



COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 29.5.2013
SWD(2013) 379 final

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

**Valutazione dei programmi nazionali di riforma e dei programmi di stabilità 2013 per
LA ZONA EURO**

che accompagna il documento

Raccomandazione di RACCOMANDAZIONE DEL CONSIGLIO

**sull'attuazione degli indirizzi di massima per le politiche economiche degli Stati membri
la cui moneta è l'euro**

{COM(2013) 379 final}

INDICE

Sintesi	2
Introduzione	5
1. Sviluppi economici e sfide	5
1.1. Sviluppi economici recenti e prospettive	5
1.2. Sfide	6
2. Valutazione del programma politico	8
2.1. Politica di bilancio e fiscalità	8
2.2. Settore finanziario	17
2.3. Misure strutturali che incentivano la crescita e la competitività	25

SINTESI

PROSPETTIVE ECONOMICHE

La zona euro sta attraversando una fase prolungata di recessione e sebbene le tensioni sui mercati si siano allentate, le prospettive per la crescita e l'occupazione restano modeste e caratterizzate da persistenti differenze da un paese all'altro. Nel 2012 il PIL ha registrato una contrazione dello 0,6%. Stando alle previsioni economiche di primavera 2013 della Commissione, il PIL dovrebbe diminuire di 0,4% nel 2013, sebbene entro la fine di quest'anno la maggior parte degli Stati membri che si trovano attualmente in fase di recessione dovrebbero registrare di nuovo una crescita trimestrale positiva. Supponendo che uno sforzo politico continuativo possa prevenire una recrudescenza della crisi del debito sovrano, l'economia dovrebbe crescere dell'1,2% nel 2014. La domanda esterna è destinata a rimanere il principale traino della crescita nel 2013, mentre la riduzione dell'indebitamento di banche, imprese e famiglie continua a pesare sulla domanda interna. La disoccupazione dovrebbe raggiungere un picco del 12,3% nella zona euro nel 2013.

Sono stati compiuti progressi significativi nel risanamento di bilancio nella zona euro. Il disavanzo nominale dovrebbe scendere dal 3,7% del PIL nel 2010 a meno del 3% del PIL nel 2013 per la prima volta dal 2008. Tuttavia il rapporto debito/PIL ha continuato ad aumentare nel 2012, superando il 90% del PIL, e si prevede che possa raggiungere il 95,5% nel 2013 e stabilizzarsi al 96% nel 2014.

QUESTIONI CENTRALI

La crisi ha reso fragile il sistema bancario e indebolito l'attività economica; tale situazione, combinata con le preesistenti sfide strutturali e istituzionali, ha dato luogo a forti perturbazioni nei mercati finanziari e nei singoli Stati membri. Con una serie di paesi vulnerabili che hanno dovuto procedere a un consistente aggiustamento e che richiedono finanziamenti esterni, il tessuto dell'Unione economica e monetaria (UEM) è stato messo a dura prova.

Di fronte a queste sfide profonde, sia gli Stati membri della zona euro che le istituzioni dell'UE hanno agito in modo determinato nel combattere la crisi e si sono compiuti progressi nell'attuazione delle raccomandazioni 2012 per la zona euro. Gli Stati membri, in particolare quelli in difficoltà, hanno proseguito il risanamento di bilancio e le riforme strutturali, mentre a livello dell'UE, la governance economica e di bilancio è stata rafforzata. È stato attuato un meccanismo europeo permanente di stabilità (MES) per affrontare le crisi finanziarie nella zona euro, è stato approvato il meccanismo di vigilanza unico per le banche, e la BCE ha adottato misure non convenzionali, quali l'annuncio della politica delle operazioni monetarie definitive.

Tuttavia, l'attuazione di raccomandazioni specifiche per i singoli Stati membri della zona euro e nella zona euro nel suo complesso è incompleta e la sfida più importante rimane ancora quella di creare le condizioni per una maggiore crescita e una minore

disoccupazione. A tal fine, il debito del settore privato, pubblico e bancario deve essere ridotto con modalità favorevoli alla crescita, mentre le riforme che contribuiscono al riequilibrio devono essere accelerate — sia dai paesi che registrano un avanzo di bilancio sia dai paesi con disavanzo.

- **Riequilibrio:** è dimostrato che il riequilibrio nella zona euro è in corso. Il miglioramento nei risultati delle esportazioni nette dei paesi vulnerabili è trainato non soltanto da un calo della domanda interna, ma anche da un aumento della loro competitività. Tuttavia, la correzione di notevoli squilibri, quali un elevato debito pubblico e privato o una perdita di competitività, richiede tempo e riforme che potrebbero avere ripercussioni negative sulla crescita a breve termine. La sfida per gli Stati membri della zona euro, compresi i paesi con avanzo di bilancio, consisterà nel fare in modo che queste fondamentali riforme economiche creino investimenti e opportunità di lavoro per il futuro.
- **Riforma strutturale:** incrementare il potenziale di crescita della zona euro richiede un ambizioso programma di riforme, che dovrebbe concentrarsi sull'apertura ad una maggiore concorrenza di determinati settori, in modo da permettere ad imprese innovative di entrare nel mercato e ridurre i prezzi per i consumatori. Una regolamentazione che favorisce le imprese — ad esempio, procedure di fallimento rapide ed eque — eliminerebbe dal mercato le imprese meno efficienti. La riforma del diritto del lavoro: per esempio, modificare il diritto contrattuale per facilitare l'accesso dei giovani al mercato del lavoro — comporta vantaggi per i datori di lavoro e i lavoratori.
- **Politica di bilancio:** gli Stati membri hanno realizzato un significativo processo di risanamento nel 2012 e il disavanzo generale di bilancio nella zona euro dovrebbe scendere al di sotto del 3% del PIL nel 2013. Grazie agli ampi sforzi negli ultimi due anni il risanamento delle finanze può procedere in modo più graduale. Sarà di fondamentale importanza rendere l'aggiustamento quanto più favorevole alla crescita possibile. A tal fine, un mix di spesa e di fisco più favorevole alla crescita nel bilancio, una migliore governance di bilancio e misure strutturali per accrescere il potenziale di crescita possono fornire un prezioso contributo. Un'attuazione coerente di riforme fiscali ben congegnate non solo migliora le finanze pubbliche, ma contribuisce anche a riconquistare la credibilità dei governi e riduce l'incertezza complessiva del mercato.
- **Settore finanziario:** i prestiti bancari all'economia reale, specialmente alle PMI, non hanno ripreso a crescere e la frammentazione dei mercati finanziari a livello nazionale non è scomparsa, nonostante un allentamento delle tensioni sui mercati finanziari. Il rapporto dei prestiti in sofferenza che le banche detengono è in aumento e il rapporto a livello aggregato tra prestiti e depositi delle banche sistemiche nella zona euro rimane elevato. La sfida consiste nell'individuare ed eliminare le restanti criticità del bilancio delle banche, nel ripristinare il mercato interno e nel continuare a spezzare il nesso tra le banche e gli emittenti sovrani.

- **Governance economica:** dopo lo scoppio della crisi economica, il quadro economico, di bilancio, di sorveglianza strutturale e di coordinamento è stato notevolmente rafforzato. La sfida attuale consiste ora nel fare in modo che le istituzioni dell'UE, compreso l'Eurogruppo, utilizzino questo quadro rafforzato per incoraggiare gli Stati membri ad attuare le raccomandazioni specifiche per paese, e tengano conto dei forti effetti di ricaduta tra i paesi.

INTRODUZIONE

Nella zona euro si avvertono ancora le ripercussioni della crisi economica e finanziaria mondiale del 2008-2009. La crisi ha reso fragile il sistema bancario e indebolito l'attività economica; tale situazione, combinata con le sfide strutturali e istituzionali di lunga data e peculiari alla zona euro, ha dato luogo a forti perturbazioni nei mercati finanziari e nelle economie degli Stati membri. Con una serie di paesi vulnerabili che si trovano ad affrontare la necessità di sostanziali aggiustamenti, ma anche un notevole fabbisogno di finanziamenti esterni, il tessuto dell'Unione economica e monetaria (UEM) è stato messo a dura prova. Di fronte a queste sfide profonde gli Stati membri e le istituzioni dell'UE hanno reagito in modo determinato per superare le difficoltà economiche e finanziarie della zona euro e per riformare e rafforzare le disposizioni in materia di governance dell'UEM. La crisi ha messo in luce alcune carenze nella concezione originaria dell'UEM, che sono ora affrontate mediante apposite misure in materia di vigilanza finanziaria e economica. Inoltre, l'architettura istituzionale dell'UEM è rafforzata, in quanto gli strumenti finanziari temporanei quali l'EFSF e il meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria sono stati sostituiti da un meccanismo europeo di stabilità permanente. Allo stesso tempo, il quadro della politica monetaria della BCE è stato adattato per affrontare le specifiche sfide generate dalla crisi e sostenere ulteriormente la stabilità finanziaria, in particolare mediante l'apporto di liquidità di emergenza e la possibilità di acquisti mirati di attivi. Tutto ciò ha permesso di ridurre sensibilmente i rischi di coda (*tail risk*) e di stabilizzare i mercati finanziari.

Malgrado gli evidenti progressi, la zona euro deve ancora affrontare notevoli ostacoli sulla strada della ripresa economica e finanziaria. Realizzare un'UEM stabile e completa richiede una più profonda e ampia integrazione, a livello finanziario, di bilancio, economico e politico, come indicato dalla Commissione nel Piano per un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita¹. Le raccomandazioni specifiche per paese per la zona euro del 2012 hanno già evidenziato, tra le grandi sfide, la necessità di garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche e di favorire la crescita oltre alla necessità di riportare il settore finanziario a condizioni di buona salute e facilitare l'aggiustamento degli squilibri macroeconomici. Benché siano stati compiuti molti progressi verso l'obiettivo di rinsaldare la coesione della zona euro da quando queste raccomandazioni sono state formulate agli Stati membri della zona euro nel 2012, occorrono ulteriori interventi per affrontare questi aspetti delle politiche. L'analisi annuale della crescita 2013 ha illustrato le cinque sfide più urgenti per l'UE nel suo insieme, le quali costituiscono anche le priorità per la zona euro.

1. SVILUPPI ECONOMICI E SFIDE

1.1. Sviluppi economici recenti e prospettive

La zona euro sta attraversando una fase prolungata di recessione. La netta riduzione dei rischi di coda contrasta tuttora con le prospettive di crescita e occupazione relativamente modeste in tutta la zona euro. Data la necessità di aggiustamento di bilancio nel settore pubblico e privato di vari Stati membri, l'attività economica dovrebbe rimanere contenuta per tutto il periodo oggetto di previsione e caratterizzata da persistenti differenze tra paesi.

¹ COM(2012) 777 final.

Il PIL ha subito una contrazione dello 0,6% nel 2012. Stando all'ipotesi secondo la quale la prosecuzione degli sforzi consentirà di evitare la recrudescenza della crisi del debito sovrano nella zona euro e i miglioramenti sui mercati finanziari continueranno, l'economia dovrebbe lentamente uscire dalla recessione. Gli indicatori tratti da indagini recenti mostrano una graduale stabilizzazione nel primo semestre di quest'anno e l'inizio della ripresa economica soltanto nella seconda metà del 2013. Sulla scia di una forte eredità negativa del 2012 e di un primo semestre di quest'anno che si annuncia debole, stando alle previsioni il PIL reale si ridurrà dello 0,4% nella zona euro nel 2013. Le proiezioni per il 2014 indicano un aumento reale del PIL dell'1,2%, che risente ancora della necessità di un aggiustamento di bilancio nel settore pubblico e privato.

Grazie a una ripresa economica mondiale, la domanda esterna è destinata a rimanere il principale traino della crescita nel 2013, mentre una molteplicità di ostacoli continua a pesare sulla domanda interna. La riduzione della leva finanziaria delle banche, delle imprese non finanziarie e delle famiglie procede, ma si ritiene che continuerà a gravare sulla domanda interna nel corso del periodo di riferimento. La grande incertezza che influenza le decisioni in materia di spesa e di investimento dovrebbe attenuarsi progressivamente. In questo contesto, si prevede una graduale ripresa della domanda interna nella seconda metà dell'anno.

Benché l'intera zona euro sia stata colpita dalla recessione economica, le condizioni macroeconomiche variano significativamente tra gli Stati membri. Considerate le diverse situazioni dei mercati del lavoro e dei mercati finanziari in alcuni Stati membri e le differenti esigenze di risanamento di bilancio e di riduzione della leva finanziaria nel settore privato, si prevede che i differenziali di crescita economica nella zona euro si ridurranno solo gradualmente. Tuttavia, entro la fine dell'anno, la maggior parte degli Stati membri attualmente in recessione dovrebbero registrare nuovamente una crescita trimestrale positiva del PIL.

1.2. Sfide

Sostenere la crescita per migliorare la sostenibilità e il clima sociale

Il necessario aggiustamento degli squilibri interni ed esterni accumulati dai paesi della zona euro nel periodo precedente la crisi è in corso e richiede ancora del tempo. La correzione di ingenti squilibri richiede generalmente un prolungato processo di aggiustamento con ripercussioni negative sulla crescita a breve termine, in quanto implica non solo un aggiustamento di bilancio che limita la domanda nei diversi settori dell'economia, ma anche un cambiamento della struttura produttiva verso modelli di specializzazione più sostenibili. Sul fronte interno, i processi di aggiustamento dei bilanci attualmente in corso del settore privato di diversi Stati membri costituiscono le necessarie correzioni dopo una fase di forte crescita del credito. La riduzione della leva finanziaria nel settore privato non finanziario comporta una riduzione degli investimenti e un aumento del tasso di risparmio, poiché le famiglie e le imprese desiderano migliorare la loro posizione patrimoniale netta rimborsando i debiti esistenti e/o aumentando gli attivi. La situazione attuale è particolarmente impegnativa in quanto non solo il settore privato finanziario e non finanziario, ma anche il settore pubblico registrano un elevato grado di indebitamento in alcuni Stati membri della zona euro, il che necessita una valutazione esaustiva delle sfide di *deleveraging* in tutti i diversi settori dell'economia. Sul fronte esterno è in corso il riequilibrio delle partite correnti degli Stati membri della zona euro. Una tale evoluzione è trainata in parte dalla compressione della

domanda interna nei paesi vulnerabili, ma anche da incrementi di competitività. Anche se questi sviluppi comprendono sia una componente ciclica che una componente non ciclica, quest'ultima sembra predominante nella maggior parte dei paesi. La sfida per gli Stati membri della zona euro, compresi i paesi che registrano un avanzo di bilancio, sarà quella di continuare ad agevolare il processo di riequilibrio estero, accrescendo la capacità di adeguamento delle loro economie, e rafforzando il potenziale di crescita, in modo da aiutare la riallocazione dei fattori di produzione creando opportunità di investimento e di occupazione.

La sfida di aumentare il potenziale di crescita della zona euro richiede un ambizioso programma di riforme che aumentino la flessibilità, la produttività e la competitività.

In considerazione del significativo divario negativo tra prodotto effettivo e potenziale esistente nella zona euro e del notevole aumento del numero di disoccupati durante la crisi, tale programma è fondamentale al fine di ottimizzare l'utilizzo delle risorse produttive degli Stati membri e attenuare le sofferenze economiche e sociali causate dall'aumento della disoccupazione. L'efficienza economica è aumentata: ciò faciliterà la riallocazione della forza lavoro e del capitale verso comparti dell'economia più produttivi e sostenibili e aumenterà il reddito nazionale e il potenziale di crescita. Inoltre, atteso che la disoccupazione incide progressivamente sul potenziale di crescita presente e futura, nell'attuale congiuntura l'eliminazione degli ostacoli che impediscono ai mercati del lavoro di operare in maniera efficace costituisce pertanto una delle principali sfide. Occorre stimolare anche la produttività del lavoro, al fine di migliorare le prospettive di crescita a più lungo termine e aumentare la competitività attraverso investimenti in capitale e misure intese ad incrementare la produttività totale dei fattori.

Migliorare la situazione delle finanze pubbliche in modo da promuovere la crescita

Gli Stati membri hanno ottenuto significativi risultati di risanamento nel 2012. Alcuni Stati membri hanno già provveduto a rettificare i loro disavanzi eccessivi, mentre altri dovrebbero farlo nel prossimo futuro. Ciò nonostante, nel 2012 il rapporto debito pubblico/PIL è salito al 90% nella zona euro considerata nel suo insieme e la sfida consiste quindi nel riportarlo su un percorso di costante diminuzione nel tempo. In tale contesto è importante continuare sulla via di un risanamento di bilancio differenziato e favorevole alla crescita, come auspicato dalla Commissione nella sua analisi annuale della crescita², tenendo debito conto della situazione di partenza di ciascun paese. Occorre porre l'accento su un insieme di misure, composte da spese e entrate, complessivamente efficienti e favorevoli alla crescita, tenendo conto delle caratteristiche specifiche di ciascun paese. L'attuazione coerente di riforme di bilancio ben concepite non solo migliora la situazione delle finanze pubbliche di un paese, ma contribuisce anche a ripristinare l'affidabilità creditizia del governo e a ridurre l'incertezza sul mercato. Ciò avviene soprattutto se i piani di bilancio sono evidentemente favorevoli alla crescita e chiaramente inseriti in un quadro di bilancio pluriennale e se favoriscono la sostenibilità delle finanze pubbliche a lungo termine.

Salvaguardare la stabilità finanziaria e migliorare il flusso di credito verso l'economia reale

Le migliori condizioni di finanziamento per le banche non si sono ancora tradotte in un miglioramento del credito per l'economia reale. Persistono differenze significative tra gli

² COM(2012) 750 final.

Stati membri in materia di attività creditizia delle banche e costi di finanziamento per il settore privato. L'aumento del credito è attualmente ostacolato dalla scarsa domanda e offerta di credito. Dal lato della domanda, la sfida consiste nel ripristinare la fiducia e ripianare i bilanci, già sottoposti a notevoli pressioni, del settore privato non finanziario. Dal lato dell'offerta, gli alti tassi di prestito sono collegati allo stato di salute del settore bancario, in cui le banche presentano percentuali elevate di crediti in sofferenza, una bassa redditività e/o una debole posizione patrimoniale. Inoltre, l'attuale clima di finanziamento a basso costo e il rapporto prestiti/depositi che si mantiene elevato indicano il rischio che le banche comincino ad astenersi dal concedere prestiti, il che porterebbe ad un ulteriore congelamento dell'offerta di credito e influirebbe negativamente sulla fiducia nell'intero settore. Tale evoluzione sarebbe esacerbata dalla frammentazione del mercato finanziario lungo i confini nazionali conseguente all'innescarsi di circoli viziosi tra banche e emittenti sovrani. Pertanto, la sfida dal lato dell'offerta implica che siano spezzati i suddetti circoli viziosi e che sia ripristinato il mercato interno nel settore finanziario. Un elemento fondamentale a tale proposito consiste nel promuovere il ripianamento dei bilanci bancari in modo da facilitare un processo ordinato di riduzione dell'indebitamento sia del settore bancario che del settore privato non finanziario, mantenendo il flusso di nuovi prestiti a fini produttivi nell'economia reale e in particolare nelle PMI. A tal fine, occorre migliorare la trasparenza dei bilanci bancari nonché individuare e rafforzare le restanti criticità.

Progressi verso un sistema efficace di governance nella zona euro

Un nuovo quadro di governance è entrato in vigore. Dallo scoppio della crisi, il quadro per la vigilanza e il coordinamento sotto il profilo economico, di bilancio e strutturale è stato notevolmente rafforzato. Si tratta ora di utilizzare questo quadro di governance rafforzata per intensificare l'impegno degli Stati membri ad attuare le raccomandazioni specifiche per paese e garantire una posizione politica coerente a livello aggregato, che rifletta i forti effetti di ricaduta tra i paesi la cui moneta è l'euro.

2. VALUTAZIONE DEL PROGRAMMA POLITICO

2.1. Politica di bilancio e fiscalità

Sviluppi di bilancio e dinamica del debito

Sono stati compiuti progressi significativi nel risanamento di bilancio nella zona euro. Il disavanzo strutturale della zona euro è migliorato di 1,4 punti percentuali nel 2012, il che dimostra il significativo sforzo di bilancio compiuto l'anno scorso dagli Stati membri della zona euro. Inoltre, il disavanzo nominale è diminuito ulteriormente, di 0,4 punti percentuali, scendendo al 3,7% del PIL. Stando alle previsioni di primavera, il saldo strutturale globale della zona euro dovrebbe migliorare di 0,75 punti percentuali nel 2013, portando a un'ulteriore riduzione del disavanzo nominale, che dovrebbe scendere al di sotto del 3% del PIL per la prima volta dal 2008 e di oltre la metà rispetto al picco registrato nel periodo 2009-2010, in cui ha superato il 6% del PIL, a seguito delle misure di stimolo di bilancio e di sostegno al settore finanziario.

Tuttavia il rapporto debito/PIL ha continuato a crescere nel 2012, dal momento che gli effetti dei programmi di risanamento sul debito si avverteranno solo col tempo. Il rapporto debito/PIL della zona euro nel suo insieme ha superato il 90% del PIL nel 2012. Secondo le previsioni di primavera della Commissione il ritmo di accumulazione del debito

diminuirà notevolmente quest'anno, ma il rapporto debito/PIL continuerà a crescere fino a raggiungere il 95,5% del PIL nel 2013. Nell'ipotesi di politiche invariate di bilancio, il rapporto debito/PIL dovrebbe stabilizzarsi al 96% nel 2014. I piani di bilancio degli Stati membri indicati nei programmi di stabilità implicano un andamento del debito simile a quanto anticipato nelle previsioni della Commissione, con un livello leggermente inferiore nel 2014. A condizione che i piani definiti nei programmi di stabilità e convergenza siano realizzati in maniera rigorosa, il rapporto debito/PIL dovrebbe continuare a scendere per assestarsi appena al di sotto del 90% del PIL nel 2016. Rapporti debito/PIL più elevati possono pesare sulla crescita, a motivo della maggiore imposizione fiscale che si rende necessaria per pagare gli interessi, nonché del maggiore rischio sovrano che influenza il rischio nel settore privato e i costi di finanziamento assunti dagli operatori privati. Il peso di tali fattori aumenta con l'entità del debito. Pertanto, gli sforzi di risanamento dovrebbero essere accompagnati da riforme strutturali volte a stimolare il potenziale di crescita, il che consentirebbe di ridurre il rapporto debito/PIL più rapidamente. Le recenti modifiche apportate al patto di stabilità e crescita hanno introdotto un parametro di riferimento per il debito, che ha reso operativo il criterio del debito previsto nel trattato. Esso impone agli Stati membri di ridurre il rapporto debito/PIL ad un ritmo che garantisca di raggiungere la soglia del 60% del PIL in un periodo massimo di 20 anni. Tuttavia, gli Stati membri che erano oggetto di una procedura per disavanzi eccessivi nel novembre 2011 hanno ottenuto un periodo transitorio di tre anni, durante il quale devono dimostrare una sufficiente conformità che permetta di raggiungere il valore di riferimento alla fine del periodo di transizione³.

La velocità di risanamento nel periodo 2010 - 2013 per la zona euro nel suo insieme e la differenziazione in funzione del margine di bilancio sono state sostanzialmente adeguate.

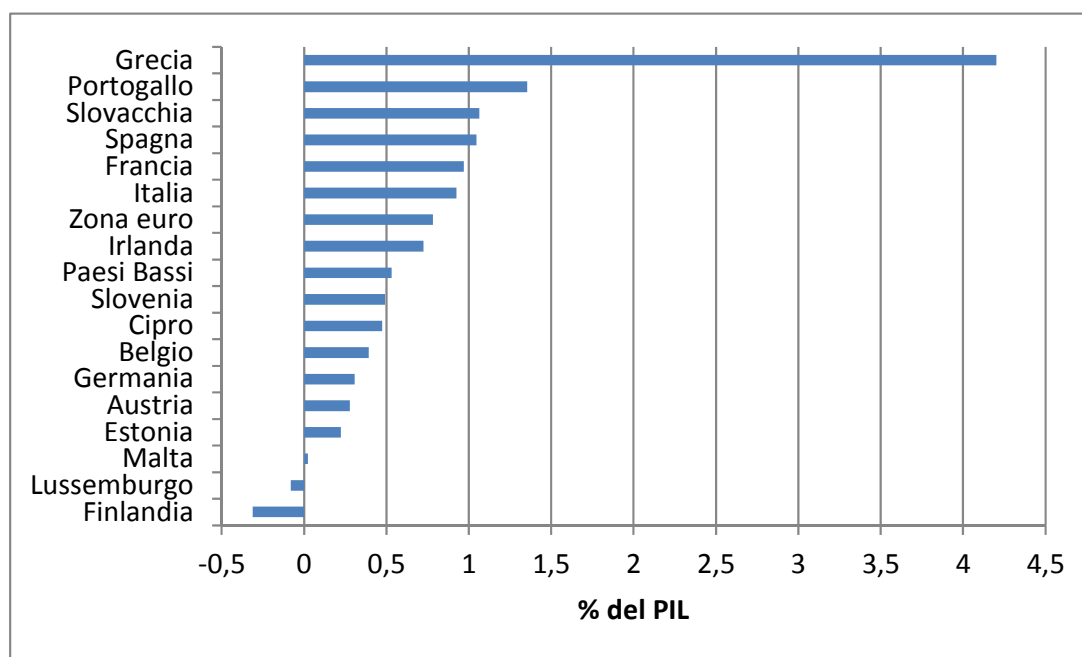
Secondo le previsioni, nel periodo 2010-2013, il miglioramento annuo medio del saldo strutturale nella zona euro dovrebbe raggiungere lo 0,8% (cfr. grafico 1). L'aggiustamento più consistente è stato effettuato nei paesi oggetto di programma e nei paesi che si trovano ad affrontare le pressioni del mercato, quali Grecia, Portogallo, Italia e Spagna o nei paesi che nel 2009 registravano un disavanzo elevato, quali Slovacchia e Francia. Negli Stati membri che dispongono di un margine di bilancio maggiore, quali Finlandia e Lussemburgo, i saldi strutturali non sono migliorati affatto o solo in misura modesta. Tuttavia, per un certo numero di paesi, in particolare quelli che registrano una forte stretta di bilancio, il sottostante grado di contenimento della politica, necessario per operare un determinato miglioramento del saldo strutturale, è attualmente più alto che in circostanze normali. Tale situazione si spiega con il riequilibrio in corso verso i settori di beni commerciabili (*tradable*), che si traduce in una crescita temporanea a scarsa intensità fiscale e una riduzione della crescita potenziale. Per contro, anche se in minor misura, lo sforzo discrezionale di bilancio sembra denotare una politica più flessibile rispetto alla variazione del saldo strutturale in Germania, Lussemburgo, Malta e Svezia. Per la zona euro nel suo insieme, il grado di contenimento della politica è attualmente superiore a quanto sembra indicare lo sforzo strutturale⁴. Esaminando i saldi strutturali in una prospettiva dinamica, la Commissione europea ha raccomandato una strategia di risanamento dell'UE basata sul principio dell'adeguamento graduale e differenziato. È stato raccomandato ai paesi con livelli elevati di debito o soggetti alle tensioni di mercato di avviare il risanamento nel 2010, mentre gli altri avrebbero iniziato solo nel 2011. Di conseguenza, le politiche di bilancio hanno svolto un ruolo importante nel sostegno dell'economia e al fine di evitare un crollo finanziario, nel 2009. Per l'intera zona

³ Vale a dire quando è entrato in vigore il regolamento (CE) n. 1467/97 riveduto.

⁴ Cfr. riquadro I.4. delle previsioni di primavera della Commissione europea.

euro la posizione di bilancio era neutra nel 2010. Nel 2011, il ritmo di risanamento è cresciuto allo 0,9%, e ha raggiunto il picco dell'1,4% l'anno successivo. Per il 2013 la Commissione prevede una diminuzione dello sforzo generale di risanamento allo 0,75%.

Grafico 1 — Sforzo strutturale medio annuo, 2009-2013



Fonte: Previsioni di primavera 2013 della Commissione europea.

Il Patto di stabilità e crescita è un quadro flessibile inteso a modulare l'aggiustamento di bilancio a ritmi differenziati e i miglioramenti apportati recentemente ne rafforzeranno questo ruolo. Mentre le soglie nominali del disavanzo e del debito — rispettivamente 3% e 60% del PIL — rappresentano i principali presupposti del braccio correttivo del patto di stabilità e crescita, i percorsi di risanamento verso tali obiettivi sono definiti in termini strutturali, cioè senza considerare l'incidenza del ciclo economico sul disavanzo nominale. Pertanto, se a motivo di un significativo deterioramento delle prospettive economiche l'obiettivo nominale non può essere raggiunto nonostante l'esecuzione degli interventi strutturali necessari, il termine per la correzione del disavanzo eccessivo può essere prorogato. Nella fase preventiva, i paesi devono perseguire un adeguamento costante verso i loro obiettivi a medio termine, prendendo come parametro di riferimento un miglioramento strutturale annuo dello 0,5% del PIL, che può essere modulato in funzione della specifica situazione economica e finanziaria, sulla base dei criteri stabiliti nel patto di stabilità e crescita. Inoltre, le norme che disciplinano il patto consentono di deviare temporaneamente dal percorso di aggiustamento verso l'obiettivo a medio termine in caso dell'attuazione di importanti riforme strutturali che generano benefici finanziari diretti a lungo termine, ad esempio aumentando il potenziale di crescita sostenibile, e quindi un impatto quantificabile sulla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche. La Commissione si è basata sulle disposizioni del patto per stabilire il calendario di convergenza verso gli obiettivi di bilancio a medio termine. Per fornire agli Stati membri un orientamento più tangibile nel loro percorso verso l'obiettivo a medio termine, è stato introdotto un parametro di riferimento per la spesa, che integra la valutazione del saldo strutturale e obbliga gli Stati membri a mantenere la

crescita della spesa, al netto delle misure discrezionali sul lato delle entrate, in linea con il rispettivo tasso di crescita potenziale a medio termine⁵. Uno Stato membro che ha superato l'obiettivo di bilancio a medio termine potrebbe temporaneamente lasciare che la crescita annua della spesa superi il tasso di riferimento a medio termine del potenziale di crescita del PIL, a condizione che, tenuto conto della possibilità di ingenti redditi inattesi, l'obiettivo a medio termine sia rispettato per tutto il periodo di riferimento del programma.

Sulla base dei programmi di stabilità, lo sforzo strutturale nella zona euro scenderà ancora con una differenziazione del risanamento in funzione del margine di bilancio. Ne consegue anche che gli effetti negativi del risanamento dovrebbero attenuarsi nella zona euro nel suo insieme. Grazie agli sforzi di risanamento già attuati e al buon andamento dell'economia, Estonia, Finlandia, Germania e Lussemburgo hanno conseguito il loro obiettivo di bilancio a medio termine (la Germania con un ampio margine) o prevedono di farlo nel periodo interessato dalla previsione. Pertanto, non sono più necessarie misure di risanamento a breve termine e i paesi con saldi strutturali al di sopra del loro obiettivo a medio termine possono permettersi di far crescere la spesa netta oltre il tasso di crescita potenziale a medio termine a condizione che l'obiettivo a medio termine sia mantenuto. L'impatto negativo del risanamento sulla crescita in tali paesi si sta riducendo. Anche gli Stati membri che hanno corretto il loro disavanzo eccessivo, quali Italia o Austria, potrebbero permettersi una maggiore gradualità nell'aggiustamento verso i loro obiettivi a medio termine, in linea con il calendario di convergenza proposto dalla Commissione. Atteso che i paesi soggetti al braccio preventivo rappresentano oltre il 40% del PIL della zona euro, stanno diminuendo il fabbisogno complessivo di risanamento nella zona euro e l'impatto sulla crescita della zona euro.

Rimangono tuttavia notevoli esigenze di risanamento in alcuni paesi della zona euro, in quanto diversi paesi sono ancora oggetto di una procedura per disavanzo eccessivo e i paesi nella parte preventiva devono progredire dello 0,5% come parametro di riferimento verso l'obiettivo a medio termine. Questi sforzi di risanamento peseranno sulla crescita economica e la portata degli effetti dipenderà da molti fattori, quali la composizione del risanamento, lo stato dei bilanci del settore privato o la credibilità delle politiche. Gli Stati membri della zona euro che non sono in difficoltà, ma che formano ancora oggetto della procedura per disavanzi eccessivi e soddisfano le condizioni per una proroga del termine, dovrebbero proseguire i loro sforzi di bilancio in linea con la raccomandazione del Consiglio a loro rivolta, ma con particolare attenzione alle misure complementari volte a rafforzarne il potenziale di crescita e a correggerne gli squilibri macroeconomici. Per una serie di paesi vulnerabili, che devono ridurre la leva finanziaria sia nel settore privato che in quello pubblico, il risanamento a breve termine può avere un maggiore effetto sulla crescita economica a breve termine, soprattutto se i loro mercati finanziari, del lavoro e dei prodotti sono caratterizzati da rigidità. Controbilanciare la riduzione dell'indebitamento pubblico con quello privato non è un'opzione per questi paesi, in quanto in generale la loro posizione esterna è spesso negativa e richiede un notevole aggiustamento del paese nel suo insieme. Tale processo sarà doloroso indipendentemente dall'esatta distribuzione del deleveraging tra settore pubblico e quello privato. Questi paesi non hanno altra alternativa poiché hanno perso l'accesso ai mercati finanziari o rischiano di perderlo.

⁵ Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio riveduto.

Composizione delle finanze pubbliche

Ferma restando la necessità di promuovere risanamenti basati sulla spesa, occorre combinare in modo efficiente e favorevole alla crescita misure sul fronte delle spese e delle entrate. L'analisi dei precedenti risanamenti indica che i risanamenti basati sulla spesa hanno maggiori probabilità di successo. Inoltre, considerati gli oneri tributari relativamente elevati esistenti in alcuni Stati membri della zona euro, ulteriori aumenti fiscali potrebbero incidere negativamente sulla futura crescita e si dovrebbe invece puntare su altre misure volte ad incrementare le entrate fiscali, ad esempio l'ampliamento della base imponibile. Nel complesso, per limitare gli effetti negativi a breve termine sulla crescita, i risanamenti dovrebbero combinare adeguatamente misure favorevoli alla crescita sul fronte delle spese e delle entrate, tenendo conto delle caratteristiche economiche e di bilancio specifiche per paese.

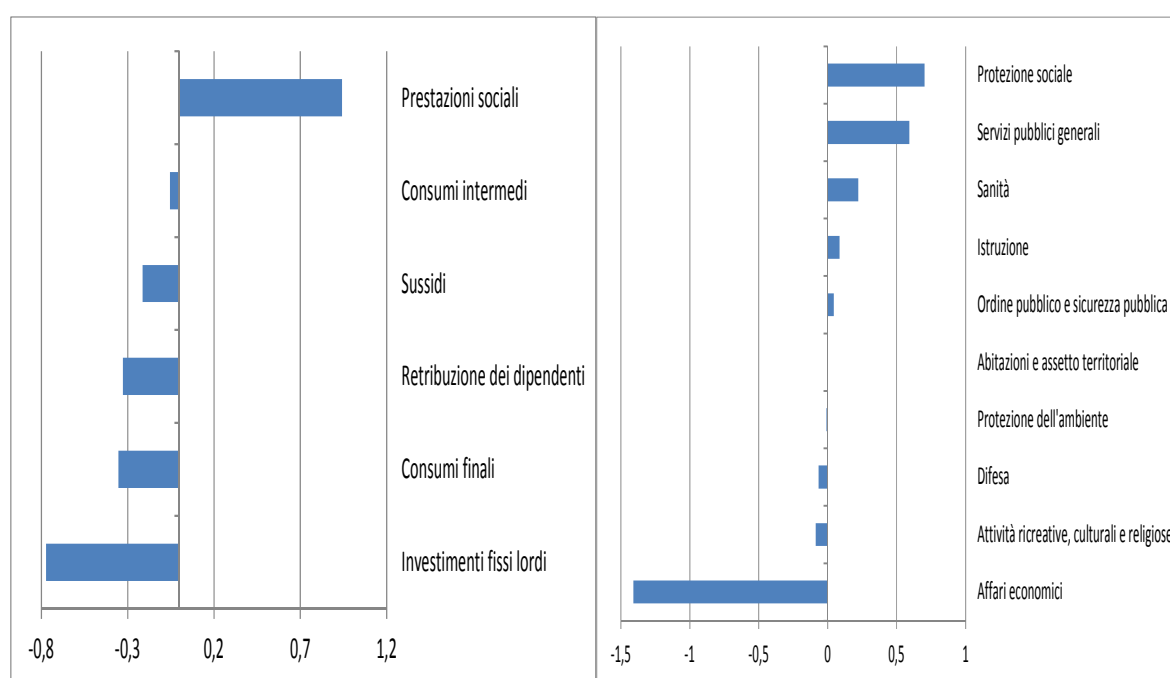
Sforzi di risanamento nella zona euro sono stati ampiamente compensati tra entrate e spese. Tra il 2009 e il 2012 il rapporto entrate/PIL è aumentato nella zona euro di 1,3 punti percentuali passando al 46,2% del PIL, mentre il rapporto spesa/PIL è sceso dello stesso importo a poco sotto il 50% del PIL, ma non ha ancora recuperato il notevole aumento registrato nel 2009, rimanendo al di sopra del livello del 2008. Nell'attuazione della loro strategia di aggiustamento paesi quali Irlanda⁶, Grecia, Portogallo e Spagna, si sono basati principalmente sui tagli di spesa. Per contro, in paesi come Francia, Belgio, Italia e Lussemburgo il complessivo risanamento di bilancio è stato basato sulle entrate, benché il rapporto entrate/PIL sia già relativamente elevato in tali paesi.

I tagli alla spesa incidono anche sulle categorie di spesa orientate alla crescita. Gli investimenti pubblici sono la categoria di spesa più colpita (cfr. grafico 2). Sebbene sia più facile colpire i progetti di investimento per realizzare risparmi, le decisioni in tal senso sono inopportune in quanto gli investimenti sono la categoria più favorevole alla crescita all'interno della spesa delle amministrazioni pubbliche. In un momento in cui il settore privato rimanda gli investimenti, vi sono ottime ragioni perché il settore pubblico intervenga, cercando nel contempo risparmi in altre rubriche del bilancio. Per ovviare a tale inconveniente, la Commissione ha annunciato nel piano per un'UEM autentica e approfondita che avrebbe vagliato altri metodi, nell'ambito del braccio preventivo del patto di stabilità e crescita, per tener conto dei programmi di investimento. Inoltre, le retribuzioni dei dipendenti pubblici e i consumi del settore pubblico sono stati ridotti dall'inizio del risanamento di bilancio nel 2010. Per contro, è aumentata la quota relativa dei trasferimenti sociali. Il forte aumento delle prestazioni sociali è stato correlato all'impatto della crisi sul mercato del lavoro e agli sforzi degli Stati membri di limitarne le conseguenze sociali. Questi dati sono confermati dall'analisi delle spese per tipo funzionale, indicanti un aumento significativo della spesa pubblica nel settore della protezione sociale che almeno in parte riflette la natura anticiclica di tale spesa, sebbene conviene essere cauti nel trarre conclusioni in questo settore poiché le serie di dati disponibili riguardano solo il breve periodo. Le spese per l'istruzione sono leggermente aumentate, risultato in certa misura rassicurante considerando il collegamento di questo settore con il potenziale di crescita a lungo termine. Nel complesso, tuttavia, sembra che vi sia ancora margine per migliorare la composizione dell'aggiustamento di bilancio sul lato della spesa. In alcuni casi l'entità e la velocità di aggiustamento sono

⁶ I tagli alla spesa sono influenzati dall'intervento pubblico nel settore finanziario.

dettate dall'evoluzione dei mercati finanziari e dal deterioramento della posizione di liquidità del governo e non lasciano spazio per l'ottimizzazione delle misure politiche. I miglioramenti nei mercati finanziari dovrebbero consentire decisioni più incisive sulla composizione dei bilanci in futuro. In altri Stati membri, tuttavia, occorre resistere alle soluzioni facili e temporanee per conseguire economie di bilancio e mirare a rendere più efficace ed efficiente la spesa pubblica alla luce delle attuali esigenze di adeguamento e delle sfide a lungo termine. L'analisi comparativa delle migliori pratiche e un'analisi adeguata dei costi e dei benefici costituirebbero utili tecniche per migliorare l'efficienza della spesa pubblica.

Grafico 2 — Variazione nel mix totale delle spese, di natura economica (2010-2012) e funzionale (2010-2011), in punti percentuali

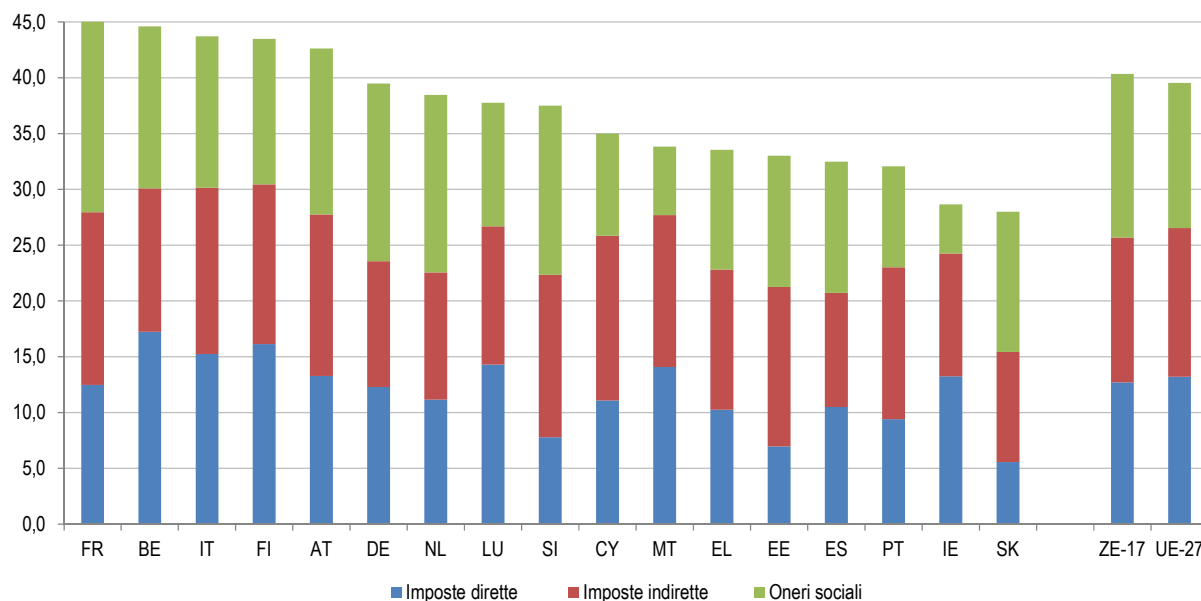


Fonte: Servizi della Commissione

La maggior parte degli Stati membri della zona euro ha aumentato l'imposizione fiscale a tutti i livelli nel 2011-2012 nel contesto delle notevoli esigenze di risanamento di bilancio. Ampi provvedimenti sul lato delle spese sono stati necessari in alcuni Stati membri, con un conseguente aumento della pressione fiscale anche sul lavoro e sul reddito delle società, ritenuto il più dannoso per la crescita. Sono state aumentate le imposte sul reddito e sul patrimonio, nonché le imposte indirette sui consumi. Le aliquote fiscali sui redditi delle persone fisiche sono aumentate, in diversi casi, sotto forma di maggiorazioni generali o contributi di solidarietà a carico dei redditi più alti. Si registra anche la tendenza verso leggeri aumenti delle imposte patrimoniali ricorrenti. Le misure che incidono sull'imposta sul reddito delle società sono più eterogenee, in quanto rispecchiano anche condizioni di partenza nella zona euro molto dissimili: diversi paesi hanno ridotto l'aliquota dell'imposta sul reddito delle società, mentre altri Stati membri della zona euro hanno introdotto prelievi speciali e soprattasse in particolare sulle grandi imprese. Nell'intento di attenuare gli effetti negativi

della crisi sugli investimenti del settore privato, diversi Stati membri hanno apportato modifiche alla base imponibile dell'imposta sulle società per incentivare ulteriormente gli investimenti in materia di ricerca e innovazione e l'attività imprenditoriale. In materia di imposte sui consumi, molti Stati membri hanno aumentato sia le aliquote IVA che le accise sui prodotti energetici, sugli alcolici e sui tabacchi.

Grafico 3 — Rapporto gettito fiscale/PIL e struttura fiscale negli Stati membri della zona euro, nel 2012 (% del PIL)



Fonte: Servizi della Commissione

La quota delle imposte dirette e indirette in percentuale del PIL dovrebbe aumentare in parallelo, lasciando la composizione fiscale generale relativamente invariata a breve termine (cfr grafico 3). Alcuni paesi si sono adoperati per migliorare la propria struttura fiscale: sono state adottate misure per trasferire l'imposizione fiscale a carico del lavoro, compresa la riduzione mirata delle imposte per particolari categorie di lavoratori ad esempio quelli a basso reddito o le seconde fonti di reddito familiare, verso le imposte o tasse su beni di consumo, ambientali o immobili.

Per quanto riguarda le prospettive future, molti Stati membri della zona euro dispongono di ulteriore margine per migliorare la struttura dei rispettivi sistemi fiscali. In particolare Francia, Belgio e Italia avrebbero modo di ridurre ancora l'imposizione fiscale sul lavoro. Tali variazioni dovranno essere attuate secondo modalità adeguatamente cadenzate per evitare perdite di entrate nel breve periodo. In diversi paesi, si potrebbe valutare la possibilità di integrare l'aumento delle imposte sui consumi con un uso più marcato delle imposte ricorrenti su proprietà immobiliari, e le imposte ambientali, considerate meno dannose per la crescita. L'imposizione di tale natura può utilmente integrare le imposte sui consumi e contribuire all'alleggerimento delle imposte sul lavoro, dato che le imposte sui consumi potrebbero ripercuotersi negativamente sulle famiglie più povere e dare luogo a frodi fiscali.

Molti Stati membri dispongono del margine per rendere i loro sistemi fiscali più favorevoli alla crescita e aumentare il gettito fiscale ampliando le basi imponibili. Pertanto, in generale, sarebbe possibile riesaminare le detrazioni fiscali applicate alle imposte sui redditi delle persone fisiche e delle imprese allo scopo di aumentare l'efficienza complessiva del sistema fiscale. Belgio, Francia, Italia e Spagna, in particolare, potrebbero utilmente affrontare l'ampia gamma di agevolazioni fiscali previste dai loro sistemi fiscali. Esiste anche un margine per migliorare l'efficacia dell'IVA attraverso un ricorso più ampio all'aliquota normale e un ulteriore innalzamento delle aliquote ridotte in circa la metà degli Stati membri della zona euro.

Infine, la maggior parte degli Stati membri potrebbe migliorare ancora la governance fiscale e/o ridurre di più la tendenza all'indebitamento. Circa la metà degli Stati membri della zona euro dovrebbe continuare a migliorare la governance fiscale, il che richiede un impegno costante nel medio-lungo termine per potenziare il rispetto della normativa fiscale e migliorare l'efficienza dell'amministrazione tributaria. Italia, Malta e Spagna potrebbero intensificare oltre gli sforzi di lotta contro la frode fiscale e il lavoro sommerso, mentre la Slovacchia potrebbe utilmente migliorare la riscossione dell'IVA e potenziare la capacità dell'amministrazione tributaria. Infine, in alcuni paesi potrebbero risultare necessari ulteriori sforzi riformatori volti a ridurre la distorsione a favore del debito nella tassazione delle imprese e sulle famiglie in modo da affrontare gli squilibri attuali e prevenire il ripetersi di rischi finanziari in questi settori. I Paesi Bassi dispongono del margine per intervenire ulteriormente sulla distorsione fiscale insita nel finanziamento degli investimenti immobiliari, mentre Malta, Spagna, Lussemburgo e Francia possono continuare ad affrontare la distorsione a favore del debito risultante dalle imposte sulle società.

Sostenibilità di bilancio a lungo termine

Una considerevole sfida consiste nel far fronte all'evoluzione nel lungo periodo delle spese influenzate dall'invecchiamento demografico. Dal 2009 sono stati realizzati progressi significativi: il fabbisogno dell'aggiustamento di bilancio per garantire la sostenibilità a lungo termine è diminuito, passando dal 5,8% nel 2009 al 2,3%, per la zona euro nel suo insieme. Per raggiungere il parametro del 60% nel rapporto debito/PIL entro il 2030 nella zona euro è necessario uno sforzo supplementare pari a 2 punti percentuali del PIL, in aggiunta agli interventi già previsti fino al 2014⁷. In caso contrario, il debito pubblico in percentuale del PIL ricomincerebbe a salire attorno al 2030, periodo in cui l'impatto sul bilancio dell'invecchiamento demografico sarà più evidente e il debito pubblico si aggirerà sul 90% del PIL nel 2030. La situazione è tuttavia molto diversa nei diversi Stati membri della zona euro. I rischi per la sostenibilità sono particolarmente elevati in Belgio, Spagna, Malta, Paesi Bassi, Cipro e Slovenia. Ampliando la prospettiva fino al 2060 le sfide in termini di sostenibilità sono ancora maggiori, in quanto le proiezioni indicano che le spese per le pensioni aumenteranno passando da oltre il 12% del PIL attuale al 14% nel 2060. Inoltre, la spesa per l'assistenza sanitaria e l'assistenza a lungo termine dovrebbe aumentare, passando dal 9% al 12% nel 2060. Pertanto, nel lunghissimo termine, le sfide in termini di sostenibilità di bilancio derivanti dall'invecchiamento demografico rimangono consistenti nella maggior parte dei paesi, con rischi più elevati in Belgio, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Slovenia e

⁷

Per maggiori dettagli sull'indicatore S1, cfr. capitolo 1.3 della Relazione 2012 sulla sostenibilità di bilancio, *European Economy* 8/2012, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-8_en.pdf.

Finlandia. I paesi in difficoltà, quali Grecia e, in misura minore, Spagna, hanno attuato riforme pensionistiche volte alla sostenibilità, così come altri paesi, quali Italia e Portogallo in cui i rischi per la sostenibilità sembrano essere contenuti in una prospettiva a lungo termine, a condizione che sia data piena attuazione all'ambizioso programma di risanamento di bilancio e che il saldo primario rimanga elevato a lungo dopo il 2014⁸. Ciò dimostra i progressi che i paesi in difficoltà hanno compiuto per migliorare la loro sostenibilità sul lungo periodo.

Le riforme dei sistemi pensionistici progrediscono, non così quelle nel campo dell'assistenza sanitaria. La maggior parte degli Stati membri ha adattato il rispettivo sistema pensionistico per avviarlo su un percorso più sostenibile rispetto all'invecchiamento della popolazione. Lo scorso anno alcuni Stati membri della zona euro hanno avviato riforme delle pensioni con un impatto positivo sul bilancio a lungo termine, ad esempio i Paesi Bassi e la Slovacchia, che hanno introdotto un nesso automatico tra l'aspettativa di vita e l'età pensionabile legale. Tuttavia, sono necessari ulteriori sforzi riformatori per allineare l'età pensionabile alla speranza di vita, limitare l'accesso ai regimi di prepensionamento e consentire l'allungamento della vita lavorativa, ma anche nei settori della sanità e dell'assistenza sanitaria di lunga durata. Nel campo della politica sanitaria, la sfida consiste nella ricerca dell'equilibrio tra la necessità di prestazioni sanitarie e di assistenza di lunga durata e l'aumento della domanda conseguente all'invecchiamento demografico, allo sviluppo tecnologico e alle maggiori aspettative dei pazienti in tutte le fasce di età. Le spese relative alla sanità pubblica e all'assistenza di lunga durata hanno rappresentato quasi il 9% del PIL nel 2010, con un incremento sostanziale negli ultimi decenni in termini di spesa rispetto al PIL e in percentuale della spesa pubblica totale. Questa tendenza, amplificata dall'invecchiamento della popolazione, è destinata a confermarsi nei prossimi decenni. Le proiezioni relative all'impatto congiunto dei fattori demografici e non demografici sulla spesa pubblica per la salute e l'assistenza di lunga durata indicano un aumento di 2½ o addirittura 3½ punti percentuali del PIL entro il 2060⁹. Complessivamente, il 70% del previsto aumento della spesa pubblica connessa all'invecchiamento della popolazione è dovuto alla sanità e all'assistenza sanitaria di lunga durata (le altri componenti sono le pensioni, l'istruzione e le indennità di disoccupazione). In quanto tale, l'evoluzione delle spese per l'assistenza sanitaria e di lunga durata è una sfida permanente per la sostenibilità di finanze pubbliche sane. Pertanto, si rendono necessarie robuste riforme per giungere sia a un uso più efficiente delle limitate risorse pubbliche sia alla prestazione di cure sanitarie di elevata qualità, migliorando il rapporto costi-efficacia della sanità pubblica. Migliorare tale rapporto può ridurre o rinviare a tempi più lontani l'impatto sulle spese delle malattie e dell'invalidità, e in questo senso può avere ripercussioni positive sul tasso di partecipazione della forza lavoro.

I quadri di bilancio

Il rafforzamento dei quadri di bilancio continua in tutta la zona euro. Sebbene la direttiva sui quadri di bilancio nazionali deve essere recepita entro la fine del 2013, gli Stati membri della zona euro si sono impegnati ad anticiparne l'attuazione entro fine 2012¹⁰. Nonostante i significativi progressi compiuti, molto resta ancora da fare. Gli Stati membri sono tenuti a

⁸ Per maggiori dettagli sull'indicatore S2, cfr. capitolo 1.3 della Relazione 2012 sulla sostenibilità di bilancio.

⁹ Secondo i riferimenti e gli scenari di rischio del Gruppo di lavoro sull'invecchiamento, cfr. Relazione sull'invecchiamento 2012, consultabile al seguente indirizzo:
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/2012-ageing-report_en.htm.

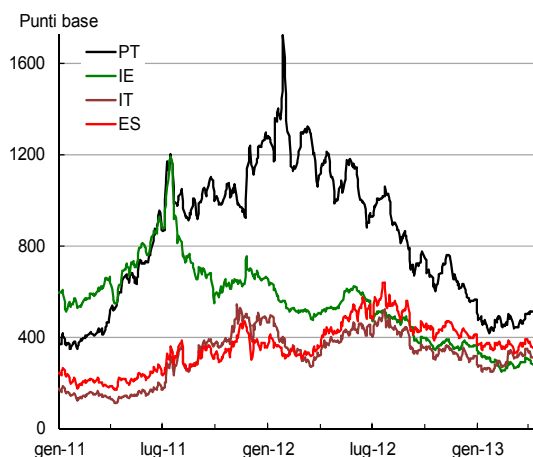
¹⁰ Conclusioni del Consiglio europeo del 21 luglio 2011.

garantire la tempestiva e completa copertura statistica per tutti i sottosettori dell'amministrazione pubblica, mentre le previsioni sono spesso poco trasparenti. Maggiori progressi si riscontrano sotto l'aspetto delle regole numeriche di bilancio: un'ampia gamma di strumenti nazionali è già attuata o in fase di preparazione per sostenere l'elaborazione delle politiche di bilancio nazionali. Oltre alla direttiva stessa, il quadro di riferimento per rafforzare la governance dell'UE, introdotto con gli altri testi legislativi della riforma «six-pack» del patto di stabilità e crescita, ha contribuito a inserire la questione di efficaci regole numeriche di bilancio tra le priorità dei programmi nazionali di riforma degli Stati membri. La questione è corroborata anche dal trattato intergovernativo sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'unione economica e monetaria (TSCG) che prescrive l'adozione della regola del saldo strutturale di bilancio in equilibrio, comprendente l'obiettivo a medio termine a livello nazionale e tutelata da un solido meccanismo di correzione. Inoltre, il più recente accordo sulla normativa «two-pack», indirizzato in modo specifico agli Stati membri della zona euro, migliorerà ulteriormente i quadri di bilancio nazionali nel contesto della sorveglianza rafforzata delle procedure di bilancio, che comprende, in particolare, un potenziamento del ruolo delle istituzioni di bilancio indipendenti. In molti Stati membri della zona euro sono in corso lavori su efficaci meccanismi di coordinamento per le amministrazioni subnazionali, ma le lodevoli intenzioni devono tradursi in concreti accordi esecutivi, in particolare nei paesi caratterizzati da decentramento amministrativo come Spagna e Belgio. La spinta verso il rafforzamento delle procedure di bilancio si estende anche su una prospettiva pluriennale: benché molti Stati membri riferiscano che i rispettivi quadri di bilancio a medio termine sono già in atto o in fase di elaborazione, è necessario impegnarsi ancora a fondo al fine di rispettare pienamente le specifiche della direttiva. Un'efficace pianificazione di bilancio a medio termine riduce l'incertezza politica e accresce la fiducia.

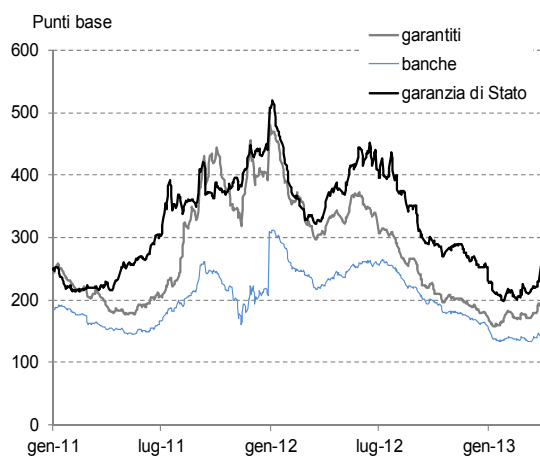
2.2. Settore finanziario

Molti indicatori di rischio relativi ai mercati finanziari dell'UE, così come il clima sui mercati finanziari sono migliorati nella seconda metà del 2012 e all'inizio del 2013, in quanto è andata scemando l'intensità delle spirali di sfiducia, distruttive e che si autoalimentano, grazie ad una determinata azione politica condotta a tutti i livelli. Ciò ha portato alla ripresa su base ampia dei prezzi degli attivi nella maggior parte dei segmenti di mercato. Si sono invertite le crescenti tendenze al rialzo dei premi di rischio precedentemente osservati nei confronti degli emittenti sovrani e delle banche (cfr. grafico 4). La minor percezione della rischiosità del debito bancario e del debito sovrano della zona euro si è tradotta nella diminuzione dei rendimenti delle obbligazioni in programma e del debito degli Stati membri vulnerabili e dei rispettivi spread rispetto ai differenziali di tassi sul bund tedesco, nonché i corrispondenti spread dei CDS. Si è inoltre osservato una minor percezione del rischio grazie al successo ottenuto dalle aste sui mercati primari delle obbligazioni sovrane, sia in termini di offerte ricevute rispetto agli importi richiesti che dei rendimenti realizzati. Alcuni Stati membri sono riusciti a sfruttare il mercato dei titoli di Stato con emissioni a lunghissimo termine, mentre Irlanda e Portogallo hanno efficacemente preparato il terreno per un completo ripristino dei finanziamenti a condizioni di mercato. Anche il clima dei mercati è stato piuttosto sereno e i rischi di coda sono diminuiti poiché i modesti risultati economici, l'incertezza all'indomani delle elezioni italiane e l'incertezza relativa alla situazione di Cipro non hanno riacuito le tensioni che hanno caratterizzato tanta parte del 2012, anche se questi eventi hanno provocato un deterioramento degli indicatori della fiducia e un aumento degli spread del debito sovrano (comunque di nuovo in calo dal mese di aprile).

Grafico 4 — Differenziali dei rendimenti dei titoli di Stato della zona euro a 10 anni rispetto alla Germania e differenziali delle obbligazioni bancarie



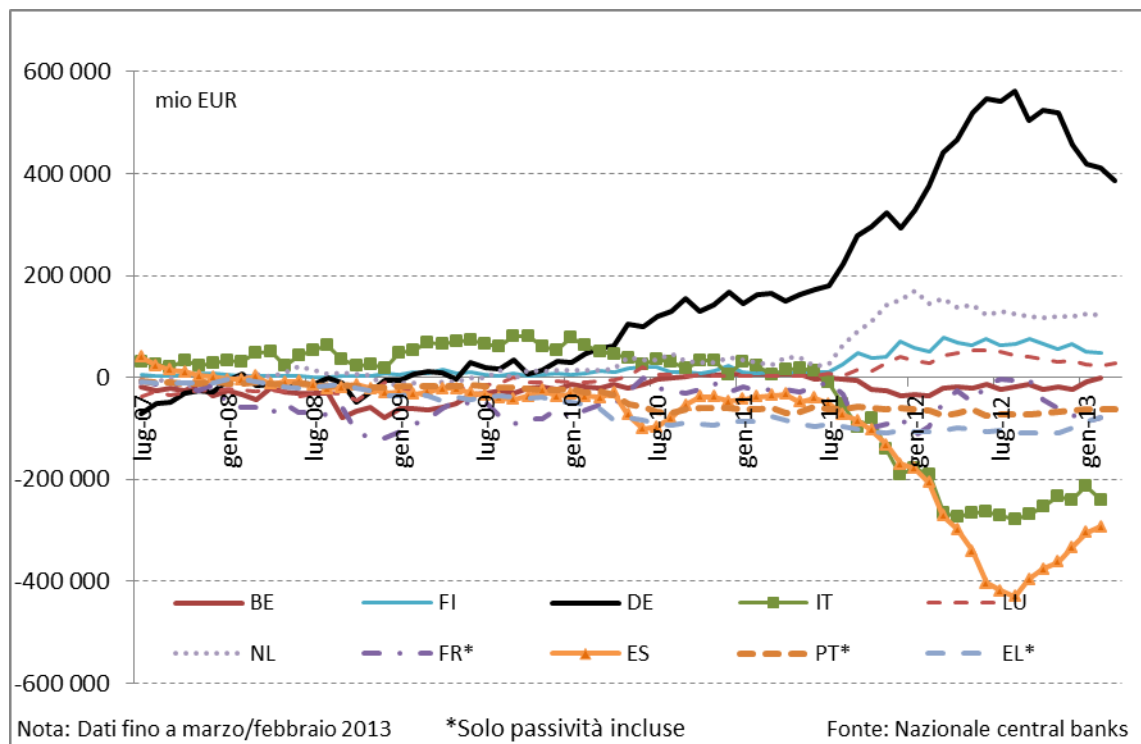
Fonte: Bloomberg



Fonte: Markit Iboxx

Molte banche dell'UE hanno fatto nuovamente ricorso ai finanziamenti di mercato e, a partire dall'autunno 2012, le banche degli Stati membri vulnerabili hanno anche potuto emettere notevoli quantità di strumenti di debito, sebbene l'emissione di obbligazioni bancarie si sia esaurita a seguito degli avvenimenti di Cipro. Allo stesso tempo, si è stabilizzata la fuga dai depositi bancari al dettaglio in vari Stati membri vulnerabili. Di conseguenza, la richiesta di prestiti bancari dalle banche centrali è in calo nella maggior parte dei paesi che dipendono maggiormente da essa, come dimostrato dalla contrazione dei saldi all'interno dell'Eurosistema (cfr. grafico 5). Varie banche hanno anche iniziato a rimborsare parte dei fondi presi in prestito in occasione delle due operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) della BCE. La restituzione è avvenuta soprattutto da parte di banche dei paesi principali, in particolare Germania e Francia, ma anche le banche di paesi più vulnerabili contribuiscono, segnatamente la Spagna. La gestione di riassorbimento delle operazioni LTRO sarà estremamente delicata e dovrebbe avvenire in maniera cauta, soprattutto in una fase in cui la pressione sul settore bancario ha iniziato ad attenuarsi, ma le condizioni non sono ancora tornate alla normalità e il rischio di riacuire difficoltà di finanziamento è tuttora esistente.

Grafico 5 — Saldi all'interno dell'Eurosistema



Il positivo clima di mercato è stato stimolato anche da varie misure a livello europeo che l'anno scorso hanno avuto ricadute sui mercati. Le percezioni circa il crollo dell'euro sono notevolmente calate a partire dall'ultimo trimestre del 2012. Sul versante monetario la BCE ha annunciato un nuovo programma volto a ripristinare la trasmissione della politica monetaria Outright Monetary Transactions (OMT) nel settembre 2012. Le OMT sarebbero accompagnate da condizioni rigorose ed efficaci collegate ad un adeguato programma EFSF/ESM. Lo strumento OMT è riuscito a fugare le preoccupazioni dei mercati sull'esistenza di eventuali rischi di convertibilità dell'euro e ha prodotto notevoli effetti di contenimento sui rendimenti dei titoli sovrani, soprattutto in Spagna e in Italia. Sul versante normativo, anche i progressi in materia di governance economica e fiscale, nonché l'accordo sul meccanismo di vigilanza unico hanno contribuito alla riduzione dei premi di rischio. Il meccanismo di vigilanza unico dovrebbe diventare pienamente operativo entro luglio 2014, modificando radicalmente il quadro di vigilanza in Europa. Il meccanismo di vigilanza unico garantirà un controllo armonizzato con una vigilanza centralizzata soltanto sulle principali banche e sui soggetti che beneficiano di un sostegno pubblico. Ciò rafforzerà una vigilanza bancaria imparziale e di elevata qualità a livello generale, contribuendo a potenziare la capacità di resilienza del settore bancario a medio termine e a dissipare dubbi sulla qualità degli attivi delle banche. Di conseguenza, il meccanismo di vigilanza unico contribuirà a ripristinare la fiducia nel sistema bancario e a indebolire il circolo vizioso tra emittenti sovrani e bancari nella zona euro. Complessivamente, sono già stati realizzati in tal senso importanti progressi nel ridurre i rischi finanziari. Infine, quando il meccanismo europeo permanente di stabilità diventerà operativo, l'UE potrà contare su forti protezioni da applicare per evitare circoli viziosi ed effetti di ricaduta tra Stati e tra emittenti sovrani e tra questi e il rispettivo settore finanziario.

Tuttavia, le condizioni di mercato non si sono normalizzate né è scomparsa la frammentazione del mercato, con la conseguenza che le banche nei paesi vulnerabili incontrano tuttora difficoltà di finanziamento. Il ritorno ad un'integrazione finanziaria dipende in modo determinante dal mantenimento di uno sforzo positivo e ambizioso volto a riformare il quadro finanziario. La perdita di fiducia da parte degli investitori osservata negli ultimi mesi potrebbe rafforzare la frammentazione dei mercati finanziari dell'UE. Nella congiuntura attuale, i governi nazionali si concentrano sugli effetti a livello nazionale dei fallimenti bancari e spesso ignorano le esternalità transfrontaliere. Per trarre tutti i benefici del mercato unico nonché della stabilità finanziaria, la zona euro ha bisogno di nuove istituzioni sovranazionali che facilitino le attività bancarie transfrontaliere. La possibilità di ricapitalizzazione diretta delle banche da parte del meccanismo europeo di stabilità (MES), che sarà disponibile in tempi brevi, contribuirà ad affievolire il collegamento Stati-banche, sia nella fase di transizione che in condizioni stabili.

La crisi ha dimostrato quanto i paesi partecipanti ad un'Unione monetaria siano vulnerabili di fronte a improvvisi shock asimmetrici e pertanto a perturbazioni potenzialmente devastanti dei flussi di capitali in mancanza di un coordinamento delle loro politiche economiche e di una effettiva convergenza dei loro cicli economici. Alcuni paesi che avevano un'inflazione e tassi d'interesse relativamente più elevati prima di aderire all'Unione monetaria hanno attirato massicci afflussi di capitale nel primo decennio dell'unificazione monetaria e hanno subito, dall'inizio della crisi, una fuga altrettanto massiccia di capitali privati, il cui pieno effetto è stato parzialmente attenuato dal fatto che le banche potevano accedere al finanziamento della Banca centrale. Per evitare che analoghe minacce per la stabilità finanziaria si materializzino in futuro, sul versante finanziario, sarà fondamentale seguire una politica macroprudenziale. La revisione della direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD4) e il regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR) prevedono già molti nuovi strumenti macroeconomici, quali le riserve di capitale anticicliche e le riserve per gli istituti finanziari di importanza sistemica (SIFI), che potrebbero contribuire ad evitare che si giunga nuovamente ad una situazione analoga in futuro, e la BCE e la BERS devono garantire che l'applicazione di detti strumenti sia coordinata e avvenga nel modo più efficace.

Le banche hanno proseguito il risanamento dei loro bilanci. Le banche sistemiche della zona euro hanno inoltre continuato a ridurre i loro "coefficienti di indebitamento" nel 2012 con attivi pari a 23 volte il capitale azionario. Questo rapporto è sceso considerevolmente dal 2008 quando le attività rappresentavano 31 volte il capitale azionario. Il miglioramento è principalmente il risultato di un incremento del capitale azionario. Le banche sistemiche nella zona euro hanno continuato a incrementare la loro solvibilità e la media del capitale di base di classe 1 è salita dal 10% verso l'11% nei primi tre trimestri del 2012. Il debole contesto macroeconomico e i livelli talvolta elevati di indebitamento del settore privato non finanziario suggeriscono che le banche nella zona euro dovrebbero mantenere le riserve di capitale accumulate a seguito del piano di ricapitalizzazione dell'ABE e continuare a rafforzare le riserve del proprio capitale netto, se necessario. Le prospettive economiche gravano sulla redditività delle banche poiché i prestiti in sofferenza e il fabbisogno di dotazione aumentano. L'accumulazione di capitale dovrebbe preferibilmente avvenire mediante la raccolta di capitale azionario o la riduzione dei dividendi e dei compensi versati ai dirigenti e riacquisti di azioni a favore di utili non distribuiti, al fine di evitare conseguenze indesiderate sul flusso di credito. Per illustrare la necessità di un'ulteriore raccolta di capitali propri, va osservato che il totale dei prestiti dubbi e in sofferenza non coperti da riserve in percentuale dell'importo totale dei fondi propri è in costante aumento in alcuni paesi in difficoltà e in alcuni altri Stati. Nei paesi partecipanti al programma, approfondite valutazioni hanno garantito un elevato

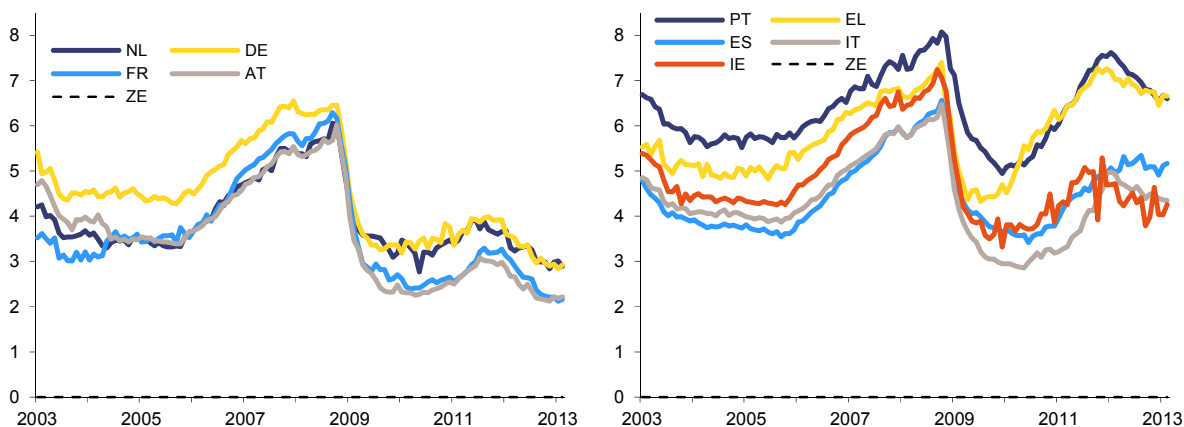
livello di capitale nelle banche affinché potesse essere completato il processo di risanamento del bilancio. Alcune di queste valutazioni sono ormai superate e dovranno essere aggiornate per tener conto dei più recenti sviluppi economici e individuare le rimanenti criticità, in modo da rafforzare la fiducia nel settore nel suo complesso.

L'andamento generale del calo del rapporto prestiti/depositi negli ultimi anni è piuttosto lento rispetto alla diminuzione dei bilanci delle banche osservata nel corso della precedente crisi bancaria. In effetti, a livello aggregato il totale degli attivi nella zona euro non è diminuito in misura significativa dall'inizio della crisi. Attualmente il ritmo è comparabile con quello registrato in Giappone, che ha subito un processo molto lento di riduzione dell'indebitamento del suo settore finanziario, a partire dal 1997, in quanto gli attivi inesigibili sono rimasti troppo a lungo nei bilanci delle banche. Ciò ha influenzato pesantemente la performance economica complessivamente modesta del Giappone nel corso degli ultimi decenni. Il rapporto prestiti/depositi a livello aggregato delle banche sistemiche della zona euro era ancora al 120% nel giugno 2012. Tuttavia, ciò significa comunque che le banche della zona euro dipendono da finanziamenti all'ingrosso e sono vulnerabili quando questi mercati si esauriscono. Mentre dal punto di vista economico l'aumento del capitale proprio costituisce certamente il mezzo preferibile per ridurre la leva finanziaria, poiché incide meno sul flusso di credito destinato all'economia reale, l'attuale lentezza dell'adeguamento degli attivi e l'attuale contesto di finanziamento a basso costo denotano un rischio di "tolleranza ai prestiti". Pertanto, si dovrebbero eliminare gli ostacoli giuridici e giudiziari alla risoluzione dei prestiti deteriorati. Inoltre, è importante che le verifiche della qualità degli attivi che vengono organizzate siano effettuate sulla base di una serie di definizioni e metodologia comuni, dotate di protezioni credibili. Tale impostazione potrebbe migliorare la trasparenza dei bilanci bancari, e rafforzare in tal modo la fiducia nel settore nel suo complesso.

Nel 2012 il volume dei prestiti delle IFM a favore delle società non finanziarie è calato del -3,8% nell'intera zona euro, mentre il volume dei prestiti erogati alle famiglie è rimasto stabile. I volumi di credito erogato nei paesi in difficoltà sono ancora più modesti. Il raffronto tra l'andamento dei volumi e dei tassi dei prestiti bancari fornisce indicazioni di come la domanda e l'offerta abbiano rispettivamente contribuito a una crescita del credito debole. In Italia — in particolare nel caso delle piccole imprese — e in Portogallo l'evoluzione delle condizioni dei prestiti bancari suggerisce che siano predominanti i problemi sul versante dell'offerta, mentre l'Irlanda sembra aver subito maggiori perturbazioni sul lato della domanda. In Spagna, la situazione che si delinea corrisponde al risultato combinato di shock negativi su entrambi i versanti della domanda e dell'offerta. La domanda di prestiti è debole, a causa del contesto macroeconomico, delle spinte verso la riduzione dell'indebitamento nel settore privato non finanziario e dell'incertezza che grava sulle decisioni di investimento. Inoltre anche fattori legati all'offerta contribuiscono alla situazione. In diversi Stati membri, l'accesso ai finanziamenti è particolarmente difficile per le PMI e le nuove imprese. Secondo la più recente indagine «Safe» della BCE, l'accesso al credito bancario ha continuato a deteriorarsi nella zona euro, e le percentuali di rigetto delle domande di prestito bancario sono aumentate al 15%. Quasi un'impresa su cinque (18%) ha dichiarato che l'accesso ai finanziamenti è il problema principale. Nonostante il netto miglioramento del rendimento dei titoli sovrani e il calo dei costi di finanziamento delle banche nei paesi in difficoltà, i tassi di interesse al dettaglio applicati dalle banche alle società non finanziarie e alle famiglie non sono ancora diminuiti in modo sensibile e le imprese e le famiglie in alcuni paesi vulnerabili continuano a pagare un prezzo molto più elevato rispetto alle stesse categorie

dei principali paesi (cfr. figura 6). Ciò dimostra che il mercato unico dei servizi finanziari è attualmente molto frammentato.

Grafico 6 — Tassi di interesse al dettaglio: prestiti a società non finanziarie per un importo massimo di 1 milione di EUR, con un periodo di determinazione iniziale del tasso inferiore a un anno (in%)

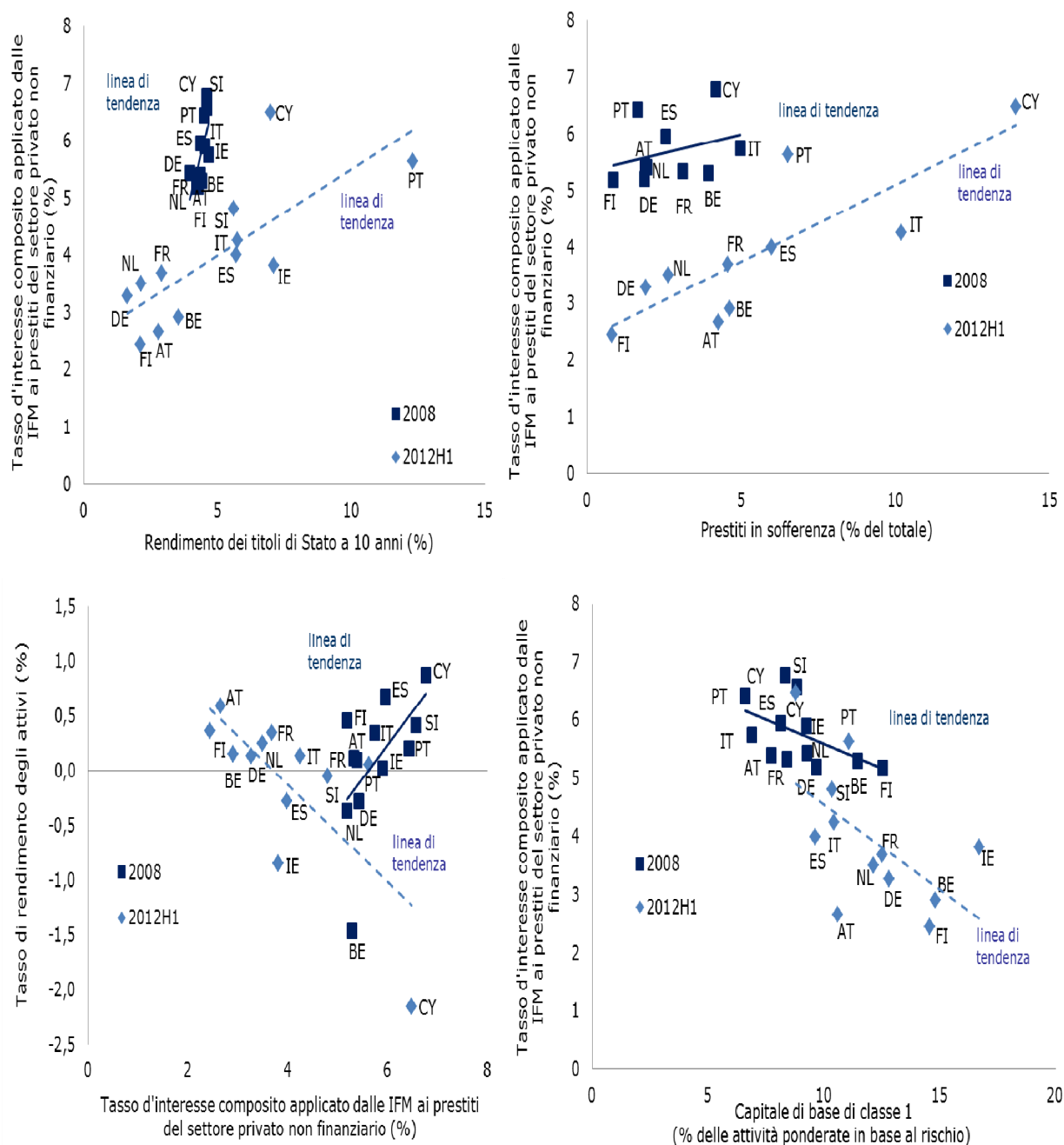


Fonte: Note BCE: A: Scoppio della crisi; B: Lehman Brothers; C: Primo programma greco; D: Contagio dei titoli sovrani. Ultimi dati: gennaio 2013.

Poiché le condizioni di finanziamento degli Stati sono legate a quelle delle banche ed esistono reciproche influenze tra le condizioni di finanziamento offerte dagli Stati e dal rispettivo settore privato, un rischio sovrano più contenuto dovrebbe, attraverso l'intermediazione bancaria, ripercuotersi sul costo del credito per l'intera economia. Una recente analisi suggerisce che l'evoluzione delle condizioni di prestito al settore privato non finanziario non dipende soltanto dai costi di finanziamento degli emittenti sovrani e dal livello di indebitamento del settore privato, ma anche dalle condizioni di salute del sistema bancario nazionale¹¹. La qualità del portafoglio prestiti, la redditività e l'entità delle riserve di capitale del sistema bancario nazionale hanno contribuito alla dispersione dei tassi debitori a livello nazionale (cfr. grafico 7). Ciò significa che nell'attuale congiuntura economica, tassi di prestito più elevati potrebbero rispecchiare la necessità di compensare parzialmente le perdite presenti o future sulle attività deteriorate. Di conseguenza, un ulteriore risanamento dei bilanci bancari (cfr. supra) dovrebbe portare alla normalizzazione delle condizioni del credito nei paesi in difficoltà. Inoltre, occorre far rispettare le norme del mercato unico anche nel breve termine.

¹¹ Commissione europea (2013), «Driver of Diverging Financing across Member States», Rrelazione sulla zona euro, volume 12, prima edizione.

Grafico 7 — Correlazione tra il tasso d'interesse composto applicato dalle IFM ai prestiti al settore privato non finanziario e i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni, i prestiti in sofferenza, il rendimento delle attività e il capitale di classe 1

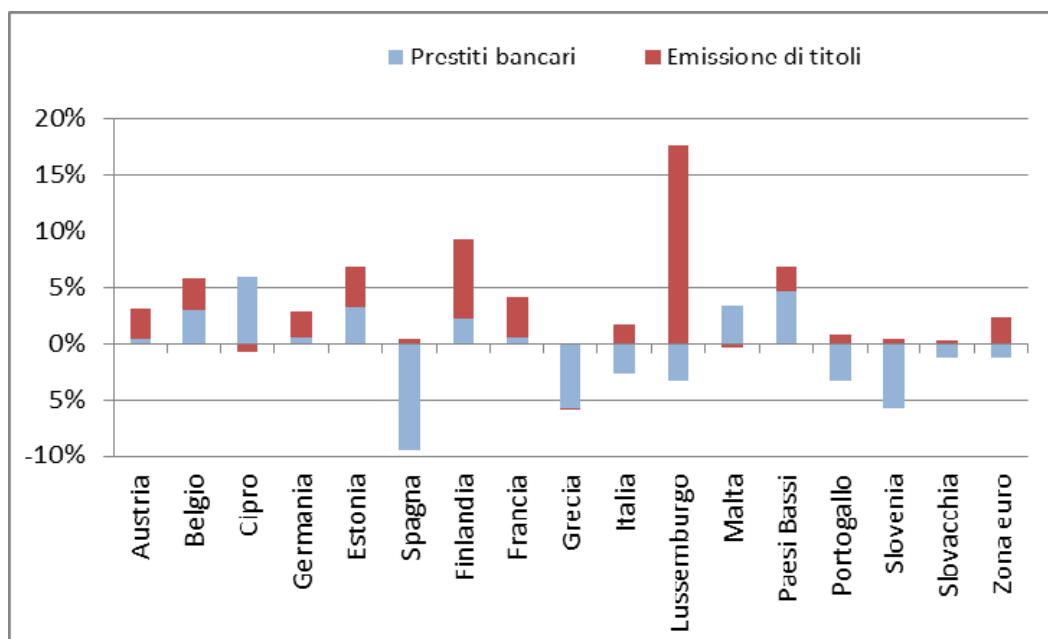


Fonte: BCE

La modesta offerta di prestiti bancari ha comportato un riorientamento delle domande di finanziamento verso il finanziamento sul mercato. Negli ultimi dodici mesi, le emissioni di obbligazioni societarie nella zona euro hanno raggiunto i 117 miliardi di EUR, con un incremento del 13,3% su base annua. Per l'intera zona euro, l'importo di tali emissioni obbligazionarie compensa ampiamente la contrazione dei flussi netti di prestiti nello stesso periodo, che ammonta a -70 miliardi di EUR una volta corretta per vendite e cartolarizzazione. Quando si sommano le due fonti di finanziamento, risulta che il

finanziamento totale al settore delle imprese non finanziarie si è mantenuto positivo nel corso degli ultimi dodici mesi nella zona euro (+47 miliardi di EUR). In alcuni paesi, tuttavia, la considerevole flessione dei volumi dei prestiti non è stata compensata da un aumento delle emissioni obbligazionarie (cfr. grafico 8), il che potrebbe essere dovuto alla scarsa domanda di credito e/o al fatto che tali mercati obbligazionari non sono molto sviluppati. Inoltre, le PMI o le famiglie non hanno accesso diretto ai finanziamenti di mercato.

Grafico 8 — Contributo alla crescita annuale del credito alle imprese non finanziarie, gennaio 2013



Fonte: BCE

In un momento in cui i volumi di prestito in Europa stanno diminuendo, in particolare nel segmento dei debiti a lunga scadenza e nei paesi più vulnerabili, gli Stati membri hanno aumentato il capitale liberato della BCE di 10 miliardi di EUR, che aumenterebbe la capacità di prestito di 20 miliardi di EUR circa all'anno per i prossimi tre anni nell'intera UE-27. I prestiti annuali saranno distribuiti equamente tra le infrastrutture strategiche, la ricerca, lo sviluppo e l'innovazione, l'azione per il clima e le PMI. Per i paesi in difficoltà, la BEI ha sottoscritto un partenariato con l'UE, in virtù del quale i prestiti della BEI sono combinati con una certa condivisione dei rischi da parte del bilancio dell'UE. In Grecia, ad esempio, la BEI ha introdotto per la prima volta un meccanismo di finanziamento commerciale pari a 500 milioni di EUR volto a sostenere un volume di scambi di 1,5 miliardi di EUR all'anno. In Portogallo la BEI ha firmato un innovativo portafoglio di garanzie statali, che prevede una dotazione di prestiti fino a 6 miliardi di EUR nei prossimi anni.

Si possono esaminare diverse altre iniziative atte ad agevolare l'accesso ai finanziamenti bancari e non bancari per le PMI nell'UE e nella zona euro¹². Ciò comprende lo sviluppo di misure a livello UE e degli Stati membri intese a migliorare il quadro per il capitale di

¹² Cfr. Libro verde "Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea", COM(2013) 0150 final.

rischio, mercati specializzati per le PMI e la creazione di pool di PMI, nuovi strumenti di cartolarizzazione per le PMI, lo sviluppo di standard per l'attribuzione di rating del credito alle PMI e la promozione di fonti di finanziamento non tradizionali, quali la locazione finanziaria, il finanziamento esteso alla filiera (*supply-chain finance*), il finanziamento collettivo (*crowd-funding*), ecc.

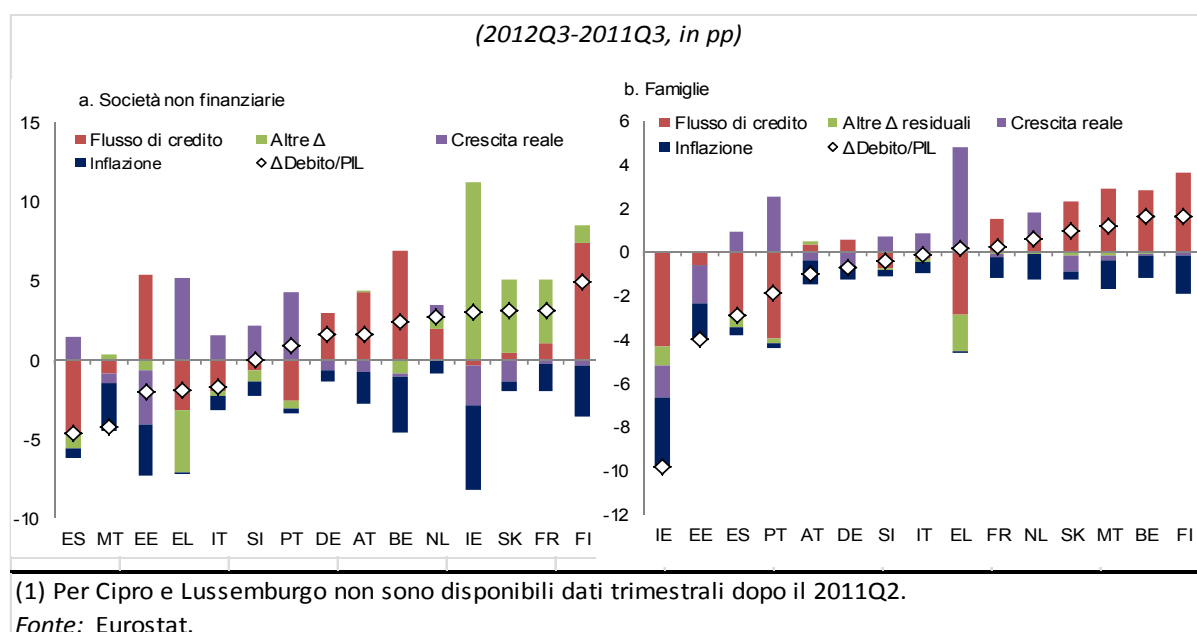
2.3. Misure strutturali che incentivano la crescita e la competitività

Riduzione della leva finanziaria e riequilibrio

La riduzione dell'indebitamento nel settore privato non finanziario è in corso, in particolare negli Stati membri vulnerabili, come illustrato nel grafico 9, ma molto resta ancora da fare. Si osserva una forte diminuzione della leva finanziaria delle imprese in Spagna, Estonia, Grecia e Malta, e dell'indebitamento delle famiglie in Irlanda, Estonia, Spagna e Portogallo. Per contro, la tendenza è nettamente di segno contrario in Francia, Finlandia e Belgio (sia per le imprese che per le famiglie). Paesi più inclini ad affrontare la pressione dei mercati creditizi¹³ sembrano condividere, tuttavia, un processo di riduzione dell'indebitamento caratterizzato sia da mercati del credito perturbati che da recessione economica: crescita negativa del PIL e flussi negativi di credito netto. Con riferimento al futuro, appare essenziale un sistema finanziario stabile, vitale e adeguatamente capitalizzato al fine di minimizzare la diffusione di eventuali effetti di contagio dal deleveraging del settore privato al resto dell'economia e per garantire un'adeguata offerta di credito di modo che le imprese e le famiglie che lo desiderano possano contrarre prestiti a costi equi. È altresì fondamentale individuare i fattori di traino della crescita giacché possono, almeno in parte, compensare il temporaneo calo della domanda interna connesso alla riduzione dell'indebitamento nel settore privato. Questo aspetto assume particolare rilievo nelle attuali circostanze poiché il margine di manovra a disposizione del settore pubblico per attenuare l'impatto negativo sull'attività economica è estremamente limitato nei paesi in cui anche il settore pubblico è fortemente indebitato e in cui i rendimenti del debito sovrano sono notevolmente aumentati durante la crisi.

¹³ Cfr. "Assessing the private sector deleveraging dynamics", Relazione trimestrale sulla zona euro, volume 12 numero 1, marzo 2013.

Grafico 9 — Scomposizione delle variazioni su base annua del rapporto debito/PIL nei paesi della zona euro



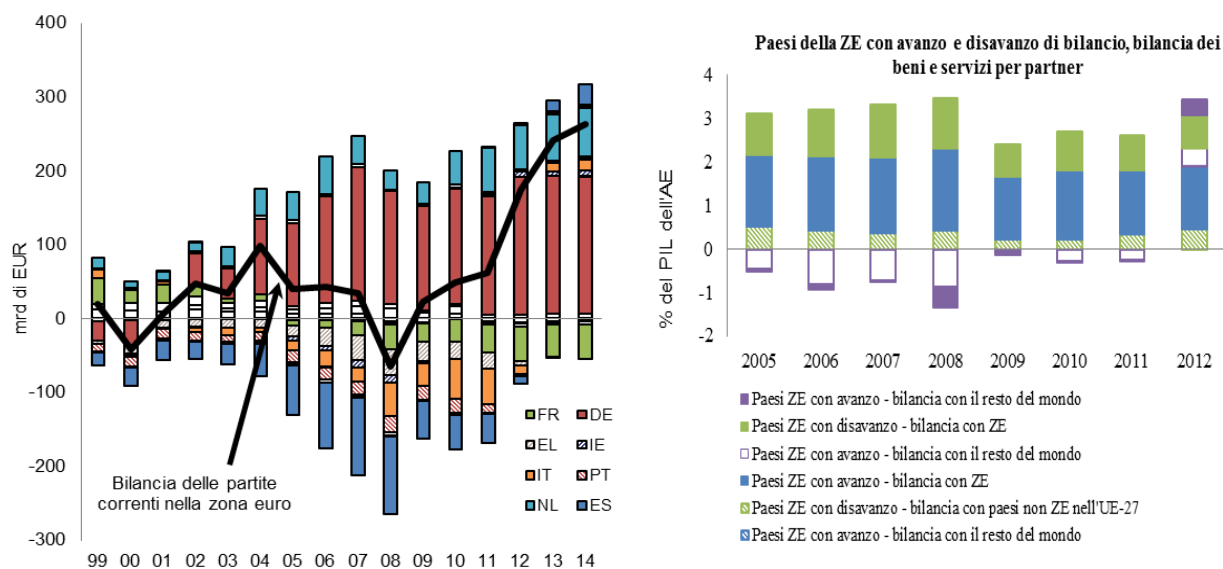
La zona euro è sulla via del riequilibrio, benché la maggior parte degli aggiustamenti sia stata realizzata dai paesi in disavanzo (cfr. ad esempio, Buti e Turrini, 2012¹⁴ e Commissione, 2012¹⁵; cfr. grafico 10). Un più rapido aggiustamento nei paesi con un disavanzo di bilancio rispetto a quelli con avanzo di bilancio comporta una distorsione di segno positivo per l'equilibrio risparmio/investimenti della zona euro. Questo risultato è conforme alla valutazione delle caratteristiche strutturali della zona euro — invecchiamento della popolazione, elevati livelli di reddito pro capite, necessità di risanare il bilancio e di ridurre l'indebitamento del settore privato in molti Stati membri — che suggeriscono un moderato surplus per la zona euro. Nei paesi con disavanzo, la riduzione della leva finanziaria del settore privato e il risanamento di bilancio hanno portato a un calo dei consumi e degli investimenti e, di conseguenza, delle importazioni, sebbene anche la maggiore competitività sia un fattore determinante per spiegare il miglioramento delle esportazioni. I saldi attivi dei conti con l'estero di diversi Stati membri registrano una flessione nel 2011, con un'inversione di tendenza nel 2012 e, stando alle previsioni di primavera, dovrebbero stabilizzarsi o diminuire in modo molto graduale nel prossimo futuro. L'aumento, registrato l'anno scorso, del saldo attivo delle partite correnti potrebbe essere stato determinato da un effetto "rifugio". Per contro, la ritrovata fiducia nelle attività finanziarie estere, oltre a dissipare le incertezze, dovrebbe contribuire a ridurre l'eccedenza rafforzando gli investimenti e i consumi. Inoltre, bassi tassi di interesse, aumenti salariali abbastanza dinamici e un'evoluzione del mercato del lavoro relativamente marcata, dovrebbero continuare a sostenere gli investimenti nel settore immobiliare e dei consumi privati. Rimangono tuttavia due principali ostacoli che impediscono un processo di riequilibrio più simmetrico. Il settore privato di alcuni dei paesi con surplus è pesantemente indebitato e la riduzione della leva finanziaria in corso grava pesantemente sulla domanda interna. Inoltre, in alcuni paesi che registrano avanzi, la crescita

¹⁴ Buti, M. e A. Turrini (2012), "Slow but steady? External adjustment within the Eurozone starts working", VoxEU.org, 12 novembre.

¹⁵ Commissione europea (2012), "Current Account Surpluses in the EU", European Economy n. 9.

della produttività nel settore dei servizi è scarsa in quanto la normativa restrittiva e una scarsa applicazione della concorrenza nel settore dei servizi frenano gli investimenti e i relativi incrementi di produttività.

Grafico 10 — Saldo delle partite correnti nella zona euro e nei paesi con avanzo e deficit della zona euro, conto corrente per partner



Fonte: Servizi della Commissione

Fonte: Servizi della Commissione

Per il futuro, l'aggiustamento degli squilibri all'interno della zona euro sembra duraturo in quanto dominato da componenti non cicliche. In primo luogo, il dinamismo nelle esportazioni registrato dai paesi con disavanzo dovrebbe continuare, mentre le riforme strutturali e la riduzione dei costi di produzione si traducono progressivamente in incrementi della competitività. In secondo luogo, anche una parte sostanziale della contrazione della domanda interna che ha caratterizzato i paesi vulnerabili ha natura non ciclica, nella misura in cui la crescita precedente alla crisi della domanda interna è stata trainata dall'enorme afflusso di credito, aspettative di reddito irrealistiche e una frenesia speculativa nei mercati mobiliari. Lo svantaggio di quest'ultimo sviluppo consiste nel suo impatto duraturo sulla produzione potenziale, in quanto le economie vulnerabili ridistribuiscono i fattori di cui dispongono tra i vari settori.

Dal 2009 nei paesi con disavanzo si è interrotta la tendenza, esistente prima della crisi, di forti aumenti dei prezzi dei beni non commerciabili (*non tradable*). I prezzi dei beni non commerciabili hanno perso dinamismo o sono diminuiti rispetto ai prezzi all'esportazione. La riduzione della domanda interna e la flessione dei prezzi dei beni non commerciabili rispetto ai beni commerciabili, forniscono un incentivo alle imprese per riorientare la loro capacità di produzione verso le esportazioni e contribuiscono alla riallocazione del lavoro e del capitale dal settore dei beni non commerciabili (quali l'edilizia e la pubblica amministrazione) verso le industrie orientate verso l'esportazione. Tuttavia, il ritmo delle allocazioni intersettoriali dipende ampiamente dal grado di concorrenza interna e dalla presenza/assenza di barriere all'entrata e all'uscita delle imprese nei vari settori. Le riforme del mercato dei prodotti (cfr. infra) possono, pertanto, contribuire a migliorare la concorrenza e a fornire l'adeguato contesto imprenditoriale affinché tali riallocazioni possano avvenire.

Inoltre, la disponibilità di finanziamenti per investimenti produttivi è anche fondamentale ai fini di un agevole adeguamento all'interno della struttura produttiva delle economie.

Riforme strutturali nei mercati dei prodotti e dei servizi

Le riforme strutturali nei mercati dei prodotti e dei servizi sono fondamentali non solo perché pongono le basi per ottenere incrementi di produttività sostenibili a lungo termine, ma anche perché generano effetti positivi già nel breve periodo attraverso vari canali. Come sottolineato dall'OCSE (2012)¹⁶, le attese variazioni nei redditi futuri, conseguenti alle riforme, potrebbero avere effetti positivi sulla fiducia e sulla ricchezza, che, a loro volta, potrebbero favorire gli investimenti privati e alleggerire i vincoli finanziari, attraverso un miglioramento delle garanzie. Se le riforme strutturali sono ritenute credibili dai mercati finanziari, si otterrebbe anche un effetto positivo sui differenziali dei tassi di interesse sul debito sovrano, a beneficio dei paesi indebitati. In generale, "affidabilità creditizia" è la parola chiave per indurre ripercussioni positive a breve termine: le riforme non dovrebbero rimanere sulla carta, bensì essere attuate rapidamente e integralmente. Accanto a queste conseguenze in termini di fiducia, le riforme strutturali nei mercati dei prodotti e dei servizi, migliorando la capacità di adeguamento e la flessibilità dell'economia, facilitano la ricaduta per l'intera economia delle misure adottate in altri settori chiave, quale il mercato del lavoro. In tale contesto è particolarmente importante individuare un pacchetto di riforme dei mercati dei prodotti e del lavoro che siano complementari. Inoltre, per ridurre al minimo l'incidenza della ristrutturazione di bilancio del settore privato sull'attività economica e sulla stabilità finanziaria, è determinante individuare i fattori di crescita, in quanto essi possono compensare, almeno in parte, il calo transitorio della domanda interna. Infine, le riforme strutturali assumono pertanto particolare rilevanza, poiché garantiscono un processo di riequilibrio duraturo, ma anche perché attenuano l'impatto negativo del deleveraging e assicurano le condizioni ideali per una crescita economica sostenibile.

Sono particolarmente importanti le riforme strutturali che favoriscono la concorrenza grazie a un'ulteriore apertura dei mercati, soprattutto nel settore dei servizi e delle industrie di rete. Al fine di migliorare la produttività a livello aziendale e aggregato, vanno eliminate le barriere di ingresso/uscita per migliorare la concorrenza e permettere a imprese più innovative di entrare nel mercato. Un ambiente pienamente favorevole al processo di riallocazione dovrebbe pertanto garantire che le risorse siano convogliate verso le imprese o i settori più produttivi e innovativi, mentre le imprese meno efficienti dovrebbero ridimensionarsi e alla fine uscire dal mercato. Dati recenti (Andrews e Cingano, 2012)¹⁷ dimostrano che questo processo non avviene in modo uniforme all'interno della zona euro, in quanto il contributo della riallocazione dei posti di lavoro tra le imprese alla produttività del lavoro nel settore manifatturiero varia da circa -5% in Grecia a +70% in Finlandia (confronto effettuato sulla base di uno scenario in cui l'occupazione è ripartita in modo casuale). In alcuni Stati membri (in particolare nell'Europa meridionale e continentale) esiste tuttora un significativo margine di riallocazione delle risorse che permetterebbe un incremento di produttività. In particolare, eliminare le restrizioni ingiustificate all'ingresso in settori quali il commercio al dettaglio, le professioni regolamentate, le industrie di rete e i servizi commerciali, contribuirebbe a rafforzare la concorrenza e faciliterebbe la riallocazione delle risorse.

¹⁶ OCSE (2012). *Economic Policy Reforms 2012. Going for Growth*. Parigi, OCSE.

¹⁷ Andrews, D. e F. Cingano (2012), "Public Policy and Resource Allocation: Evidence from Firms in OECD countries", Ufficio affari economici dell'OCSE, documento di lavoro n. 996, OCSE, Parigi.

Le riforme del mercato dei prodotti, promuovendo la concorrenza e riducendo la rendita eccessiva nei settori protetti, creerebbero incentivi ad aumentare l'efficienza dei processi di produzione e la riallocazione delle risorse. Una maggiore concorrenza crea pressione sui prezzi e sui margini di guadagno. Oltre ad accelerare la riallocazione delle risorse, essa indurrebbe gli operatori sul mercato a rendere più efficienti i loro processi produttivi al fine di difendere le proprie quote di mercato e i tassi di profitto. Al tempo stesso, una maggiore concorrenza può promuovere l'innovazione dei prodotti e dei processi (nella misura in cui le imprese sono in grado di appropriarsi della rendita derivante dall'innovazione, aspetto che sottolinea l'importanza di un efficiente regime di diritti di proprietà intellettuale) e, in ultima analisi, l'incremento di produttività. I guadagni derivanti dalla produzione più efficiente si diffondono, a loro volta, in tutta l'economia. Ciò vale specialmente per settori, ad esempio i servizi e le industrie di rete, i cui prodotti finali costituiscono spesso i fattori produttivi intermedi di altri settori. Le riforme che aumentano la produttività nei primi settori, che sono tipicamente quelli dei beni non commerciabili, potrebbero ripercuotersi significativamente sulla produttività dei settori dei beni commerciabili (ad esempio, l'industria manifatturiera), a beneficio di paesi che registrano disavanzi. Un'attuazione ambiziosa della "Direttiva Servizi", il cui tasso di recepimento sembra alquanto eterogeneo, costituisce un elemento importante di questo tipo di riforme.

L'anno scorso molti Stati membri della zona euro hanno intrapreso importanti riforme strutturali nei mercati dei prodotti e dei servizi. Lo sforzo riformista è stato sostanziale negli Stati sottoposti a programmi di assistenza finanziaria e/o a pressione di mercato (vale a dire i paesi vulnerabili). Sono state adottate misure di liberalizzazione, sia pure in misura diversa, nei settori delle industrie di rete (ad esempio, in Grecia, Italia, Portogallo e Spagna) e di altri servizi (ad esempio, in Grecia, Irlanda, Italia e Portogallo). Le riforme del quadro della concorrenza (ad esempio, revisione della normativa in materia di concorrenza e aumento delle risorse per le autorità garanti della concorrenza) sono state attuate in Austria, Belgio, Finlandia, Irlanda, Lussemburgo e Portogallo. A tal fine risulta necessario ancora un forte impegno, in particolare per quanto riguarda la riduzione degli ostacoli nel settore delle libere professioni. In Austria, Belgio, Francia, Germania, Italia e Slovenia, rimangono ancora considerevoli margini inutilizzati per liberalizzare l'accesso alle professioni regolamentate. Infine, sono in corso anche riforme dei mercati immobiliari e locativi, in particolare in Spagna, Portogallo e Irlanda, intese, tra l'altro, a ridurre gli incentivi all'indebitamento da parte delle famiglie e a favorire la mobilità della forza lavoro.

Migliorare l'ambiente normativo in cui operano le imprese e l'industria dell'UE porterebbe a incrementi della competitività e rafforzerebbe la capacità delle imprese di crescere e creare occupazione. Le condizioni del contesto imprenditoriale possono facilitare l'uscita dal mercato delle imprese meno efficienti. Tale processo sarebbe agevolato da normative in materia fallimentare più favorevoli alle imprese, capaci di conseguire il giusto equilibrio fra la tutela dei creditori (aumentandone il tasso di recupero) e la riduzione dei costi di uscita per gli imprenditori (consentendo una rapida liquidazione dei debiti e una «seconda possibilità» per piani aziendali validi). A tal fine è fondamentale permettere la risoluzione extragiudiziale delle controversie e assicurare un ragionevole lasso di tempo per il completamento delle procedure legali nei casi di fallimento aziendale. Inoltre, le imprese che sarebbero fallite alle normali condizioni di mercato non dovrebbero essere mantenute in vita artificialmente affinché non sia interrotto il necessario adeguamento dell'economia, tenendo conto dell'impatto sociale di tale processo di riallocazione mediante mirate misure di accompagnamento. Migliorare il contesto imprenditoriale significa inoltre prendere provvedimenti per aumentare l'efficienza e la trasparenza della pubblica amministrazione,

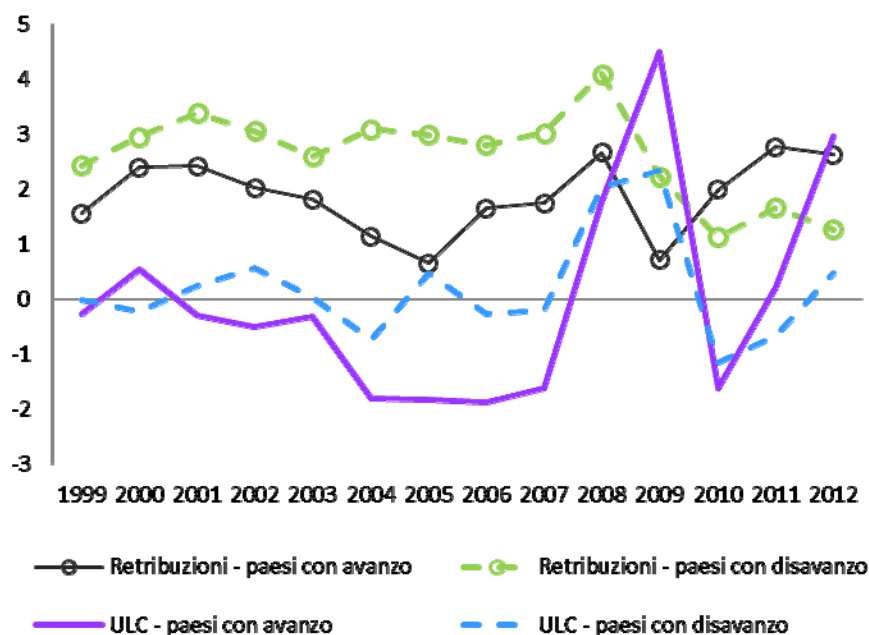
mediante una semplificazione amministrativa a tutti i livelli, riducendo in tal modo gli oneri amministrativi, e per migliorare l'efficienza del sistema giudiziario civile. Le misure volte a ridurre costi, tempi e incertezze per le imprese ne aumenterebbero l'efficienza operativa, che si tradurrebbe in prezzi più bassi e maggiore produttività, e allo stesso tempo si creerebbero le condizioni favorevoli per attrarre gli investimenti e promuovere l'ingresso sul mercato di nuove imprese. Diversi Stati membri della zona euro (segnatamente Grecia, Italia, Portogallo e Spagna) hanno recentemente intrapreso riforme intese a ridurre gli oneri amministrativi, modernizzare la pubblica amministrazione e rendere più efficiente la giustizia civile. Tuttavia, tali paesi devono proseguire i loro sforzi, dato l'ampio divario riguardo a una migliore ripartizione degli Stati membri. Si raccomandano riforme nel settore dell'amministrazione pubblica e dell'ambiente imprenditoriale anche in paesi quali Estonia, Finlandia, Francia, Slovacchia e Slovenia.

Mercati del lavoro

Gli interventi sul costo del lavoro hanno ampiamente contribuito al riequilibrio delle partite correnti nella zona euro. Mentre i costi del lavoro per unità di prodotto (ULC) e il reddito nominale per lavoratore dipendente nei paesi che registrano avanzi sono aumentati di recente, gli stessi parametri sono cresciuti a un ritmo inferiore nei paesi caratterizzati da elevati disavanzi delle partite correnti al momento della crisi (cfr. grafico 11). Per il periodo 2007-2012, la diminuzione dei costi del lavoro per unità di prodotto rispetto ai concorrenti (misurata dal tasso di cambio effettivo reale basato sui costi del lavoro per unità di prodotto) è stata significativa nei paesi vulnerabili quali Irlanda, Grecia, Spagna e Portogallo, benché il processo di riequilibrio potrebbe comportare ulteriori sforzi in Grecia e, in misura minore, in Portogallo (cfr. Buti e Turrini, 2012¹⁸). Per il futuro, il processo di adeguamento delle retribuzioni sarà ulteriormente sostenuto dalle riforme in corso, soprattutto quella relativa alla contrattazione salariale, in paesi quali Grecia e Spagna. In Grecia, ad esempio, la negoziazione salariale è diventata più decentrata, sono stati sospesi il cosiddetto «principio delle norme più favorevoli» per i contratti collettivi a livello aziendale e l'estensione degli accordi collettivi di settore ed è stata ampliata la possibilità di contrattazione a livello aziendale da parte dei consigli aziendali. Analogamente, in Spagna è diventato più facile concludere accordi a livello aziendale che derogano alle disposizioni dei contratti settoriali. Tuttavia, giova anche osservare che la diminuzione dei redditi nominali non è sempre stata accompagnata da un cambiamento di uguale segno dell'indice dei prezzi al consumo, per una limitata ricaduta dal mercato del lavoro a quello dei prodotti (a causa, ad esempio, di condizioni di concorrenza insufficienti nei mercati dei prodotti) o per l'aumento dei costi diversi dal costo del lavoro (imposte e tasse, costi di capitale, energia, cfr. il riquadro precedente), frenando così il potenziale miglioramento della competitività in termini di costi.

¹⁸ Buti, M. e A. Turrini (2012), "Slow but steady? External adjustment within the Eurozone starts working", VoxEU.org, 12 novembre.

Grafico 11 — Costi del lavoro per unità di prodotto e reddito nominale per lavoratore dipendente nei paesi della zona euro che registrano avanzi/disavanzi



Paesi con avanzo di bilancio: BE, DE, LU, NL, AT, FI.

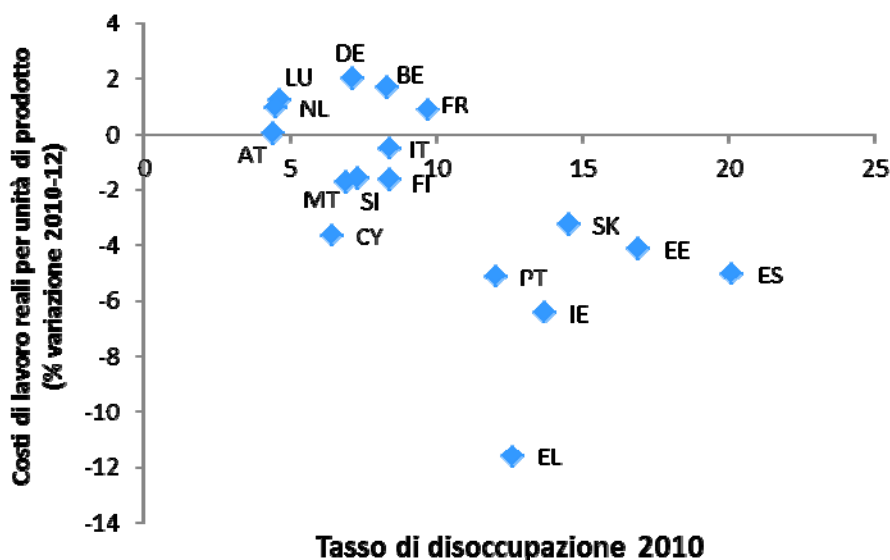
Fonte: Servizi della Commissione

Gli sviluppi relativi al costo del lavoro sono anche indicativi di un processo iniziale di riallocazione delle risorse. Nei paesi vulnerabili, le retribuzioni nominali nel settore non-commerciabile sono diminuite in misura molto più apprezzabile rispetto a quelle del settore commerciabile (ad es. Buti e Turrini 2012; Commissione europea, 2012) — una tendenza che offre le condizioni necessarie per il trasferimento della manodopera verso il settore dei beni commerciabili. Detta riallocazione risulta di cruciale importanza per un miglioramento sostenibile delle posizioni esterne nei paesi che hanno accumulato posizioni degli investimenti netti ampiamente negative negli ultimi anni. Tuttavia, il processo di riallocazione della manodopera deve essere sostenuto da mercati del lavoro più fluidi. In alcuni paesi, sono gli stessi mercati del lavoro, ancora rigidi e frammentati, a costituire un ostacolo al processo di riallocazione, soprattutto al reinserimento dei lavoratori licenziati durante la fase di aggiustamento, i quali incontrano difficoltà a reintegrare il mercato del lavoro. Riforme volte a migliorare l'adeguamento del mercato del lavoro e a ridurre la frammentazione sono state recentemente adottate o sono in corso in molti dei paesi della zona euro caratterizzati da quadri regolamentari meno flessibili. La flessibilità all'uscita è stata rafforzata nei paesi tradizionalmente caratterizzati da una rigida legislazione a tutela del lavoro. La Spagna ha adottato riforme nel 2010 e nel 2011 relative alla definizione di eque condizioni di licenziamento e all'entità dell'indennità di licenziamento. In Italia la riforma del mercato del lavoro del giugno 2012 era intesa a migliorare la flessibilità all'uscita, mediante una revisione delle norme sul licenziamento — in particolare, limitando la possibilità di reintegrazione del lavoratore e fissando i massimali per il risarcimento del danno retributivo in caso di licenziamento ingiustificato e rendendo più rapidi i procedimenti giudiziari connessi alla conclusione del rapporto di lavoro — e al contempo disciplinare meglio la flessibilità all'ingresso mediante l'introduzione di disincentivi al ricorso a contratti di lavoro atipici e a tempo determinato. La Slovenia ha approvato una riforma del mercato del lavoro che esonera

i datori di lavoro dal dover cercare soluzioni alternative in caso di licenziamento. In Francia è in corso una riforma che attenua parzialmente la protezione dei lavoratori con contratti a tempo indeterminato e offre tutele orientate al modello della "flessicurezza". È di fondamentale importanza preservare lo slancio riformatore sui mercati del lavoro e dare attuazione alle riforme già adottate. Inoltre, tale slancio può essere integrato da un'ambiziosa attuazione di misure volte ad agevolare la libera circolazione dei lavoratori nel mercato interno.

Il margine di correzione dei prezzi relativi nei settori dei beni commerciabili e non commerciabili dipende dal grado di ricaduta del costo del lavoro sui prezzi, e quindi — tra l'altro — dal grado di concorrenza e dal potere di mercato delle imprese nei vari settori. Nella misura in cui le economie vulnerabili della zona euro subiscono i prezzi nella maggior parte dei mercati internazionali, la riscontrata significativa riduzione dei costi del lavoro, nella maggior parte dei casi, si traduce in profitti e margini di guadagno più alti per le imprese in questo settore e l'impatto sui prezzi all'esportazione può essere relativamente debole. L'incremento dei margini di guadagno, e quindi il trasferimento incompleto, sostiene il processo di riequilibrio, in quanto incentiva la riallocazione delle risorse verso il settore dei beni commerciabili o mediante lo spostamento della capacità produttiva (resa disponibile dalla contrazione della domanda interna). Tuttavia, nel settore dei beni non commerciabili, la ricaduta incompleta potrebbe dare luogo a preoccupazioni, giacché può essere indice di mancanza di concorrenza in settori specifici. Una riduzione dei prezzi dei beni non commerciabili in reazione alle riduzioni del costo del lavoro aumenta l'efficienza economica. Smorzando l'impatto del minor costo del lavoro sul reddito reale disponibile, essa consente inoltre di alleviare i problemi sociali ed evita un calo più sensibile della domanda interna. Inoltre, la flessione dei prezzi dei beni non commerciabili riduce i costi di produzione delle imprese esportatrici e contribuisce pertanto al riequilibrio esterno dell'economia.

Grafico 12 — Dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto in termini reali e disoccupazione



Fonte: Servizi della Commissione

L'evoluzione dei salari reali contribuisce anche a ridurre le disparità nelle situazioni di disoccupazione. La crisi ha avuto conseguenze ampiamente asimmetriche sulla produzione e sull'occupazione degli Stati membri della zona euro. I paesi più gravemente colpiti sono stati quelli che hanno subito la più forte compressione della domanda interna collegata a un'inversione delle partite correnti. Paesi con elevati disavanzi delle partite correnti all'inizio della crisi tendono ora ad avere un tasso di disoccupazione molto più alto (Grecia, Spagna). Il fatto che la dinamica dei costi del lavoro e delle retribuzioni per unità di prodotto sia attualmente più debole in questo gruppo di paesi lascia pertanto ben sperare non solo per il riequilibrio delle posizioni esterne, ma anche per la riduzione delle disparità nei tassi di disoccupazione all'interno della zona euro. Come illustrato nel grafico 12, i paesi con una maggiore disoccupazione per il 2010 registrano una crescita più lenta dei costi unitari del lavoro, che indica una crescita dei salari reali inferiore alla produttività del lavoro. Questo processo dovrebbe aiutare l'assorbimento degli ampi bacini di disoccupazione di alcuni paesi, anche se resta da valutare se la velocità di adeguamento dei salari sia commisurata alle dimensioni della sfida in alcuni paesi.

La disoccupazione rischia di diventare sempre più strutturale. In mancanza di un effettivo e rapido assorbimento della disoccupazione ciclica, possono verificarsi effetti di isteresi, con la conseguenza che la disoccupazione diventi cronica e meno sensibile alle dinamiche salariali. La disoccupazione strutturale, che in alcuni paesi della zona euro è aumentata in modo considerevole, comporta una perdita di capitale umano e una riduzione del potenziale contributo del lavoro alla crescita per il futuro. Per far fronte al rischio di isteresi i sistemi fiscali e previdenziali e le politiche attive del mercato del lavoro devono fornire ai disoccupati incentivi a cogliere le opportunità di lavoro, creare un'efficiente infrastruttura per l'incontro tra domanda e offerta di lavoro (ad esempio, efficienti servizi pubblici di collocamento, idonee possibilità di formazione e riqualificazione). Inoltre, l'utilizzo di mirate sovvenzioni per l'occupazione potrebbe contribuire a sostenere la domanda di manodopera per le categorie di lavoratori a rischio di disoccupazione di lunga durata e di esclusione dal mercato del lavoro (ad esempio, giovani o lavoratori anziani in esubero).

	Crescita e occupazione						Competitività						Finanze pubbliche						Stabilità finanziaria				
	PIL pro capite in SPA	Proiezioni crescita PIL	Tasso di occupazione	Disoccupazione di lunga durata*	Disoccupazione giovanile (<25)*	Tasso di partecipazione della popolazione attiva	Costo nominale unitario della manodopera*			Compensazione nominale per dipendente *		Saldo partite correnti*	Quota mercato esportazioni (beni + servizi)*	Debito pubblico*	Posizione di bilancio amministrazioni pubbliche*	Pressione fiscale complessiva	Indicatore sostenibilità (S2)*	Età effettiva di uscita dalla forza lavoro*	Speranza di vita*	Indebitamento privato*	Prestiti in sofferenza	Differenziali dei tassi di interesse a lungo termine rispetto alla Germania	Rendimento del capitale
							Intera economia	Servizi	Settore manifatturiero	Settore pubblico	Settore privato												
	Livello rispetto a UE27=100	Tasso di variazione annuo	Fascia di età 15-64	% della popolazione attiva		%	Tasso di variazione annuo					% del PIL	Variazione %	% del PIL		Imposte totali in % del PIL	Livello elevato = scarsa sostenibilità	2010 o ultimi dati disponibili	A 60 anni	% del PIL	%	Punti percentuali	%
2011	2013	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2012	2011	2012		2011	2011/2012	Giugno 2012	Marzo 2012	Giugno 2012	
BE	119	0	61,8	3,4	22,0	66,9	3,7	4,3	5,1	3,1	3,5	0,9	-15,6	99,6	-3,9	46,7	7,4	61,6	23,8	241	4,6	0,9	3,2
DE	121	0,4	72,8	2,5	7,9	77,1	2,9	2,3	4,9	2,0	2,7	6,4	-12,6	81,9	0,2	40,0	1,4	62,4	23,8	128	1,9	:	4,5**
EE	67	3	67,1	5,5	19,8	74,9	5,6	:	:	:	:	-3,1	6,9	10,1	-0,3	33,0	1,2	62,6	21,5	133	4,1	:	17,3
IE	129	1,1	58,8	9,1	29,5	69,2	0,2	:	:	:	:	5,0	-15,6	117,6	-7,6	30,4	:	64,1	23,5	310	:	2,5	-14,2
EL	79	-4,2	51,3	14,4	58,4	67,9	-6,2	-4,4	-16,7	-4,1	-4,7	-5,3	-26,9	156,9	-10,0	34,9	:	61,5	23,8	130	15,6	10,0	:
ES	98	-1,5	55,4	11,1	55,3	74,1	-3,4	-2,9	0,1	-2,3	0,5	-0,9	-14,1	84,2	-10,6	32,4	4,8	62,3	25,1	218	6,0	3,6	-5,2
FR	108	-0,1	63,9	4,1	25,5	71,0	1,7	:	:	:	:	-1,8	-14,1	90,2	-4,8	45,9	1,6	60,2	25,8	160	4,6	0,7	7,1
IT	100	-1,3	56,8	5,7	37,1	63,7	2,3	:	:	:	:	-0,5	-23,3	127,0	-3,0	42,8	-2,3	60,4	25,1	129	10,2	3,3	1,9
CY	94	-8,7	64,6	3,6	31,8	73,5	-0,1	-0,3	2,2	1,3	1,8	-4,8	-26,2	85,8	-6,3	35,2	8,2	62,8	23,6	289	13,9	5,7	-40,4
LU	271	0,8	65,8	1,6	18,6	69,4	3,2	:	:	:	:	5,6	-19,7	20,8	-0,8	38,1	9,7	59,4	23,8	326	:	0,2	8,7
MT	85	1,4	59	3,0	14,5	63,1	3,7	:	:	6,0	1,1	-0,8	2,7	72,1	-3,3	35,1	5,8	60,5	23,6	210	1,6	2,2	5,7
NL	131	-0,8	75,1	1,8	10,0	79,3	1,3	1,3	1,7	1,2	1,1	8,2	-11,6	71,2	-4,1	39,0	5,9	63,5	23,9	225	2,6	0,3	5,7
AT	129	0,6	72,5	1,1	9,0	75,9	3,4	5,2	3,1	2,9	3,1	3,0	-20,4	73,4	-2,5	43,7	4,1	60,9	24,1	161	4,3	0,4	8,3
PT	77	-2,3	61,8	7,7	38,0	73,9	-3,8	:	:	:	:	-1,9	-15,4	123,6	-6,4	36,1	:	62,6	24,2	256	6,5	4,8	0,9
SI	84	-2	64,1	4,3	23,2	70,4	0,7	1,1	1,4	-3,3	0,4	2,7	-19,5	54,1	-4,0	37,5	7,6	59,8	23,3	128	:	3,7	-0,7
SK	73	1	59,7	9,4	35,0	69,4	0,1	-0,4	-7,5	2,9	1,6	2,0	4,8	52,1	-4,3	28,8	6,9	58,8	20,4	76	3,8	2,6	8,9
FI	114	0,3	69,4	1,6	19,5	75,2	3,6	3,2	3,0	2,4	3,5	-1,6	-31,2	53,0	-1,9	43,6	5,8	61,7	23,9	179	0,8	0,3	9,5
ZE	108	-0,4	63,8	5,3	23,7	72,0	1,4	:	:	:	:	1,8	:	92,7	-3,7	40,8	2,1	61,4	23,9 (2008)	:	:	1,7	:
UE	100	-0,1	64,2	4,6	23,3	71,8	1,8	:	:	:	:	0,9	:	85,4	-4,0	40,0	2,6	61,5	23,7	:	:	1,6	:

* Variabili menzionate nel testo sul patto Euro Plus di cui alle conclusioni del Consiglio europeo del marzo 2011.

** Non sono disponibili dati relativi al conto economico delle piccole e medie banche nazionali e delle istituzioni controllate da soggetti esteri in Germania.

*** Codici ISIC, Rev. 3 L-P.

**** Codici ISIC, Rev. 3 A-K.

Fonti: Servizi della Commissione, Previsioni di primavera della Commissione, Eurostat e BCE.