavanzo poggierebbe soprattutto sulla contrazione delle importazioni e la riduzione del tenore di vita. Nessun paese registra inoltre un *apprezzamento* del tasso di cambio effettivo reale al di sopra della soglia indicativa. Per molti Stati membri, di fatto, il tasso di *deprezzamento* del tasso di cambio effettivo reale si è situato oltre la soglia a causa dell'evoluzione del tasso di cambio nominale dell'euro (e, al di fuori della zona euro, delle altre monete nazionali). Benché la valutazione della competitività non legata al prezzo sia più complessa, i dati di fatto indicano miglioramenti in vari paesi, con espansione delle esportazioni verso nuovi mercati e nuovi settori.
- **Il livello delle esportazioni è aumentato in vari paesi, ma sul piano mondiale la maggior parte degli Stati membri continua a perdere quote di mercato.** Nell'ultimo quinquennio soltanto BG, EE, LV, LT, MT, PL e RO, che complessivamente contano per non oltre il 5½ per cento delle esportazioni dell'UE, hanno aumentato le loro quote di mercato e solo LV e LT ne hanno conquistato nel 2012. La perdita di quote di mercato è stata particolarmente pesante per HR, CY, IT, FI e EL. Tuttavia, negli ultimi anni è diminuita tra gli Stati membri dell'UE l'eterogeneità dei livelli delle esportazioni e paesi quali ES e PT hanno migliorato i risultati delle esportazioni. Nel valutare l'evoluzione della quota di mercato delle esportazioni si dovrebbe tener conto del fatto che le perdite relative sono collegate all'espansione delle grandi economie emergenti, ad esempio Cina, Brasile, Russia e India. Nondimeno, anche dal confronto con altre economie avanzate, come i paesi dell'OCSE, emerge che nell'ultimo quinquennio il livello delle esportazioni della maggior parte degli Stati membri non è stato positivo.
- **L'aggiustamento dei bilanci prosegue in molti Stati membri, ma l'indebitamento del settore privato resta elevato** (grafico 3). Nonostante gli attuali sforzi di riduzione dell'indebitamento, nella maggior parte degli Stati membri il debito del settore privato resta al di sopra della soglia indicativa<sup>15</sup>. Il ritmo e l'entità dell'aggiustamento in corso variano tuttavia da un paese all'altro: gli aggiustamenti drastici in ES, HU, LT e SI coesistono

<sup>12</sup> Cfr. "Current Account Surpluses in the EU", *European Economy*, 2012 (9).

<sup>13</sup> Sul collegamento fra ULC, prezzi all'esportazione e riequilibrio, cfr. "Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3): 19-25.

<sup>14</sup> Cfr. "Labour Market Developments in Europe-2013", *European Economy*, 2013 (6) e "Benchmarks for the Assessment of Wage Developments", *European Economy-Occasional Papers*, 146.

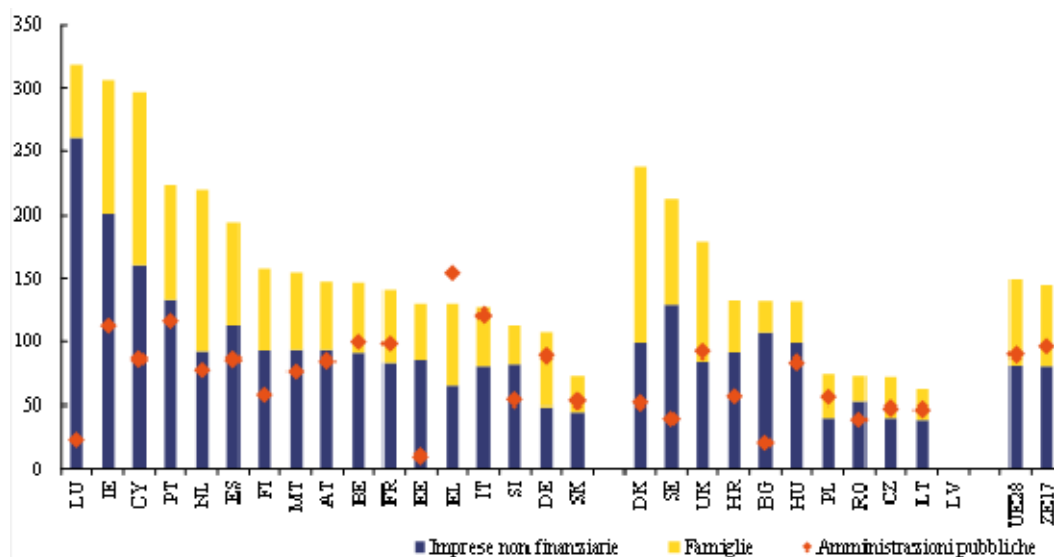
<sup>15</sup> Cfr. "Refining the MIP Scoreboard - Technical Changes to the Scoreboard and Auxiliary Indicators", *op. cit.*, per le modifiche della definizione di debito del settore privato nel quadro di valutazione.



infatti con aumenti ingenti del rapporto debito privato consolidato/PIL in BE, FR e FI, nonché in CY e IE. Nel 2012 la parte del leone nell'aggiustamento del debito privato va alla riduzione dell'indebitamento delle famiglie (soprattutto in DK, EE e UK così come in PT)<sup>16</sup>.

- **La riduzione dell'indebitamento segue una dinamica influenzata dalla situazione del sottostante mercato del credito** e dell'accesso ai finanziamenti. Nel 2012 la crescita del credito è rimasta complessivamente al di sotto della soglia a causa di fattori legati sia all'offerta sia alla domanda, tra i quali non è facile operare una distinzione. Come mostra l'indicatore delle passività del settore finanziario, in vari paesi le banche hanno ridimensionato i bilanci. Il calo del credito netto constatato nel 2012 in EL, IE e PT ha rappresentato un ulteriore freno all'attività economica che ha aumentato temporaneamente il rapporto debito/PIL di tali paesi soggetti a programma per effetto del denominatore; per alcuni paesi restano preoccupanti le controeazioni negative fra pressioni alla necessaria riduzione dell'indebitamento e attività economica. In BG, DE, AT, PL e UK l'aggiustamento ha invece avuto luogo sullo sfondo di pressioni ridotte sul mercato del credito e una maggiore solidità della crescita del PIL nominale. La disaggregazione per settore indica che, tra i paesi in cui l'indebitamento delle imprese è in calo, i flussi negativi di credito netto paiono apportare un contributo considerevole in ES, HU e SI, nonché in EL. In ultima analisi, le difficoltà ad ottenere finanziamenti potrebbero determinare sottoinvestimenti negli Stati membri vulnerabili, con conseguenti ritardi nella ripresa e nell'effettivo riequilibrio dell'economica verso settori più produttivi e orientati all'esportazione<sup>17</sup>.

**Grafico 3: Debito delle imprese non finanziarie, delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche**  
2012 (in % del PIL)



Nota: Dati aggregati sul debito del settore privato per UE28 e ZE17 come media ponderata risultante dal consolidamento dei dati relativi ai singoli paesi.

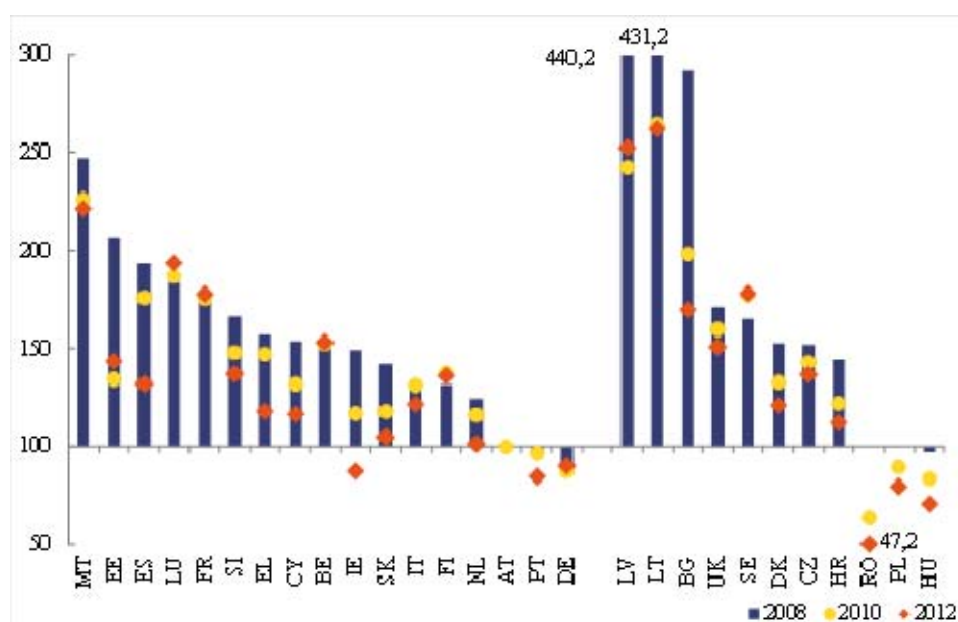
Fonte: Eurostat.

<sup>16</sup> Cfr. "Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1): 26-32, e Cuerpo, C. et al. (2013), "Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment", *European Economy-Economic Papers*, 477.

<sup>17</sup> Cfr. "Product Market Review-2013", *European Economy*, 2013 (imminente) e "Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1): 19-25.

- **Si è diffuso e accelerato il calo dei prezzi delle abitazioni** (grafico 4). Nel 2012 si è assistito ad un ulteriore aggiustamento dei prezzi reali delle abitazioni<sup>18</sup>, che ha determinato elevati tassi negativi di crescita in BG, DK, ES, HU, IT, NL, SI e SK così come in IE, PT e RO, correlati all'inasprimento delle condizioni del credito e agli sforzi delle famiglie per ridurre l'indebitamento. Di fatto i prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione sono aumentati solo in DE, EE, LU, MT e AT. Peraltro, nel 2012 la correzione si è accelerata nei paesi in cui si era già verificato un ingente calo cumulato rispetto al picco (BG, ES, NL, SI nonché CY). Al ridimensionamento del mercato immobiliare si affiancano politiche volte a riequilibrare l'incentivazione distogliendola dall'acquisto della casa di proprietà e dal finanziamento del debito che comporta. Uno dei fattori che possono contribuire a ridurre la volatilità dei mercati abitativi e ad attutire l'impatto delle loro oscillazioni sull'economia è il varo di riforme importanti atte a promuovere i mercati della locazione, diminuire l'incentivazione fiscale a favore degli strumenti collegati ai mutui ipotecari o rendere i bilanci delle famiglie meno vulnerabili alle brusche variazioni del reddito o dei tassi d'interesse<sup>19</sup>.

**Grafico 4: Prezzi delle abitazioni (al netto dell'inflazione)**  
2008, 2010 e 2012  
(indice 2000=100, salvo indicazione contraria)



Nota: Date le lacune nei dati, si considerano gli anni base seguenti: 2004 per CZ, 2003 per EE e SI, 2002 per CY, 2006 per SK, 2007 per HU e 2008 per PL, AT e RO. Inoltre, poiché i dati sono incompleti, per AT la losanga rossa si riferisce al 2011; le informazioni disponibili indicano una forte crescita per il 2012.

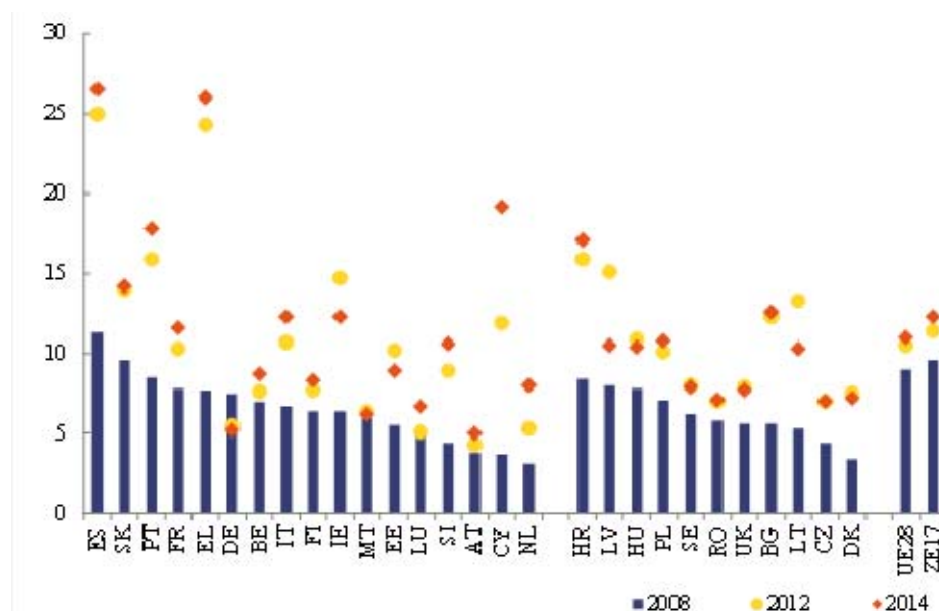
Fonte: Eurostat, BCE, OCSE, BRI.

<sup>18</sup> Prezzi relativi (o reali) delle abitazioni, ossia previa applicazione del deflatore dei consumi.

<sup>19</sup> Cfr. "Assessing the dynamics of house prices in the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (4): 7-18, "Taxation of Housing", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (4): 25-30 e "Tax Reforms in EU Member States 2013", *European Economy*, 2013(5), in particolare punto 2.6. Sul rischio legato alle abitazioni, cfr. Pataracchia, B., R. Raciborski, M. Ratto e W. Röger (2013), 'Endogenous Housing Risk in an Estimated DSGE Model of the Euro Area,' *European Economy-Economic Papers*, 505.

- Nel corso del processo di riequilibrio la situazione occupazionale e sociale è peggiorata in diversi paesi.** Si è in particolare assistito ad un aumento vertiginoso della disoccupazione in vari Stati membri: ES, HR, LV, LT e SK, così come EL, IE, CY e PT, presentano tassi di disoccupazione elevati o molto elevati (grafico 5). Soltanto in DE il tasso di disoccupazione era nel 2012 più basso che nel 2008 e negli ultimi anni l'aumento della disoccupazione è stato contenuto solo in pochi paesi. Un aumento consistente ha interessato anche altre tipologie di misurazione, come la disoccupazione giovanile o quella di lunga durata, in particolare in EL e ES: si sono così scavati solchi profondi all'interno dell'UE. La debolezza dell'attività economica e, in taluni casi, il ridimensionamento di importanti settori ad alta intensità di manodopera, come l'edilizia (ad es., in ES, SI e IE), s'iscrivono nel processo di aggiustamento determinando uno spostamento di risorse dal settore dei beni o servizi non scambiabili a quello dei beni o servizi scambiabili e lo spostamento della spesa verso prodotti di produzione nazionale. Benché auspicabile e inevitabile, la riallocazione delle risorse non è per questo un processo indolore. Gli alti tassi di disoccupazione indicano altresì una prestazione carente dell'economia nel suo complesso, il deprezzamento del capitale umano e l'indebolimento delle potenzialità di crescita. L'impatto del processo è attutito da vari filoni di riforme del mercato del lavoro e di quello dei capitali, ma resta il fatto che la disoccupazione è aumentata in modo vertiginoso superando i picchi toccati in passato in molti Stati membri. Per inglobare meglio la considerazione dell'impatto sociale degli squilibri e dell'aggiustamento, sono stati aggiunti alcuni indicatori sociali agli indicatori ausiliari ai fini della lettura del quadro di valutazione in chiave economica. Il tasso di disoccupazione rileva un deterioramento dell'incontro tra domanda e offerta sul mercato del lavoro; l'aumento dei tassi inerenti a disoccupazione giovanile e di lunga durata, inattività, povertà ed esclusione sociale denotano una sottoutilizzazione delle risorse e il deterioramento della coesione sociale.

**Grafico 5: Tasso di disoccupazione**  
2008, 2012 e 2014 (previsioni)



Fonte: servizi della Commissione

- **Aumenta la mobilità del lavoro all'interno dell'UE.** Nel 2012 la migrazione intra UE si è attestata a 6½ milioni, con un aumento di 200 000 unità rispetto al 2011, in una fotografia sempre più fedele della situazione del mercato del lavoro. In LV e LT la migrazione negativa netta è stata più contenuta che negli anni precedenti, a dimostrazione di un certo miglioramento sul mercato del lavoro. Per converso, in PT e ES l'aumento dei tassi di disoccupazione ha determinato per entrambi i paesi un'accelerazione dei flussi di emigrazione netta, che hanno tuttavia interessato, in grande misura, il rinvio di migranti di paesi terzi. Contestualmente è continuata ad aumentare l'immigrazione netta nei paesi che vantano tassi di disoccupazione relativamente bassi, quali DE, AT e SE. La migrazione può avere una funzione nel processo di aggiustamento, perché agevola la redistribuzione dei lavoratori dalle zone di disoccupazione a quelle in cui la domanda di lavoro è consistente. Tuttavia, i paesi che registrano flussi di emigrazione netta devono continuare ad attuare politiche che consentano loro di migliorare le potenzialità di crescita, in modo da riuscire, a medio termine, ad attrarre quegli stessi lavoratori qualificati che stanno perdendo in questa fase di aggiustamento.

### 3. COMMENTI SPECIFICI PER PAESE SULLA LETTURA DEL QUADRO DI VALUTAZIONE

I commenti che seguono non riguardano gli Stati membri sottoposti a sorveglianza nel quadro di un programma di aggiustamento macroeconomico sostenuto da assistenza finanziaria<sup>20</sup>, vale a dire Grecia, Cipro, Portogallo e Romania; la presente relazione tratta il caso dell'Irlanda, ma la situazione del paese nel contesto della PSM sarà valutata alla scadenza dell'assistenza finanziaria in corso, prevista per il febbraio 2014.

**Belgio** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che il Belgio presentava squilibri macroeconomici, in particolare in termini di competitività e indebitamento e soprattutto per le implicazioni dell'elevato debito pubblico per l'economia reale. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori (gli stessi dell'anno scorso) superano la soglia indicativa: perdite di quote del mercato delle esportazioni, debito del settore privato e debito pubblico. Nel 2012 la tendenza a lungo termine a perdite di quote del mercato delle esportazioni ha subito un'accelerazione, ripercuotendosi sulla prosecuzione dell'evoluzione negativa della bilancia delle merci. La posizione delle partite correnti è peggiorata ulteriormente e presenta ora un lieve disavanzo. La NIIP resta tuttavia stabile e positiva. Per quanto riguarda la competitività di costo, gli indicatori disponibili evidenziano una certa stabilizzazione. Nondimeno, pur restando al di sotto della soglia indicativa, l'ULC ha subito una nuova accelerazione nel 2012 che è comunque data in rallentamento nel 2013. Nel 2012 il tasso di cambio effettivo reale si è lievemente deprezzato, in linea con il tasso di cambio dell'euro. Nello stesso anno il debito del settore privato è aumentato, rimanendo ben al di sopra della soglia anche se consolidato per i prestiti intersocietari nazionali. Il debito pubblico ha continuato ad aumentare e si prevede oltrepassi il 100 per cento del PIL nel 2013, per poi nel complesso stabilizzarsi negli anni successivi. Occorre inoltre monitorare anche le sopravvenienze passive, per l'effetto che potrebbero avere sia sulla posizione delle finanze pubbliche sia sull'economia reale. Nel 2012 sono diminuite le passività del settore finanziario, che ha presentato l'indebitamento più basso degli ultimi cinque anni. Nello stesso anno i prezzi delle abitazioni hanno evidenziato un lieve calo dopo esser rimasti stabili dal 2008, a indicazione della graduale realizzazione dell'aggiustamento. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in aprile, procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Bulgaria** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che la Bulgaria presentava squilibri macroeconomici, in particolare in termini di impatto della riduzione dell'indebitamento delle imprese e di aggiustamento continuo delle posizioni sull'estero, di competitività e di mercati del lavoro. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia NIIP e disoccupazione. I rischi derivanti dalla posizione sull'estero paiono ridotti rispetto a qualche anno fa. La NIIP negativa resta elevata, mentre è diminuito considerevolmente il debito estero dato il volume degli investimenti diretti esteri.

---

<sup>20</sup> Quest'impostazione, grazie alla quale si evita la duplicazione delle procedure e degli obblighi di comunicazione, è stata fissata dal regolamento (UE) n. 472/2013 (GU L 140 del 27.5.2013, pag. 1), che è uno degli elementi del cosiddetto "two pack". È altresì in linea con la proposta della Commissione su un meccanismo di assistenza finanziaria per gli Stati membri la cui moneta non è l'euro (COM(2012) 336 del 22.6.2012). Per un'analisi particolareggiata della situazione economica di questi paesi e dei loro progressi verso la correzione degli squilibri, cfr. le ultime relazioni sulle verifiche di conformità in *European Economy-Occasional Papers*, 162 (Irlanda), 159 (Grecia), 161 (Cipro), 156 (Romania) e 153 (Portogallo). La Spagna è analizzata nella presente relazione sebbene usufruisca di finanziamento pubblico per la ricapitalizzazione delle banche - cfr. *European Economy-Occasional Papers*, 155. Sul "two-pack", cfr. "The Two-Pack on Economic Governance", *European Economy-Occasional Papers*, 147.

Inoltre, sia la NIIP negativa sia il debito estero netto seguono un'analoga tendenza discendente, trainata dall'aggiustamento verso il pareggio delle partite correnti e dal protrarsi dell'apporto positivo dei trasferimenti in conto capitale. La correzione delle partite correnti pare principalmente legata dal ciclo e il suo impatto sull'attività economica è stato relativamente debole. Prosegue il miglioramento degli indicatori della competitività di prezzo e di costo, che paiono funzionali a una crescita delle esportazioni in futuro. Dal 2012 l'indicatore dell'ULC nominale è allineato alla soglia fissata nel quadro di valutazione, grazie al rallentamento dell'aumento delle retribuzioni e a incrementi duraturi della produttività, derivanti anche dalla riduzione del personale. Il settore privato sta riducendo l'indebitamento. In Bulgaria il debito delle imprese non finanziarie è relativamente elevato rispetto ai paesi comparabili, ma deriva in gran parte dai prestiti intersocietari transfrontalieri. Il credito resta modesto in riflesso di una ripresa economica fiacca. Persiste la debolezza del mercato del lavoro e la disoccupazione, compreso per i giovani e i disoccupati di lunga durata, è continuata a salire, anche se pare stabilizzarsi nel corso del 2013. Negli ultimi anni anche la povertà e l'esclusione sociale hanno registrato un aumento e la percentuale di giovani "né-né"<sup>21</sup> è la più alta dell'UE. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in aprile, procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Repubblica ceca** - Nei cicli precedenti della PSM non erano stati riscontrati squilibri nella Repubblica ceca. Il quadro di valutazione aggiornato riporta una NIIP negativa ancora al di sopra della soglia indicativa, con un indicatore che evidenzia un ulteriore deterioramento dovuto ai disavanzi delle partite correnti, attestatisi fra il 2½ e il 3 per cento del PIL ma dati in diminuzione nei prossimi anni. I rischi collegati alla posizione sull'estero restano contenuti, perché gran parte delle passività con l'estero è costituita da investimenti diretti esteri e, quindi, il debito estero netto è molto basso. Sebbene nei primi anni del secolo gli investimenti diretti esteri abbiano contribuito a migliorare il livello delle esportazioni, la conquista di quote del mercato delle esportazioni ha rallentato considerevolmente per poi trasformarsi addirittura in una perdita esigua nel 2010-2. Per gli indicatori della competitività trasversali a tutta l'economia, quali il tasso di cambio effettivo reale e l'ULC, è mancato finora un miglioramento sufficientemente netto da giustificare prospettive più rosee per il livello delle esportazioni nei prossimi anni. Sul fronte interno, l'afflusso di capitali esteri ha contribuito a un rapido aumento dei prezzi reali delle abitazioni prima della crisi. Anche se la solidità del settore finanziario non ha risentito più di tanto della correzione in corso sui prezzi, da vari anni la crescita del credito è debole. Il rapporto debito del settore privato/PIL è ancora nettamente al di sotto della soglia indicativa. Nel complesso il mercato del lavoro ha assicurato una tenuta relativamente buona alla recente debolezza dell'attività economica: il tasso di disoccupazione è salito al 7 per cento nel 2012. Tuttavia, la disoccupazione giovanile (19½ per cento nel 2012) è più che raddoppiata rispetto al 2008, pur restando sotto la media dell'UE, ed è improbabile che scenda fintantoché l'attività economica non sarà ripartita. *In conclusione, la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della PSM.*

**Danimarca** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che la Danimarca presentava squilibri macroeconomici in termini di indebitamento elevato delle famiglie e aggiustamento continuo sul mercato abitativo. Nel quadro di valutazione aggiornato superano le soglie indicative gli stessi indicatori dell'anno scorso, vale a dire il debito del settore privato e le perdite di quote del mercato delle esportazioni, queste ultime connesse al peggioramento

---

<sup>21</sup> Giovani disoccupati al di fuori di ogni ciclo di istruzione e formazione.

della competitività constatato nell'ultimo decennio. Si prevede tuttavia che l'attuale moderazione nell'aumento delle retribuzioni e nell'ULC nominale, combinata al deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, sosterranno la ripresa, già in corso, della competitività. Le partite correnti sono positive da oltre un ventennio, con un avanzo attualmente prossimo al limite massimo indicato nel quadro di valutazione; la NIIP ha continuato a rafforzarsi. L'aumento dei prezzi delle abitazioni negli anni precedenti il 2008 ha innalzato il debito delle famiglie a livelli altissimi. Di conseguenza, il debito del settore privato resta nettamente al di sopra della soglia, ma segue dal 2009 un percorso discendente. Inoltre, il fatto che sia concentrato in famiglie ad alto reddito riduce i rischi connessi con le brusche variazioni dei tassi d'interesse. Il mercato abitativo è ancora fiacco, anche se nell'ultimo anno i prezzi hanno mostrato un lieve aumento. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in aprile, procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Germania** - Nei cicli precedenti della PSM non sono stati riscontrati squilibri per la Germania. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori supera la soglia indicativa, ossia avanzo delle partite correnti, deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, perdite di quote del mercato delle esportazioni e debito pubblico. Sul fronte esterno, l'indicatore del saldo delle partite correnti è nettamente al di sopra della soglia indicativa e, date le dimensioni dell'economia del paese, l'avanzo delle partite correnti tedesco rappresenta la maggior parte di quello dell'intera zona euro. Con l'applicazione delle revisioni statistiche, l'indicatore ha superato la soglia ogni anno dal 2007 in avanti. Dagli ultimi dati trimestrali e dalle previsioni di autunno della Commissione risulta che nel 2013 l'avanzo si attesterà allo stesso livello del 2012, al 7 per cento del PIL. Quanto al futuro, stando alle ultime previsioni dei servizi della Commissione, l'avanzo resterà al di sopra della soglia indicativa per tutto l'orizzonte di previsione, a indicazione del fatto che non si tratta di un fenomeno ciclico di breve durata. Gli avanzi ingenti si rispecchiano in una NIIP saldamente positiva e ascendente e in bilance dei redditi positive, con il rischio di esercitare sull'euro pressioni all'apprezzamento nei confronti di altre monete. Qualora tali pressioni si concretassero, i paesi periferici incontrerebbero difficoltà maggiori a recuperare competitività attraverso un deprezzamento interno. L'ingente avanzo indica che nell'economia tedesca i risparmi sono maggiori degli investimenti. Le famiglie presentano un tasso di risparmio tra i più alti della zona euro. Benché il paese si situi al penultimo posto nella zona euro per percentuale del debito del settore privato (imprese e famiglie) rispetto al PIL e nonostante le condizioni favorevoli in termini di tassi d'interesse, il settore privato ha continuato a ridurre l'indebitamento, anche se a ritmo più blando, e non ha quindi sostenuto una maggiore vivacità della domanda privata. L'anno scorso i flussi di credito privato sono rimasti contenuti, mentre gli investimenti fissi lordi sono diminuiti. Le raccomandazioni precedenti insistevano sulla necessità di rafforzare le fonti interne di crescita potenziale sullo sfondo di prospettive demografiche sfavorevoli. È opportuno analizzare più approfonditamente la dinamica della posizione tedesca sull'estero per comprendere meglio, tra l'altro, il ruolo che determinate caratteristiche interne, compresi i flussi finanziari, svolgono nei rapporti risparmio-investimenti in ambito settoriale e nell'andamento delle partite correnti. Nel periodo 2010-12 il tasso di cambio effettivo reale basato sullo IAPC ha subito un deprezzamento, soprattutto nei confronti dei partner non appartenenti alla zona euro, in collegamento con il deprezzamento nominale dell'euro, ma anche, seppur in misura minore, nei confronti degli altri paesi della zona euro. Questo ha giovato alla competitività delle imprese tedesche nei confronti della concorrenza esterna alla zona euro. L'ULC ha continuato a crescere più della media della zona euro, sullo sfondo del vigore del mercato del lavoro, con aumenti delle retribuzioni e una crescita relativamente modesta della produttività. L'apprezzamento

collegato del tasso di cambio effettivo reale corrispondente è tuttavia esiguo rispetto agli aumenti constatati nel decennio precedente la crisi. Il debito delle amministrazioni pubbliche si situa al di sopra della soglia indicativa, ma le proiezioni lo indicano in discesa dal 2013 in avanti. I prezzi delle abitazioni sono aumentati moderatamente, con aumenti più forti in alcune aree urbane. *In conclusione, la Commissione ritiene utile procedere ad un'analisi approfondita per verificare l'eventuale esistenza di squilibri.*

**Estonia** - Nei cicli precedenti della PSM non sono stati riscontrati squilibri per l'Estonia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia NIIP negativa e disoccupazione. Nonostante il contenuto disavanzo delle partite correnti, la NIIP negativa, pur restando nettamente al di sopra della soglia (-54 per cento del PIL nel 2012), è in miglioramento. Tale disavanzo si spiega con la contrazione dell'avanzo commerciale, causata da alcune perdite di quote di esportazione dovute in parte all'aumento dell'ULC nominale, e con la ripresa della domanda interna. Poiché le passività con l'estero consistono per metà in investimenti diretti esteri, i rischi restano tuttavia limitati. In termini di debito estero l'Estonia si è trasformata in creditore netto. Parallelamente l'indicatore della disoccupazione, seppur superiore alla soglia del quadro di valutazione, è in rapida diminuzione ed è dato al 9¼ per cento per fine 2013. La disoccupazione di lunga durata resta però relativamente elevata, al pari di altri indicatori inerenti alla povertà, all'esclusione sociale, alla grave deprivazione materiale e alla bassa intensità di lavoro. Grazie anche alla solida crescita del PIL nominale, l'indebitamento del settore privato del paese ha continuato a scendere, attestandosi nel 2012 al 129 per cento del PIL. Tuttavia, la riduzione dell'indebitamento del settore privato ha sostanzialmente segnato una battuta d'arresto: è probabile che il volume del debito privato, ancora relativamente ingente, limiti l'aumento del credito in futuro e costituisca un freno per la crescita della produzione a medio termine. *In conclusione, la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della PSM.*

**Irlanda** - Dal dicembre 2010 l'Irlanda attua un programma di aggiustamento macroeconomico con assistenza finanziaria; gli squilibri sono sorvegliati e le misure correttive monitorate in tale contesto, non nel quadro della PSM. Attuando il programma l'Irlanda ha compiuto progressi considerevoli verso la correzione degli squilibri eccessivi. Il quadro di valutazione aggiornato segnala il superamento della soglia per vari indicatori: NIIP negativa, deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, perdite di quote del mercato delle esportazioni, debito del settore privato e debito pubblico, disoccupazione. Quanto agli squilibri esterni, dal 2010 si registra un avanzo delle partite correnti, che però non si è ancora tradotto in un miglioramento della NIIP essenzialmente a causa degli effetti di valutazione che, comunque, costituiscono in sé un segnale di fiducia nell'economia. Anche i rischi connessi alle passività con l'estero vanno inquadrati nella prospettiva degli ingenti volumi di investimenti diretti esteri in entrata. La diminuzione dell'ULC e il deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale hanno permesso di correggere gli eccessi degli anni del boom e si sono concretati in aumenti di competitività. Ne è conseguito un rallentamento della perdita di quote di mercato nel 2012, anno per il quale l'erosione residua di quote è riconducibile a cambiamenti considerevoli nella composizione delle esportazioni di merci, agli effetti della scadenza dei brevetti che tutelavano farmaci essenziali per le esportazioni e a uno spostamento verso l'esportazione di servizi. Quanto agli squilibri interni, i prezzi delle abitazioni, in discesa da cinque anni e, secondo vari criteri di misurazione, attualmente sottovalutati, si sono stabilizzati o hanno cominciato a salire lievemente. Benché il debito del settore privato resti al di sopra della soglia, il processo di riduzione dell'indebitamento ha compiuto buoni progressi resistendo al notevole freno rappresentato dalla diminuzione del



reddito disponibile. Nel contempo è stato imposto alle banche d'intensificare gli sforzi atti a sfoltire il portafoglio dei prestiti in sofferenza, in particolare perfezionando soluzioni sostenibili per gli arretrati sui mutui ipotecari. Nel quadro della valutazione complessiva a titolo del programma è valutata anche la solidità sottostante dei bilanci delle banche. Il rispetto rigoroso degli obiettivi di bilancio concordati nel quadro del programma permetterà, stando alle proiezioni, di registrare il picco del debito delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL nel 2013 per poi avviarlo su un percorso discendente. Il tasso di disoccupazione resta al di sopra della soglia, ma da metà 2012 segue una tendenza discendente, attestandosi nel settembre 2013 al 13¼ per cento dopo aver toccato il picco del 15 per cento a inizio 2012. La disoccupazione di lunga durata e la disoccupazione giovanile restano nondimeno problemi di particolare criticità e gli ultimi anni hanno visto aumentare sensibilmente la povertà e l'esclusione sociale. *L'assistenza finanziaria e il programma di aggiustamento in corso hanno contribuito a ridurre gli squilibri macroeconomici e a gestire i rischi. La situazione dell'Irlanda nel contesto della PSM sarà valutata a programma concluso.*

**Spagna** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che la Spagna presentava squilibri macroeconomici eccessivi, in particolare a causa del persistere dei rischi per la crescita e la stabilità finanziaria dovuti agli elevatissimi livelli del debito interno e estero<sup>22</sup>. Inoltre, nonostante fosse in corso un riequilibrio dell'economia, sul futuro pesava l'imponente sfida rappresentata dalla portata dell'aggiustamento necessario e dagli altri punti di vulnerabilità legati all'esplosione della disoccupazione e alla crescita del debito delle amministrazioni pubbliche: la situazione imponeva un'azione politica costante. Il quadro di valutazione aggiornato segnala il superamento della soglia indicativa per vari indicatori: NIIP negativa, deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, perdite di quote del mercato delle esportazioni, debito del settore privato e debito pubblico, disoccupazione. Il consistente aggiustamento registrato nelle partite correnti, trainato dalla solida crescita delle esportazioni e dal calo delle importazioni, ha ricondotto al di sotto della soglia l'indicatore del quadro di valutazione. Nel 2013 si passerà ad un avanzo delle partite correnti, che si prevede s'irrobustisca negli anni successivi. Non si è tuttavia ancora stabilizzata la NIIP negativa, il cui deterioramento nel 2012 era dovuto principalmente ad effetti di valutazione, nei quali si può ravvisare un segnale di fiducia nell'economia. Nel 2012 si è assistito a un'accelerazione nel recupero della competitività grazie all'effetto combinato di moderazione salariale e forti progressi nella produttività (seppur dovuti in gran parte alla riduzione del personale) sulla diminuzione dell'ULC. Il miglioramento cumulato del tasso di cambio effettivo reale ha superato la soglia indicativa e sta compensando l'apprezzamento registrato in periodi precedenti. Sono proseguite le perdite di quote del mercato delle esportazioni, seppur con un andamento che, in termini relativi, è meno negativo che in altri paesi avanzati. Si constata un rapido aumento del debito pubblico a causa dei disavanzi delle amministrazioni pubbliche, della ricapitalizzazione delle banche e del saldo dei debiti pregressi con i fornitori. Il settore privato ha continuato a ridurre l'indebitamento, soprattutto mediante flussi negativi di credito; il ritmo è stato leggermente più lento per le famiglie che per le imprese, a causa delle scadenze più lunghe del debito delle prime, che si configura principalmente come mutuo

---

<sup>22</sup> In considerazione degli obiettivi ambiziosi del programma nazionale di riforma e del programma di stabilità della Spagna, non è stata tuttavia attivata la parte correttiva della PSM. La Commissione sta monitorando attentamente sia il processo di attuazione delle riforme politiche sia la conformità alle raccomandazioni inerenti alla PSM adottate in luglio dal Consiglio. Il monitoraggio evidenzia un'accelerazione tangibile del ritmo delle riforme negli ultimi mesi. Nonostante alcuni ritardi, l'avanzamento delle riforme procede con un ritmo ampiamente consono agli impegni assunti nel programma nazionale di riforma, nel programma di stabilità e nelle raccomandazioni inerenti alla PSM adottate in luglio dal Consiglio.

ipotecario, e del minore ricorso alle procedure d'insolvenza. Sul mercato abitativo il processo di aggiustamento ha registrato un'accelerazione, dovuta alla forte eccedenza di proprietà invendute e alla debolezza dei fondamentali. I costi sociali della crisi si palesano con sempre maggiore evidenza. Si stanno materializzando le conseguenze degli elevati tassi di disoccupazione di lunga durata e giovanile e del numero sempre maggiore di famiglie in cui l'intensità di lavoro è bassissima, combinati con il crollo dei redditi delle famiglie; ne consegue un aumento della povertà e dell'esclusione sociale. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri eccessivi riscontrati in aprile, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri.*

**Francia** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che la Francia presentava squilibri macroeconomici e ha segnalato la necessità di adottare un'azione politica risolutiva. Gli squilibri erano evidenti soprattutto nel deterioramento delle partite correnti e della competitività e nell'elevato debito delle amministrazioni pubbliche. Il quadro di valutazione aggiornato segnala il superamento della soglia indicativa per diversi indicatori: analogamente all'anno scorso, perdite di quote del mercato delle esportazioni e debito del settore privato e debito pubblico, cui si aggiunge ora il deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale. La lettura del quadro di valutazione evidenzia ancora aspetti problematici a livello sia interno che esterno. La Francia continua a perdere quote di mercato, sebbene in misura lievemente minore dell'UE (o della zona euro) nel suo complesso. Le perdite si traducono in un deterioramento del saldo delle partite correnti e nella NIIP negativa, che comunque restano ben al di sotto della soglia indicativa. Poiché si verifica nonostante il deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale e l'ULC relativamente contenuto, quest'evoluzione conferma il ruolo della competitività non legata ai prezzi. Le analisi condotte in precedenza hanno infatti segnalato gli effetti negativi della scarsa redditività sulle potenzialità d'investimento e sulla capacità d'innovazione delle imprese francesi, a scapito della loro competitività. Questa scarsa redditività pesa anche sulla capacità delle imprese di ridurre l'indebitamento, contribuendo così ad aumentare il debito del settore privato. Il debito delle famiglie resta invece relativamente contenuto, anche se la loro affidabilità creditizia risente del calo del reddito disponibile derivante dall'aumento della disoccupazione. L'aumento del livello del debito privato è preoccupante in un contesto di debito delle amministrazioni pubbliche tuttora in aumento, che si attesta oggi ad oltre il 90% del PIL. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in aprile, esaminare ulteriormente i rischi insiti nella persistenza degli squilibri.*

La **Croazia** ha aderito all'UE il 1° luglio 2013. Nel quadro di valutazione della PSM alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia NIIP, perdite di quote del mercato delle esportazioni e tasso di disoccupazione. La NIIP negativa, che a fine 2012 sfiorava il 90 del PIL, deriva soprattutto dall'accumularsi dei disavanzi delle partite correnti in epoca precedente alla crisi mondiale. Dal manifestarsi della crisi mondiale la situazione delle partite correnti si è incanalata in un percorso di aggiustamento graduale fino ad arrivare a un quasi pareggio nel 2012, dovuto in ampia misura alla depressione della domanda interna, mentre i livelli delle esportazioni sono stati modesti. L'aumento dell'ULC, associato ad una combinazione sfavorevole di specializzazione sui prodotti e orientamento geografico delle esportazioni, ha determinato una notevole diminuzione delle quote del mercato delle esportazioni. Gli ingenti afflussi di capitale nel periodo precedente la crisi hanno causato l'accumularsi del debito del settore privato, benché negli ultimi tempi il rapporto debito del settore privato/PIL si sia stabilizzato scendendo ad un valore lievemente inferiore alla soglia indicativa a fine 2012. La percentuale dei prestiti in sofferenza è aumentata

considerevolmente dal 2008, soprattutto fra le imprese, in parte anche in conseguenza del servizio più elevato del debito per le famiglie esposte in prestiti denominati in franchi svizzeri. Sulle prospettive di ripresa economica pesano le pressioni alla riduzione dell'indebitamento. A causa della contrazione dell'economia e della mancanza di aggiustamento sostanziale del bilancio, il debito delle amministrazioni pubbliche si è nel contempo innalzato rapidamente. Inoltre, l'onere debitorio delle imprese statali comporta sopravvenienze passive per la pubblica amministrazione. L'onere regolamentare e la concorrenza insufficiente in molti settori dell'economia continuano a intralciare fortemente la crescita e la creazione di posti di lavoro. La protratta recessione, combinata alle rigidità del mercato del lavoro e alle strozzature nella sicurezza sociale, ha determinato un calo dell'occupazione, soprattutto nel settore privato, con conseguente aumento consistente del tasso di disoccupazione, che nel 2012 ha raggiunto quasi il 16 per cento. Un problema particolarmente acuto è il tasso di disoccupazione giovanile (40 per cento), mentre l'elevata percentuale di disoccupati di lunga durata suggerisce l'esistenza di problemi strutturali. La percentuale di popolazione a rischio di povertà segue una tendenza ascendente ed è una delle più elevate dell'UE. *In conclusione, la Commissione ritiene utile procedere ad un'analisi approfondita per verificare l'eventuale esistenza di squilibri.*

**Italia** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che l'Italia presentava squilibri macroeconomici e ha segnalato la necessità di adottare un'azione politica risoluta. Gli squilibri erano evidenti soprattutto nei livelli delle esportazioni e nella sottostante perdita di competitività, così come nell'elevato indebitamento delle amministrazioni pubbliche. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: perdite di quote del mercato delle esportazioni, deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale e debito della pubblica amministrazione. L'indicatore delle perdite di quote di mercato resta considerevolmente al di sopra della soglia indicativa e i livelli delle esportazioni non reggono il confronto con le altre economie avanzate. Fino a metà 2012 le esportazioni verso i partner commerciali al di fuori della zona euro sono state sostenute da un calo consistente del tasso di cambio effettivo reale, determinato principalmente dal deprezzamento nominale dell'euro. Nel frattempo, un livello di produttività preoccupante continua a sostenere l'ULC nominale, che nel 2012 è aumentato più di quello della maggior parte dei partner commerciali. Il calo della domanda interna, in particolare la forte contrazione degli investimenti, è stato il fattore principale dietro al miglioramento del saldo delle partite correnti che, stando alle previsioni, registrerà un avanzo nel 2013. Sul fronte interno, l'elevato debito pubblico resta un punto di considerevole vulnerabilità per il paese, date in particolare le deboli prospettive di crescita. Nel 2012 la contrazione dell'attività economica e l'aumento della spesa per interessi hanno spinto il rapporto debito pubblico/PIL al 127 per cento, aumento comunque attenuato dall'avanzo primario (al 2½ per cento del PIL). Per incanalare il rapporto debito/PIL su un percorso costantemente in discesa è indispensabile realizzare e mantenere un avanzo primario consistente. L'indebitamento del settore privato, che resta al di sotto della soglia, è concentrato nelle imprese, settore cui, sullo sfondo della protratta recessione, è riconducibile la maggior parte del forte aumento dei prestiti in sofferenza. Benché l'indicatore (media sui 3 anni) sia ancora al di sotto della soglia, la disoccupazione è aumentata notevolmente sfiorando l'11 per cento nel 2012 e salendo ulteriormente al 12¼ per cento nell'agosto 2013, mentre elevatissimi sono il tasso di disoccupazione giovanile e la percentuale di giovani "né-né". Anche la povertà e l'esclusione sociale (soprattutto la grave deprivazione materiale) sono aumentate sensibilmente. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in aprile, esaminare ulteriormente i rischi insiti nella persistenza degli squilibri.*

**Lettonia** - Nei cicli precedenti della PSM non sono stati riscontrati squilibri per la Lettonia. Il quadro di valutazione aggiornato evidenzia il superamento della soglia indicativa per alcuni indicatori, ossia NIIP e disoccupazione, che però evolvono entrambi a ritmo sostenuto nella giusta direzione. La posizione sull'estero resta solida in quanto gli indicatori della competitività e le quote del mercato delle esportazioni continuano a crescere e il disavanzo delle partite correnti si è stabilizzato a livelli bassi. Benché la NIIP negativa resti al di sopra della soglia indicativa, gran parte delle passività con l'estero consiste in investimenti diretti esteri in entrata, con conseguenti rischi macroeconomici minori rispetto al debito. Sia la NIIP sia il debito estero diminuiscono a ritmo relativamente sostenuto, in una tendenza positiva che si prevede perduri per tutto l'orizzonte di previsione. Sul fronte degli indicatori interni, il debito pubblico resta nettamente al di sotto della soglia e si prevede scenda a meno del 40 per cento del PIL nel 2015, anno in cui, secondo il calendario fissato, la Lettonia avrà restituito i  $\frac{3}{4}$  dei prestiti dell'UE erogati nel 2009-11. Anche il livello del debito del settore privato è inferiore alla soglia. I prezzi delle abitazioni e i flussi di credito stanno lentamente segnando una ripresa dalla drastica correzione che ha caratterizzato il periodo della crisi; non sono attese grandi oscillazioni a medio termine, dato che si prevede la prosecuzione del processo di riduzione dell'indebitamento nel segmento famiglie. L'indicatore della disoccupazione (media su 3 anni) presenta un lieve miglioramento, ma la recente dinamica del mercato del lavoro è più favorevole e la disoccupazione sta calando rapidamente: si prevede ora che il tasso di disoccupazione scenda al di sotto della media dell'UE nel 2014 e al di sotto del 10 per cento nel 2015. L'evoluzione positiva del mercato del lavoro ha cominciato a dare un contributo alla riduzione della povertà e dell'esclusione sociale, il cui livello resta molto alto. *In conclusione, la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della PSM.*

**Lituania** - Nei cicli precedenti della PSM non sono stati riscontrati squilibri macroeconomici per la Lituania. Nel quadro di valutazione aggiornato, alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia NIIP e disoccupazione. Nonostante il graduale miglioramento registrato dal 2009, la NIIP resta nettamente negativa. Il debito estero netto è tuttavia sostanzialmente più basso, perché gran parte delle passività con l'estero consiste in investimenti diretti esteri in entrata. Nel primo semestre 2013 le partite correnti hanno presentato un lieve avanzo, che si prevede però si ritrasformi in un lieve disavanzo con l'ulteriore ripresa della domanda interna. Nelle previsioni il disavanzo sarà finanziato soprattutto mediante l'afflusso di investimenti diretti esteri e investimenti di portafoglio. Le esportazioni hanno continuato a conquistare quote di mercato grazie al sostegno offerto dal deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale e dalla diminuzione dell'ULC, anche se quest'ultimo ha ripreso recentemente a crescere a causa dei rinnovati aumenti delle retribuzioni. Sul fronte interno, il debito del settore privato è relativamente esiguo, così come il debito pubblico, che è anzi dato in calo nei prossimi anni. La crescita del credito di nuova erogazione alle imprese non finanziarie è passata al segno positivo ed è quindi rallentata la riduzione dell'indebitamento del settore privato. Negli ultimi anni i prezzi delle abitazioni sono rimasti relativamente stabili. La disoccupazione è diminuita sensibilmente ed è data al di sotto dell'11 per cento nel 2014. L'evoluzione positiva del mercato del lavoro sta dando un contributo alla riduzione della povertà e dell'esclusione sociale, il cui livello resta molto alto. *In conclusione, la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della PSM.*

**Lussemburgo** - Nei cicli precedenti della PSM non sono stati riscontrati squilibri macroeconomici per il Lussemburgo. Nel quadro di valutazione aggiornato vari indicatori superano la soglia indicativa, ossia avanzo delle partite correnti, costo del lavoro per unità, debito del settore privato e perdite di quote del mercato delle esportazioni. L'avanzo

elevatissimo cela un disavanzo persistente della bilancia commerciale. Recentemente, inoltre, le perdite di quote del mercato delle esportazioni hanno cominciato a destare preoccupazione: non soltanto la bilancia commerciale ha registrato un disavanzo senza precedenti, ma dal 2007 il paese ha anche perso quote di mercato nei servizi (principalmente finanziari). Inoltre, dal 2008 l'ULC nominale è aumentato molto più rapidamente che nella zona euro nel suo complesso ed è superiore alla soglia, nonostante i recenti provvedimenti di contenimento delle retribuzioni, indebolendo la competitività dell'industria del paese. L'entità dell'indebitamento del settore privato, soprattutto delle società non finanziarie, che aumenta la vulnerabilità delle imprese, può essere dovuta in parte a una normativa fiscale che privilegia il debito rispetto al capitale. Benché nel complesso il settore finanziario resti solido, la crisi finanziaria ne ha eroso le potenzialità di crescita e si profilano preoccupazioni circa l'impatto di un settore meno dinamico in termini sia di occupazione sia di sostenibilità delle finanze pubbliche, in considerazione anche dei costi legati all'invecchiamento demografico. *In conclusione, la Commissione ritiene utile procedere ad un'analisi approfondita per verificare l'eventuale esistenza di squilibri.*

**Ungheria** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che l'Ungheria presentava squilibri macroeconomici e ha segnalato la necessità di adottare un'azione politica risoluta. Preoccupava soprattutto il dato fortemente negativo della NIIP, variabile che, superando il PIL annuale, resta sensibilmente al di sopra della soglia indicativa nel quadro di valutazione aggiornato. Superano ancora la soglia anche gli indicatori inerenti a perdite di quote del mercato delle esportazioni, debito pubblico e tasso di disoccupazione. Per quanto riguarda gli squilibri esterni, dal 2009 il perdurare degli avanzi delle partite correnti ha contribuito a migliorare la NIIP. Gli avanzi rispecchiano tuttavia la persistente debolezza della domanda interna a fronte di livelli di esportazione deboli; si è constatata un'accelerazione delle perdite di quote del mercato delle esportazioni nonostante l'assenza di segnali forti a indicazione di perdite nella competitività di costo. Sorgono quindi dubbi sulla sostenibilità della correzione sul fronte esterno. Quanto agli squilibri interni, permangono punti importanti di vulnerabilità nonostante il drastico aggiustamento esterno che rispecchia la riduzione in corso dell'indebitamento del settore privato e di quello pubblico. Sullo sfondo dell'incertezza politica, la rapida diminuzione del credito alle imprese ha contribuito a determinare tassi d'investimento che si situano ai minimi storici, con il rischio che ciò si traduca in un'erosione delle potenzialità di crescita. Il calo continuo dei prezzi nominali delle abitazioni, associato all'onere eccessivo che grava sul settore finanziario, ostacola il ripristino delle normali condizioni di prestito all'economia e pone rischi per la stabilità finanziaria. Il debito delle amministrazioni pubbliche ha segnato una lieve diminuzione, ma resta nettamente al di sopra della soglia; se a questo si aggiunge la debolezza delle potenzialità di crescita, risulta che l'Ungheria si trova in una posizione di vulnerabilità che si rispecchia nel costo relativamente elevato del finanziamento del debito sovrano. Il tasso di disoccupazione si situa al di sopra della soglia, con un aumento considerevole della disoccupazione giovanile e del tasso di grave deprivazione materiale dall'inizio della crisi. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in aprile, esaminare ulteriormente i rischi insiti nella persistenza degli squilibri.*

**Malta** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che Malta presentava squilibri macroeconomici dovuti alla consistente esposizione del settore finanziario verso il mercato immobiliare e ai rischi che pesano sulla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche. Dal quadro di valutazione aggiornato emergono miglioramenti sotto numerosi aspetti, anche se alcuni indicatori restano al di sopra della soglia indicativa, in particolare il deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale e sia il debito del settore privato sia il

debito pubblico. Si registra un miglioramento della posizione sull'estero dell'economia, con la riconduzione sotto la soglia degli indicatori delle partite correnti e l'aumento della NIIP positiva. In quest'evoluzione un ruolo di sostegno spetta al deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, che è sceso al di sotto della soglia inferiore soprattutto grazie al deprezzamento nominale dell'euro. La perdita di quote del mercato delle esportazioni registrata negli ultimi anni potrebbe tuttavia essere il segnale di un'erosione della competitività, anche se l'indicatore della variazione su 5 anni resta ancora al di sotto della soglia. Sul fronte interno, la soglia continua ad essere superata per il debito del settore privato benché questo mostri a bilancio un lato delle attività apparentemente solido. Anche il debito pubblico supera la soglia ed è in ascesa a causa del persistere di disavanzi primari, mentre resta da affrontare la problematica dei rischi per la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche connessi all'invecchiamento demografico. Il mercato abitativo pare essersi stabilizzato, ma va comunque monitorato date le sue interconnessioni con il settore bancario nazionale. Poiché i prestiti in sofferenza hanno continuato ad aumentare anche nel primo semestre 2013, occorrono interventi concreti per rafforzare le politiche di costituzione di riserve per le perdite su crediti. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in aprile, procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Paesi Bassi** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che i Paesi Bassi presentavano squilibri macroeconomici, in particolare a causa del continuo aggiustamento sul mercato abitativo e dell'elevato indebitamento delle famiglie. Nel quadro di valutazione aggiornato una serie di indicatori supera la soglia indicativa: avanzo delle partite correnti, che è ingente e in ascesa; deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale; perdite di quote del mercato delle esportazioni; debito del settore privato e debito pubblico. Sul fronte esterno, gli avanzi ingenti e persistenti delle partite correnti, ben superiori alla soglia indicativa, sono determinati soprattutto dalla bilancia commerciale, compresi i risultati positivi delle riesportazioni e delle esportazioni di gas. L'ingente avanzo rispecchia un livello elevato di risparmio non assorbito dall'investimento interno. Il processo in corso di riduzione dell'indebitamento delle famiglie, necessario data l'entità del debito, combinato con la debolezza legata al ciclo degli investimenti (in particolare nell'edilizia), potrà implicare per il futuro un ulteriore aumento dell'avanzo. Le perdite moderate di competitività dei beni e servizi di produzione nazionale sono state sostanzialmente compensate dal dinamismo delle riesportazioni. Le perdite di quote del mercato delle esportazioni sono complessivamente in linea con quelle delle altre economie avanzate. Sull'economia pesano principalmente i rischi legati al mercato abitativo e all'elevato indebitamento delle famiglie. Il debito ingente, rispetto al reddito disponibile, che pesa sulle famiglie a causa dei mutui ipotecari è dovuto in gran parte agli incentivi fiscali a favore dell'accensione di mutui consistenti e alla facilità di accesso al credito. Dal manifestarsi della crisi i prezzi delle abitazioni hanno continuato a scendere e solo ora cominciano a dar segno di stabilizzazione. Inoltre, le recenti modifiche della normativa, in tema di, ad es., disciplina fiscale dei mutui ipotecari, trasformazione dei mutui "solo interessi" in mutui classici e riduzione progressiva del rapporto percentuale tra prestito ipotecario e valore dell'immobile, possono contribuire alla diminuzione graduale del debito delle famiglie e ridurre a medio termine i punti di vulnerabilità nel settore finanziario. Il processo in corso di riduzione dell'indebitamento delle famiglie, che già da vari trimestri vede diminuire il rapporto debito delle famiglie/PIL, e le prospettive negative in termini di disoccupazione e di reddito disponibile frenano i consumi privati; occorre analizzare più a fondo l'impatto di queste misure sul settore finanziario. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in aprile, procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Austria** - Nei cicli precedenti della PSM non sono stati riscontrati squilibri per l'Austria. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia perdite di quote del mercato delle esportazioni e debito del settore privato e debito pubblico. Si rilevano altresì indicazioni di un forte aumento dei prezzi delle abitazioni, che nel 2012 si sarebbero attestati a un valore prossimo o addirittura superiore alla soglia indicativa. Le perdite di quote di mercato sono riconducibili soprattutto al drastico calo delle esportazioni verso il resto della zona euro registrato nel 2007-10. I risultati più recenti delle esportazioni sono tuttavia sostanzialmente in linea con quelli dei partner dell'UE e traggono beneficio dall'integrazione stretta della catena logistica con la Germania e l'Europa centrale. Nel complesso la posizione con l'estero non ha praticamente risentito della perdita di quote di mercato e, grazie alla ripresa degli investimenti, l'avanzo delle partite correnti si è stabilizzato a un livello contenuto. La NIIP resta prossima allo zero e gli indicatori del tasso di cambio effettivo reale e dell'ULC non evidenziano problemi di competitività di costo. Resta che la perdita di quote di mercato può essere indice della necessità di sfruttare meglio le capacità d'innovazione dell'economia. Sul fronte interno, il rapporto debito del settore privato/PIL si situa oltre la soglia dal 2007, anno in cui, in un contesto di crescita debole, le imprese non finanziarie hanno spostato parte del finanziamento dal capitale al debito a lungo termine, ma è ora in graduale diminuzione. I flussi di credito verso il settore privato rimangono a un livello modesto, ma comunque positivo. La soglia continua ad essere superata per il debito pubblico, che non è però aumentato in misura rilevante durante la crisi ed è dato in calo a partire dal 2014. In futuro le finanze pubbliche potranno trovarsi esposte a rischi a causa dei ritardi nella ristrutturazione delle banche nazionalizzate. Le controreazioni negative fra amministrazione pubblica e settore finanziario paiono contenute, ma occorre mantenere alta l'attenzione sull'integrazione del settore bancario con i vicini dell'Europa centrale. *In conclusione, la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della PSM.*

**Polonia** - Nei cicli precedenti della PSM non sono stati riscontrati squilibri macroeconomici per la Polonia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia disavanzo delle partite correnti e posizione patrimoniale netta sull'estero negativa. Il disavanzo delle partite correnti, che si situa leggermente al di sopra della soglia ed è finanziato dal 2004 in ampia misura dagli afflussi di investimenti diretti esteri, è dato in sensibile diminuzione nel 2013, grazie al notevole miglioramento della bilancia commerciale sostenuto da fattori sia ciclici (diminuzione delle importazioni a causa della debolezza della domanda interna) sia slegati dal ciclo (diversificazione delle esportazioni verso economie extra UE a parziale compensazione delle recenti perdite di quote del mercato delle esportazioni). Fra gli altri fattori che potranno contribuire ad un miglioramento delle partite correnti si annoverano il deprezzamento del tasso di cambio nominale e il contenimento dell'ULC nominale, che rispecchia un mercato del lavoro debole. Nonostante la NIIP negativa superiore alla soglia, il debito estero netto è esiguo. Si ravvisa tuttavia una fonte di rischio nella sempre maggiore dipendenza del debito sovrano da creditori esteri, acuita dall'annuncio di modifiche del sistema pensionistico. Quanto agli sviluppi sul fronte interno, il rapporto debito privato/PIL resta basso. Si constata una diminuzione dell'elevata percentuale di mutui ipotecari denominati in valuta estera, nella quale si ravvisava un grande rischio per l'economia, dovuta al fatto che la nuova erogazione di tali prestiti è cessata nel 2011-2. I prezzi delle abitazioni registrano una diminuzione continua dal 2008, sebbene a ritmo moderato; le ripercussioni sul settore finanziario sono state limitate. Nel 2012 e nel primo semestre 2013, a fronte di un notevole rallentamento dell'economia, la moderazione salariale e le flessibilità della regolamentazione del mercato del lavoro hanno attenuato l'incremento del

tasso di disoccupazione. *In conclusione, la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della PSM.*

**Slovenia** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che la Slovenia presentava squilibri macroeconomici eccessivi<sup>23</sup>, che comportavano in particolare rischi per la stabilità finanziaria dovuti alla fragilità dei bilanci delle imprese combinata con le rigidità del mercato del lavoro e del mercato dei capitali e la forte presenza della proprietà statale nell'economia che ne limita la capacità di aggiustamento. Nel quadro di valutazione aggiornato la soglia indicativa è superata per la NIIP e per le perdite di quote del mercato delle esportazioni. Sul fronte esterno, si constata un forte aggiustamento delle partite correnti dovuto soprattutto alla debolezza della domanda interna, in particolare al calo degli investimenti; l'indicatore segna quindi un lieve avanzo. La NIIP si è tuttavia ulteriormente deteriorata, a causa soprattutto degli effetti di valutazione. Dopo i sensibili aumenti registrati fino al 2009, l'ULC si è stabilizzato. Si riscontra un grave deterioramento nella quota del mercato delle esportazioni, che s'iscrivono in una dinamica considerevolmente peggiore di quella delle economie avanzate: in questo senso la Slovenia costituisce chiaramente un'anomalia fra i nuovi Stati membri dell'UE. Sul fronte interno, si osserva una diminuzione del debito del settore privato dovuta ai flussi negativi del credito verso famiglie e imprese non finanziarie. Benché il debito del settore privato sia al di sotto della soglia, l'indebitamento pesa particolarmente sulle imprese, che si trovano confrontate a una situazione in cui le entrate modeste, sia interne sia da esportazione, combinate al costo elevato della manodopera e del capitale, impediscono loro di generare i flussi di cassa necessari per mantenere il capitale di esercizio e rimborsare i debiti. È ripartito l'aggiustamento sul mercato abitativo, con conseguente diminuzione del valore delle garanzie reali detenute dalle banche. Per il terzo anno consecutivo il settore finanziario ha continuato a ridurre le passività totali, in quanto le difficoltà in cui versano le imprese hanno deteriorato ulteriormente la qualità dei portafogli di credito delle banche e ne mettono sotto pressione le riserve già esangui di capitale. Il debito pubblico, in rapida ascesa, supererà il 60 per cento del PIL a fine 2013 e si profila l'eventualità di dover ancora procedere ad ulteriori ricapitalizzazioni delle banche. L'indicatore della disoccupazione ha continuato a salire, aumentando i costi sociali dell'aggiustamento. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato in aprile, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri.*

**Slovacchia** - Nei cicli precedenti della PSM non sono stati riscontrati squilibri macroeconomici per la Slovacchia. Nel quadro di valutazione aggiornato due indicatori restano al di sopra della soglia indicativa, ossia NIIP negativa e tasso di disoccupazione. L'indicatore del disavanzo delle partite correnti (media su 3 anni) è migliorato ed è oggi, grazie all'avanzo registrato nel 2012, appena negativo. Sono attesi ulteriori miglioramenti dei saldi con l'estero in conseguenza della forte esportazione manifatturiera del 2013 e delle aspettative rosee per il 2014. Nel 2012 la NIIP ha segnato un miglioramento solo marginale rispetto al 2011. Il debito estero resta tuttavia esiguo e relativamente stabile, in quanto le passività con l'estero si compongono soprattutto di strumenti non di debito. La competitività

---

<sup>23</sup> In considerazione degli obiettivi ambiziosi del programma nazionale di riforma e del programma di stabilità della Slovenia, non è stata tuttavia attivata la parte correttiva della PSM. La Commissione sta monitorando attentamente sia il processo di attuazione delle riforme politiche sia la conformità alle raccomandazioni inerenti alla PSM adottate in luglio dal Consiglio. Il monitoraggio evidenzia negli ultimi mesi un'accelerazione del ritmo delle riforme strutturali relative alla correzione degli squilibri, con la realizzazione di progressi fondamentali riguardo al settore bancario.



di prezzo pare evolvere positivamente, perché l'indicatore del tasso di cambio effettivo reale è diminuito, sebbene meno che nella maggior parte della zona euro, e resta inferiore alla soglia. L'ULC nominale è lievemente sceso grazie a un aumento della produttività del lavoro. Rispetto agli anni precedenti si è assistito a un rallentamento nella conquista di quote del mercato delle esportazioni. Il debito del settore privato è rimasto stabile in conseguenza di flussi di credito moderatamente positivi. Il settore bancario vanta stabilità e le passività totali sono aumentate solo lievemente. Pur registrando un sensibile aumento nel 2012, il debito pubblico rimane al di sotto della soglia. I prezzi delle abitazioni hanno continuato l'aggiustamento scendendo per il quarto anno consecutivo. I risultati del mercato del lavoro rispecchiano il perdurare di grandi disparità fra le diverse regioni in termini di crescita economica e occupazione. La disoccupazione si conferma il problema più pressante per l'economia interna. I disoccupati sono per la maggior parte di lunga durata, il che suggerisce l'esistenza di un problema strutturale piuttosto che ciclico ed evidenzia un punto di vulnerabilità. Anche la disoccupazione giovanile, che si attesta al sesto livello più alto nell'UE, costituisce un problema serio. *In conclusione, la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della PSM.*

**Finlandia** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che la Finlandia presentava squilibri macroeconomici, in particolare per quanto concerne gli sviluppi legati alla competitività. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, perdite di quote del mercato delle esportazioni e livello del debito del settore privato. I problemi più pressanti restano quelli sul fronte esterno. La Finlandia è andata costantemente perdendo quote di mercato al ritmo più veloce di tutta l'UE, registrando perdite ingenti anche rispetto all'andamento dei paesi avanzati in generale. La maggior parte delle perdite risale al 2009-10, ma il fenomeno prosegue tuttora. Tradizionalmente in avanzo, le partite correnti presentano invece un disavanzo dal 2011 e il declino è proseguito nel 2012. Un ruolo al riguardo spetta alla competitività di costo, con l'ingente aumento dell'ULC su un periodo più lungo, benché nel 2012 l'indicatore sia sceso al di sotto della soglia. Si rilevano altresì consistenti perdite in termini commerciali. Nel contempo, si constata per il 2009-12 un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale deflazionato per l'IAPC, indotto in larga misura dal tasso di cambio nominale dell'euro, anche se lo stesso periodo ha visto un lieve apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale rispetto agli altri paesi della zona euro. Sul fronte interno, il rapporto debito del settore privato/PIL, nel quale una parte preponderante è rappresentata dal debito delle imprese, resta al di sopra della soglia e nel 2012 registra anzi un ulteriore aumento dovuto in parte alla contrazione del PIL. Si è normalizzata la crescita delle passività del settore finanziario, a conferma della constatazione, cui si era giunti nel precedente ciclo della PSM, che essa fosse dovuta a circostanze specifiche dettate dalla struttura dei mercati finanziari dei paesi nordici. I prezzi reali delle abitazioni hanno continuato a scendere nel 2012, diminuendo i rischi derivanti da un surriscaldamento sul mercato abitativo. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in aprile, procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Svezia** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che la Svezia presentava squilibri macroeconomici, in particolare per quanto concerne il debito del settore privato e la riduzione dell'indebitamento in tale comparto, cui si associavano le inefficienze del mercato abitativo. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia avanzo delle partite correnti, perdite di quote del mercato delle esportazioni e debito del settore privato. Quanto alla posizione con l'estero, si constatano per la Svezia indicatori che

trasmettono messaggi contrastanti. Le perdite di quote del mercato delle esportazioni hanno registrato un modesto rallentamento nel 2010-1, per poi però riaccelerare nel 2012 e attestarsi ben oltre la soglia indicativa. Anche la Svezia ha perso quote di mercato, ma in misura minore rispetto alle economie avanzate in generale. Il fenomeno non può essere interamente spiegato dall'evoluzione dei prezzi e del costo del lavoro all'interno del paese, in quanto i prezzi e l'ULC svedesi sono aumentati più lentamente che nei principali partner commerciali. La corona forte ha tuttavia determinato un apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale dal 2010. Contestualmente, la Svezia registra dal 2001 avanzi consistenti delle partite correnti. Sul fronte interno, occorre mantenere alta l'attenzione sull'elevato debito del settore privato, mentre il debito pubblico è relativamente esiguo. Nonostante il lieve aggiustamento del 2009-12, il debito delle imprese resta elevato. A causa del rallentamento della crescita del credito, dovuta al massimale dell'85 per cento sull'indice di copertura dei mutui ipotecari, dal 2010 l'indebitamento delle famiglie si è stabilizzato, ma a livelli ancora elevati. Nel 2011-2 i prezzi delle abitazioni si sono stabilizzati a livelli elevati. Nonostante le misure di recente adozione, il mercato abitativo è ancora esposto a sviluppi sfavorevoli: sull'offerta di case pesano sempre i vincoli rappresentati da processi macchinosi di rilascio dei permessi edilizi, concorrenza limitata nel settore edilizio e regolamentazione dei mercati della locazione. Combinate con un'imposizione sulla casa favorevole al debito, queste inefficienze tendono a innalzare i prezzi delle abitazioni e l'indebitamento delle famiglie, con i conseguenti potenziali rischi per la stabilità macroeconomica. Grazie alle recenti riforme dell'imposizione sulle società, il debito delle imprese è dato in diminuzione a breve-medio termine, mentre ci si aspetta un aumento moderato del debito delle famiglie e dei prezzi nominali delle abitazioni. Nel complesso i rischi per le banche paiono contenuti, ma l'elevato indebitamento delle famiglie aumenta la vulnerabilità delle banche svedesi a una perdita di fiducia in caso di diminuzione sensibile dei prezzi delle abitazioni. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in aprile, procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

**Regno Unito** - Nell'aprile 2013 la Commissione è giunta alla conclusione che il Regno Unito presentava squilibri macroeconomici, in particolare per quanto riguarda il debito delle famiglie, il mercato abitativo e la competitività esterna. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia perdite di quote del mercato delle esportazioni e debito del settore privato e debito pubblico. Sul fronte esterno, l'indicatore delle partite correnti ha subito un ulteriore peggioramento, ma resta entro la soglia. È possibile che la causa del disavanzo delle partite correnti registrato nel 2012 (quasi il 4 per cento del PIL) sia riconducibile a fattori temporanei, vale a dire la debolezza della bilancia dei redditi, le perturbazioni nella produzione petrolifera e le condizioni sfavorevoli dei partner commerciali. Pur segnando un miglioramento nel 2011-2, la NIIP resta leggermente negativa. Nel 2012 sono rallentate le perdite di quote del mercato delle esportazioni. Nonostante i segnali che indicano un miglioramento graduale nel secondo semestre 2012, per migliorare i risultati commerciali il Regno Unito deve ancora affrontare problematiche strutturali, tra cui la necessità di espandere la produttività e la competitività non basata sul costo del settore della produzione di merci e il recupero del dinamismo delle esportazioni di servizi che caratterizzava il periodo precedente alla crisi. Sul fronte interno, il debito del settore privato resta nettamente al di sopra della soglia indicativa. La riduzione dell'indebitamento procede molto lentamente sia per le famiglie sia per le imprese non finanziarie, mentre i flussi di credito restano lievemente positivi. È possibile che svanisca in parte lo slancio alla riduzione dell'indebitamento delle famiglie a causa del rincaro delle abitazioni risultante dalla scarsità cronica dell'offerta di case combinata con politiche atte a ravvivare la domanda. I dati recenti rilevano un aumento costante del numero di mutui ipotecari concessi e segnali di un aumento

dei prezzi su scala nazionale. Aumentando considerevolmente nel 2009-12, l'elevato debito pubblico, in ascesa, si conferma come fonte di preoccupazione. Se proseguirà nella tendenza attuale, il debito pubblico aumenterà a breve termine, per poi però ridiscendere via via che la crescita si confermerà, ferma restando la diminuzione del disavanzo. Infine, il risanamento dei bilanci in corso nel settore finanziario e la persistente penuria di credito che colpisce le imprese più piccole possono continuare ad agire da freno sulla crescita economica. *In conclusione, la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in aprile, procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

---

**Riquadro 1 - Sorveglianza degli avanzi delle partite correnti nella procedura per gli squilibri macroeconomici<sup>24</sup>**

**La sorveglianza nella PSM verte sia sui disavanzi che sugli avanzi delle partite correnti.** Tuttavia, la natura, l'importanza e l'urgenza delle sfide politiche possono differire in modo significativo da uno Stato membro all'altro. Date le vulnerabilità e le dimensioni dell'aggiustamento richiesto, l'intervento politico è particolarmente urgente negli Stati membri che presentano costantemente notevoli disavanzi delle partite correnti e perdite di competitività. Gli avanzi persistenti possono essere giustificati dai fondamentali; tuttavia, eccedenze ampie e persistenti delle partite correnti possono essere causate anche da carenze del mercato o da politiche di rigidità nei confronti della domanda interna e delle opportunità d'investimento. Gli avanzi delle partite correnti non destano però preoccupazione in merito alla sostenibilità del debito estero o alla capacità di finanziamento.

**Disavanzi e avanzi delle partite correnti non sono necessariamente squilibri macroeconomici** nel senso di sviluppi che hanno, o potrebbero avere, effetti negativi sul corretto funzionamento dell'economia, sull'unione monetaria o su scala ancora più ampia; sono una conseguenza naturale dell'interazione economica tra i paesi e illustrano in che misura un paese dipende dal credito che può ottenere dal resto del mondo o al contrario quanta parte delle proprie risorse presta all'estero. Il debito/credito con l'estero consente quindi ai paesi di scambiare i consumi nel tempo: un paese con partite correnti in attivo, investendo all'estero trasferisce i consumi da oggi all'indomani. Viceversa, un paese con partite correnti in rosso può aumentare i consumi o gli investimenti oggi ma per onorare il suo debito con l'estero deve trasferire fuori dal paese le entrate future. Disavanzi e avanzi saranno allora semplicemente il risultato di un'opportuna allocazione del risparmio, tenendo conto delle diverse opportunità d'investimento nei vari paesi. Le diverse prospettive economiche comportano differenze nella gestione del risparmio, laddove previsioni particolarmente ottimiste riducono la tendenza al risparmio degli agenti economici e quindi contribuiscono ad accumulare i disavanzi. In particolare, i paesi con una popolazione che invecchia rapidamente possono ritenere utile risparmiare oggi (ossia creare eccedenze) per agevolare i consumi nel tempo.

**Avanzi e disavanzi delle partite correnti fanno parte del processo di aggiustamento dell'unione monetaria.** Assorbono gli shock asimmetrici in assenza di una politica monetaria indipendente e dell'aggiustamento del tasso di cambio nominale. I mutamenti indotti dal mercato nella competitività di costo e prezzo agevolano gli aggiustamenti, con perdite di competitività nelle economie in surriscaldamento e vantaggi nei paesi che attraversano un rallentamento del ciclo e hanno un alto tasso di disoccupazione. Oltre alle oscillazioni cicliche, anche i fattori strutturali sono parte in causa. I paesi in ripresa economica con prospettive di crescita elevate tendono a lasciar correre il disavanzo commerciale in quanto s'indebitano con l'estero per ottenere risorse, il che comporta apprezzamenti nei loro tassi di cambio reali. Questi flussi finanziari discendenti dalle economie centrali dell'UE verso le periferiche rientrano nella norma in quanto il risparmio tende al reddito massimo. Gli squilibri esterni, tuttavia, possono causare difficoltà se si radicalizzano, a causa di mutamenti strutturali nell'economia o della valutazione errata dei rischi e della sopravvalutazione dei rendimenti attesi.

**Gli avanzi possono risultare da distorsioni causate da errori di previsione o di valutazione dei rischi, o da distorsioni del mercato o riflettere interventi politici poco accorti o carenze nella vigilanza finanziaria.** Queste inefficienze del mercato o degli interventi implicano un'inadeguata allocazione delle risorse e un incremento degli squilibri e delle vulnerabilità sia nei paesi eccedentari che in quelli deficitari. L'allocazione inadeguata delle risorse comporta perdite in termini di benessere economico anche nei paesi eccedentari. In questi casi, è nell'interesse dei paesi eccedentari ridurre l'avanzo eliminando gli ostacoli alla domanda interna. Le vaste minusvalenze da valutazione sostenute da alcuni paesi eccedentari dall'inizio della crisi finanziaria a causa di investimenti inefficienti degli risparmi eccessivi indicano che le previsioni sui rendimenti attesi degli investimenti erano esagerate e comportano quindi una riduzione delle possibilità previste a livello di consumi e una perdita in termini di benessere economico. Per evitare queste inefficienze è importante far sì che i mercati finanziari decidano in base a rendimenti sugli investimenti propriamente proporzionati al rischio e ferma restando un'adeguata vigilanza macroprudenziale per evitare un'eccessiva concentrazione di rischi sia nei paesi prestatori che in quelli beneficiari di prestiti. La predominanza degli strumenti di debito per finanziare il disavanzo nei paesi vulnerabili è un elemento particolare che ha contribuito alla concentrazione dei rischi.

**Le conseguenze negative dei disavanzi e degli avanzi eccessivi delle partite correnti colpiscono sia il paese interessato che i suoi partner,** soprattutto nell'unione monetaria, in cui il tasso di cambio unico e la politica monetaria comune non possono rispondere alle esigenze di aggiustamento delle economie dei singoli Stati membri. Se un'ampia quota dell'unione monetaria accumula risparmio o riduce gli investimenti, quindi incrementa il proprio eccedente e esporta capitale, è molto probabile che il disavanzo delle partite correnti nel

<sup>24</sup> Il riquadro è un estratto delle constatazioni principali contenute in "Current Account Surpluses in the EU", *op.cit.*

resto della zona della moneta unica peggiori, attraverso flussi finanziari bilaterali o a causa dell'impatto sul tasso di cambio comune. Inoltre, a meno che nei paesi eccedentari il tasso di cambio effettivo reale si apprezzi grazie agli aumenti relativamente più forti dei livelli delle retribuzioni e dei prezzi, il tasso di cambio nominale dell'euro tenderà ad apprezzarsi, con ripercussioni in termini di competitività e di deflazione sul resto della zona, in particolare sui paesi in cui le esportazioni dipendono maggiormente dalle variazioni di prezzo. Pertanto, le partite correnti dell'insieme dei paesi della zona euro, ma anche di ciascuno di essi preso singolarmente, sono questioni di interesse comune.

**Non è possibile stabilire causalità tra disavanzi e avanzi tra coppie di paesi; ma disavanzi e avanzi nella zona euro (e nell'UE) sono strettamente connessi dall'intensità degli scambi commerciali e dei legami finanziari transfrontalieri.** In particolare, il risparmio in eccesso dei paesi eccedentari ha finanziato i disavanzi della periferia della zona euro. Inoltre alcune delle economie centrali hanno svolto un ruolo di mediazione nel trasferimento di vasti flussi finanziari provenienti da investitori non UE verso i paesi periferici dell'UE. Senza una vigilanza finanziaria adeguata, che avrebbe contribuito ad individuare e limitare i rischi impliciti, il risultato è stata da un lato una serie di boom trainati dal credito, con riduzioni del risparmio e eccessivi investimenti in attività non produttive nei paesi periferici, dall'altro una concentrazione eccessiva dei rischi nei regimi finanziari dei paesi centrali. Un'analisi di correlazione spaziale conferma che, nell'UE, un paese è incline a creare un disavanzo del conto finanziario se i suoi partner finanziari più importanti registrano eccedenze, e viceversa. D'altra parte, le ricadute tramite le relazioni commerciali bilaterali abbondano di interazioni positive tra paesi strettamente integrati nelle filiere logistiche: un paese crea con più probabilità un avanzo commerciale se anche i suoi principali partner sono eccedentari. Non è dimostrato che l'andamento delle esportazioni dei paesi eccedentari abbia tagliato fuori in modo significativo le esportazioni dei paesi periferici della zona euro.

**L'aumento della domanda nelle economie eccedentarie della zona euro migliorerebbe la bilancia commerciale delle economie periferiche della zona.** Tuttavia, l'impatto di questa evenienza sul riequilibrio di avanzi e disavanzi e sull'attività economica dei paesi deficitari non va sopravvalutato. *Primo*, dati i collegamenti settoriali e geografici, l'aumento della domanda interna di un grande paese eccedentario, come la Germania, ha un impatto assai più forte sulle esportazioni dei paesi vicini, compresi quelli eccedentari, che non sulle economie periferiche dell'UE. Tuttavia, l'impatto potrebbe essere maggiore se l'aumento della domanda si verificasse anche in altre economie eccedentarie. *Secondo*, l'impatto sarebbe più forte se tale aumento della domanda (e riduzione della bilancia commerciale) dei paesi eccedentari avvenisse parallelamente ad un indebolimento del tasso di cambio dell'euro.

## Riquadro 2 - Cos'è lo squilibrio?

Secondo il regolamento (CE) n. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici, lo squilibrio macroeconomico è "ogni tendenza che possa determinare 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," mentre gli squilibri eccessivi sono "squilibri gravi, compresi quelli che mettono o potrebbero mettere a rischio il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria."

In generale, qualsiasi scostamento da un livello auspicabile può essere considerato uno squilibrio; tuttavia, non tutti gli squilibri sono preoccupanti o richiedono interventi nella misura in cui rientrano in un aggiustamento dinamico dell'economia. Gli squilibri che richiedono una stretta sorveglianza ed eventualmente interventi sono quelli connessi a sviluppi che potrebbero ostacolare seriamente il corretto funzionamento dell'economia di uno Stato membro, della zona euro o dell'UE. In pratica, gli squilibri vanno tenuti sotto stretto controllo laddove raggiungano livelli pericolosi (ad esempio un debito elevato) o riflettano dinamiche non sostenibili (ad esempio prezzi delle abitazioni o credito molto dinamici) che rischiano di tradursi in un aggiustamento brusco e di ampie dimensioni, quindi dannoso. Ad esempio, una bilancia commerciale ampiamente e persistentemente passiva è considerata uno squilibrio se rischia di condurre ad un "improvviso arresto" e a ingenti spese in termini di previdenza sociale.

La dimensione dello squilibrio dipende dal livello di disturbo che arreca al funzionamento dell'attività economica e dal rischio di un brusco aggiustamento, ossia dalla probabilità che un aggiustamento si verifichi entro un dato periodo. In generale si può prendere qualsiasi variabile economica e valutarne la probabilità di drastico cambiamento (o di cambiamento di una combinazione di tali variabili) nel periodo successivo: ad esempio, la probabilità che l'attuale disavanzo delle partite correnti o i prezzi delle abitazioni diminuiscano di un dato numero di punti percentuali nel corso del prossimo anno. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, ci si preoccupa soprattutto delle conseguenze di un brusco aggiustamento dell'attività economica e dell'occupazione.

La letteratura teorica e empirica offre il contesto per identificare le variabili e illustrare gli squilibri. I modelli teorici hanno fornito la base per valutare se tali sviluppi siano insostenibili al punto di costituire uno squilibrio. Studi empirici hanno contribuito a migliorare il modello teorico e a mettere in evidenza i valori che possono rispecchiare e suggerire sviluppi insostenibili. Questa serie di variabili rileva assai bene gli squilibri sul piano qualitativo, più difficile è invece fornire valutazioni sotto il profilo quantitativo, ossia: qualitativamente si può dire che se un paese genera dinamiche insostenibili, quali un disavanzo delle partite correnti elevato e persistente, è probabile che presto o tardi si trovi ad affrontare un brusco aggiustamento; valutarne esattamente tempi e trasmissione è però assai più difficile.

In questo contesto, nell'individuare i rischi di potenziali squilibri e nel selezionare gli Stati membri per un esame approfondito, la Commissione si è ispirata ai seguenti principi di massima nella lettura del quadro di valutazione e degli indicatori ausiliari:

*Sostenibilità del debito estero:* Gli indicatori principali del quadro di valutazione sono la posizione patrimoniale netta sull'estero (stock), e il disavanzo/avanzo delle partite correnti (flusso). Una posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) negativa elevata e un forte disavanzo delle partite correnti sono motivi di seria preoccupazione. In caso di NIIP negativa, occorre qualificarla secondo il debito estero netto rispetto agli stock di investimenti diretti esteri in entrata, in quanto queste passività generano meno rischi rispetto al debito<sup>25</sup>. Gli avanzi non generano gli stessi rischi del deficit, ma possono essere a loro volta uno squilibrio se sono eccessivi e riflettono distorsioni del mercato o delle politiche che comportano un'inefficiente allocazione delle risorse e perdite in termini di benessere economico nel paese o nei suoi partner.

*Risultati commerciali e competitività:* L'indicatore principale del quadro di valutazione sono le quote del mercato dell'esportazione, ma anche gli indicatori della competitività dei prezzi, il tasso di cambio effettivo reale e il costo nominale del lavoro per unità di prodotto. Un andamento degli scambi debole e perdite di competitività sono di per sé preoccupanti, in particolare in presenza di problemi di sostenibilità esterna, la necessità di una bilancia commerciale con l'estero più positiva per sostenere uno sforzo maggiore di riduzione dell'indebitamento o una riallocazione delle risorse. Gli indicatori ausiliari pertinenti sono la bilancia commerciale netta dei prodotti

<sup>25</sup> Nell'analizzare gli sviluppi della NIIP e del debito estero da un anno all'altro occorre tener presente che queste variabili si misurano al valore di mercato: un miglioramento/deterioramento può dipendere sia dal miglioramento/deterioramento dei fondamentali che dalla percezione del merito creditizio del paese da parte del mercato.

energetici<sup>26</sup>, variazione del tasso di cambio effettivo reale rispetto alla zona euro e indicatori alternativi del costo del lavoro per unità di prodotto. È utile anche un indicatore sull'andamento delle esportazioni rispetto alle economie avanzate. Si potrebbe inoltre tener conto degli aspetti connessi alla competitività non legata al prezzo come indicatori qualificanti, ad esempio le informazioni sulla specializzazione di prodotto e geografica, sebbene questi aspetti vadano in teoria considerati nelle fasi successive del PSM. Gli sviluppi dell'andamento commerciale e della competitività devono essere interpretati alla luce della sostenibilità. Sebbene non si debba prevedere che la riduzione degli avanzi assai consistenti si verifichi sostanzialmente tramite una riduzione delle esportazioni e la perdita di quote di mercato, quest'ultima, in un paese in disavanzo con una posizione patrimoniale netta sull'estero decisamente negativa o con un recente e profondo deterioramento della bilancia delle partite correnti, non può essere interpretata allo stesso modo della perdita di quote di mercato dei paesi eccedentari.

*Indebitamento, riduzione del debito e credito del settore privato:* Il quadro di valutazione è stato concepito per individuare la crescita eccessiva dell'indebitamento e del credito. Data l'attuale situazione economica, l'interesse si è spostato verso le pressioni per ridurre l'indebitamento (gli elevati stock del debito, non tanto i flussi eccessivi di credito). È quanto risulta dall'esame dello stock del debito del settore privato, fatta salva la distinzione tra famiglie e società non finanziarie e le dinamiche del rispettivo debito, da un lato, e l'interazione con le passività delle amministrazioni pubbliche, dall'altro. Lo stock dei debiti settoriali può essere qualificato analizzando i dati consolidati e non consolidati (per tener conto dei prestiti infrasocietari all'interno del paese). Anche le pressioni per ridurre l'indebitamento del settore privato dovrebbero essere valutate tenendo conto della loro interazione con il settore pubblico<sup>27</sup>, per quanto riguarda l'impatto combinato sull'attività economica.

*Rischi del settore finanziario per l'economia reale:* L'indicatore del quadro di valutazione è il tasso di crescita delle passività del settore finanziario, con un indicatore di indebitamento tra gli indicatori ausiliari. Poiché l'obiettivo è individuare l'incremento dei rischi connessi al settore finanziario e in che modo potrebbero aggravare gli shock nell'economia reale, i due indicatori dovrebbero essere valutati insieme. L'esposizione al debito sovrano o i rischi inerenti al debito privato eccessivo (mutui ipotecari e legami con i prezzi delle abitazioni) sono di grande rilievo. I settori altamente indebitati possono indicare un'iperespansione dei bilanci delle banche, che alimentano bolle creditizie e amplificano tutte le evoluzioni sfavorevoli dell'economia.

*Disoccupazione:* Nel quadro di valutazione il tasso di disoccupazione figura come variabile contestuale, il che aiuta a capire l'interazione tra i vari settori di un'economia evidenziando l'allocazione inefficiente delle risorse (disparità) e un'incapacità di aggiustamento generale.

*Mercato delle abitazioni e mercato ipotecario:* L'obiettivo principale è individuare il rischio di formazione di bolle immobiliari e i rischi derivanti da consistenti correzioni supplementari, comprese conseguenti posizioni di *negative equity* per le famiglie e ripercussioni sulle condizioni di crescita tramite gli effetti di ricchezza. Il principale indicatore è la variazione annuale dei prezzi reali delle abitazioni vista nella prospettiva delle variazioni accumulate dei prezzi. Diversi indicatori di sopra/sottovalutazione possono essere usati come elementi di prova, anche se non fanno parte del quadro di valutazione. I rischi di un'ulteriore aggiustamento devono essere valutati secondo il livello del debito delle famiglie e le interconnessioni con il sistema finanziario. L'erogazione del credito è di rilievo in questo contesto. In alcuni casi, può essere importante anche tener conto delle pressioni per un aggiustamento da parte dell'offerta. Data la situazione finanziaria dei vari Stati membri, l'obiettivo dovrebbe essere non solo capire se si stanno formando bolle immobiliari, ma anche come avanza il processo di deflazione delle bolle con rischi di sviluppi lenti o troppo rapidi.

---

<sup>26</sup> Si veda, in proposito, 'Member States' Energy Dependence: An Indicator-Based Assessment,' *European Economy-Occasional Papers*, 145, e 'Energy Economic Developments in Europe,' *European Economy*, (forthcoming).

<sup>27</sup> Sulla sostenibilità del debito pubblico, si veda 'Fiscal Sustainability Report-2012,' *European Economy*, 2012 (8). Per una descrizione dettagliata sulla sorveglianza dei conti pubblici, si veda 'Report on Public Finances in EMU,' *European Economy*, 2013 (3).

**Tabella A1. Indicatori del quadro di valutazione e soglie indicative**

	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni					
Indicatore	Saldo delle partite correnti, media su 3 anni in % del PIL	Posizione patrimoniale netta sull'estero in % del PIL	Variazione in % (su 3 anni) del tasso di cambio effettivo reale, con deflatori IAPC relativi a 41 paesi industrializzati (a)	Variazione in % (su 5 anni) delle quote del mercato delle esportazioni	Variazione in % (su 3 anni) del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (b)	Variazione in % su base annua dei prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione (c)	Flussi di credito al settore privato (dati consolidati) in % del PIL (d), (e)	Tasso di disoccupazione, media su 3 anni	Debito del settore privato (dati consolidati) in % del PIL (d), (e)	Debito pubblico in % del PIL	Variazione su base annua del totale delle passività del settore finanziario, dati non consolidati
Fonte dei dati	EUROSTAT (statistiche della bilancia dei pagamenti)	EUROSTAT (statistiche della bilancia dei pagamenti)	DG ECFIN (banca dati degli indicatori sulla competitività di prezzo e di costo)	EUROSTAT (statistiche della bilancia dei pagamenti)	EUROSTAT (conti nazionali)	EUROSTAT	EUROSTAT (conti nazionali)	EUROSTAT (indagine sulla produttività del lavoro)	EUROSTAT (conti nazionali)	EUROSTAT (procedura per i disavanzi eccessivi – definizione del trattato).	EUROSTAT (conti nazionali)
Soglie indicative	-4/+6% Quartile inferiore (usato come riferimento anche per la soglia superiore)	-35% Quartile inferiore	+/-5% per zona € +/-11% non zona € Quartili inferiore e superiore della zona €-/+ d.s. su zona €	-6% Quartile inferiore	+9% zona € +12% non zona € Quartile superiore zona € +3%	+6% Quartile superiore	+15% Quartile superiore	+10%	133% Quartile superiore	+60%	16,5%
Alcuni indicatori supplementari per la lettura economica	Accreditamento/ indebitamento netto nei confronti del resto del mondo in % del PIL	Debito estero netto in % del PIL Flussi e stock di investimenti diretti esteri in entrata, in % del PIL	Tasso di cambio effettivo reale rispetto al resto della zona euro	Quote di mercato delle esportazioni rispetto alle economie avanzate; produttività del lavoro; tendenza della crescita della PTF	Costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazioni a 1, 5, 10 anni); costo effettivo del lavoro per unità di prodotto rispetto al resto della zona euro	Variazioni del prezzo reale delle abitazioni (cumulate su 3 anni); Indice dei prezzi nominali delle abitazioni; Valore aggiunto dell'edilizia residenziale	Variazione del debito privato	Indicatori del tasso di partecipazione, della disoccupazione e giovanile e di lunga durata e indicatori di povertà	Debito del settore privato sulla base di dati non consolidati		Rapporto debito/capitale proprio

**Note:** a) Per i partner commerciali UE viene utilizzato l'IAPC mentre per i partner commerciali extra-UE il deflatore si basa su un IPC; b) indice che fornisce il rapporto tra retribuzione nominale per lavoratore dipendente e PIL reale per persona occupata; c) variazioni dei prezzi delle abitazioni rispetto al deflatore dei consumi; d) per settore privato si intendono le società non finanziarie, le famiglie e le organizzazioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie; e) somma di prestiti e titoli diversi da azioni.



**Tabella A.2: Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici per il 2012**

Anno 2012	Squilibri esterni e competitività									Squilibri interni						
	Saldo delle partite correnti in % del PIL		Posizione patrimoniale netta sull'estero in % del PIL	Tasso di cambio effettivo reale (deflatori IAPC rispetto a 42 paesi industrializzati)		Quote del mercato delle esportazioni		Costo nominale del lavoro per unità di prodotto		Variazione in % su base annua dei prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione	Flussi di credito al settore privato in % del PIL, dati consolidati	Debito del settore privato in % del PIL, dati consolidati	Debito pubblico in % del PIL	Tasso di disoccupazione		Variazione in % su base annua del totale delle passività del settore finanziario
	Media su 3 anni	p.m.: anno di riferimento 2012		Variazione in % (3 anni)	p.m.: Variazione in % su base annua	Variazione in % (5 anni)	p.m.: Variazione in % su base annua	Variazione in % (3 anni)	p.m.: Variazione in % su base annua					Media su 3 anni	p.m.: anno di riferimento 2012	
<b>Soglie</b>	<b>-4/+6%</b>	<b>-</b>	<b>-35%</b>	<b>±5% &amp; ±11%</b>	<b>-</b>	<b>-6%</b>	<b>-</b>	<b>+9% &amp; +12%</b>	<b>-</b>	<b>+6%</b>	<b>14%</b>	<b>133%</b>	<b>60%</b>	<b>10%</b>	<b>-</b>	<b>16,5%</b>
BE	-0,4	-2,0	48	-4,3	-2,3	-14,9	-5,2	6,6	4,1	-0,2	-1,5	146	100	7,7	7,6	-3,9
BG	-0,9	-1,3	-80	-4,0	-2,0	4,8	-5,5	7,4	-0,5	-5,3 (p)	2,5	132	19	11,3	12,3	10,1
CZ	-3,0	-2,4	-50	0,4	-2,8	-4,2	-4,6	3,9	3,8	-3,9	0,6	72	46	7,0	7,0	5,4
DK	5,9	6,0	38	-7,7	-2,8	-18,6	-4,8	1,0	1,6	-5,1	6,1	239	45	7,5	7,5	5,0
DE	6,5	7,0	42	-8,9	-3,2	-13,1	-4,6	3,0	3,1	1,8	1,5	107	81	6,2	5,5	4,4
EE	0,9	-1,8	-54	-3,4	-0,6	6,5	-4,1	-2,8	4,2	3,5	4,7	129	10	13,2	10,2	12,9
IE	2,3	4,4	-112	-12,2	-4,3	-16,3	-3,3	-10,4	0,0	-11,7	-1,6	306	117	14,4	14,7	-0,7
EL	-7,5	-2,4	-109	-4,5	-3,9	-26,7	-7,3	-8,1	-6,2	-12,4 (1)	-6,8	129	157	18,2	24,3	-3,4
ES	-3,1	-1,1	-93	-5,2	-2,3	-14,6	-4,9	-5,6	-3,0	-16,9	-10,5	194	86	22,3	25,0	3,3
FR	-1,8	-2,2	-21	-7,8	-3,2	-14,0	-6,8	4,1	2,1	-2,3	3,5	141	90	9,9	10,2	-0,1
HR	-0,5	0,0	-89	-8,3	-2,6	-24,7	-7,4	0,8	1,2	-2,4	-2,1	132	56	13,8	15,9	0,9
IT	-2,3	-0,4	-25	-6,2	-1,8	-23,8	-5,0	3,1	2,3	-5,4 (p)	-1,0	126	127	9,2	10,7	7,1
CY	-6,7	-6,9	-82	-5,8	-1,9	-26,6	-9,4	0,8	-2,7	-2,2	10,0	299	87	8,7	11,9	-1,9
LV	-0,6	-2,5	-67	-8,5	-1,4	12,3	5,4	-5,8	3,4	-0,6	-1 (p)	91,7 (p)	41	16,9	15,0	4,1 (p)
LT	-1,3	-0,2	-53	-6,7	-2,0	29,3	5,7	-4,6	1,9	-3,2	-0,3	63	41	15,6	13,4	-0,3
LU	7,0	6,6	169	-2,3	-1,4	-18,3	-4,0	9,8	4,7	2,5	-5,0	317	22	4,8	5,1	11,3
HU	0,6	1,0	-103	-1,2	-2,3	-17,8	-7,4	4,4	2,7	-9,2	-6,1	131	80	11,0	10,9	-8,3
MT	-1,6	1,6	25	-7,7	-2,1	4,5	-1,9	4,9	3,7	0,3	-1,6	155	71	6,6	6,4	4,1
NL	8,8	9,4	47	-6,0	-1,8	-12,0	-3,3	3,3	2,8	-8,7	0,2	219	71	4,7	5,3	4,9
AT	2,2	1,6	0	-4,7	-1,7	-21,2	-6,3	4,1	3,0	np (2)	2,7	147	74 (3)	4,3	4,3	-0,9
PL	-4,6	-3,7	-67	1,3	-2,3	1,3	-2,7	4,4	2,0	-5,9 (e)	3,4	75	56	9,8	10,1	9,6
PT	-6,5	-2,0	-115	-4,0	-1,5	-16,0	-5,3	-5,3	-3,1	-8,6 (p)	-5,4	224	124	13,6	15,9	-3,6
RO	-4,4	-4,4	-68	-1,9	-6,0	5,9	-7,1	4,8	6,5	-9,2	0,9	73	38	7,2	7,0	5,3
SI	1,2	3,3	-45	-4,5	-1,2	-19,9	-6,9	0,4	0,8	-8,4	-2,9	114	54	8,1	8,9	-0,8
SK	-1,7	2,2	-64	-3,2	0,0	4,2	1,5	0,9	1,0	-5,9	3,2	73	52	14,0	14,0	2,6
FI	-0,5	-1,7	18	-8,3	-2,7	-30,8	-7,1	4,8	4,4	-0,5 (p)	9,0	158	54	8,0	7,7	-0,2
SE	6,2	6,0	-10	10,1	-0,8	-18,8	-6,0	0,7	2,9	-0,2	1,8	212	38	8,1	8,0	4,4
UK	-2,8	-3,8	-9	5,8	4,3	-19,0	-1,7	6,1	3,0	-0,9	2,6	179	89	7,9	7,9	-4,3

Fonte: EUROSTAT, DG ECFIN (per gli indicatori sul tasso di cambio effettivo reale).

Note: (1) Stima Eurostat basata su dati relativi agli indici dei prezzi delle abitazioni della Banca di Grecia elaborata d'accordo con ELSTAT. (2) Dati relativi agli indici dei prezzi delle abitazioni fino al 2011 di Statistik Austria. Per il 2012, Eurostat stima un tasso del 9,6% al netto dell'inflazione in base ai dati non armonizzati della BCE e della Banca centrale dell'Austria relativi agli indici dei prezzi delle abitazioni. (3) Eurostat ha sollevato una riserva sul debito pubblico dell'Austria (si veda il comunicato stampa Eurostat 152/2013). (4) p= dati provvisori, e= stima.

**Tabella A.3: Indicatori ausiliari utilizzati per la lettura economica del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, 2012**

Anno 2012	Variazione in % su base annua del PIL reale	Formazione lorda di capitale fisso in % del PIL	Spesa nazionale lorda per R&S in % del PIL	Accreditamento/indebitamento netto in % del PIL, dati Bdp	Debito estero netto in % del PIL	Flussi di investimenti diretti esteri in entrata in % del PIL	Stock di investimenti diretti esteri in entrata in % del PIL	Saldo netto della bilancia commerciale dei prodotti energetici in % del PIL	Variazione in % (su 3 anni) del tasso di cambio effettivo reale rispetto alla zona euro	Variazione in % (su 5 anni) dell'andamento delle esportazioni rispetto alle economie avanzate	Variazione in % (su 5 anni) delle ragioni di scambio	Variazione in % su base annua delle quote del mercato delle esportazioni, volume di beni e servizi	Variazione in % su base annua della produttività del lavoro	Variazione in % (su 10 anni) del costo nominale del lavoro per unità di prodotto	Variazione in % (su 10 anni) del costo effettivo del lavoro per unità di prodotto rispetto alla zona euro	Variazione in % (su 3 anni) del prezzo nominale delle abitazioni	Edilizia residenziale in % del PIL	Debito del settore privato in % del PIL, dati non consolidati	Indebitamento del settore finanziario (debito/capitale proprio)
BE	-0,1	20,4	0,0	-2,1	-93,7	-7,6	195,3	-5,3	1,9	-6,0	-2,1	-3,6	-0,3	22,0	5,2	9,6	5,9	247,8	476,0
BG	0,8	21,4	0,0	0,0	28,8	3,7	95,2	-7,3	1,8	15,8	2,4	-2,8	3,4	70,5	45,5	-16,7	np	142,5	458,4
CZ	-1,0	23,1	0,0	-1,1	-1,3	5,4	67,6	-4,9	5,5	5,8	-3,6	2,8	-1,4	18,5	4,6	-3,1	3,7	82,0	542,1
DK	-0,4	17,1	0,0	6,0	12,0	0,9	32,4	0,5	0,7	-10,0	2,1	-8,8	-0,1	27,2	8,8	-1,7	4,3	238,9	308,0
DE	0,7	17,6	0,0	7,0	-9,4	0,2	28,5	-3,9	-1,2	-4,0	-2,2	1,1	-0,4	7,6	-11,0	8,2	5,8	116,3	459,9
EE	3,9	25,2	0,0	1,7	-2,0	6,8	84,2	-1,4	5,2	17,7	-3,4	3,1	1,7	67,3	42,9	23,0	3,5	130,1	353,1
IE	0,2	10,7	0,0	3,2	-396,7	18,2	157,1	-3,2	-5,1	-7,5	-4,4	0,3	0,8	15,4	-2,3	-33,1	2,0	331,9	121,1
EL	-6,4	13,1	0,0	-1,2	121,5	0,7	9,7	-3,9	2,0	-19,0	-3,8	-2,9	2,1	11,6	-4,9	-18,7	3,4	130,3	1129,9
ES	-1,6	19,2	0,0	-0,5	90,3	2,0	46,8	-3,9	0,8	-5,6	-5,3	0,5	2,7	18,6	0,5	-22,7	5,2	215,2	938,3
FR	0,0	19,8	0,0	-2,2	35,0	1,0	40,8	-3,3	-0,5	-5,0	-2,4	-0,1	0,1	20,9	4,0	10,3	np	161,7	415,6
HR	-2,0	18,4	0,0	0,1	79,5	2,4	54,9	-6,0	-2,5	-16,8	2,5	-2,1	2,0	31,7	11,1	-10,6	np	132,1	421,6
IT	-2,5	17,9	0,0	-0,1	55,5	0,0	17,6	-3,9	1,3	-15,7	-4,3	-0,2	-2,2	27,6	10,8	-2,9	5,1	128,8	1180,3
CY	-2,4	13,7	0,0	-6,7	36,7	5,5	90,0	-8,3	2,0	-18,9	-1,6	-0,2	1,8	28,1	11,0	-11,9	3,6	302,6	925,1
LV	5,0	22,8	0,0	0,5	38,9	3,9	46,5	-6,0	-0,7	24,2	-1,3	4,6	3,4	100,8	66,3	0,3	1,9	111,6	694,4 (p)
LT	3,7	16,6	0,0	2,0	33,6	1,7	36,7	-8,4	1,5	42,9	-2,6	8,6	1,9	32,1	11,8	-1,5	1,8	66,7	640,8
LU	-0,2	19,3	0,0	6,1	-2444,8	523,6	4311,5	-6,5	2,8	-9,7	3,1	-5,8	-2,6	37,0	17,4	13,8	3,5	370,7	68,7
HU	-1,7	17,4	0,0	3,6	57,1	11,1	80,8	-6,4	4,4	-9,1	-2,3	0,0	-1,8	39,3	23,1	-9,3	1,6	155,0	519,6
MT	0,8	14,8	0,0	2,9	-176,4	-0,4	180,7	-12,8	1,0	15,5	-1,4	2,6	-1,5	28,3	11,8	1,8	2,2	217,8	357,4
NL	-1,2	17,0	0,0	7,8	32,5	1,5	77,3	-2,6	-0,3	-2,7	-1,6	0,8	-1,1	17,8	0,2	-9,8	4,2	222,8	202,8
AT	0,9	21,4	0,0	1,5	25,6	1,5	65,4	-4,1	1,3	-12,9	-4,3	-0,8	-0,4	16,6	0,9	np	4,5	164,7	330,0
PL	1,9	19,1	0,0	-1,5	36,1	1,2	45,7	-3,5	7,1	12,0	-2,8	-0,1	5,6	9,1	-5,1	-6,8	2,7	78,7	315,6
PT	-3,2	16,0	0,0	0,3	102,3	4,2	55,0	-4,7	0,9	-7,2	-0,1	-5,1	1,1	11,5	-4,3	-8,4	2,5	256,0	485,1
RO	0,7	26,7	0,0	-3,0	40,2	1,6	44,6	-3,1	3,2	17,1	10,5	-5,7	-0,8	144,0	107,5	-26,1	np	73,7	507,0
SI	-2,5	17,8	0,0	3,0	41,2	-0,1	33,2	-6,9	0,3	-11,5	-4,3	-2,3	-1,7	32,0	13,4	-4,3	2,8	125,2	631,9
SK	1,8	20,1	0,0	4,2	22,4	3,1	59,5	-5,9	1,9	15,1	-5,6	6,1	1,7	23,7	7,4	-8,1	2,3	76,3	1008,7
FI	-0,8	19,6	0,0	-1,6	36,4	1,4	38,0	-2,7	1,6	-23,5	-5,7	-3,9	-0,8	26,5	7,5	12,1	6,7	185,1	525,9
SE	1,0	19,0	0,0	5,9	60,1	3,1	64,0	-1,7	19,1	-10,2	-1,3	-8,4	0,2	11,3	-5,2	11,8	3,2	256,5	278,1
UK	0,1	14,3	0,0	-3,6	31,7	2,5	53,7	-1,2	14,4	-10,5	-3,6	-2,9	-1,1	29,4	np	8,0	3,3	189,8	1060,7

Fonte: EUROSTAT, DG ECFIN (per gli indicatori del tasso di cambio effettivo reale rispetto alla zona euro e del costo effettivo del lavoro per unità di prodotto rispetto alla zona euro) e WEO dell'FMI (per l'indicatore della quota di mercato delle esportazioni in volume).

Nota: b= interruzione nella serie temporale, p= dati provvisori, e= stima.

Tabella A.3 (segue): Indicatori ausiliari utilizzati per la lettura economica del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, 2012

Anno 2012	Variazione in % su base annua della disoccupazione	Tasso di attività (15-64 anni)		Tasso di disoccupazione di lunga durata (in % della popolazione attiva)		Tasso di disoccupazione giovanile (in % della popolazione attiva della stessa fascia d'età)		Giovani disoccupati e al di fuori di ogni ciclo di istruzione e formazione (in % della popolazione totale)		Persone a rischio di povertà o di esclusione sociale (in % della popolazione totale)		Tasso delle persone a rischio di povertà (in % della popolazione totale)		Tasso delle persone esposte a grave deprivazione materiale (in % della popolazione totale)		Persone che vivono in famiglie a bassissima intensità di lavoro (in % della popolazione tra 0 e 59 anni)	
		livello	variazione in punti percentuali (su 3 anni)	livello	variazione in punti percentuali (su 3 anni)	livello	variazione in punti percentuali (su 3 anni)	livello	variazione in punti percentuali (su 3 anni)	livello	variazione in punti percentuali (su 3 anni)	livello	variazione in punti percentuali (su 3 anni)	livello	variazione in punti percentuali (su 3 anni)	livello	variazione in punti percentuali (su 3 anni)
BE	0,2	66,9	0,0	3,4	-0,1	19,8	-2,1	12,3	1,2	np	np	np	np	np	np	np	np
BG	-2,5	67,1	-0,1	6,8	3,8	28,1	13,0	21,5	2,0	49,3	3,1	21,2	-0,6	44,1	2,2	12,4	5,5
CZ	0,4	71,6	1,5	3,0	1,0	19,5	2,9	8,9	0,4	15,4	1,4	9,6	1,0	6,6	0,5	6,8	0,8
DK	-0,3	78,6	-1,6	2,1	1,5	14,0	2,2	6,6	1,2	19,0	1,4	13,1	0,0	2,8	0,5	10,9	2,4
DE	1,1	77,1	0,8	2,5	-1,0	8,1	-3,1	7,7	-1,1	19,6	-0,4	16,1	0,6	4,9	-0,5	9,8	-1,0
EE	2,2	74,9	0,9	5,5	1,7	20,9	-6,6	12,5	-2,4	23,4	0,0	17,5	-2,2	9,4	3,2	9,0	3,4
IE	-0,6	69,2	-1,4	9,1	5,6	30,4	6,4	18,7	0,3	np	np	np	np	np	np	np	np
EL	-8,3	67,9	0,1	14,4	10,5	55,3	29,5	20,3	7,7	34,6	7,0	23,1	3,4	19,5	8,5	14,1	7,6
ES	-4,2	74,1	1,1	11,1	6,8	53,2	15,4	18,8	0,5	28,2	3,7	22,2	2,1	5,8	1,3	14,2	6,6
FR	0,0	71,0	0,5	4,1	0,7	24,7	0,7	12,2	-0,2	19,1	0,6	14,1	1,2	5,3	-0,3	8,4	0,1
HR	-3,9	60,5	-1,9	10,3	5,2	43,0	17,9	16,7	4,8	32,3	np	20,5	2,6	15,4	np	16,1	np
IT	-0,3	63,7	1,3	5,7	2,2	35,3	9,9	21,1	3,4	30,4 (p)	5,7 (p)	19,8	1,4	14,5	7,5	10,3	1,5
CY	-4,2	73,5	0,5	3,6	3,0	27,8	14,0	16,0	6,1	27,1	3,6	14,7	-1,1	15,0	5,5	6,4	2,4
LV	1,6	74,4	0,5	7,8	2,9	28,5	-4,8	14,9	-2,5	36,6	-0,8	19,4	-6,3	26,0	4,1	11,5	4,8
LT	1,8	71,8	2,0	6,6	3,4	26,7	-2,3	11,1	-1,3	32,5	3,0	18,6	-2,0	19,8	4,7	11,3	4,4
LU	2,5	69,4	0,7	1,6	0,4	18,0	1,5	5,9	0,1	18,4	0,6	15,1	0,2	1,3	0,2	6,1	-0,2
HU	0,1	64,3	2,7	4,9	0,7	28,1	1,6	14,7	1,3	32,4	2,8	14,0	1,6	25,7	5,4	12,7	1,4
MT	2,3	63,1	4,0	3,0	0,0	14,2	-0,2	11,1	1,3	22,2	2,0	15,0	-0,3	8,0	3,3	7,9	-0,5
NL	-0,2	79,3	-0,4	1,8	0,9	9,5	1,8	4,3	0,2	15,0	-0,1	10,1	-1,0	2,3	0,9	8,7	0,4
AT	1,3	75,9	0,6	1,1	0,1	8,7	-1,3	6,5	-1,3	np	np	np	np	4,0	-0,8	7,6	0,4
PL	-3,4	66,5	1,8	4,1	1,6	26,5	5,9	11,8	1,7	26,7	-1,1	17,1	0,0	13,5	-1,5	6,8	-0,1
PT	-4,2	73,9	0,2	7,7	3,0	37,7	12,9	14,1	2,9	25,3	0,4	17,9	0,0	8,6	-0,5	10,1	3,2
RO	1,5	64,2	1,1	3,2	1,0	22,7	1,9	16,8	2,9	41,7	-1,4	22,6	0,2	29,9	-2,3	7,4	-0,3
SI	-0,8	70,4	-1,4	4,3	2,5	20,6	7,0	9,3	1,8	19,6	2,5	13,5	2,2	6,6	0,5	7,5	1,9
SK	0,1	69,4	1,0	9,4	2,9	34,0	6,4	13,8	1,3	20,5	0,9	13,2	2,2	10,5	-0,6	7,2	1,6
FI	0,0	75,2	0,2	1,6	0,2	19,0	-2,5	8,6	-1,3	17,2	0,3	13,2	-0,6	2,9	0,1	9,1	0,9
SE	0,7	80,3	1,4	1,5	0,4	23,7	-1,3	7,8	-1,8	18,2	2,3	14,2	0,9	1,3	-0,3	9,9	3,7
UK	1,2	76,3	0,6	2,7	0,8	21,0	1,9	14,0	0,7	np	np	np	np	np	np	np	np

Fonte: EUROSTAT.

Note: p= dati provvisori.