



Bruxelles, 24.11.2021
COM(2021) 741 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL
CONSIGLIO E AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO**

Relazione sul meccanismo di allerta per il 2022

**Preparata ai sensi degli articoli 3 e 4 del regolamento (UE) n. 1176/2011 sulla
prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici**

{SWD(2021) 361 final}

INDICE

Sintesi	2
1. Contesto macroeconomico ed evoluzione degli squilibri nella zona euro	10
2. Squilibri, rischi e aggiustamento: sviluppi principali nei paesi	17
2.1. Un'istantanea dei risultati del quadro di valutazione	17
2.2. Settore esterno e competitività	19
2.3. Debito privato e mercati immobiliari	31
2.4. Settore pubblico	42
2.5. Settore finanziario	45
3. Sintesi delle sfide principali e delle implicazioni in materia di sorveglianza	51
4. Osservazioni specifiche per Stato membro	54
Allegato 1: Previsioni e previsioni a brevissimo termine dei principali indicatori del quadro di valutazione	88
Allegato 2: Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici	90

La presente relazione sul meccanismo di allerta avvia l'undicesima tornata annuale della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM). La procedura mira a individuare, prevenire e correggere gli squilibri che intralciano il buon funzionamento delle economie degli Stati membri, dell'Unione economica e monetaria o dell'intera Unione e a ottenere risposte politiche adeguate. La sua attuazione è integrata nel semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche al fine di assicurarne la coerenza con le analisi e le raccomandazioni formulate nell'ambito di altri strumenti di sorveglianza economica (articoli 1 e 2 del regolamento (UE) n. 1176/2011).

La relazione sul meccanismo di allerta si basa su una lettura in chiave economica degli indicatori prescelti che compongono il quadro di valutazione, integrata da una serie di indicatori ausiliari, da strumenti analitici e quadri di valutazione e da ulteriori informazioni pertinenti, compresi dati e informazioni di recente pubblicazione. La presente relazione sul meccanismo di allerta presenta una valutazione rafforzata e prospettica dei rischi per la stabilità macroeconomica e per l'evoluzione degli squilibri macroeconomici. La relazione comprende inoltre un'analisi delle implicazioni degli squilibri macroeconomici degli Stati membri per la zona euro nel suo complesso.

La presente relazione sul meccanismo di allerta individua gli Stati membri che dovrebbero essere sottoposti a esami approfonditi al fine di stabilire se presentino squilibri tali da richiedere un intervento politico (articolo 5 del regolamento (UE) n. 1176/2011). Nella preparazione dell'esame approfondito degli Stati membri interessati la Commissione terrà conto delle discussioni concernenti la relazione tenute in sede di Parlamento europeo, Consiglio e Eurogruppo. Gli esami approfonditi, che saranno pubblicati nella primavera 2022, forniranno alla Commissione la base per valutare l'esistenza e la gravità degli squilibri macroeconomici e per individuare le carenze delle politiche adottate.

SINTESI

La presente relazione sul meccanismo di allerta è la seconda ad essere contrassegnata dalla pandemia di COVID-19, in un contesto di ripresa dell'economia dalla crisi che ha colpito improvvisamente e inaspettatamente nel 2020. La pandemia di COVID-19 ha causato una crisi economica unica nella sua gravità. Dopo le perturbazioni della prima metà del 2020, con l'allentamento delle misure di contenimento in tutta Europa si è rapidamente concretizzata una fase iniziale della ripresa economica. La distribuzione dei vaccini ha segnato un cambiamento verso il miglioramento delle prospettive economiche. Sebbene persistano le differenze tra gli Stati membri, gli sforzi per affrontare gli effetti immediati dello shock economico stanno dando i loro frutti. Il successo delle campagne di vaccinazione, accompagnato da una strategia di contenimento efficace e mirata, ha portato a un rilancio rafforzato dell'attività economica a partire dalla primavera del 2021, e il coordinamento delle politiche economiche è passato a porre le basi per una ripresa solida e inclusiva e una maggiore resilienza. Secondo le previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione, la maggior parte degli Stati membri colmerà la distanza dai livelli di produzione pre-crisi entro la fine del 2021, mentre solo pochi paesi la colmeranno l'anno prossimo.

La pandemia ha colpito nel momento in cui la maggior parte degli squilibri macroeconomici era oggetto di un processo di correzione in un contesto macroeconomico favorevole, mentre emergevano nuovi rischi associati a segnali di surriscaldamento. Un periodo prolungato di crescita economica durato per la maggior parte dell'ultimo decennio ha facilitato una graduale correzione degli squilibri. Questi erano collegati ad alti livelli di rapporto debito pubblico e privato/PIL, ereditati sia dalla crisi finanziaria globale che dall'accumulazione che l'aveva preceduta. Inoltre erano stati corretti gli elevati disavanzi delle partite correnti o la notevole crescita del credito, con conseguente riduzione graduale del debito estero e rafforzamento dei sistemi bancari. Negli ultimi anni si è avuto un incremento di sfide e rischi associati a segni di surriscaldamento all'interno di alcuni settori in determinati paesi dopo un'espansione economica continuata, soprattutto a livello dei prezzi delle abitazioni e dell'andamento della competitività di costo, in particolare nei paesi in cui la crescita economica era più vigorosa.

La pandemia ha interrotto la riduzione dei rapporti debito/PIL, mentre i prezzi delle abitazioni hanno subito un'accelerazione, indicando un aggravamento generale dei rischi macroeconomici. Gli squilibri legati all'elevato debito pubblico e privato sono peggiorati, spinti dal forte calo del PIL e dall'impatto fiscale delle misure necessarie per affrontare la crisi della COVID-19, intese a proteggere la capacità di produzione e a limitare l'impatto sociale e sull'occupazione. I prezzi delle abitazioni, già in aumento, hanno subito un'ulteriore accelerazione e rappresentano un rischio in diversi paesi, in particolare laddove sono accompagnati da un incremento significativo del debito ipotecario. Grazie ai solidi coefficienti di capitale e alle elevate riserve di liquidità, le banche sono state in grado di continuare a fornire credito all'economia. Tuttavia, gli effetti secondari nel settore bancario potrebbero concretizzarsi con la revoca delle misure di protezione e l'imporsi, nell'ambiente economico, dell'impatto a lungo termine della pandemia sulla solvibilità delle imprese. I conti con l'estero sono peggiorati nei paesi che dipendono dalle entrate del turismo transfrontaliero. L'esteso sostegno alle politiche ha contribuito a contenere la disoccupazione e a stabilizzare i redditi delle famiglie. Con il progredire della ripresa, in alcuni paesi emergono carenze di manodopera e pressioni sui costi, e in altri si prevedono notevoli aumenti salariali.

La risposta politica rapida e coordinata alla pandemia ne ha ammortizzato l'impatto economico, e il dispositivo per la ripresa e la resilienza offre un'occasione unica per uscire più forti dalla crisi. La clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita è stata attivata subito dopo lo scoppio della pandemia, a sostegno delle misure di bilancio nazionali. L'accordo sul quadro temporaneo per gli aiuti di Stato ha consentito agli Stati membri di utilizzare la piena flessibilità prevista dalle norme sugli aiuti di Stato. Lo strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione nello stato di emergenza (SURE) ha contribuito a proteggere i posti di lavoro. I governi hanno fornito un sostegno fiscale e politico senza precedenti, e la Banca centrale europea (BCE) ha attuato una vasta gamma di misure per salvaguardare la stabilità finanziaria e garantire il buon funzionamento dei mercati finanziari. Man mano che la ripresa avanza, l'effettiva attuazione delle riforme e degli investimenti nei piani per la ripresa e la resilienza (PRR) aiuterà a promuovere una ripresa duratura, rafforzerà la resilienza

e accelererà le transizioni verdi e digitali dell'UE. L'attuazione dei PRR può sostenere una riduzione degli squilibri e mitigare i rischi macroeconomici. I piani offrono un'occasione unica per collocare gli Stati membri più colpiti dalla crisi della COVID-19 a un livello duraturo di maggiore crescita, che favorirà la creazione di posti di lavoro, migliorerà la sostenibilità del debito e contribuirà al riequilibrio dell'economia europea nel suo insieme.

L'analisi orizzontale presentata nella relazione sul meccanismo di allerta può essere riassunta come segue.

- **La crisi della COVID-19 ha temporaneamente influito sulle posizioni esterne, ma non ha radicalmente modificato le tendenze delle partite correnti.** I paesi con importanti settori del turismo transfrontaliero hanno generalmente assistito a un forte aumento dei disavanzi delle partite correnti o a una riduzione dei loro modesti avanzi. Ciò dovrebbe gradualmente correggersi con la ripresa dei viaggi. Alcuni grandi avanzi delle partite correnti sono lievemente diminuiti nel 2020, portando la partita corrente per la zona euro, nel complesso, in linea con i fondamentali. Tuttavia i dati relativi al primo semestre del 2021 evidenziano un evidente aumento dell'avanzo delle partite correnti della zona euro, dovuto principalmente a un più elevato saldo dei servizi. Attualmente si prevede che la partita corrente della zona euro tornerà al livello del 2019 nel 2021, rispecchiando una domanda interna che permane modesta. Nel complesso le maggiori variazioni delle partite correnti hanno riguardato la loro composizione: in tutti gli Stati membri, il settore privato ha aumentato la sua posizione di risparmio netto, mentre le posizioni di accredito netto del settore pubblico sono diminuite significativamente a causa dell'impatto della pandemia di COVID-19 e delle misure adottate per mitigarla. Diversi Stati membri con ingenti posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) negative hanno registrato un peggioramento delle partite correnti nel 2020, ma si prevede che l'impatto sul rispettivo rapporto NIIP-PIL si possa gradualmente invertire.
- **La perturbazione dell'attività economica nel 2020 ha determinato forti aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto, che con la ripresa dovrebbero parzialmente annullarsi, ma in diversi casi stanno emergendo carenze di manodopera e pressioni sui costi.** Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato in tutta l'UE a causa del numero stabile di occupati nonostante il brusco calo della produzione, reso possibile dalle varie iniziative pubbliche di conservazione del posto di lavoro, in particolare i regimi di riduzione dell'orario di lavoro, che hanno favorito una riduzione delle ore lavorate piuttosto che dei livelli di occupazione. Questi effetti si riflettono in riduzioni temporanee della produttività nominale del lavoro nel 2020. Con la ripresa, la produttività registra un certo incremento e inverte parte delle perdite del costo del lavoro per unità di prodotto. In alcuni paesi, tuttavia, gli aumenti salariali stanno risalendo, talvolta riprendendo tendenze precedenti alla pandemia. Tuttavia la situazione del mercato del lavoro varia a seconda dei settori e dei paesi e, mentre in alcuni casi l'occupazione si è sostanzialmente riportata ai livelli precedenti la crisi, in altri i divari rimangono significativi. In alcuni casi, una maggiore redistribuzione tra posti di lavoro, imprese e settori potrebbe continuare nella ripresa determinando cambiamenti permanenti nella capacità produttiva dei paesi. In altri emergono carenze di manodopera, soprattutto nei paesi meno colpiti dalla crisi e in un contesto di domanda più elevata. Insieme ad altri fattori, come il rapido aumento dei prezzi dell'energia, le pressioni sui costi potrebbero diventare significative e costituire un rischio futuro.
- **Una serie di misure politiche ha salvaguardato l'occupazione e la capacità produttiva durante la crisi sostenendo la liquidità e la solvibilità del settore privato.** Misure di sostegno, quali moratorie sul rimborso dei debiti e garanzie statali sul credito, hanno contribuito a evitare che le carenze di liquidità del settore privato si trasformassero, all'inizio della crisi della COVID-19, in problemi di solvibilità. Le moratorie hanno consentito un ritardo nel rimborso dei debiti, aumentando lo stock del debito nominale e il relativo onere per interessi. Con la graduale eliminazione di tali misure potrebbero verificarsi difficoltà nei rimborsi, in particolare nei settori più colpiti dalla crisi e tra le imprese che erano già vulnerabili in precedenza. In molti paesi, l'aumento dell'indebitamento delle imprese e delle famiglie è stato accompagnato da un aumento dei risparmi netti.
- **Nel 2020 l'indebitamento delle imprese è aumentato nella maggior parte dei paesi dell'UE, talvolta in modo significativo.** I nuovi prestiti destinati a coprire le improvvise perdite di entrate e carenze di liquidità dovute alla pandemia hanno contribuito all'aumento del rapporto debito/PIL delle imprese, oltre all'effetto della forte recessione. Sebbene i flussi di credito netti siano aumentati in misura significativa fino agli inizi del 2021, la loro più recente moderazione potrebbe essere un segnale di minore domanda, ricollegabile all'utilizzo della liquidità accumulata da parte delle imprese, o di minore concessione di credito.

- **L'indebitamento delle famiglie è aumentato con il rafforzamento della ripresa.** Nel 2020, l'aumento del rapporto debito delle famiglie/PIL è stato dovuto principalmente al forte calo del PIL. I flussi di credito al culmine della pandemia sono stati modesti, principalmente a causa di un brusco calo dei prestiti al consumo. Allo stesso tempo, molti paesi hanno registrato aumenti dei mutui ipotecari a fronte dell'elevata attività sul mercato immobiliare e dell'accelerazione dei prezzi delle abitazioni. Dall'inizio del 2021, con l'avanzare della ripresa i flussi creditizi netti sono diventati più significativi in diversi paesi.
- **La crisi della COVID-19 e le misure adottate dai governi per attenuarla hanno avuto un notevole impatto sul debito pubblico.** L'ampio e vitale sostegno fornito dai governi ha contribuito a deviare parte dell'impatto economico negativo della pandemia lontano dalle famiglie e dalle imprese, tutelando l'occupazione e il potenziale di crescita. I rapporti debito pubblico/PIL sono aumentati in misura maggiore nei paesi colpiti in modo sproporzionato dalla recessione, principalmente a causa dei rispettivi settori turistici. Con la ripresa, il rapporto debito/PIL dovrebbe stabilizzarsi e in alcuni casi ha già cominciato a diminuire; nel complesso, tuttavia, i governi stanno uscendo da questa crisi con un indebitamento nettamente più elevato. Un orientamento della politica di bilancio e misure di politica monetaria improntati al sostegno si sono rafforzati a vicenda per mantenere la fiducia e la stabilità. Le condizioni dei prestiti ai governi sono rimaste favorevoli, nonostante il loro accresciuto fabbisogno di finanziamento, a causa sia delle misure di politica monetaria sia di fattori a più lungo termine, quali l'eccesso di risparmi rispetto agli investimenti nella zona euro. Alla luce dell'andamento dell'inflazione, gli oneri finanziari sono diventati lievemente più gravosi, pur rimanendo nel complesso bassi. Gli oneri finanziari sono aumentati in misura leggermente maggiore per alcuni Stati membri non appartenenti alla zona euro con tassi di cambio fluttuanti. Alcuni di essi hanno quote di debito non trascurabili espresse in valuta estera o scadenze di debito relativamente brevi.
- **La pandemia è stata accompagnata da un'ulteriore accelerazione dei prezzi delle abitazioni.** Dopo anni di aumenti, i prezzi delle abitazioni hanno registrato un'ulteriore accelerazione nel 2020 e nella prima metà del 2021, raggiungendo i tassi di crescita più veloci dalla crisi finanziaria mondiale. In diversi paesi dell'UE sono presenti rischi di sopravvalutazione. Ciò suscita preoccupazioni, in particolare nei casi in cui il debito delle famiglie è elevato o in rapido aumento. La crescita dei prezzi delle abitazioni è stata sospinta da una serie di fattori che alimentano la domanda e limitano l'offerta. Le limitazioni dell'offerta erano già presenti prima della pandemia e il confinamento le ha temporaneamente inasprite. La pandemia potrebbe aver determinato alcuni cambiamenti strutturali nella domanda di abitazioni, in quanto il passaggio al lavoro svolto maggiormente a distanza può modificare le preferenze geografiche. Le condizioni finanziarie sono state ragionevoli e nel complesso continueranno probabilmente a sostenere l'elevata domanda di abitazioni, mentre i redditi delle famiglie in aumento con la ripresa dovrebbero sostenere un'ulteriore crescita dei prezzi delle abitazioni.
- **Il settore bancario ha mantenuto forti coefficienti di capitale, ma la redditività si è indebolita nel 2020 e l'impatto complessivo della crisi sui bilanci delle banche potrà vedersi solo con un certo ritardo.** Le condizioni nel settore bancario sono notevolmente migliorate dopo la crisi finanziaria mondiale, con riserve di capitale accumulate negli anni precedenti alla pandemia e coefficienti di capitale ulteriormente aumentati nel 2020, anche a causa di limiti regolamentari temporanei ai pagamenti dei dividendi. L'impatto della crisi della COVID-19 sul settore bancario è stato limitato grazie al rafforzamento del settore conseguito dopo la crisi finanziaria, nonché grazie ad estese misure politiche temporanee quali garanzie sui crediti, moratorie sul rimborso del debito o allentamento temporaneo della regolamentazione. I crediti deteriorati hanno continuato a diminuire nel 2020, in particolare nei paesi in cui erano consistenti e in cui le banche hanno ceduto le attività ereditate dal passato. Permane tuttavia l'annoso problema della bassa redditività. Inoltre, il pieno impatto della crisi sulla qualità degli attivi, sulla redditività e sulle riserve di capitale potrebbe ancora concretizzarsi una volta revocate le misure politiche. I potenziali circoli viziosi fra banche, emittenti sovrani e settore delle imprese dovrebbero essere attentamente monitorati.

Sebbene l'impatto della pandemia sia stato attenuato dalla risoluta azione politica, la pandemia ha esasperato le divergenze tra i paesi della zona euro. Gli Stati membri con un importante settore del turismo transfrontaliero sono stati i più esposti all'impatto economico della pandemia di COVID-19, il che ha comportato impatti differenziati sull'occupazione e sulla crescita. Poiché questi paesi erano caratterizzati anche da debiti pubblici, privati o esteri relativamente elevati, ciò ha determinato una maggiore dispersione del debito all'interno della zona euro. Alcune di queste tendenze sono legate a fattori temporanei, come l'impatto delle restrizioni ai viaggi, ma, nonostante il successo della risoluta azione politica nel mitigare l'ampliamento delle divergenze economiche e sociali, la crisi rischia di lasciare un retaggio e rendere le differenze permanenti.

Per la zona euro nel suo complesso persiste un ampio avanzo delle partite correnti, il che evidenzia l'esistenza di margini di manovra per sostenere la ripresa a livello aggregato della zona euro. Ciò contribuirebbe anche a una più rapida riduzione degli squilibri. Le partite correnti dell'area nel suo insieme sono temporaneamente diminuite a un livello prossimo ai fondamentali, ma si prevede che torneranno a livelli pre-crisi superiori a quelli fondamentali. I risultati a livello di Stati membri variano notevolmente. Il riequilibrio esterno nella zona euro è ancora più importante dato il limitato margine di manovra per un sostegno monetario supplementare volto a rafforzare la domanda.

Alla luce delle interconnessioni tra le economie della zona euro, è necessaria un'adeguata combinazione di politiche macroeconomiche tra gli Stati membri per sostenere la ripresa, correggendo nel contempo gli squilibri e affrontando i rischi emergenti. Un'espansione economica nei paesi creditori netti della zona euro, anche sulla base di condizioni della domanda favorevoli, sarebbe vantaggiosa non solo per tali paesi, ma anche per i paesi debitori netti, in quanto una maggiore crescita nella zona euro sostiene la crescita e la riduzione dell'indebitamento, nonché il miglioramento delle posizioni esterne in quest'ultimo gruppo di paesi. Potrebbe contribuire a tale riguardo la cessazione del sostegno politico straordinario adottato in considerazione della crisi e impostato temporalmente sulle esigenze di aggiustamento. Anche miglioramenti marcati e duraturi della produttività e della competitività nei paesi debitori netti contribuirebbero al riequilibrio esterno e aiuterebbero ad alleggerire l'onere del debito. Un uso efficace degli strumenti messi in atto nella zona euro e nell'UE, associato a un'effettiva attuazione delle riforme e degli investimenti necessari, potrebbe favorire una ripresa duratura e rafforzare la resilienza, anche affrontando gli squilibri e i rischi emergenti. Sarà fondamentale che i finanziamenti previsti da Next Generation EU e dal quadro finanziario pluriennale (QFP) siano interamente assorbiti e convogliati verso gli usi più produttivi, sia per massimizzare l'impatto economico dei fondi, sia per contribuire a una crescita equilibrata.

Il pieno impatto della pandemia sugli squilibri sarà chiaro solo con un certo ritardo, in quanto potrebbero verificarsi effetti di secondo impatto. Per quanto riguarda le imprese, permangono sacche di vulnerabilità finanziaria sottostanti dovute al depauperamento del capitale a seguito di perdite prolungate e debiti elevati. Alcune imprese potrebbero essere interessate da cambiamenti strutturali che richiedono adeguamenti dei loro modelli aziendali. La scadenza delle misure di sostegno potrebbe comportare l'aumento dei crediti deteriorati e dei fallimenti almeno nei settori più colpiti dalla crisi della COVID-19 e tra le imprese che erano vulnerabili prima della crisi. Potrebbe essere necessario un certo tempo prima che ciò si verifichi, a seconda dei tipi di tolleranze che potrebbero essere concesse ai mutuatari altrimenti insolventi. La capacità delle procedure di insolvenza di compensare le riduzioni di valore esistenti è importante per garantire il flusso di nuovo credito verso l'economia. La concessione, da parte dello Stato, di garanzie sui prestiti alle imprese contribuisce a preservare la sostenibilità economica di queste ultime, ma se tale concessione raggiunge livelli importanti potrebbe anche innescare circoli viziosi tra il settore delle imprese e il settore pubblico, ripercuotendosi altresì sulle banche. Le debolezze di bilancio delle imprese rischiano di avere un impatto sul mercato del lavoro e, per estensione, sulla capacità di alcune famiglie di rimborsare il credito. I forti aumenti del credito ipotecario costituiscono un ulteriore fattore di rischio, in particolare in caso di correzione dei mercati degli alloggi. Analogamente, un ulteriore deterioramento dei prezzi delle attività relative agli immobili commerciali potrebbe indebolire anche il settore finanziario.

Le condizioni di finanziamento influenzeranno l'evoluzione degli squilibri. Il contesto di bassi tassi di interesse ha consentito a governi, imprese e famiglie di contrarre un debito più elevato e di attenuare gli effetti della pandemia, tutelando i posti di lavoro e la capacità produttiva. Un aumento dei tassi di interesse farebbe aumentare i costi di finanziamento del debito sia nel settore pubblico che in quello privato, aumentando i rischi laddove il fabbisogno di finanziamento è elevato. Dall'inizio del 2021 l'inflazione è aumentata notevolmente nella zona euro e in molte altre economie avanzate. Sebbene le cause determinanti di questa ripresa dell'inflazione, compresa l'impennata dei prezzi dell'energia, sembrano per lo più transitorie, vi è il rischio che la durata non sia così breve. Finché le condizioni di finanziamento non si irrigidiranno, l'aumento dell'inflazione può alleggerire l'onere del debito. Tuttavia, un aumento prolungato dell'inflazione potrebbe comportare condizioni di finanziamento più rigide e maggiori oneri finanziari.

Gli sviluppi nei mercati degli alloggi devono essere attentamente monitorati. Elevati prezzi delle abitazioni rappresentano un rischio, soprattutto se associati a un elevato indebitamento delle famiglie, aggravato da aggiustamenti incerti del mercato del lavoro. Ciò rappresenta un rischio per la capacità delle famiglie di far fronte ai propri obblighi di rimborso dei mutui ipotecari. L'aumento dei tassi di interesse potrebbe esercitare ulteriori pressioni sulla capacità di rimborso dei mutui ipotecari, con effetti a catena sul settore bancario. I continui aumenti dei prezzi con la prosecuzione della ripresa potrebbero alimentare pressioni salariali e stimolare un aumento dei mutui ipotecari. L'accessibilità economica degli alloggi è peggiorata negli ultimi anni, con conseguenze macroeconomiche potenzialmente negative, connesse alla diminuzione dei consumi privati e della mobilità del lavoro, e a uno sviamento del credito dagli investimenti che accrescono la produttività.

La riduzione degli elevati livelli del debito sia pubblico sia privato dipende in modo determinante dal fatto che la ripresa si trasformi in un'espansione sostenuta, il che richiede investimenti produttivi. Una ripresa sostenuta dipende da una politica di sostegno e da un ritiro tempestivo del sostegno straordinario adottato in considerazione della crisi. Un'espansione economica sostenuta dipende dal rafforzamento della resilienza economica e sociale, che richiede l'attuazione di riforme e investimenti adeguati. Sono necessari investimenti a favore della produttività per stimolare la crescita a medio termine e sostenere le trasformazioni strutturali richieste per realizzare le transizioni verde e digitale in un contesto di cambiamento demografico. Ciò è ancora più importante in quanto diversi paesi sono caratterizzati da un elevato debito pubblico e privato e da una crescita potenziale relativamente bassa, il che rende più difficile ridurre gli elevati livelli di debito. In una situazione di debito pubblico elevato, è necessario migliorare la composizione della spesa e delle entrate per creare il margine da cui si generano gli investimenti pubblici, poiché la riduzione dell'indebitamento, sulla base di una strategia credibile di aggiustamento di bilancio, è necessaria anche per garantire il margine necessario per affrontare eventuali crisi future. Al tempo stesso, gli investimenti privati possono essere ostacolati dalla necessità di ridurre l'indebitamento delle imprese. L'efficace attuazione dei PRR ha un ruolo importante da svolgere nel sostenere gli investimenti pubblici e privati, contribuendo così a superare l'impatto a lungo termine della pandemia e aprendo un percorso verso una crescita e una resilienza rafforzate. Il nuovo dispositivo per la ripresa e la resilienza, in combinazione con i fondi strutturali e d'investimento europei, promuoverà una ripresa ricca di investimenti e la loro efficace attuazione renderà l'economia dell'UE più sostenibile, inclusiva, resiliente e meglio preparata per la transizione verde e digitale, coerentemente con gli obiettivi dell'Unione al riguardo.

La pandemia ha evidenziato il ruolo positivo della politica di bilancio discrezionale anticiclica, delle politiche monetarie di sostegno e del coordinamento europeo nella risposta alla crisi economica. La crisi della COVID-19 ha dimostrato che consistenti reazioni discrezionali di bilancio possono essere efficaci nel mitigare l'impatto immediato di uno shock esteso e nel preparare la strada a una rapida ripresa. Lo sforzo di bilancio immediato a livello nazionale è stato sostenuto dall'uso della flessibilità esistente all'interno dei quadri normativi dell'UE. La reazione collettiva ha promosso la fiducia. Le misure di politica monetaria hanno contribuito a preservare condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori dell'economia durante l'intera pandemia, sostenendo l'attività economica e salvaguardando la stabilità dei prezzi nel medio termine. Gli effetti di rinforzo reciproco fra le politiche di bilancio e quelle monetarie sono stati fondamentali per attenuare l'impatto della crisi e sostenere la ripresa. Mentre la politica monetaria dovrebbe rimanere elastica nei prossimi anni, il contesto di bassi tassi di interesse e il recente aumento dell'inflazione limitano la possibilità di un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie. La politica di bilancio può quindi dover mantenere un ruolo di stabilizzazione se emergono

rischi di revisione al ribasso, mentre una politica di bilancio prudente in tempi normali crea fiducia nell'efficacia della politica di bilancio in tempi di crisi.

Rimane essenziale prevenire e correggere gli squilibri macroeconomici. In primo luogo, una debole ripresa economica potrebbe provocare un'impennata dei fallimenti delle imprese, con conseguente perdita di posti di lavoro, nonché un aumento del ricorso alle garanzie connesse alla crisi per i prestiti alle imprese e un contenimento degli investimenti. In secondo luogo, un andamento dell'economia negativo potrebbe accentuare il circolo vizioso tra emittenti sovrani e banche. In terzo luogo, un'esplosione dei prezzi delle attività e delle abitazioni potrebbe aumentare la vulnerabilità del settore delle famiglie a causa di impennate insostenibili dei prezzi delle attività. Questi rischi possono incidere negativamente sulla sostenibilità del debito pubblico e limitare il margine di manovra della politica di bilancio per rispondere alle sfide future. Un intervento correttivo sullo sviluppo delle vulnerabilità contribuirà inoltre a consolidare la ripresa e a rafforzare la crescita a lungo termine. Strutture economiche più simili fra loro e cicli economici più sincronizzati contribuiranno ad accrescere l'efficacia della politica monetaria comune.

Promuovendo una ripresa ricca di investimenti, il dispositivo per la ripresa e la resilienza contribuirà alla stabilità macroeconomica. L'efficace attuazione dei piani per la ripresa e la resilienza renderà l'economia dell'UE più sostenibile, inclusiva, resiliente e meglio preparata alle transizioni verde e digitale. Contribuirà inoltre ad attenuare il rischio di divergenze all'interno dell'UE, poiché le sovvenzioni previste dal dispositivo per la ripresa e la resilienza sono destinate agli Stati membri con un PIL pro capite inferiore, un tasso di disoccupazione più elevato e che sono stati colpiti più duramente dalla crisi della COVID-19. Inoltre, a differenza degli anni successivi alla crisi finanziaria mondiale, maggiori investimenti pubblici sosterranno la ripresa post-pandemia. Le sovvenzioni del dispositivo per la ripresa e la resilienza finanzieranno progetti di investimento di alta qualità e consentiranno riforme volte all'aumento della produttività, senza dar luogo a un aumento del disavanzo e del rapporto debito/PIL a livello nazionale. Si stima che tali sovvenzioni e altre fonti di finanziamento dell'UE spingeranno gli investimenti pubblici negli Stati membri in media di circa lo 0,5 % del PIL all'anno nel 2021 e nel 2022.

Prevenire e correggere gli squilibri macroeconomici aumenta la capacità degli Stati membri di reagire agli shock e sostiene la convergenza economica. La correzione o la prevenzione dell'accumulo di squilibri contribuirà a consolidare la ripresa e a rafforzare la crescita a lungo termine. I paesi con squilibri esistenti devono riprendere il percorso di correzione precedente alla pandemia, sostenuto da politiche volte a sostenere la crescita potenziale. La riduzione degli squilibri può anche produrre effetti di ricaduta positivi in tutti i paesi. Una maggiore integrazione economica e finanziaria e cicli economici più sincronizzati contribuiranno ad aumentare l'efficacia della politica monetaria comune, soprattutto nel caso dei membri della zona euro, consentendo a quest'ultima di rispondere meglio alle sfide future.

La presente relazione sul meccanismo di allerta conclude che occorrerà effettuare esami approfonditi per 12 Stati membri: Cipro, Croazia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Spagna e Svezia. Tali Stati membri sono stati oggetto di un esame approfondito nel precedente ciclo annuale di sorveglianza nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici e si è ritenuto che presentassero squilibri (Croazia, Francia, Germania, Irlanda, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Spagna e Svezia) o squilibri eccessivi (Cipro, Grecia e Italia). I nuovi esami approfonditi valuteranno il modo in cui tali squilibri si sono sviluppati, analizzandone la gravità, l'evoluzione e la risposta politica fornita dagli Stati membri, al fine di aggiornare le valutazioni esistenti e valutare eventuali esigenze politiche residue. La sezione 3 presenta una sintesi dell'evoluzione di tali squilibri e la sezione 4 espone in dettaglio le informazioni specifiche per paese.

Inoltre, alcuni Stati membri che non sono stati oggetto di un esame approfondito nel precedente ciclo mostrano sviluppi che meritano particolare attenzione. La **Slovacchia** si caratterizza per una forte crescita dei prezzi delle abitazioni e per un aumento sostenuto, seppur in calo, dell'indebitamento delle famiglie. Le esportazioni sono fortemente concentrate in alcuni settori specifici e si sono registrate perdite di competitività di costo, ma finora le quote del mercato delle esportazioni non hanno subito ripercussioni negative. Nel caso dell'**Ungheria**, merita attenzione l'interazione tra l'indebitamento pubblico e il finanziamento esterno in un contesto di significativa esposizione debitoria in valuta estera. La crescita dei prezzi delle abitazioni è stata sostenuta. Le pressioni sulla competitività di costo sono in aumento, ma finora le quote del mercato delle esportazioni non sono state influenzate negativamente.

È inoltre necessario monitorare l'evoluzione dei rischi in altri Stati membri, in molti casi legati ai mercati degli alloggi. Nel caso della Danimarca e del Lussemburgo, l'evoluzione del mercato degli alloggi indica un aumento di rischi. Se da un lato le mutate preferenze, le condizioni finanziarie favorevoli e le restrizioni dell'approvvigionamento potrebbero sostenere la crescita dei prezzi delle abitazioni, dall'altro il rischio di una correzione al ribasso, con potenziali implicazioni per l'economia in generale, non può essere eliminato. La Cechia si caratterizza per una forte crescita dei prezzi delle abitazioni e perdite persistenti di competitività di costo, che sono state significative per alcuni anni. A Malta, l'aumento del debito privato combinato alle carenze del quadro in materia di insolvenza crea vulnerabilità particolari. Il monitoraggio e la sorveglianza dovrebbero seguire da vicino gli sviluppi in questi sei Stati membri e verificare se essi siano coerenti con la stabilità macroeconomica e vi contribuiscano. Il saldo dei rischi non indica attualmente la necessità di un esame approfondito. La sezione 4 fornisce maggiori informazioni sugli sviluppi specifici per paese.

1. CONTESTO MACROECONOMICO ED EVOLUZIONE DEGLI SQUILIBRI NELLA ZONA EURO

Il contesto economico

La presente relazione sul meccanismo di allerta è elaborata nel contesto della pandemia di COVID-19. L'impatto iniziale della pandemia è consistito in una grave recessione, in quanto le misure restrittive volte a contenere la diffusione del virus hanno avuto un forte impatto sull'attività economica nel 2020. Il risultato è stato una contrazione del PIL del 5,9 % nell'UE e del 6,4 % nella zona euro nel 2020, con notevoli differenze tra i vari paesi. Alcuni paesi hanno registrato cali prossimi o superiori alle due cifre mentre altri hanno registrato lievi recessioni. Il miglioramento della situazione sanitaria ha consentito di allentare il contenimento a partire dal secondo trimestre del 2020, dando avvio alla ripresa. Le diverse ondate della pandemia hanno causato una ripresa disomogenea fino all'inizio del 2021. La diffusione delle vaccinazioni, accompagnata da una strategia di contenimento efficace e mirata e da ampie misure di sostegno pubblico, ha consentito una maggiore mobilità e un rilancio dell'attività economica più forte del previsto, a partire dalla primavera del 2021. Nel complesso, le previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione prevedono una crescita del PIL del 5 % sia nell'UE che nella zona euro nel 2021 e del 4,3 % nel 2022. La maggior parte degli Stati membri dovrebbe avvicinarsi ai livelli di produzione pre-crisi entro la fine del 2021, mentre solo pochi paesi colmeranno la differenza l'anno prossimo (grafico 1.1 a) ⁽¹⁾.

Sebbene l'impatto sia stato attenuato dalla risoluta azione politica, la pandemia ha esasperato le divergenze tra i paesi della zona euro. Ciò riflette l'incidenza diseguale della pandemia e le differenze nelle strutture economiche. I servizi ad alta intensità di contatti hanno risentito maggiormente delle restrizioni rispetto al settore manifatturiero. Ciò ha determinato un'ampia diversità fra i risultati economici, sia all'interno dei paesi che tra di essi. I paesi che hanno un notevole settore turistico transfrontaliero e sono stati particolarmente colpiti dalle restrizioni alla mobilità hanno subito una contrazione del PIL più marcata della media e un notevole deterioramento dei loro conti con l'estero. È il caso della Grecia, del Portogallo e della Spagna. La recessione ha colpito duramente anche i paesi con un debito interno elevato, come la Francia e l'Italia (cfr. grafico 1.1 b). Questi sono anche i paesi con alcuni fra i più elevati debiti privati, pubblici o esterni nell'UE. Si prevede che in alcuni di questi paesi la ripresa sarà lenta.

Una risposta politica di eccezionale portata è stata fondamentale per attenuare l'impatto della crisi della COVID-19 e sostenere la ripresa e, allo stesso tempo, ha avuto un impatto positivo sulla stabilità macroeconomica. I governi hanno fornito un sostegno fiscale senza precedenti al fine di proteggere i posti di lavoro e i redditi e sostenere le imprese, riducendo il rischio di fallimento delle imprese. Sono state concesse moratorie per il pagamento delle imposte e per i rimborsi del debito da parte di famiglie e imprese e garanzie statali sui prestiti bancari. Di conseguenza, nel 2020 il reddito disponibile lordo delle famiglie era sostanzialmente costante nell'UE nel suo complesso, nonostante la marcata recessione. Il tasso di disoccupazione nell'UE è aumentato di appena 0,4 punti percentuali e i fallimenti delle imprese sono stati molto contenuti, in quanto gran parte dell'impatto è stato assorbito dai governi.

A livello dell'UE è stato attuato un coordinamento senza precedenti delle risposte politiche. La clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita è stata attivata subito dopo lo scoppio della pandemia, a sostegno delle misure di bilancio nazionali. L'accordo sul quadro temporaneo per gli aiuti di Stato ha consentito agli Stati membri di utilizzare la piena flessibilità prevista dalle norme sugli aiuti di Stato. Lo strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione nello stato di emergenza (SURE) ha protetto i mercati del lavoro. Le iniziative di investimento in risposta al

⁽¹⁾ Commissione europea, previsioni economiche d'autunno 2021, documento istituzionale 160, novembre 2021. Cfr. anche Croitorov O. e a. (2021), "The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area" *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, European Commission, Vol. 20, n. 2, parte I.

coronavirus (CRII e CRII plus) e REACT-EU hanno mobilitato e integrato i fondi della politica di coesione per sostenere il settore della sanità pubblica, le imprese e la popolazione più vulnerabile. Il meccanismo europeo di stabilità e la Banca europea per gli investimenti hanno messo a disposizione strumenti finanziari. L'efficace attuazione delle riforme e dell'investimento del dispositivo per la ripresa e la resilienza contribuirà a rendere l'economia dell'UE più sostenibile, inclusiva, resiliente e meglio preparata per la transizione verde e digitale, coerentemente con gli obiettivi dell'Unione al riguardo.

Una risposta concertata della politica monetaria mondiale ha portato a condizioni finanziarie elastiche. La Banca centrale europea (BCE) ha attuato un'ampia gamma di misure per preservare la stabilità finanziaria e garantire il regolare funzionamento dei mercati finanziari. Ha fornito liquidità supplementare alle banche, ha allentato i requisiti in materia di garanzie e ha eseguito corposi acquisti supplementari di attività del settore pubblico e privato. L'orientamento accomodante della politica monetaria ha favorito il clima di fiducia dei mercati finanziari e ha contribuito a evitare una stretta creditizia; inoltre le quotazioni in molti mercati obbligazionari e azionari hanno superato i livelli pre-pandemia. Insieme a fattori più a lungo termine, tra cui l'eccesso di risparmi rispetto agli investimenti nella zona euro, l'elevata liquidità del mercato ha garantito bassi costi di finanziamento del debito pubblico, in alcuni casi persino inferiori rispetto a prima dell'inizio della crisi, e i differenziali all'interno della zona euro si sono ridotti. Le aspettative di una forte ripresa si sono aggiunte al clima di fiducia positivo sui mercati, rafforzato dalla svolta nello sviluppo dei vaccini avvenuta nell'autunno 2020.

Le condizioni finanziarie rimangono su livelli storicamente bassi, ma è opportuno monitorare i segnali di irrigidimento. Sebbene i rendimenti dei titoli sovrani siano lievemente aumentati nel 2021, essi restano generalmente ben al di sotto delle medie storiche. Gli Stati con i rating più alti godono di tassi di interesse negativi o prossimi allo zero sui loro debiti, mentre in alcuni Stati membri, soprattutto al di fuori della zona euro, si sono registrati alcuni aumenti. Nei mercati delle obbligazioni societarie si sono riscontrate condizioni di finanziamento favorevoli, seppur leggermente più rigide, e i tassi sui prestiti bancari sono stati pari o prossimi ai minimi storici dell'UE. L'euro si è apprezzato nella seconda metà del 2020 per poi calare lievemente, il che si è ripercosso sulle valute di alcuni paesi non appartenenti alla zona euro.

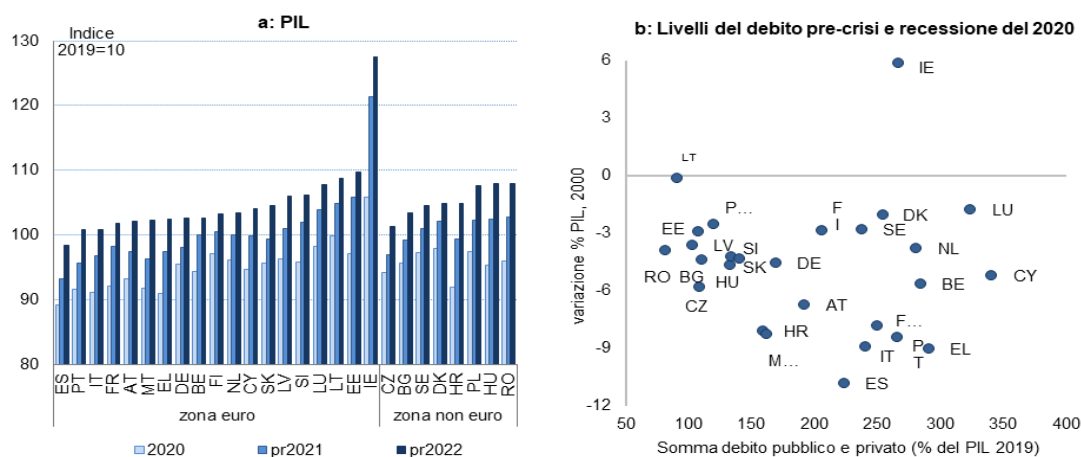
L'inflazione è aumentata nel 2021, ma l'aumento dovrebbe essere in gran parte transitorio. L'inflazione complessiva nella zona euro ha raggiunto negli ultimi mesi il massimo livello del decennio, dopo che l'inflazione si era mantenuta inferiore all'obiettivo per quasi un decennio. L'inflazione è stata superiore agli obiettivi in diversi Stati membri non appartenenti alla zona euro. Gli aumenti dei prezzi dell'energia hanno contribuito in misura significativa all'incremento, mentre l'inflazione di fondo è aumentata in minor misura. L'aumento dell'inflazione dovrebbe essere in gran parte transitorio, sebbene non necessariamente di breve durata. Alcune frizioni legate alla transizione dai combustibili fossili potrebbero richiedere un certo tempo per essere risolte. La riapertura economica ha determinato un forte aumento della domanda, ma l'attività è limitata da restringimenti dal lato dell'offerta. È probabile che l'aumento dei costi si ripercuota in parte su alcuni prezzi al consumo, sebbene la sua portata sia incerta, e la riduzione dei margini di profitto potrebbe assorbire parte dell'aumento. I rischi di una dinamica dell'inflazione sostenuta sembrano attualmente contenuti, in quanto le previsioni sull'inflazione nella zona euro restano ben fondate e riflettono sostanzialmente un ritorno alle tendenze precedenti alla pandemia. Tuttavia, gli aggiustamenti strutturali, compresa la reazione dei modelli di consumo alla pandemia e alla carenza di competenze specifiche per settore, possono incidere sui prezzi relativi e sui salari, il che può far aumentare la volatilità dell'inflazione. Un aumento prolungato dell'inflazione potrebbe determinare cambiamenti nella tempistica della normalizzazione della politica monetaria e determinare condizioni finanziarie più rigide e maggiori oneri finanziari.

L'economia dell'UE si sta riprendendo più rapidamente del previsto, ma le prospettive economiche restano incerte. In tutta l'UE, il successo delle campagne di vaccinazione ha ridotto la necessità di rigorose misure di contenimento per far fronte alle future ondate di infezione. A livello mondiale, i rischi legati alla pandemia restano rilevanti a causa di una minore diffusione delle vaccinazioni. Il commercio si sta ancora riprendendo dalle restrizioni indotte dalla pandemia ed è stato frenato da restringimenti dal lato dell'offerta che incidono sulle attività altamente integrate nelle catene globali del valore. Riorientamenti duraturi delle catene del valore generano costi e possono comportare rischi e opportunità per i paesi dell'UE. L'erosione della redditività delle imprese e l'aumento della leva finanziaria hanno ridotto gli investimenti privati. Ciò può frenare la ripresa e ostacolare la riduzione dell'indebitamento delle imprese.

La cessazione del sostegno politico potrebbe innescare una rivalutazione del prezzo del rischio. L'incertezza potrebbe aumentare la volatilità nei mercati finanziari, con effetti negativi sui prezzi delle attività finanziarie e immobiliari, data la generale disconnessione dei prezzi dei titoli dai fondamentali economici ⁽²⁾ ⁽³⁾ ⁽⁴⁾. Una nota positiva è data dal fatto che i progressi più rapidi nel controllo della pandemia a livello mondiale e l'attuazione di riforme e investimenti ambiziosi e coordinati in tutta l'UE potrebbero spianare la strada a una ripresa sostenuta.

Una ripresa forte favorisce la stabilità macroeconomica, ma gli effetti di secondo impatto della recessione potrebbero manifestarsi con un certo ritardo e presentare anch'essi dei rischi. In un contesto di forte crescita del PIL, gli elevati rapporti debito pubblico e debito del settore privato/PIL si sono stabilizzati o stanno leggermente diminuendo nella maggior parte dei paesi dell'UE dopo il marcato aumento dello scorso anno. La soppressione del sostegno strategico metterà inevitabilmente in luce potenziali vulnerabilità sottostanti nei settori e nelle zone maggiormente colpite dalla COVID-19. La revoca delle moratorie sui rimborsi del debito potrebbe comportare difficoltà al servizio del debito per le imprese e le famiglie e sfociare nell'insolvenza delle imprese e nella disoccupazione. Le interconnessioni tra debito pubblico e privato e il settore finanziario costituiscono un meccanismo per la trasmissione dei rischi. Un deterioramento della qualità degli attivi pubblici e privati potrebbe incidere sui bilanci degli istituti finanziari, la cui bassa redditività è ulteriormente diminuita a causa della pandemia. Le difficoltà nel servizio del debito possono ridurre gli investimenti, i redditi e i consumi delle famiglie, frenando la crescita economica e compromettendo la riduzione dell'indebitamento. La pandemia ha portato a un peggioramento della competitività di costo in una serie di paesi che presentavano forti aumenti del costo del lavoro già prima della crisi, che in alcuni casi si prevede dovrebbero continuare. I prezzi delle abitazioni crescono al ritmo più sostenuto in oltre un decennio, in misura costante o addirittura rinforzata durante la pandemia. A differenza dell'aumento dell'indebitamento, è improbabile che la ripresa economica determini una correzione dei prezzi delle abitazioni, sebbene alcune difficoltà dell'approvvigionamento a breve termine potrebbero attenuarsi. L'accelerazione dei prezzi delle abitazioni è fonte di preoccupazione per la stabilità macroeconomica, soprattutto se accompagnata da un elevato debito delle famiglie e da una forte crescita del credito. Il peggioramento dell'accessibilità economica degli alloggi può comportare costi economici a causa della riduzione dei consumi e compromettendo la mobilità del lavoro. Al tempo stesso, le correzioni dei prezzi dei beni immobili e di altre attività potrebbero determinare un peggioramento dei bilanci degli istituti finanziari.

Grafico 1.1: PIL in relazione ai livelli pre-pandemia e livelli del debito pre-crisi e recessione causata dalla COVID-19



Fonte: AMECO, Eurostat e Commissione europea, previsioni economiche d'autunno 2021

⁽²⁾ Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (2021), ESMA Risk Dashboard, 3 giugno 2021. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma50-165-1761_risk_dashboard_no_1_2021.pdf

⁽³⁾ Anche l'irrigidimento della politica monetaria da parte della FED potrebbe influire sulle condizioni di finanziamento del settore delle imprese della zona euro, in particolare perché la globalizzazione ha modificato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e i suoi effetti di ricaduta all'estero, e la politica monetaria della FED ha un impatto considerevole su variabili finanziarie estere quali i differenziali sulle obbligazioni societarie. Ca'Zorzi M. e a. (2021), Making waves – Fed spillovers are stronger and more encompassing than the ECB's, ECB's Research Bulletin No 83, 15 aprile 2021, <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2021/html/ecb.rb210415-8639b73bb6.en.html>

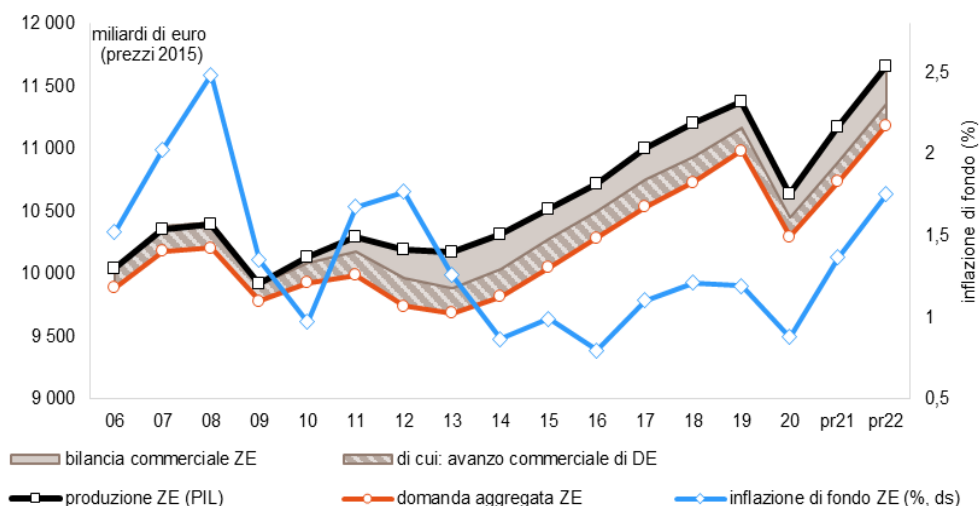
⁽⁴⁾ Cfr. anche FMI (2021), Global Financial Stability Report, ottobre 2021.

Ricadute e questioni relative ad aggiustamenti nella zona euro ⁽⁵⁾

La crisi della COVID-19 ha esasperato gli squilibri all'interno della zona euro. La maggior parte dei paesi più colpiti dalla crisi della COVID-19 sono quelli entrati nella pandemia con un debito pubblico, privato o estero più elevato, in alcuni casi aggravato da una bassa crescita del PIL potenziale. La crisi della COVID-19 ha inciso pesantemente sulle posizioni esterne dei paesi debitori netti con grandi settori turistici, mentre ha avuto effetti più limitati sui conti esteri di altri paesi. Alcuni dei paesi più duramente colpiti dalla recessione si stanno riprendendo rapidamente, ma in altri la ripresa procede più lentamente. Ciò suggerisce che la crescita economica potrebbe contribuire in misura minore ad affrontare gli squilibri legati agli stock, almeno nel prossimo futuro, e sottolinea l'importanza di riforme e investimenti efficaci per affrontare le debolezze strutturali e rilanciare il PIL potenziale in futuro ⁽⁶⁾.

Il saldo della bilancia commerciale della zona euro è lievemente aumentato nel 2020, poiché il prodotto è diminuito parallelamente alla riduzione della domanda. Nel 2020 sono diminuite sia le esportazioni sia le importazioni di beni e servizi. L'avanzo dell'interscambio di beni si è rafforzato, sorretto in larga misura dal calo dei prezzi dell'energia, mentre quello dei servizi è diminuito, principalmente a causa del calo dei viaggi internazionali. Nel complesso, ciò ha fermato la riduzione dell'avanzo commerciale della zona euro, iniziata nel 2017. Il saldo della bilancia commerciale dovrebbe aumentare leggermente nel 2021 e rimanere sostanzialmente costante nel 2022 (grafico 1.2). Nel 2021, nonostante il divario ancora consistente tra prodotto effettivo e potenziale, l'inflazione di fondo nella zona euro (inflazione primaria al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati) dovrebbe aumentare, pur rimanendo al di sotto dell'inflazione primaria obiettivo.

Grafico 1.2: Produzione, domanda interna, saldo della bilancia commerciale e inflazione di fondo nella zona euro



Nota: mentre la differenza tra PIL e domanda interna dovrebbe corrispondere, per definizione, al saldo della bilancia commerciale, i dati non sono pienamente allineati a causa delle discrepanze segnalate all'interno della zona euro.

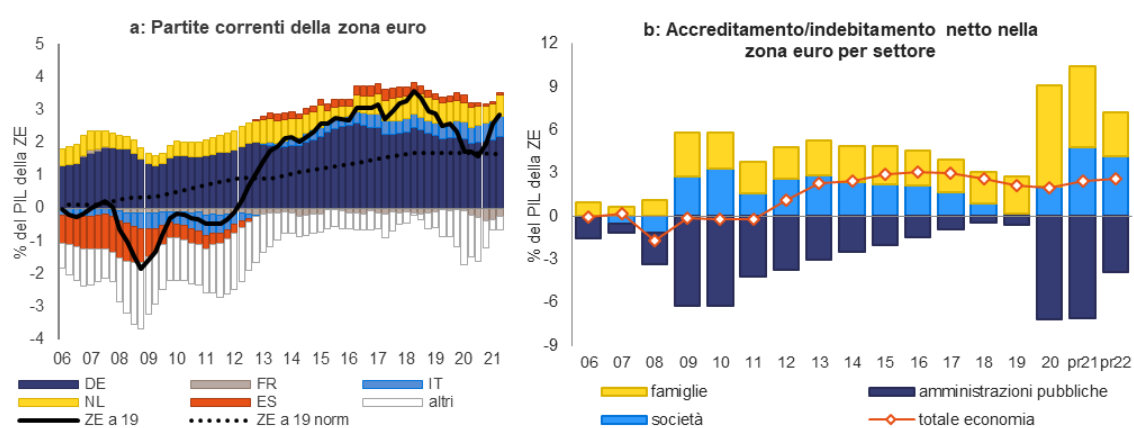
Fonte: AMECO e Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea.

⁽⁵⁾ Una maggiore attenzione alla dimensione "zona euro" degli squilibri macroeconomici è stata proposta nella relazione del 22 giugno 2015 sul tema "Completare l'Unione economica e monetaria" di Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz. Il ruolo delle interdipendenze e delle implicazioni sistemiche degli squilibri è riconosciuto nel regolamento (UE) n. 1176/2011, che definisce gli squilibri facendo riferimento a "sviluppi macroeconomici che hanno, o potrebbero avere, effetti negativi sul corretto funzionamento dell'economia di uno Stato membro, dell'Unione economica e monetaria o dell'intera Unione". L'analisi svolta nella presente relazione integra la valutazione fornita nel documento di lavoro dei servizi della Commissione dal titolo "Analisi dell'economia della zona euro" che accompagna la raccomandazione della Commissione di raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro.

⁽⁶⁾ Cfr. anche E. Meyermans, V. Rutkauskas e W. Simons (2021), "The uneven impact of the COVID-19 pandemic across the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, Commissione europea, vol. 20, n. 2, parte II.

L'avanzo delle partite correnti della zona euro ha continuato a diminuire gradualmente nel 2020, portandosi su livelli coerenti con quelli suggeriti dai fondamentali della zona euro, ma nel 2021 sta nuovamente aumentando. Per il 2020 le partite correnti della zona euro hanno registrato un avanzo del 2 % del PIL (grafico 1.3 a) ⁽⁷⁾. Nonostante il lieve aumento del saldo della bilancia commerciale, la lieve diminuzione del saldo dei redditi ha determinato un lieve calo della partita corrente. Sia le partite correnti nominali sia quelle corrette per il ciclo, pari allo 1,6 % del PIL, si sono avvicinate alla norma delle partite correnti, che riflette i fondamentali economici della zona euro, stimati all'1,7 % del PIL ⁽⁸⁾. Ciò ha rispecchiato il rafforzamento della domanda interna rispetto alla maggior parte dei partner commerciali. Tuttavia, i dati per la prima metà del 2021 mostrano un aumento dell'avanzo delle partite correnti della zona euro, riconducibile principalmente a un maggiore saldo della bilancia commerciale dei servizi. Nel complesso, si prevede attualmente che le partite correnti della zona euro torneranno al livello del 2019 nel 2021. Ciò riflette il ritorno del divario tra il PIL e la domanda aggregata al livello precedente alla pandemia e, di conseguenza, la persistenza di una domanda interna modesta (grafico 1.2).

Grafico 1.3: Partite correnti della zona euro per paese e accreditamento/indebitamento netto per settore



Note: tabella (b) Per gli anni precedenti al 2021, le cifre relative al totale dell'economia della zona euro corrispondono ai dati BdP di Eurostat sull'accREDITAMENTO/INDEBITAMENTO NETTO. Le cifre relative al totale dell'economia della zona euro per il 2021 e il 2022 corrispondono alla somma delle previsioni d'autunno 2021 della Commissione relative alle cifre delle partite correnti (aggiustate) e del conto capitale. I dati per i settori delle famiglie e delle società per il 2021 e il 2022 sono calcolati come somma dei paesi della zona euro, ad eccezione di Malta, per la quale non sono disponibili dati.

Fonte: Eurostat, bilancia dei pagamenti, AMECO e Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea.

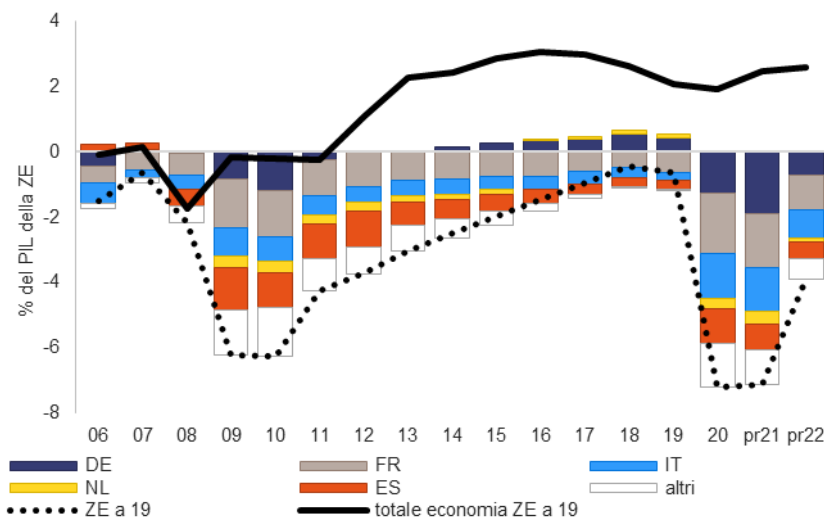
Nel 2020 le principali variazioni dei saldi con l'estero sono state più settoriali che geografiche. Nel 2020 gli avanzi delle partite correnti dei maggiori contribuenti all'avanzo della zona euro, la Germania e i Paesi Bassi (grafico 1.3 a), sono ulteriormente diminuiti. Il contributo positivo dell'Italia e quello negativo della Francia sono leggermente aumentati. L'aumento dell'avanzo della zona euro nella prima metà del 2021 è stato determinato in larga misura dall'impennata delle partite correnti dell'Irlanda. Anche i contributi della Germania e dei Paesi Bassi all'avanzo della zona euro sono aumentati e sono tornati ai livelli del 2019. La quota dell'avanzo dell'Italia è ulteriormente aumentata e ha raggiunto quella dei Paesi Bassi. Attualmente si prevede che la composizione geografica dell'avanzo della zona euro rimarrà sostanzialmente stabile in futuro. Per contro, nel 2020 i contributi settoriali al saldo con l'estero sono cambiati in modo sostanziale (grafico 1.3 b). L'aumento del risparmio delle famiglie e, in misura minore, delle imprese è stato compensato da politiche di bilancio fortemente espansive. L'accREDITAMENTO NETTO del settore privato dovrebbe espandersi ulteriormente nel 2021, trainato principalmente dal settore delle imprese, nonostante il calo del risparmio precauzionale e l'aumento dei consumi delle famiglie. L'indebitamento pubblico netto dovrebbe rimanere pressoché invariato, con il forte aumento del

⁽⁷⁾ L'avanzo delle partite correnti della zona euro qui menzionato e utilizzato è ricavato dalle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti della zona euro, un valore in linea con la relazione degli Stati membri sul saldo delle partite correnti rispetto ai paesi al di fuori della zona euro (secondo il cosiddetto "concetto comunitario"). Questa cifra potrebbe discostarsi dalla somma dei saldi nominali delle partite correnti degli Stati membri, a causa delle asimmetrie dei saldi nella zona euro comunicati dai diversi istituti statistici nazionali.

⁽⁸⁾ Il modello del FMI stima la norma delle partite correnti della zona euro all'1 % del PIL nel 2020 (cfr. FMI (2021) External Sector Report, agosto 2021), il che comporterebbe un divario dello 0,8 % del PIL rispetto alle partite correnti corrette per il ciclo (che in detta relazione è pari all'1,8 % del PIL). Tuttavia, dopo gli aggiustamenti per l'impatto transitorio della crisi della COVID-19, il divario stimato si riduce allo 0,6 %.

disavanzo tedesco che contribuisce fortemente all'ampio indebitamento pubblico netto della zona euro (grafico 1.4). Le posizioni delle amministrazioni pubbliche dovrebbero ridursi sostanzialmente nel 2022 (cfr. anche la sezione 2.4 sul settore pubblico). Poiché si prevede un calo di entità analoga per l'accREDITAMENTO netto del settore privato, la posizione sull'estero dovrebbe rimanere stabile.

Grafico 1.4: Ripartizione geografica dell'indebitamento netto del settore pubblico della zona euro



Nota: per gli anni precedenti al 2021, le cifre relative al totale dell'economia nella ZE19 corrispondono ai dati BdP di Eurostat sull'accREDITAMENTO/indebitamento netto. Le cifre relative al totale dell'economia nella ZE19 per gli anni 2021 e 2022 corrispondono alla somma delle previsioni d'autunno 2021 della Commissione relative alle cifre delle partite correnti (aggiustate) e del conto capitale.

Fonte: Eurostat, bilancia dei pagamenti e AMECO.

Risposta strategica

La pandemia ha evidenziato il ruolo positivo della politica di bilancio discrezionale anticiclica, delle politiche monetarie di sostegno e del coordinamento europeo nella risposta alla crisi economica. La crisi della COVID-19 ha dimostrato che consistenti reazioni discrezionali di bilancio possono essere efficaci nel mitigare l'impatto immediato di uno shock esteso e nel preparare la strada a una rapida ripresa. L'immediato sforzo di bilancio nazionale è stato sostenuto dall'allentamento dei quadri normativi dell'UE. La reazione collettiva ha favorito la fiducia economica generale. Le misure di politica monetaria hanno contribuito a preservare condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori dell'economia durante l'intera pandemia, sostenendo l'attività economica e salvaguardando la stabilità dei prezzi nel medio termine. Gli effetti di rinforzo reciproco fra le politiche di bilancio e quelle monetarie sono stati fondamentali per attenuare l'impatto della crisi e sostenere la ripresa. Sebbene le condizioni di finanziamento rimangano favorevoli, il contesto di bassi tassi di interesse e il recente aumento dell'inflazione limitano la possibilità di un ulteriore allentamento monetario. La politica di bilancio può quindi dover mantenere un ruolo di stabilizzazione se emergono rischi di revisione al ribasso, mentre una politica di bilancio prudente in tempi normali crea fiducia nell'efficacia della politica di bilancio in tempi di crisi.

Rimane essenziale prevenire e correggere gli squilibri macroeconomici. In primo luogo, una debole ripresa economica potrebbe provocare un'impennata dei fallimenti delle imprese, con conseguente perdita di posti di lavoro, nonché un aumento del ricorso alle garanzie connesse alla crisi per i prestiti alle imprese e un contenimento degli investimenti. In secondo luogo, un andamento dell'economia negativo potrebbe accentuare il circolo vizioso tra emittenti sovrani e banche. In terzo luogo, un'esplosione dei prezzi delle attività e delle abitazioni potrebbe aumentare la vulnerabilità del settore delle famiglie a causa di impennate insostenibili dei prezzi delle attività⁽⁹⁾. Questi rischi possono incidere negativamente sulla sostenibilità del debito pubblico e limitare il margine di manovra della politica di bilancio per rispondere

⁽⁹⁾ Commissione europea (2020), "[Impact of macroeconomic developments on fiscal outcomes.](#)" *Report on Public Finances in EMU*, documento istituzionale, 133, parte III.

alle sfide future. Un intervento correttivo sullo sviluppo delle vulnerabilità contribuirà inoltre a consolidare la ripresa e a rafforzare la crescita a lungo termine. Strutture economiche più simili fra loro e cicli economici più sincronizzati contribuiranno ad accrescere l'efficacia della politica monetaria comune.

La riduzione degli elevati livelli del debito sia pubblico sia privato dipende in modo determinante dal fatto che la ripresa si trasformi in un'espansione sostenuta, il che richiede investimenti produttivi. La prima si fonda sull'attuazione di politiche di sostegno durante la ripresa e su un tempestivo ritiro del sostegno politico straordinario adottato in considerazione della crisi. La forza dell'espansione dipende dal rafforzamento dei fondamentali economici, che richiede l'attuazione di riforme e investimenti adeguati. Ciò è tanto più importante in quanto diversi paesi sono caratterizzati da un elevato debito pubblico e privato e da una crescita del PIL potenziale relativamente bassa. Questo rende più difficile ridurre il loro onere del debito e richiede un ritorno credibile a posizioni prudenti a medio termine, quando le condizioni economiche lo consentiranno.

Alla luce delle interconnessioni tra le economie della zona euro, è necessaria un'adeguata combinazione di politiche macroeconomiche tra gli Stati membri per sostenere la ripresa, correggendo nel contempo gli squilibri e affrontando i rischi emergenti. Un'espansione economica nei paesi creditori netti della zona euro, anche attraverso condizioni favorevoli alla domanda, sarebbe vantaggiosa non solo per tali paesi, ma anche per i paesi debitori netti, in quanto una maggiore crescita nella zona euro sostiene la crescita e la riduzione dell'indebitamento, nonché il miglioramento delle posizioni sull'estero in quest'ultimo gruppo di paesi. Potrebbe contribuire a tale riguardo la cessazione del sostegno politico straordinario adottato in considerazione della crisi e impostato temporalmente sulle esigenze di aggiustamento. Anche miglioramenti marcati e duraturi della produttività e della competitività nei paesi debitori netti contribuirebbero al riequilibrio esterno e aiuterebbero ad alleggerire l'onere del debito. Un uso efficace degli strumenti messi in atto nella zona euro e nell'UE, associato a un'effettiva attuazione delle riforme e degli investimenti, potrebbe favorire una ripresa duratura e rafforzare la resilienza, anche affrontando gli squilibri e i rischi emergenti. Sarà fondamentale che i finanziamenti previsti da Next Generation EU siano interamente assorbiti e convogliati verso gli usi più produttivi, sia per rafforzare l'impatto economico dei fondi, sia per prevenire il rischio di una crescita eccessiva di beni non scambiabili e di squilibri esterni nei paesi in cui gli afflussi di fondi dell'UE rappresentano una quota importante del PIL.

Promuovendo una ripresa ricca di investimenti e rafforzando la resilienza, l'efficace attuazione delle riforme e degli investimenti previsti nel dispositivo per la ripresa e la resilienza contribuirà alla stabilità macroeconomica. L'efficace attuazione dei piani per la ripresa e la resilienza renderà l'economia dell'UE più sostenibile, inclusiva, resiliente e meglio preparata alle transizioni gemelle. Contribuirà inoltre ad attenuare il rischio di divergenze all'interno dell'UE, poiché le sovvenzioni del dispositivo per la ripresa e la resilienza sono destinate agli Stati membri con un PIL pro capite più basso e maggiormente colpiti dalla crisi della COVID-19. Sostenendo la crescita potenziale, l'attuazione dei piani per la ripresa e la resilienza potrebbe migliorare la sostenibilità del debito, in particolare negli Stati membri che si trovano ad affrontare i maggiori rischi di bilancio e debiti privati troppo elevati. Inoltre, a differenza degli anni successivi alla crisi finanziaria mondiale, maggiori investimenti pubblici sosterranno la ripresa post-pandemia. Le sovvenzioni del dispositivo per la ripresa e la resilienza finanzieranno progetti di investimento di alta qualità e consentiranno riforme volte all'aumento della produttività, senza dar luogo a un aumento del disavanzo e del rapporto debito/PIL a livello nazionale. Si stima che tali sovvenzioni e altre fonti di finanziamento dell'UE spingeranno gli investimenti pubblici negli Stati membri in media di circa lo 0,5 % del PIL all'anno nel 2021 e nel 2022.

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

2.1. UN'ISTANTANEA DEI RISULTATI DEL QUADRO DI VALUTAZIONE

La relazione sul meccanismo di allerta si basa su una lettura economica degli indicatori del quadro di indicatori della procedura per gli squilibri macroeconomici, che fornisce un dispositivo di filtraggio per individuare prove prima facie di possibili rischi e vulnerabilità. Il quadro di valutazione comprende 14 indicatori con soglie indicative nei seguenti settori: posizioni sull'estero, competitività, debito privato e pubblico, mercati immobiliari, settore bancario e occupazione. Esso si basa su dati con una buona qualità statistica per garantire la stabilità dei dati e la coerenza tra paesi. In conformità del regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici [regolamento (UE) n. 1176/2011], il ruolo della Commissione consiste nel procedere a una lettura economica dei valori del quadro di valutazione che permetta di comprendere meglio il contesto economico globale e di tener conto delle considerazioni specifiche per paese; gli indicatori del quadro di valutazione non devono essere letti meccanicamente ⁽¹⁰⁾. Una serie di 28 indicatori ausiliari integra la lettura del quadro di valutazione.

Inoltre, la presente relazione fa uso di previsioni, previsioni a brevissimo termine e dati ad alta frequenza per valutare meglio la possibile evoluzione dei rischi per la stabilità macroeconomica. Il quadro di valutazione ufficiale della relazione sul meccanismo di allerta contiene dati fino al 2020. Data la notevole incertezza circa l'impatto complessivo della crisi della COVID-19, la presente relazione contiene una valutazione prospettica delle potenziali implicazioni della crisi per la stabilità macroeconomica e per l'evoluzione degli squilibri macroeconomici esistenti, in linea con l'approccio seguito nella relazione sul meccanismo di allerta pubblicata nel novembre 2020. I valori delle variabili del quadro di valutazione relativi al 2021 e agli anni seguenti sono stati stimati utilizzando i dati delle previsioni della Commissione e le previsioni a brevissimo termine sono basate sui dati infrannuali (per maggiori dettagli cfr. l'allegato 1). Tali previsioni sono caratterizzate da una sostanziale incertezza ed è necessario tenere conto di ciò al fine di rispettare i principi di trasparenza, per quanto riguarda l'analisi e i dati utilizzati, e di prudenza in relazione alle conclusioni. Inoltre, nella valutazione della relazione sul meccanismo di allerta si tiene conto, come negli anni precedenti, anche delle informazioni tratte dai quadri di valutazione, nonché dei risultati degli esami approfonditi esistenti e delle relative analisi.

I dati del quadro di valutazione indicano che la recente correzione degli squilibri degli stock è stata interrotta dalla crisi della COVID-19, mentre i rischi di surriscaldamento dovuti principalmente ai mercati immobiliari potrebbero essere diventati più diffusi. Il conteggio dei casi di valori al di fuori delle soglie del quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta nel corso degli anni rivela quanto segue (grafico 2.1.1).

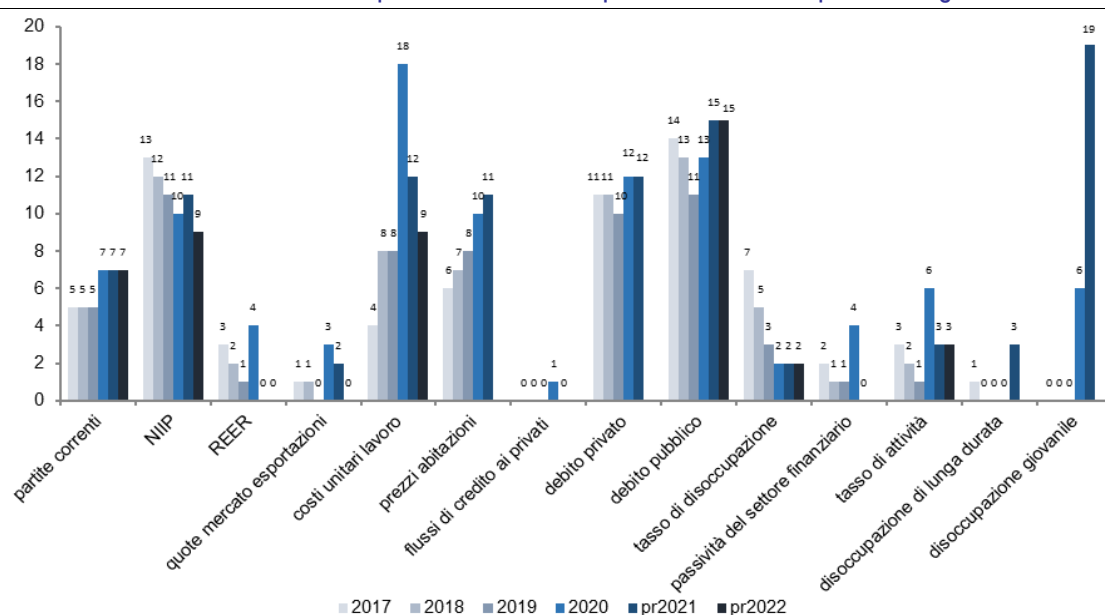
- L'espansione economica durata dal 2013 al 2019 ha contribuito a ridurre il rapporto debito privato e debito pubblico/PIL, come si è potuto constatare dal numero inferiore di Stati membri che presentavano rapporti debito/PIL superiori alle soglie fino al 2019. La crisi della COVID-19 ha interrotto tale riduzione e un numero maggiore di paesi ha registrato, o si prevede che registrerà, valori del debito privato e pubblico superiori alle soglie.
- A causa dell'aumento dei prezzi delle abitazioni, negli ultimi anni un numero crescente di rilevazioni per paese ha riportato valori superiori alle relative soglie. Tale tendenza è diventata chiaramente più visibile nel 2020, con un numero maggiore di paesi che hanno superato la soglia.

⁽¹⁰⁾ Per informazioni sulla logica su cui si fonda il quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta e la sua lettura, cfr. Commissione europea (2016) "The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium", European Economy, documento istituzionale 039, novembre 2016.

- L'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto (basata su variazioni cumulate nell'arco di 3 anni) era stato in vari casi superiore alle soglie già prima della crisi della COVID-19, e il costo del lavoro per unità di prodotto ha registrato un ulteriore forte aumento nel 2020. Si è trattato principalmente della conseguenza diretta di una produttività molto inferiore a causa della riduzione dell'attività in un contesto di notevole mantenimento delle eccedenze di manodopera. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe rallentare poiché la ripresa dovrebbe consentire il rilancio della produttività nominale. I rilevamenti superiori alle soglie del tasso di cambio effettivo reale e della quota del mercato delle esportazioni sono diventati più numerosi nel 2020, ma si prevede che si correggeranno con relativa rapidità.
- Per un numero significativo di Stati membri i rilevamenti relativi alle partite correnti (basati su medie triennali) continuano a superare le soglie massime o minime. Negli ultimi anni si sono registrati più paesi con avanzi delle partite correnti superiori alla soglia massima rispetto ai paesi con disavanzi inferiori alla soglia minima. La crisi della COVID-19 non ha cambiato alla radice le tendenze delle partite correnti, anche se alcuni altri paesi hanno superato marginalmente le soglie ⁽¹⁾. La ripresa dovrebbe contribuire a ridurre il numero di casi di posizioni patrimoniali nette sull'estero decisamente negative in termini di PIL, il che significherebbe una ripresa della tendenza pre-pandemia di miglioramento delle posizioni sull'estero.
- La crisi sta avendo un impatto sul mercato del lavoro. Mentre i tassi di disoccupazione sono rimasti complessivamente contenuti, i tassi di attività sono diminuiti e hanno superato la rispettiva soglia in alcuni Stati membri, in presenza di un maggior numero di persone che lasciano il mercato del lavoro, il che è anche all'origine degli aumenti più contenuti dei tassi di disoccupazione nominale. La disoccupazione di lunga durata e in particolare quella giovanile mostrano la loro consueta elevata sensibilità ai cambiamenti della situazione del mercato del lavoro.

Il resto della relazione esamina attentamente queste e altre questioni correlate.

Grafico 2.1.1: Numero di Stati membri che presentano variabili del quadro di valutazione superiori alla soglia



Nota: il numero di paesi che presentano variabili del quadro di valutazione superiori alle soglie rilevanti è basato sull'edizione del quadro di valutazione pubblicata con la rispettiva relazione annuale sul meccanismo di allerta. Eventuali revisioni ex-post possono comportare una differenza tra il numero di paesi che superano le soglie calcolato utilizzando le cifre più recenti per le variabili del quadro di valutazione e il numero riportato in questo grafico. Si rimanda all'allegato 1 per una descrizione degli approcci applicati ai fini delle previsioni degli indicatori del quadro di valutazione per gli anni 2021 e 2022. Per i seguenti indicatori sono fornite previsioni solo per il 2021: prezzi delle abitazioni, flussi di crediti ai privati, debito privato, passività del settore finanziario, disoccupazione di lunga durata, disoccupazione giovanile.

Fonte: Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione (cfr. allegato 1)

⁽¹⁾ L'aumento del numero di Stati membri con rilevamenti oltre soglia delle partite correnti, riscontrato tra l'edizione dei dati del 2019 e quella del 2020, riportato nel grafico 2.1.1, è dovuto principalmente alle revisioni dei dati.

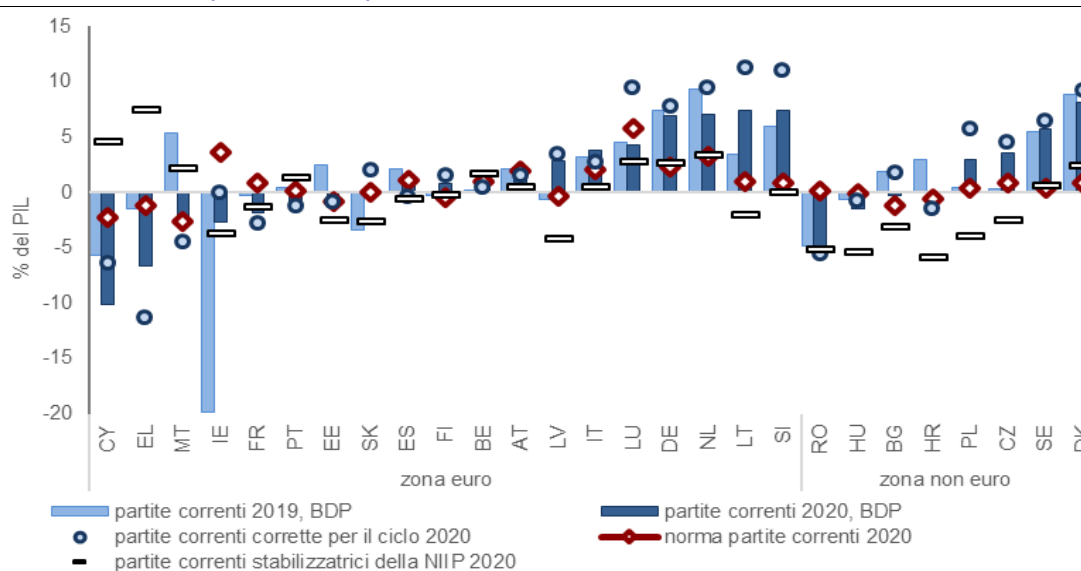
2.2. SETTORE ESTERNO E COMPETITIVITÀ

2.2.1. SETTORE ESTERNO

La partite correnti di diversi Stati membri, caratterizzati da ingenti stock di passività sull'estero, sono stati influenzati negativamente dalla crisi della COVID-19, mentre gli avanzi delle partite correnti di diversi paesi sono rimasti consistenti. In tutta l'UE, i saldi delle partite correnti si sono mossi in direzioni diverse nel corso del 2020, con paesi fortemente dipendenti dalle esportazioni di servizi di viaggio che registrano un forte deterioramento delle loro partite correnti. Tra questi figurano la Croazia, Cipro, la Grecia e Malta e, in misura minore, il Portogallo e la Spagna (grafico 2.2.1). Ad eccezione di Malta, tutti erano caratterizzati da ingenti stock di passività sull'estero già prima della crisi della COVID-19. Per contro, sono stati registrati notevoli miglioramenti nelle partite correnti in Cechia, Lettonia, Lituania e Polonia, principalmente a causa dell'aumento dei saldi della bilancia commerciale, ma anche grazie all'aumento dei saldi dei redditi da investimenti, a fronte di un calo dei redditi degli investitori esteri durante la crisi. Gli elevati avanzi delle partite correnti sono diminuiti durante la pandemia in Germania, Danimarca e in particolare nei Paesi Bassi, ma rimangono considerevoli. Nel caso della Slovenia, l'avanzo delle partite correnti è ulteriormente aumentato. Prezzi dell'energia più bassi nel 2020 hanno aumentato le partite correnti di quasi tutti gli Stati membri.

Sebbene, data l'entità dello shock economico, le variazioni dei saldi con l'estero siano rimaste per lo più limitate e temporanee, vi è stato un notevole cambiamento nei contributi settoriali ai flussi esterni dei paesi dell'UE. Le famiglie hanno aumentato il risparmio per motivi precauzionali e a causa delle limitate possibilità di consumo, mentre le imprese hanno in genere ridotto i propri investimenti in un contesto di incertezza, determinando un aumento delle posizioni di accreditamento/indebitamento netti del settore privato (grafico 2.2.3 a, b e c). Per contro, i governi sono intervenuti per sostenere l'economia durante la crisi, pur incassando al contempo minori entrate, il che ha portato a un forte indebitamento netto pubblico in tutti i paesi dell'UE. Le ampie oscillazioni settoriali si sono sostanzialmente controbilanciate reciprocamente e quindi, nella maggior parte degli Stati membri, non hanno determinato variazioni sostanziali della posizione complessiva di accreditamento/indebitamento netto dei paesi.

Grafico 2.2.1: Saldi delle partite correnti e parametri di riferimento nel 2019 e nel 2020



Nota: i paesi sono classificati in base al saldo delle partite correnti nel 2020. Norme delle partite correnti: cfr. nota 12. Saldi delle partite correnti corretti per il ciclo: cfr. nota 15. Il parametro di riferimento delle partite correnti stabilizzatrici della NIIP è definito come il saldo delle partite correnti necessarie per stabilizzare la NIIP al livello attuale nei prossimi 10 anni oppure, se la NIIP attuale è inferiore alla rispettiva soglia prudenziale specifica per paese, come il saldo delle partite correnti necessarie per raggiungere la soglia prudenziale della NIIP nei prossimi 10 anni.

Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione.

Nel 2020 le partite correnti di tre Stati membri erano inferiori alla soglia minima del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, che tiene conto della media triennale. L'elevato disavanzo delle partite correnti di Cipro ha continuato a peggiorare nel 2020, raggiungendo il -10,1 % del PIL, principalmente a causa della riduzione del turismo internazionale, ma anche a causa dell'aggravarsi del disavanzo del saldo dei redditi primari. La sua media triennale è ulteriormente scesa al di sotto della soglia della procedura per gli squilibri macroeconomici. Le partite correnti sono inferiori sia alla loro norma sia al livello necessario per portare la NIIP al parametro di riferimento prudenziale nei prossimi 10 anni ⁽¹²⁾ ⁽¹³⁾. Le partite correnti della Romania hanno mantenuto la loro tendenza costante al ribasso registrando un calo marginale a -5 % del PIL, il che ha leggermente aumentato il divario rispetto alla norma corrispondente. Sebbene nel 2020 le partite correnti dell'Irlanda siano state pari al -2,7 % del PIL, la media triennale si è avvicinata al -6 %, a causa di un disavanzo eccezionalmente elevato nel 2019 ⁽¹⁴⁾.

Nel 2020, quattro Stati membri presentavano avanzi delle partite correnti superiori alla soglia massima della procedura per gli squilibri macroeconomici. Danimarca, Germania e Paesi Bassi rientrano in questo scenario da quasi un decennio, Nel 2020 gli avanzi registrati in Danimarca e in Germania sono stati pari rispettivamente all'8,1 % e al 6,9 % del PIL, in calo rispetto al 2019, mentre l'avanzo dei Paesi Bassi è sceso dal 9,4 % al 7 % del PIL, anche a causa delle attività delle società multinazionali. Mentre l'avanzo danese è diminuito a causa di un minore saldo commerciale, in Germania e nei Paesi Bassi il calo è stato determinato principalmente da un minore saldo dei redditi da investimenti. In Slovenia, durante la crisi l'elevato avanzo è passato dal 6 % al 7,4 % del PIL, in un contesto di saldi commerciali e dei redditi primari più elevati. In tutti e quattro i paesi gli avanzi sono rimasti sostanzialmente al di sopra delle rispettive norme sulle partite correnti e dei parametri di riferimento delle partite correnti stabilizzatrici della NIIP.

Le partite correnti della maggior parte degli altri paesi dell'UE hanno superato i livelli specifici per paese indicati dai fondamentali nel 2020, con alcune significative eccezioni. Sia le partite correnti nominali sia le partite correnti corrette per il ciclo erano superiori o vicine alle partite correnti giustificate dai fondamentali, nonché superiori alle partite correnti stabilizzatrici della NIIP nella maggior parte degli Stati membri (grafico 2.2.1) ⁽¹⁵⁾. Eccezioni degne di nota sono state la Grecia e il Portogallo, i cui risultati delle partite correnti sono stati inferiori sia alla norma che al saldo necessario per raggiungere la NIIP prudenziale nei 10 anni. Per entrambi i paesi, e in particolare per la Grecia, la crisi della COVID-19 ha causato un notevole calo delle loro partite correnti, che si era significativamente rafforzato negli anni precedenti.

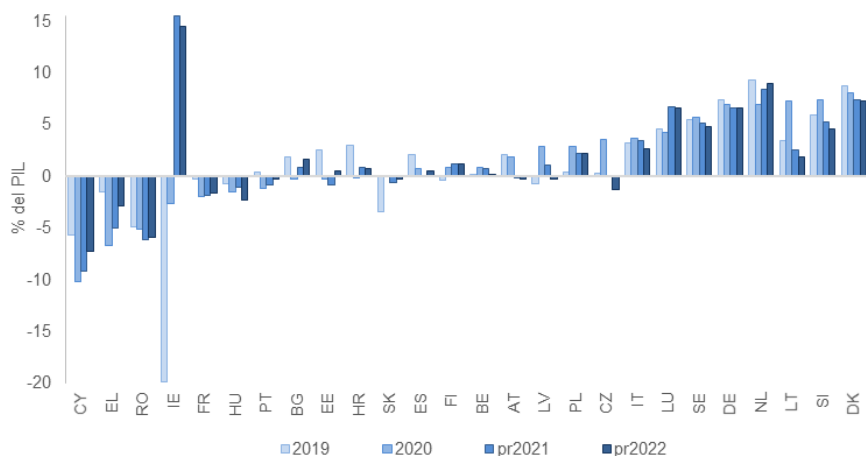
⁽¹²⁾ Le partite correnti in linea con i fondamentali ("norme delle partite correnti") sono derivate da regressioni in formato ridotto che catturano i principali fattori determinanti per l'equilibrio risparmio/investimenti, compresi i determinanti fondamentali, i fattori della politica e le condizioni finanziarie a livello mondiale. Per la metodologia per il calcolo delle partite correnti basate sui fondamentali utilizzate nella presente relazione sul meccanismo di allerta, cfr. L. Coutinho e a.(2018), "Methodologies for the assessment of current account benchmarks", European Economy, Discussion Paper 86/2018; la metodologia è equiparabile a quella seguita per il documento di lavoro dell'FMI di S. Phillips e a. (2013), "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", IMF Working Paper, 13/272.

⁽¹³⁾ Le soglie prudenziali della NIIP sono determinate dalla massimizzazione della potenza del segnale nel quadro della previsione di una crisi della bilancia dei pagamenti, tenendo conto delle informazioni specifiche per paese sintetizzate in base al reddito pro capite. Per informazioni sulla metodologia di calcolo delle soglie prudenziali della NIIP, cfr. A. Turrini e S. Zeugner (2019), "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper 097/2019.

⁽¹⁴⁾ Nel 2019 il disavanzo delle partite correnti è stato pari al -19,9 % del PIL. La grande volatilità dei dati del settore esterno per l'Irlanda è strettamente legata alle attività delle imprese multinazionali.

⁽¹⁵⁾ I saldi delle partite correnti corretti per il ciclo tengono conto dell'impatto del ciclo mediante aggiustamenti che integrano il divario tra prodotto effettivo e prodotto potenziale a livello nazionale e di partner commerciali, cfr. M. Salto e A. Turrini (2010), "Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment", European Economy, Discussion Paper 427/2010.

Grafico 2.2.2: **Evoluzione dei saldi delle partite correnti**



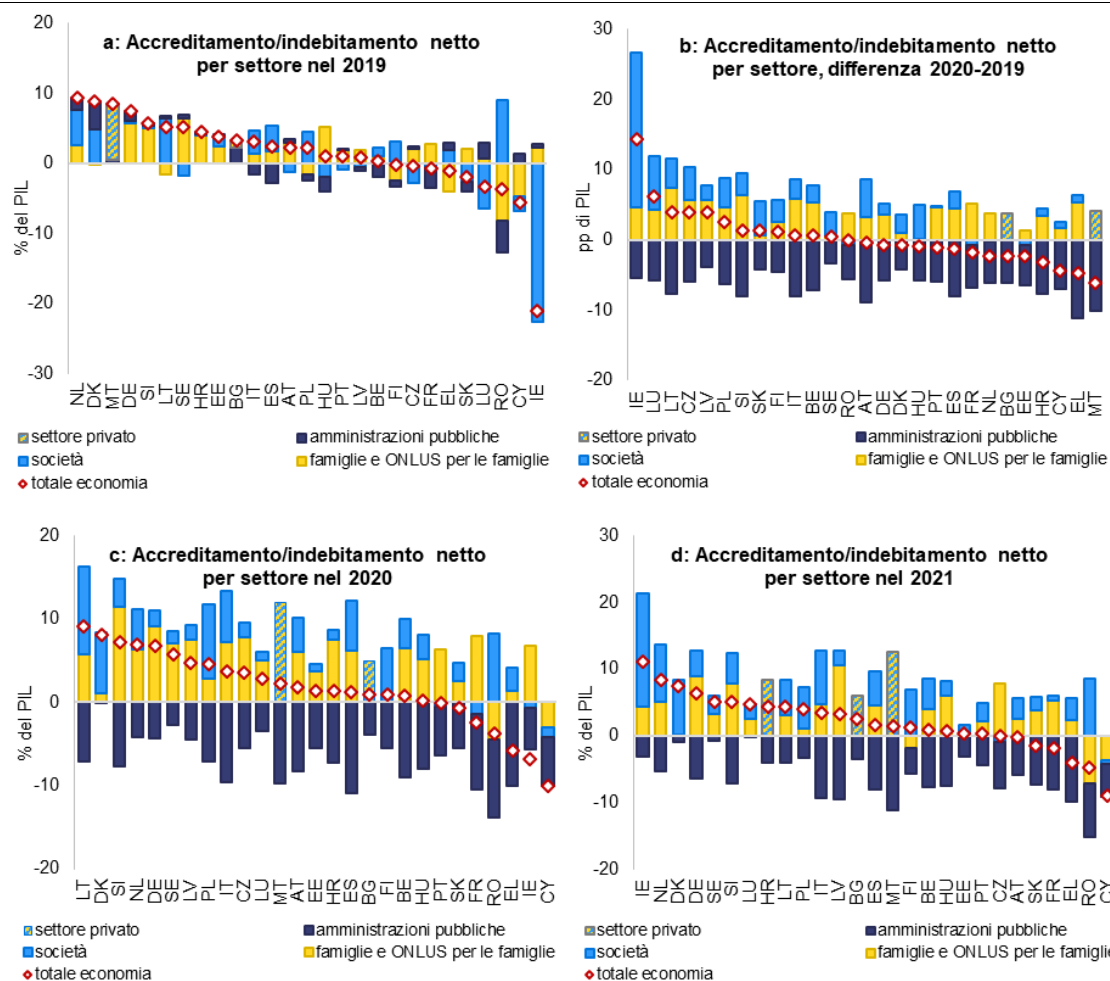
Nota: i paesi sono presentati in ordine crescente dei saldi delle partite correnti nel 2020.

Fonte: Eurostat, Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea e calcoli effettuati dai servizi della Commissione.

Si prevede che i disavanzi delle partite correnti dei paesi con importanti settori turistici transfrontalieri migliorino lentamente nel 2021 e nel 2022, mentre gli avanzi più consistenti sono per lo più, ma non sempre, destinati a diminuire leggermente (grafico 2.2.2). In prospettiva, ci si attende una graduale ripresa dei viaggi internazionali, che potrebbe tuttavia essere disomogenea e rimanere incompleta entro l'orizzonte previsionale (cfr. riquadro 1 sul turismo). Sosterrà il miglioramento delle partite correnti dei paesi che dipendono fortemente dalle esportazioni turistiche, in particolare Croazia, Cipro e Grecia. Tuttavia, l'elevato disavanzo delle partite correnti di Cipro dovrebbe migliorare solo lentamente. Si prevede un ulteriore peggioramento delle partite correnti della Romania. Per contro, la volatilità delle partite correnti dell'Irlanda dovrebbe registrare ampi avanzi nel periodo di riferimento. Si prevede che i consistenti avanzi di Danimarca, Germania e Slovenia diminuiranno, anche se solo molto moderatamente nel caso della Germania, mentre l'avanzo dei Paesi Bassi dovrebbe risalire quasi al livello del 2019 entro il 2022.

Dal punto di vista del risparmio e degli investimenti, il contributo dei diversi settori alle posizioni esterne non dovrebbe cambiare in modo sostanziale nella maggior parte degli Stati membri. Mentre si prevede che i settori privati rimangano per lo più creditori netti, nel 2021 i governi dovrebbero rimanere debitori netti (grafico 2.2.3 d). Nell'ambito del settore privato, si prevede un aumento delle posizioni di accreditamento netto delle imprese nella maggior parte degli Stati membri e una lieve diminuzione di quella delle famiglie. In media, l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche dovrebbe lievemente diminuire. Nell'ambito dei settori pubblici, le posizioni di accreditamento netto degli Stati membri con un elevato avanzo delle partite correnti avranno un impatto sulla loro posizione esterna.

Grafico 2.2.3: **Accreditamento/indebitamento netto per settore nel 2019-2021**

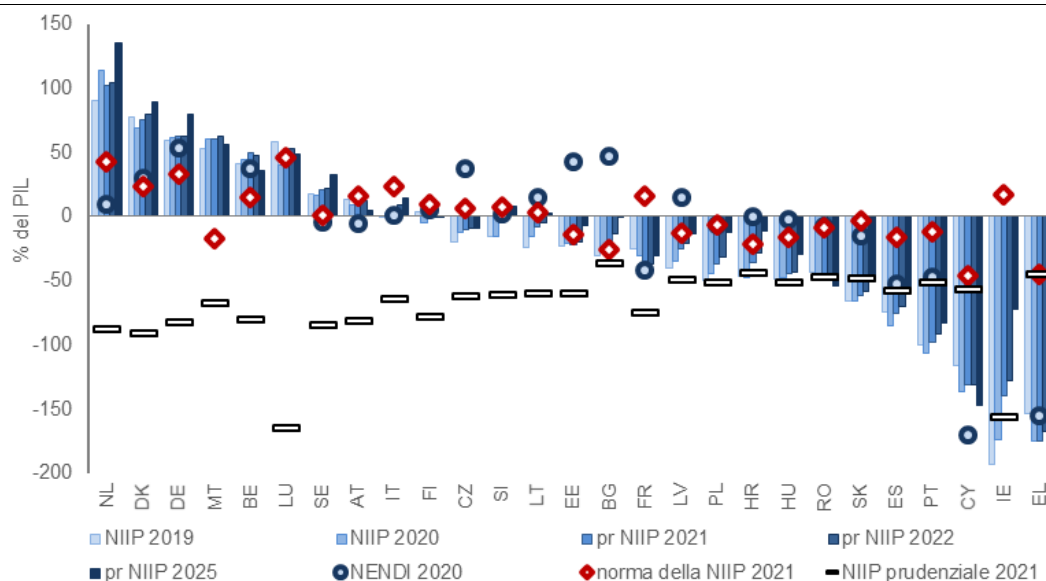


Fonte: AMECO e Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea.

Nel corso del 2020 le posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) sono peggiorate nella maggior parte dei grandi paesi debitori netti, mentre sono per lo più migliorate in quelli con posizioni fortemente positive. Dopo essere cresciute in tutti i paesi dell'UE tranne quattro nel 2019, vi sono state notevoli differenze tra i paesi per quanto riguarda gli sviluppi della NIIP nel corso del 2020, con un calo delle NIIP di quasi la metà degli Stati membri. Nel 2020, 10 Stati membri (uno in meno rispetto al 2019) avevano registrato NIIP inferiori alla soglia del quadro di valutazione di -35 % del PIL. In tutti questi casi, per il 2021, le loro posizioni dovrebbero rimanere inferiori alle NIIP suggerite dai fondamentali, e, in base alle proiezioni, in sei di essi le NIIP scenderanno a livelli inferiori alle soglie prudenziali (grafico 2.2.4)⁽¹⁶⁾. Si prevede che le NIIP fortemente negative in gran parte miglioreranno. A medio termine, tre Stati membri con NIIP al di sotto del -35 % registrato nel 2020 dovrebbero superarlo. Le NIIP fortemente positive dovrebbero aumentare ulteriormente o rimanere sostanzialmente stabili.

⁽¹⁶⁾ I valori della NIIP in linea con i fondamentali ("norme della NIIP") risultano dal cumulo nel tempo dei valori delle norme delle partite correnti (cfr. anche nota 12). Per informazioni sulla metodologia di calcolo degli stock della NIIP in linea con i fondamentali, cfr. A. Turrini e S. Zeugner (2019), "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper 097/2019.

Grafico 2.2.4: Posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) 2019-2022, 2025 e parametri di riferimento nel 2021



Nota: i paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto NIIP-PIL nel 2020. La NENDI corrisponde alla NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default. Per i concetti di soglia prudenziale della NIIP e di norma della NIIP, cfr. note 13 e 16. I valori NENDI per IE, LU e MT sono fuori scala.

Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione (cfr. allegato 1).

Gli Stati membri con le più grandi NIIP negative hanno registrato i cali più forti nel corso del 2020, ma la ripresa dovrebbe consentire miglioramenti nella maggior parte dei casi. Cipro, Grecia, Irlanda e Portogallo hanno NIIP al di sotto del -100 % del PIL e al di sotto dei loro parametri di riferimento fondamentali e prudenziali. Seguono la Spagna con una NIIP pari a circa il -85 % del PIL. Ad eccezione dell'Irlanda, questi Stati membri hanno registrato un forte peggioramento delle loro posizioni, pari a circa 20 punti percentuali del PIL nel caso di Cipro e della Grecia. I principali fattori sono stati il calo del PIL nominale, in particolare in Grecia, e gli ampi disavanzi delle partite correnti, soprattutto a Cipro. In Irlanda e a Cipro i livelli della NIIP rispecchiano in larga misura le relazioni finanziarie transfrontaliere delle società multinazionali e la grande importanza delle società veicolo. Tutti questi cinque paesi sono caratterizzati da una NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (NENDI) negativa relativamente elevata, vale a dire quote elevate di passività di debito netto nella loro posizione esterna⁽¹⁷⁾. La maggior parte delle passività esterne della Grecia è costituita da debito pubblico a condizioni agevolate. La sostenibilità esterna di alcuni Stati membri con grandi NIIP negative sarà sostenuta da afflussi, talvolta consistenti, di sovvenzioni nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza (RRF), in aggiunta ai trasferimenti dell'UE nell'ambito del quadro finanziario pluriennale (QFP). Tuttavia, le proiezioni attuali suggeriscono una stagnazione della NIIP di Cipro, anche a medio termine. Per contro, le NIIP di altri paesi con grandi NIIP negative dovrebbero gradualmente migliorare verso il 2022 e nel medio termine, sulla scia di una forte crescita del PIL e di un miglioramento delle partite correnti, con progressi eccezionalmente rapidi nel caso dell'Irlanda, in presenza degli ampi avanzi delle partite correnti previsti.

La maggior parte dei paesi dell'UE con NIIP moderatamente negative non ha registrato grandi cambiamenti nelle proprie posizioni nel 2020 e le previsioni indicano che in futuro vi saranno miglioramenti nella maggior parte di essi. Si prevede che tutti questi paesi (Croazia, Ungheria, Polonia, Romania e Slovacchia) nel 2021 avranno NIIP inferiori ai loro parametri di riferimento fondamentali, ma solo per le NIIP degli ultimi due Stati membri si prevede che saranno a livelli inferiori alle soglie prudenziali. Le NIIP di tutti questi Stati membri, nonché di altri paesi dell'Europa centrale e orientale e del Baltico, sono caratterizzate da ingenti stock di investimenti esteri diretti in entrata e da NENDI che

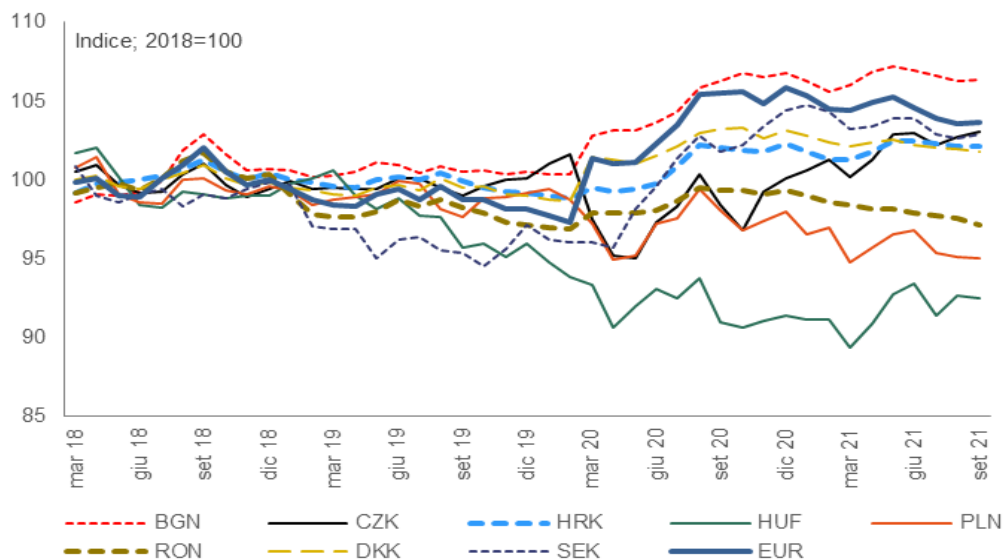
⁽¹⁷⁾ La NENDI è un sottoinsieme della NIIP dal quale sono escluse le componenti puramente connesse al capitale proprio - vale a dire gli investimenti esteri diretti sotto forma di capitale e di partecipazioni in capitale, e il debito da investimenti esteri diretti transfrontaliero intrasocietario - e rappresenta la NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default. Cfr. Commissione europea "Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard", Nota tecnica; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

sono molto più favorevoli delle loro NIIP. Inoltre, questi paesi sono relativamente grandi percettori di trasferimenti dell'UE nell'ambito del QFP, il che fornisce un sostegno non trascurabile alle loro posizioni esterne. Un ulteriore sostegno agli aumenti delle NIIP della maggior parte di questi paesi proviene dalle sovvenzioni del dispositivo per la ripresa e la resilienza in aggiunta ai trasferimenti del QFP. Nel complesso, le previsioni indicano miglioramenti nelle NIIP di questi paesi, ad eccezione della Romania, la cui posizione dovrebbe leggermente peggiorare (grafico 2.2.4).

Nel 2020 si sono registrati andamenti differenziati anche all'interno del gruppo di Stati membri con grandi NIIP positive. Le NIIP dei Paesi Bassi, della Germania, di Malta e del Belgio si sono ulteriormente ampliate, sulla scia del perdurare di consistenti avanzi delle partite correnti nei primi due paesi, e in tutti e quattro i casi sono stati favoriti dal calo del PIL nominale. In particolare, i Paesi Bassi, ma anche Malta, hanno registrato forti effetti di valutazione positivi. Per contro, le variazioni negative della valutazione hanno limitato l'aumento della NIIP tedesca. Le NIIP ampiamente positive di Danimarca e Lussemburgo sono diminuite in presenza di variazioni di valutazione negative, nonostante i forti avanzi delle partite correnti negli ultimi due paesi.

In futuro le condizioni di finanziamento esterno potrebbero irrigidirsi, con possibili conseguenze per alcuni paesi non appartenenti alla zona euro. All'inizio della crisi della COVID-19, in diversi paesi non appartenenti alla zona euro si sono avvertite le tensioni esistenti nei mercati finanziari mondiali. All'epoca, le valute di alcuni Stati membri non appartenenti alla zona euro, in particolare il fiorino ungherese, si sono trovate sotto pressione e hanno subito un deprezzamento a marzo e aprile 2020, ma si sono riprese e si sono stabilizzate già a maggio (grafico 2.2.5), quando il clima relativo al rischio globale è migliorato e i flussi di capitali si sono stabilizzati. Non è possibile escludere in prospettiva una rinnovata volatilità dei flussi di capitale o un irrigidimento delle condizioni di finanziamento esterno, parzialmente anticipando l'irrigidimento monetario negli Stati Uniti e in altre economie avanzate. In tale contesto, i paesi non appartenenti alla zona euro con ampie posizioni di accreditamento netto sono meno esposti ai rischi di (ri)finanziamento esterni in caso di loro riemersione, così come gli Stati membri con ingenti stock di riserve di valuta estera. Anche il fabbisogno di finanziamenti esterni, sia del settore privato che del settore pubblico, svolge un ruolo in questo contesto (cfr. sezione 2.4 sul settore pubblico).

Grafico 2.2.5: Tassi di cambio nominale effettivo (NEER)



Fonte: Commissione europea

2.2.2. COMPETITIVITÀ

Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato in tutta l'UE a seguito di marcate riduzioni temporanee della produttività nominale del lavoro durante la crisi della COVID-19. Il quadro di valutazione indica la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, basata sulla crescita cumulativa nei tre anni fino al 2020, superiore alla soglia in 18 Stati membri rispetto agli otto paesi di un anno fa. Prima del 2020 esistevano segnali di potenziali pressioni di surriscaldamento in alcuni paesi, tra cui Bulgaria, Cechia, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Romania e Slovacchia. Nel solo 2020, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto ha accelerato in 22 Stati membri. Tuttavia, si prevede che questa eccezionale crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si invertirà parzialmente in molti paesi nel 2021 e nel 2022, in un contesto di generale aumento della volatilità del costo del lavoro per unità di prodotto.

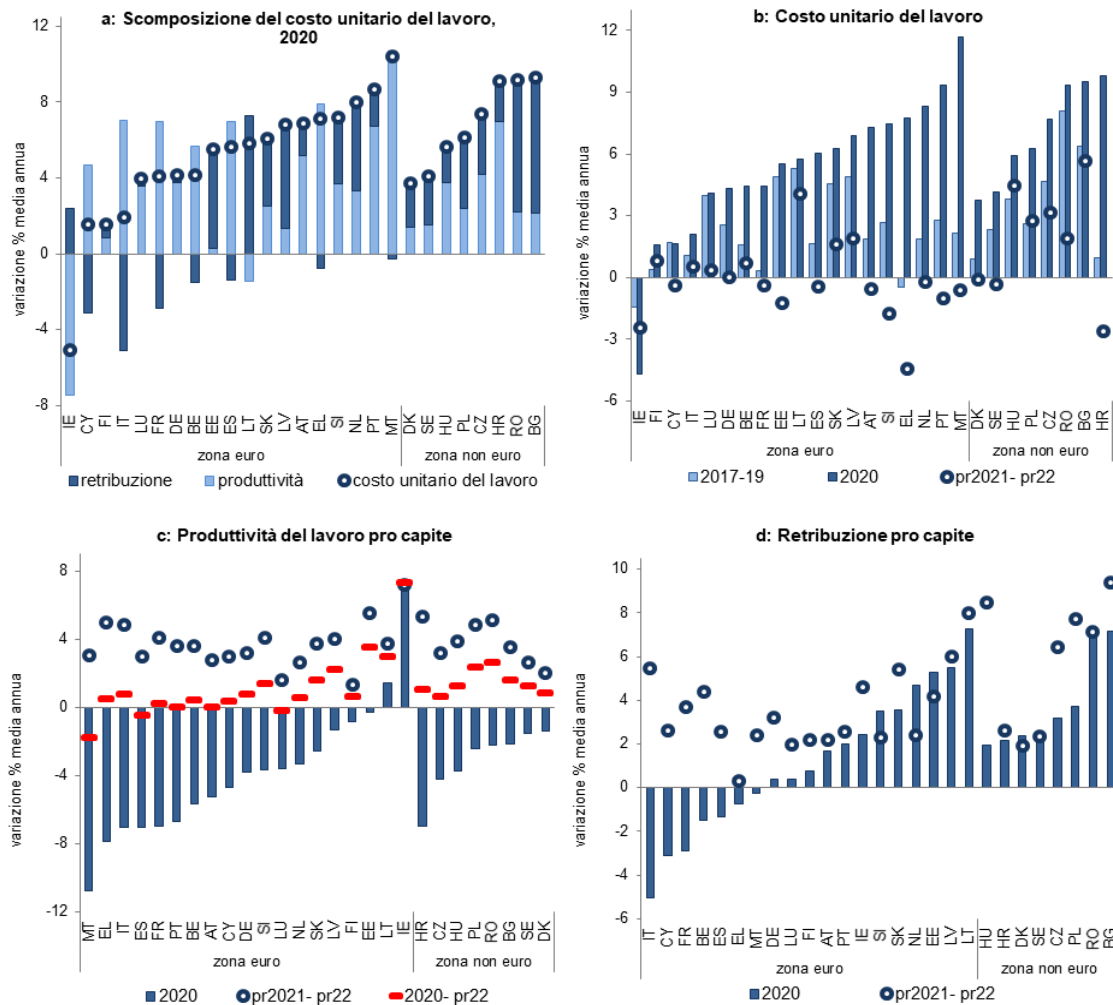
L'impatto della pandemia di COVID-19 e le frizioni strutturali che emergono nel contesto della ripresa rendono difficile valutare le variazioni della competitività di costo. La forte accelerazione della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2020 e la sua prevista parziale inversione nella maggior parte dei paesi nel 2021 e nel 2022, sono soggette a un effetto statistico dovuto ad ampie eccedenze di manodopera e al conseguente calo della produttività nominale pro capite (grafico 2.2.6). Ciò è stato indotto dal sostegno pubblico ai regimi di mantenimento del posto di lavoro, principalmente sotto forma di regimi di riduzione dell'orario di lavoro temporaneamente estesi, che hanno favorito una riduzione delle ore lavorate piuttosto che incidere sui livelli occupazionali. La combinazione fra rallentamento del mercato del lavoro e carenza di competenze indica una futura volatilità e rende incerte le future tendenze del costo del lavoro per unità di prodotto. Esse sono legate a problemi della catena di approvvigionamento e alle frizioni derivanti dalla ripresa economica disomogenea, nonché all'accelerazione della trasformazione digitale e ai cambiamenti strutturali a più lungo termine. Dato che gli ultimi anni sono stati caratterizzati da una forte crescita del costo del lavoro per unità di prodotto in molti paesi, le perdite di competitività di costo restano un rischio da monitorare, in particolare per comprendere in che misura le perdite registrate nel 2020 possano essere recuperate durante la ripresa. Le politiche volte a promuovere la competitività e la produttività rimangono estremamente importanti per una ripresa sostenibile dalla crisi della COVID-19.

La produttività del lavoro è diminuita in quasi tutti i paesi dell'UE nel 2020, ma si prevede una ripresa quest'anno e il prossimo (grafico 2.2.6 c). La manodopera impiegata è diminuita durante la crisi della COVID-19, principalmente a causa della riduzione delle ore lavorate, mentre il numero degli occupati è cambiato poco grazie al sostegno di misure governative, tra cui l'ampliamento dei regimi di riduzione dell'orario di lavoro, il cui utilizzo è notevolmente diminuito durante la ripresa. Di conseguenza, nella maggior parte dei paesi la produttività del lavoro basata sul numero degli occupati è diminuita in maggior misura rispetto alla produttività del lavoro basata sulle ore lavorate. Nel 2021 e nel 2022, con l'avvio della ripresa e l'inversione degli effetti dell'eccedenza di manodopera, ci si attende un balzo in avanti dei dati sulla produttività. Nel 2022 la produttività pro capite dovrebbe essere superiore al livello del 2019 in tutti gli Stati membri, ad eccezione di Lussemburgo, Malta, Portogallo e Spagna.

Gli aumenti salariali sono stati moderati nel 2020, ma se ne prevede una ripresa, talvolta marcata, nel 2021 e nel 2022. La crescita delle retribuzioni è stata modesta nella maggior parte dei paesi dell'UE durante la crisi della COVID-19 (grafico 2.2.6 d). Nelle previsioni la retribuzione per dipendente aumenterà a un tasso annuo superiore al 5 % in Bulgaria, Cechia, Ungheria, Italia, Lettonia, Lituania, Polonia, Romania e Slovacchia nel 2021 e nel 2022. Per Belgio, Estonia e Irlanda gli aumenti dovrebbero collocarsi in media tra il 4 % e il 5 %. In Bulgaria, Cechia, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Romania e Slovacchia, la persistente situazione di alti salari e di aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto era già fonte di preoccupazione prima della pandemia, sollevando interrogativi sulla competitività di costo.

In tutta la zona euro, gli andamenti del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbero tornare a sostenere il riequilibrio esterno una volta compensati gli effetti sulla produttività. Nel 2020 la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stata più sostenuta in alcuni paesi debitori netti, come la Grecia, il Portogallo e la Spagna, in quanto hanno registrato recessioni più marcate e una consistente eccedenza di manodopera. Entro il 2022 la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto cambierà ancora una volta in senso più favorevole al riequilibrio esterno, in quanto si prevede che sarà leggermente inferiore per i paesi debitori netti che per i paesi creditori netti (grafico 2.2.7). Il più limitato impatto sul riequilibrio rispetto al periodo pre-pandemia è stato influenzato dall'impatto persistente sulla produttività, che dovrebbe essere affrontato per superare le divergenze esistenti. Per contro, si prevede che i redditi da lavoro dipendente saranno più elevati nei paesi creditori netti che nei paesi debitori netti.

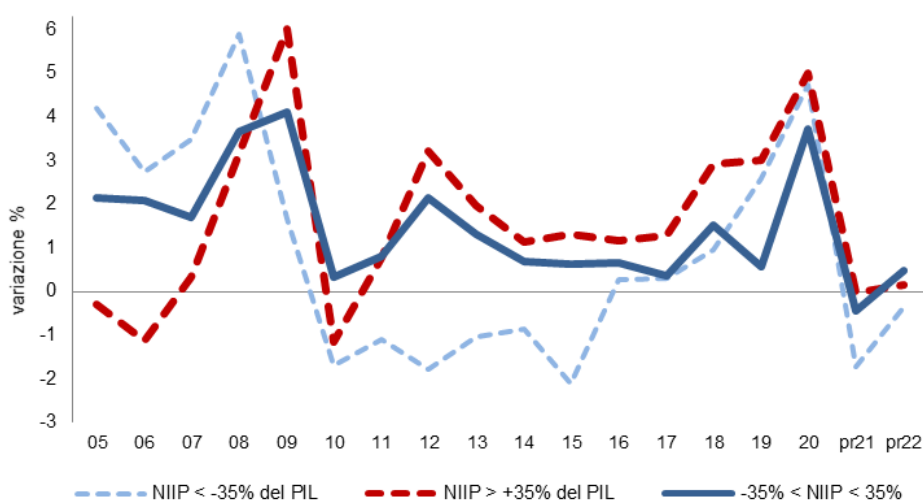
Grafico 2.2.6: Crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, retribuzioni e produttività



Nota: i tassi di crescita su più anni sono annualizzati.

Fonte: AMECO e Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea.

Grafico 2.2.7: Aumento del costo del lavoro per unità di prodotto nella zona euro



Nota: i paesi con NIIP > +35 % del PIL sono DE, LU, NL, BE, MT. I paesi con NIIP tra 35 % e -35 % del PIL sono FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. I paesi restanti rientrano nel gruppo con NIIP inferiore a -35 % del PIL. La ripartizione dei paesi si basa sui valori medi della NIIP nel periodo 2017-2019. I paesi creditori netti hanno registrato un avanzo medio delle partite correnti nello stesso periodo. Le cifre si riferiscono alle medie ponderate in rapporto al PIL per i tre gruppi di paesi.

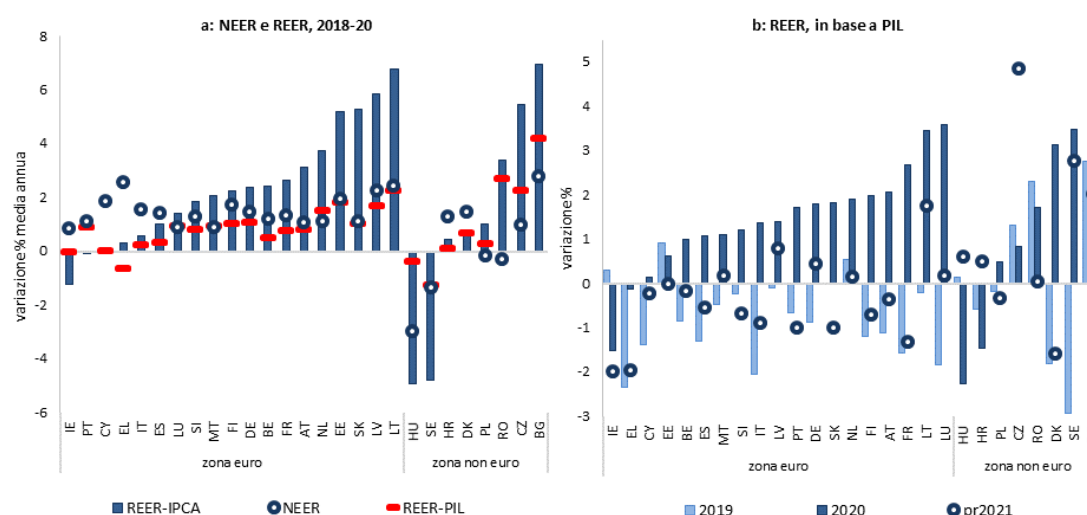
Fonte: AMECO e Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea.

Nel 2020 i tassi di cambio effettivi nominali si sono apprezzati nella maggior parte dei paesi. Gli apprezzamenti più marcati sono stati registrati per Bulgaria, Grecia, Lettonia, Lituania e Svezia. Solo l'Ungheria e, in misura minore, la Cechia e la Polonia hanno registrato deprezzamenti nominali. L'apprezzamento dei tassi di cambio effettivi nominali riflette anche l'apprezzamento dell'euro all'inizio della pandemia di COVID-19 e la connessa ricerca di un porto sicuro. Finora, nel 2021, i tassi di cambio effettivi nominali si sono apprezzati nella maggior parte dei paesi dell'UE, sebbene nella maggior parte dei casi in misura più moderata rispetto al 2020.

I tassi di cambio effettivo reale basati sull'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) si sono moderatamente apprezzati nella maggior parte degli Stati membri nel 2020, riflettendo in parte gli apprezzamenti nominali. Gli unici paesi che hanno registrato un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA sono la Croazia e l'Ungheria. Gli apprezzamenti più marcati sono stati registrati in Bulgaria, Lituania e Svezia. Questo moderato apprezzamento fa seguito a un deprezzamento registrato nella maggior parte degli Stati membri nel 2019. In prospettiva, il tasso di cambio effettivo reale basato sul deflatore del PIL, per il quale sono disponibili previsioni per il 2021, suggerisce che i tassi di cambio reali dovrebbero aumentare moderatamente, con apprezzamenti significativi solo in Bulgaria, Cechia, Lituania e Svezia (grafico 2.2.8 b).

Gli andamenti del tasso di cambio effettivo reale sono favorevoli al riequilibrio esterno, ma solo in misura limitata. Alcuni paesi creditori netti, tra cui Danimarca, Germania, Paesi Bassi e Malta, hanno registrato nel 2020 un apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale leggermente superiore alla media dell'UE. Alcuni paesi grandi debitori netti o paesi maggiormente colpiti dalla recessione causata dalla COVID-19, come Cipro, Croazia, Grecia, Italia, Portogallo o Spagna, hanno registrato alcuni incrementi di competitività rispetto a tali paesi creditori netti, grazie a una minore inflazione, come suggerito da andamenti più moderati del tasso di cambio effettivo reale (grafico 2.2.8). Questa tendenza sembra persistere anche nel 2021, suggerendo che gli andamenti del tasso di cambio effettivo reale rimangono moderatamente favorevoli al riequilibrio esterno nel breve periodo.

Grafico 2.2.8: Dinamica del tasso di cambio effettivo nominale e reale (NEER e REER)



Nota: i tassi di cambio effettivo nominale (NEER) e reale (REER) sono calcolati con riferimento a 42 paesi partner.

Fonte: AMECO e Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea.

Le quote del mercato delle esportazioni hanno registrato forti fluttuazioni nel 2020 e tre Stati membri hanno registrato perdite superiori alla soglia del quadro di valutazione. Sulla base delle variazioni cumulate nell'arco di cinque anni, Francia, Grecia e Spagna hanno registrato notevoli perdite di quote del mercato delle esportazioni superiori alla soglia. Per contro, molti paesi hanno registrato notevoli acquisizioni, superiori al 30 % nel caso di Irlanda, Lituania e Polonia. Le quote del mercato delle esportazioni hanno subito forti fluttuazioni nel 2020. I paesi dell'UE, in media, hanno acquisito quote del mercato delle esportazioni solo nel 2020, ma con forti differenze tra i paesi.

Alcuni paesi con importanti perdite di quote del mercato delle esportazioni nel 2020 dovrebbero recuperare solo una parte delle perdite nel prossimo futuro. A parte Austria ed Estonia, il brusco calo del saldo dei servizi nel contesto della crisi della COVID-19 si è arrestato negli ultimi trimestri in Bulgaria, Croazia, Cipro, Grecia, Ungheria, Italia, Malta, Portogallo e Spagna. Il saldo della bilancia commerciale dei servizi della Germania continua a registrare un lieve avanzo, dopo un netto miglioramento dall'inizio del 2020. Dal 2019 il saldo della bilancia commerciale dei beni ha registrato un andamento più favorevole in diversi paesi, compensando in parte il calo del saldo della bilancia commerciale dei servizi. Le quote del mercato delle esportazioni dovrebbero aumentare in modo particolarmente marcato in Croazia, Grecia e Spagna nel 2021 e nel 2022, con la ripresa dei viaggi transfrontalieri, ma non in tutti i casi in misura sufficiente a recuperare tutte le perdite registrate nel 2020. Nel complesso, per il periodo 2020-2022 le quote del mercato delle esportazioni dovrebbero aumentare maggiormente in Estonia, Irlanda, Lituania, Lussemburgo e Polonia e diminuire in Grecia, Spagna, Francia e Portogallo.

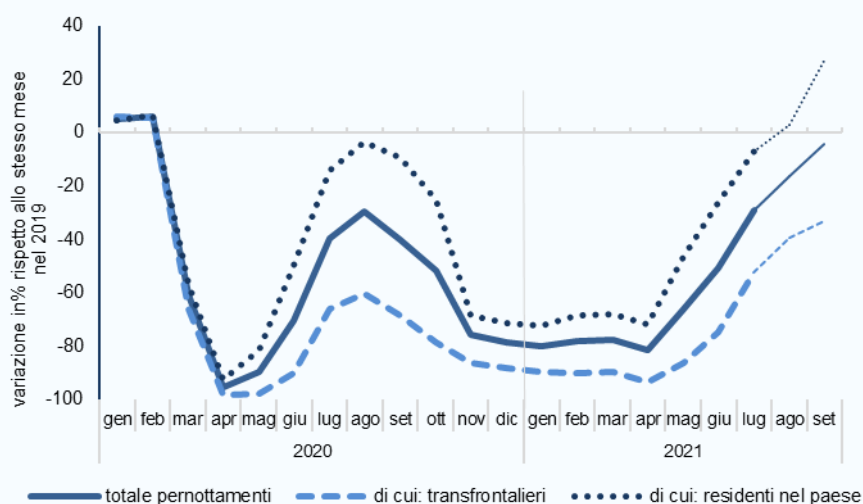
L'evoluzione della quota del mercato delle esportazioni potrebbe contribuire in futuro ad un certo riequilibrio esterno. I paesi con un forte avanzo delle partite correnti, tra cui Danimarca, Germania e Paesi Bassi, dovrebbero perdere quote del mercato delle esportazioni nel periodo 2020-2022. I dati per il secondo trimestre del 2021 continuano a mostrare avanzi del saldo della bilancia commerciale dei servizi, in percentuale del PIL, in un contesto di rafforzamento del saldo della bilancia commerciale dei beni in Germania e nei Paesi Bassi. Tuttavia, è probabile che questi paesi perdano parte dell'aumento della quota del mercato delle esportazioni nel settore dei servizi acquisito dal periodo COVID-19 con la ripresa dei flussi turistici.

Riquadro 1: Il turismo durante la crisi della COVID-19

Il turismo è stato una delle attività economiche più duramente colpite dalla crisi della COVID-19, in quanto fra le misure volte a contenere la pandemia vi sono state le restrizioni nel settore alberghiero e dei viaggi internazionali. L'entità dell'impatto negativo si riflette nella forte diminuzione dei pernottamenti turistici (grafico 1): ad aprile 2020, il numero di pernottamenti nelle strutture ricettive turistiche è diminuito del 95 % rispetto allo stesso mese del 2019. Nei mesi estivi si è registrata una sostanziale ripresa, in quanto ad agosto 2020 il turismo interno si è avvicinato ai livelli del 2019. Per contro, al picco di agosto, i pernottamenti transfrontalieri sono rimasti inferiori del 60 % rispetto al livello di agosto 2019. Con la seconda ondata della pandemia, le attività relative ai viaggi hanno subito un nuovo calo.

Nel maggio 2021 è iniziata una ripresa recente e più forte, anche per quanto riguarda il turismo transfrontaliero. Essa ha fatto seguito ai notevoli progressi compiuti nella vaccinazione e nel coordinamento delle norme in materia di viaggi transfrontalieri all'interno dell'Unione, grazie all'introduzione del *certificato Covid digitale dell'UE*. Nel mese di luglio il turismo nazionale e quello transfrontaliero sono aumentati rispetto al livello del 2020 e il secondo ha registrato un miglioramento più marcato. Tenendo conto anche delle previsioni a brevissimo termine per agosto e settembre emerge che, nell'estate 2021, l'attività turistica complessiva è aumentata di circa il 30 % rispetto al 2020, ma rimane ancora inferiore del 16 % rispetto ai livelli del 2019, con alcuni cambiamenti nella composizione ⁽¹⁾. Mentre nei mesi estivi del 2021 il turismo interno sembra aver superato i livelli raggiunti nell'estate del 2019, i viaggi transfrontalieri restano ancora inferiori di oltre il 40 % rispetto ai livelli pre-pandemia. Dal confronto tra i primi nove mesi del 2021 e lo stesso periodo del 2020 emerge che i risultati del turismo nel 2021 sono aumentati solo del 12 % circa, riflettendo in parte il fatto che il primo trimestre del 2020 è stato in larga misura non influenzato dalla pandemia.

Grafico 1: **Pernottamenti turistici nell'UE nel 2020 e nel 2021**

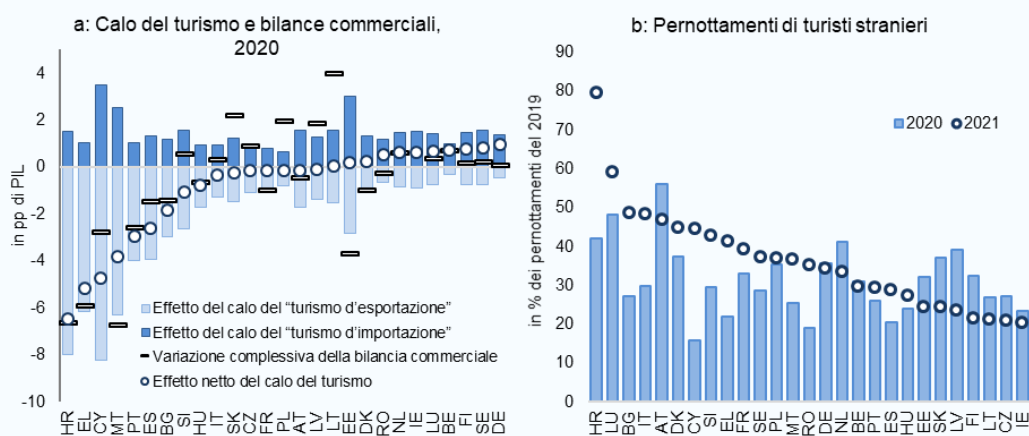


Nota: numero di pernottamenti in strutture ricettive turistiche comunicato da Eurostat e aumentato da previsioni a brevissimo termine sulla base delle recensioni di Airbnb per agosto e settembre 2021. Le stime per Cipro, Francia e Irlanda si basano sui dati degli istituti statistici nazionali. Cfr. anche nota 1.

Fonte: Eurostat e stime della Commissione europea.

Gli Stati membri fortemente dipendenti dalle esportazioni di servizi di viaggio sono stati colpiti soprattutto dal crollo dei viaggi transfrontalieri dovuto alla pandemia. La forte contrazione del turismo internazionale ha avuto un impatto particolarmente grave su alcuni paesi debitori netti, come Croazia, Cipro, Grecia, Portogallo o Spagna, che registrano avanzi elevati nel commercio dei servizi di viaggio, nonché per Malta (grafico 2 a) ⁽²⁾. Per la maggior parte di questi paesi, l'impatto del declino del turismo internazionale sui saldi della bilancia commerciale spiega sostanzialmente il peggioramento registrato nel corso del 2020 dei loro saldi complessivi della bilancia commerciale ⁽³⁾ ⁽⁴⁾. Nel 2021, con lo slancio della ripresa del turismo transfrontaliero, si riscontra una graduale inversione degli effetti negativi sui grandi esportatori di servizi turistici. All'altra estremità dello spettro troviamo paesi che, di norma, importano più servizi di viaggio di quanti ne esportano. Per loro, la riduzione dei viaggi internazionali ha avuto un effetto parzialmente positivo sulla bilancia commerciale, in quanto i turisti si sono rivolti verso destinazioni nazionali.

Gráfico 2: **Impatto della contrazione del turismo sui saldi della bilancia commerciale e sulle proiezioni di pernottamenti per il 2021**



Nota: a) Gli effetti stimati si riferiscono unicamente all'interscambio di servizi registrato nella voce "Viaggi" delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Essi si basano su un'analisi dell'equilibrio parziale, che utilizza dati sul valore aggiunto e tiene conto degli effetti diretti e indiretti. Cfr. note 3 e 4. b) Le proiezioni per il 2021 si basano sul numero di pernottamenti in strutture ricettive turistiche da parte di non residenti, comunicato da Eurostat e aumentato da previsioni a brevissimo termine basate sulle recensioni di Airbnb in caso di dati mancanti, fino a settembre. Le stime per Cipro, Francia e Irlanda si basano sui dati degli istituti statistici nazionali. Per l'ultimo trimestre del 2021, la proiezione ipotizza lo stesso livello di attività turistica indicato nei dati (e nelle previsioni a brevissimo termine) per il terzo trimestre del 2021, in percentuale di pernottamenti rispetto al 2019.

Fonte: Eurostat e stime della Commissione europea.

I dati preliminari sul 2021 indicano una ripresa parziale e graduale del turismo internazionale, che tuttavia varia da paese a paese. Il numero di pernottamenti in alloggi turistici da parte di turisti stranieri nel 2021 è dato in considerevole aumento in Croazia, Cipro e Grecia, e in aumento leggermente inferiore in Spagna (grafico 2 b) ⁽⁵⁾. Nel contempo la ripresa dell'attività turistica internazionale in Portogallo sembra più modesta, ma il livello rimane leggermente superiore rispetto a quello previsto per la Spagna. Si prevedono aumenti significativi del turismo transfrontaliero anche in Bulgaria, Italia, Romania e Slovenia, mentre in Austria e Paesi Bassi, ad esempio, insieme ad alcuni altri Stati membri, sono previsti cali, probabilmente a causa delle diverse distribuzioni stagionali delle visite dei turisti stranieri, nonché degli effetti del cambiamento di destinazione dei viaggi nel 2020 e nel 2021.

⁽¹⁾ Per i dettagli sui dati di Airbnb e per spiegazioni metodologiche sulle previsioni a brevissimo termine, cfr. Commissione europea, Previsioni economiche europee, autunno 2020,, "Tourism in pandemic times: an analysis using real-time big data" (Il turismo ai tempi della pandemia: un'analisi basata sui big data in tempo reale), argomento specifico 3.3. Documento istituzionale 136, maggio 2020, Le previsioni a brevissimo termine utilizzano la lingua di ciascuna recensione come indicatore per distinguere tra pernottamenti di turisti nazionali e residenti stranieri.

⁽²⁾ Il termine "turismo internazionale" indica gli scambi internazionali di servizi di viaggio registrati nella voce "Viaggi" nelle statistiche della bilancia dei pagamenti.

⁽³⁾ Le stime dell'impatto della contrazione dei viaggi internazionali sui saldi della bilancia commerciale si basano su un'analisi dell'equilibrio parziale, incentrata sugli scambi in termini di valore aggiunto tenendo conto delle importazioni di fattori produttivi utilizzati nella produzione di beni e servizi consumati dai turisti stranieri. L'analisi tiene conto degli effetti diretti e indiretti della variazione della domanda turistica estera, vale a dire anche dei legami a monte con i settori economici non direttamente interessati dalla domanda turistica. L'analisi presuppone che il denaro non speso per viaggiare all'estero sia risparmiato. Per maggiori dettagli, cfr. L. Coutinho, G. Vukšić e S. Zeugner (2021), "International tourism decline and its impact on external balances in the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, Commissione europea, vol. 20, n. 2, parte III.

⁽⁴⁾ Un esempio parziale è costituito da Cipro, dove le elevate importazioni nette di servizi di trasporto internazionale di passeggeri sono diminuite fortemente nel 2020, attenuando l'impatto complessivo sul saldo della bilancia commerciale. Il trasporto internazionale di passeggeri è una categoria distinta nella bilancia dei pagamenti, ma è collegato al turismo internazionale. I dati del 2020 su questi servizi non sono disponibili per molti paesi dell'UE; pertanto non sono inclusi nell'analisi. Per gli altri paesi per i quali questi dati sono disponibili, tenere conto di questa categoria non modifica significativamente i risultati. A Malta il saldo della bilancia commerciale è stato, comparativamente, molto influenzato anche dalle variazioni delle voci diverse dai viaggi.

⁽⁵⁾ Se si confronta il 2021 (proiezioni) con tutto il 2020, si dovrebbe ricordare che quasi tutto il primo trimestre del 2020 non ha risentito della pandemia e che l'attività turistica ha registrato un aumento rispetto al 2019.

2.3. DEBITO PRIVATO E MERCATI IMMOBILIARI

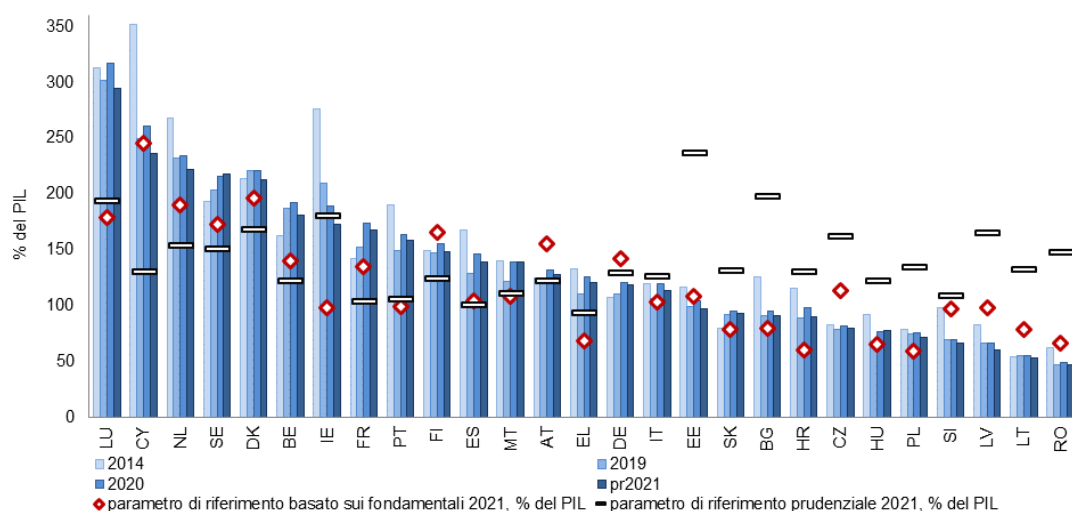
2.3.1. DEBITO PRIVATO

I rapporti debito/PIL del settore privato sono aumentati notevolmente con la crisi della COVID-19, ma si prevede che torneranno alla tendenza al ribasso nel 2021 nella maggior parte dei paesi. Nel 2020, il rapporto debito/PIL del settore privato è aumentato in tutti i paesi dell'UE, ad eccezione di Danimarca, Irlanda e Lituania (grafico 2.3.1), interrompendo la riduzione dell'indebitamento che era in atto in molti paesi. L'aumento nel 2020 è stato causato principalmente dal calo del PIL, ma l'indebitamento è aumentato anche nella maggior parte dei paesi, in particolare per le imprese. Le garanzie sul credito e le moratorie sul rimborso del debito hanno costituito importanti misure politiche per superare le carenze di liquidità verificatesi all'inizio della crisi della COVID-19, ma hanno anche contribuito all'aumento del debito. Il rapporto debito/PIL del settore privato ha superato la soglia di valutazione del 133 % del PIL in 12 Stati membri (Belgio, Cipro, Danimarca, Finlandia, Francia, Irlanda, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna e Svezia) rispetto a 10 paesi un anno fa, quando Spagna e Malta si trovavano al di sotto di tale soglia (grafico 2.3.1). Vi sono stati forti aumenti per altri Stati membri che sono rimasti al di sotto della soglia. Il totale degli stock di debito privato appare elevato rispetto ai parametri di riferimento che tengono conto dei fondamentali economici specifici per paese e che applicano soglie che tengono conto delle preoccupazioni prudenziali ⁽¹⁸⁾. È il caso di Belgio, Cipro, Danimarca, Francia, Grecia, Irlanda, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna e Svezia.

Nel complesso, la crisi della COVID-19 ha aumentato i rischi associati ai livelli del debito privato. Con la ripresa economica, i rapporti debito privato/PIL dovrebbero iniziare a diminuire nel 2021 in tutta l'UE (grafico 2.3.1). Tuttavia, si prevede che rimangano al di sopra dei livelli del 2019 nella maggior parte dei paesi dell'UE. Con la graduale eliminazione delle misure di sostegno pubblico, la capacità delle imprese e delle famiglie di adempiere ai propri obblighi di rimborso potrebbe essere compromessa, in particolare per quanto riguarda i settori più duramente colpiti dalla crisi della COVID-19 e in cui i bilanci erano più deboli già prima della crisi, determinando un peggioramento della qualità del debito. Inoltre, i crescenti livelli di indebitamento di imprese, famiglie, amministrazioni pubbliche e banche hanno determinato anche una maggiore interconnessione tra i settori, accelerando potenzialmente la trasmissione degli shock tra essi. Le perturbazioni delle catene globali del valore e gli attriti dovuti alla disomogeneità della ripresa economica, in un contesto di trasformazione digitale accelerata, pongono rischi e inducono cambiamenti strutturali, nonché un abbandono delle imprese e di posti di lavoro.

⁽¹⁸⁾ Parametri di riferimento specifici per paese sono stati elaborati dalla Commissione europea in collaborazione con il Gruppo di lavoro LIME del CPE (Commissione europea, "Benchmarks for the assessment of private debt", nota per il Comitato di politica economica, ARES (2017) 4970814) e J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini, e S. Zeugner, "Is Private Debt Excessive?", *Open Economies Review* 3, 2020, pagg. 471-512. I parametri di riferimento basati sui fondamentali consentono di valutare il debito privato rispetto a valori che possono essere spiegati sulla base dei fondamentali economici e sono derivati da regressioni che catturano i principali fattori determinanti per la crescita del credito tenendo conto di un determinato stock iniziale di debito. Le soglie prudenziali rappresentano il livello di debito oltre il quale la probabilità di una crisi bancaria è relativamente alta; tali livelli sono basati sulla massimizzazione della potenza del segnale nel quadro della previsione delle crisi bancarie, riducendo al minimo la probabilità di "crisi mancate" e di falsi allarmi e integrando informazioni specifiche a livello di paese sulla capitalizzazione delle banche, sul debito pubblico e sul livello di sviluppo economico.

Grafico 2.3.1: **Debito privato**



Fonte: Eurostat, AMECO. Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea e stime dei servizi della Commissione relative al debito privato nel 2021 (cfr. allegato 1). Il debito comprende prestiti (F4) e titoli di debito (F3).

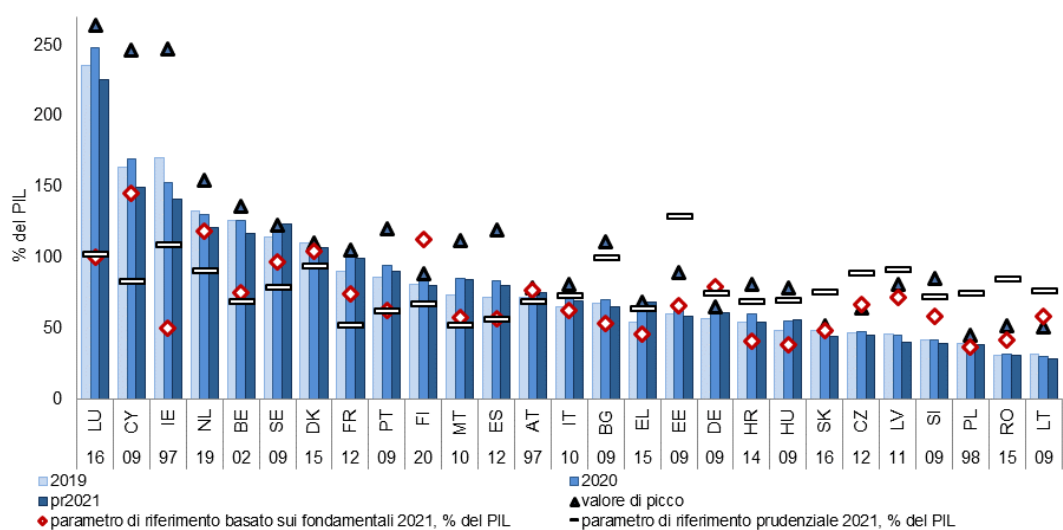
2.3.1.1. Debito delle società non finanziarie

Nel 2020 l'indebitamento delle imprese è aumentato nella maggior parte dei paesi dell'UE, talvolta in modo significativo. Nel 2020 il rapporto debito delle imprese/PIL è aumentato in 19 paesi, in gran parte a causa del brusco calo del PIL. Tuttavia, anche i flussi creditizi netti verso le imprese hanno contribuito all'aumento, alla luce delle marcate perdite di entrate e delle carenze di liquidità percepite nel 2020, che hanno altresì favorito un forte incremento dei depositi detenuti dalle imprese. Il rapporto debito delle società non finanziarie (SNF)/PIL è aumentato in modo particolarmente marcato in una serie di paesi con livelli già elevati di debito delle imprese o grandi settori turistici che sono stati duramente colpiti dalla recessione (grafico 2.3.3 a). Tra questi paesi figurano Cipro, Francia, Grecia, Italia, Malta, Portogallo e Spagna. Anche in Belgio, Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi continuano a sussistere livelli molto elevati di debito delle imprese, sebbene le vulnerabilità siano in parte attenuate da una quota consistente di prestiti per investimenti esteri diretti e prestiti intrasocietari transfrontalieri.

Il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL rimane elevato in molti Stati membri e nel 2020, in 14 paesi, i rapporti debito/PIL sono stati superiori ai livelli suggeriti sia dai fondamentali economici che dalle soglie prudenziali. Tali paesi sono Belgio, Cipro, Danimarca, Francia, Grecia, Irlanda, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna, Svezia e, più marginalmente, Austria e Italia (grafico 2.3.2). Per la maggior parte dei paesi, il debito delle società non finanziarie è inferiore al picco precedente, data la sostanziale riduzione dell'indebitamento avvenuta negli ultimi anni, ma la pandemia ha annullato alcuni di questi progressi. Per alcuni paesi, come l'Austria, il Belgio, la Danimarca, la Francia, la Finlandia, la Germania, la Grecia, l'Italia, il Lussemburgo, la Polonia, la Slovacchia e la Svezia, il debito delle imprese è uguale o molto vicino al livello più elevato raggiunto dalla metà degli anni '90 del secolo scorso.

In prospettiva, l'elevata crescita del PIL nominale ridurrà automaticamente il rapporto debito/PIL nel 2021 e oltre, ma partendo da livelli di debito più elevati. Grazie alla forte ripresa del PIL è probabile che i rapporti debito/PIL delle imprese diminuiscano, in alcuni casi in misura significativa, nel 2021 in tutti i paesi dell'UE, ad eccezione di Grecia, Ungheria e Svezia (grafico 2.3.3 b). Si prevede che i flussi creditizi supereranno i livelli pre-pandemia in oltre la metà degli Stati membri. L'elevata crescita del PIL nominale ridurrà automaticamente il rapporto debito/PIL nel 2021 e oltre. Le misure eccezionali messe in atto nel 2020 saranno gradualmente eliminate e porteranno a un aumento dei rimborsi del debito. Inoltre, le società non finanziarie potrebbero esaurire le ingenti riserve di liquidità accumulate nel 2020, con l'attenuarsi dell'incertezza e come alternativa ai nuovi prestiti, il che potrebbe anche contribuire alla riduzione dell'indebitamento.

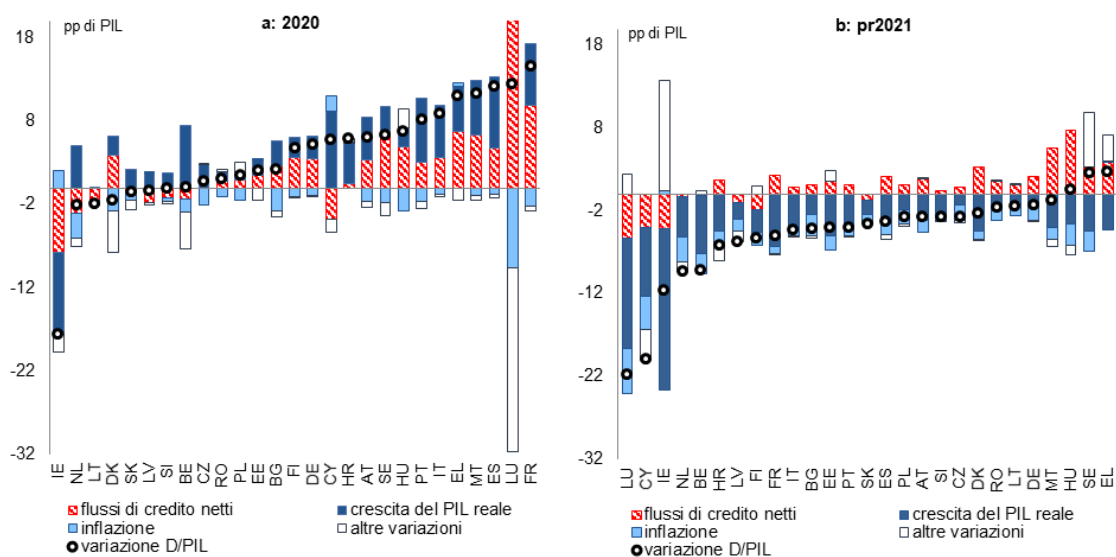
Grafico 2.3.2: **Debito delle società non finanziarie**



Nota: i numeri sotto le abbreviazioni dei paesi indicano l'anno in cui il rapporto debito/PIL ha raggiunto il picco, sulla base dei dati relativi al periodo tra il 1997 e il 2020. I paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto debito/PIL delle società non finanziarie nel 2020.

Fonte: Eurostat, AMECO, Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea e stime dei servizi della Commissione relative al debito delle società non finanziarie nel 2021 (cfr. allegato 1). Il debito comprende prestiti (F4) e titoli di debito (F3).

Grafico 2.3.3: **Scomposizione della variazione nel rapporto debito/PIL delle SNF nel 2020 e nel 2021**



Nota: i flussi creditizi netti (operazioni di debito) corrispondono alle operazioni relative a prestiti (F4) e titoli di debito (F3) tratte dai conti di bilancio finanziario di settore dell'Eurostat. Nel 2020 il contributo dei flussi creditizi netti per il Lussemburgo è stato di 40,1 punti percentuali.

Fonte: AMECO, Eurostat e stime dei servizi della Commissione e calcoli basati sui dati mensili della BCE sui prestiti di IFM e alle operazioni (flussi) relative a titoli di debito con il settore privato tratti dalla banca dati BSI, Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea.

Nel complesso i flussi creditizi verso le società non finanziarie dall'inizio della crisi della COVID-19 hanno mostrato tendenze peculiari che riflettono le diverse fasi della pandemia (grafico 2.3.3 b) ⁽¹⁹⁾.

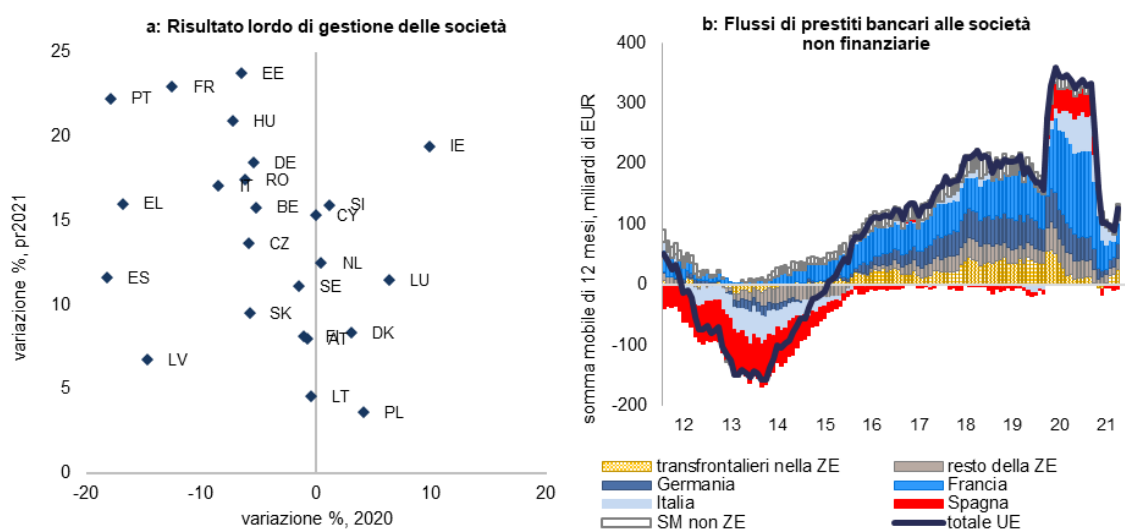
I prestiti bancari alle società non finanziarie nel 2020 sono aumentati in oltre due terzi degli Stati membri, ivi compresi una serie di Stati membri con un elevato debito delle società non finanziarie, quali Danimarca, Francia, Grecia, Italia, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna e Svezia. Ciò è avvenuto in un contesto in cui le garanzie statali sui crediti hanno contribuito a non interrompere i flussi creditizi e le moratorie sui rimborsi del debito hanno mantenuto i debiti nominali al di sopra di quello che sarebbero stati altrimenti. Tuttavia, più di recente, l'aumento del credito alle società non finanziarie ha perso slancio in alcuni grandi Stati membri e all'inizio del 2021, nella maggior parte dei casi, ha raggiunto tassi di crescita inferiori al livello pre-pandemia, in contrasto con il quadro di crescita che si riscontra negli Stati membri più piccoli (grafico 2.3.4 b). Nella misura in cui la domanda di credito da parte delle società non finanziarie è ridotta a causa del fatto che le imprese utilizzano le riserve di liquidità accumulate, i flussi creditizi potrebbero aumentare a tempo debito. Tuttavia la riduzione complessiva del credito potrebbe anche essere il segnale di una domanda o offerta di credito modeste, il che potrebbe indicare una debole attività di investimento in futuro.

Le garanzie sul credito e le moratorie sul rimborso del debito hanno aiutato le società non finanziarie a superare la pandemia, ma in futuro potrebbero ancora emergere maggiori difficoltà di rimborso del debito. Le garanzie sul credito e le moratorie sul rimborso del debito hanno costituito importanti misure politiche per superare le carenze di liquidità verificatesi all'inizio della crisi della COVID-19, ma hanno anche contribuito all'aumento del debito. In alcuni casi, le imprese non redditizie e tecnicamente insolventi saranno state in grado di restare sul mercato, rinviare i loro obblighi di pagamento e ritardare le liquidazioni che avrebbero altrimenti avuto luogo. Il ritardo nel rimborso da parte delle società non finanziarie consentito dalle moratorie in tutta l'UE, come misura governativa o iniziativa volontaria dei prestatori, ha comportato un aumento automatico dello stock del debito. La graduale eliminazione nel corso del 2021 delle moratorie sui rimborsi potrebbe rivelare difficoltà di rimborso del debito in alcune aree del settore delle imprese. Finora la crisi della COVID-19 non ha determinato un aumento delle insolvenze delle imprese, ma queste potrebbero emergere con il ritorno alla normalità, evidenziando potenzialmente rischi per il settore finanziario.

Elevati livelli di debito delle imprese e bassa redditività in alcuni settori potrebbero pregiudicare le prospettive di investimento e di rimborso del debito in futuro. Nel 2020 la redditività delle imprese è peggiorata nella maggior parte degli Stati membri (grafico 2.3.4 a). Sebbene la redditività delle imprese sia aumentata nei primi mesi del 2021 in quasi tutti gli Stati membri, permangono vulnerabilità nei settori dei servizi maggiormente esposti alla pandemia. Una dinamica sostenuta dell'inflazione potrebbe anche comportare una compressione dei margini di profitto e difficoltà di rimborso del debito per alcune imprese, se i costi aumenteranno più delle entrate, e i recenti andamenti dei prezzi dell'energia costituiscono un fattore di rischio. Dalla fine del 2019 gli investimenti in attrezzature sono diminuiti in tutti gli Stati membri, tranne a Cipro. Il calo è stato significativo in diversi paesi con elevati debiti delle imprese, tra cui Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Belgio, nonché in alcuni paesi con grandi settori turistici, quali Italia, Malta, Portogallo e Spagna. Livelli elevati di debito delle imprese sono in prospettiva un fattore di rischio per gli investimenti privati, in particolare alla luce della necessità aggiuntiva di sostenere le trasformazioni verde e digitale. Con l'avanzare della ripresa vi sono segnali evidenti di possibili cambiamenti strutturali in corso, in un contesto di crescenti perturbazioni delle catene di approvvigionamento. Lo dimostrano la combinazione di rigidità e rallentamento nel mercato del lavoro e il persistente squilibrio tra domanda e offerta di competenze.

⁽¹⁹⁾ Nel caso dei prestiti bancari alle società non finanziarie, l'inizio della pandemia nel marzo 2020 ha coinciso, nel corso dei primi mesi, con una rapida accelerazione della crescita del credito particolarmente marcata, fra i grandi membri della zona euro, per Francia e Spagna (grafico 2.3.4 b). Questo rapido aumento è stato più contenuto in Germania, più graduale in Italia e meno evidente nei paesi dell'UE non appartenenti alla zona euro. Nel contempo, all'inizio della crisi i prestiti transfrontalieri interni alla zona euro sono diventati più rilevanti. La crescita del credito si è poi bruscamente interrotta, raggiungendo, nella maggior parte dei casi, tassi inferiori al livello pre-pandemia all'inizio del 2021. Ciò rappresenta uno scostamento molto profondo dall'aumento graduale, ma sostanzialmente stabile, dei prestiti alle imprese visto negli ultimi anni.

Grafico 2.3.4: Risultato lordo di gestione delle imprese e flussi di prestiti bancari alle società non finanziarie



(1) Risultato lordo di gestione verso società finanziarie e non finanziarie, valuta nazionale. Risultato lordo di gestione non disponibile per Bulgaria, Croazia e Malta. I flussi di prestiti bancari dell'UE si riferiscono a una somma mobile di 12 mesi, in miliardi di EUR.

Fonte: AMECO e BCE, banca dati BSI.

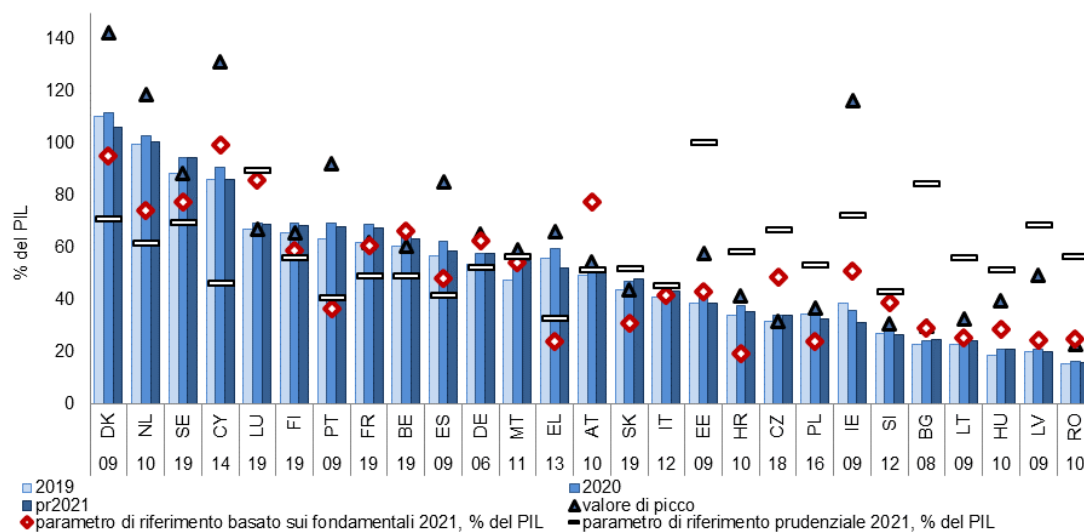
2.3.1.2. Debito delle famiglie

Con la pandemia, il debito delle famiglie è aumentato in quasi tutti i paesi dell'UE. Nella maggior parte dei paesi dell'UE, nel periodo precedente la pandemia le famiglie erano in fase di riduzione dell'indebitamento, pur mostrando ancora livelli elevati di debito (grafico 2.3.5). La pandemia ha interrotto la riduzione dell'indebitamento delle famiglie o ha spinto ulteriormente tale indebitamento nei paesi che stavano già percorrendo una traiettoria di aumento del debito (grafico 2.3.6). Nella maggior parte dei casi, l'aumento del rapporto debito/PIL delle famiglie nel 2020 è stato dovuto al forte calo del PIL (grafico 2.3.7). Questo impatto sarà almeno in parte annullato nel 2021, quando le economie inizieranno a riprendersi. In diversi paesi è probabile che la crescita dinamica del credito, in particolare del debito ipotecario, contribuisca a un aumento più duraturo del rapporto debito/PIL a fronte dell'elevata attività del mercato immobiliare e dell'accelerazione dei prezzi delle abitazioni (grafico 2.3.7 b). Nel complesso, in diversi paesi, in particolare quelli in cui il rapporto debito delle famiglie/PIL era superiore ai parametri di riferimento specifici per paese già prima della pandemia, il debito delle famiglie continuerà a essere elevato.

Nel 2020, in otto paesi i livelli di debito delle famiglie erano superiori a quanto raccomanderebbero i fondamentali e le soglie prudenziali. Come nel 2019, si tratta di Danimarca, Finlandia, Francia, Grecia, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna e Svezia (grafico 2.3.5). Il debito delle famiglie continua a superare i livelli prudenziali in Belgio e a Cipro, pur essendo vicino a valori che possono essere spiegati sulla base dei fondamentali, mentre in Croazia e Slovacchia è notevolmente superiore ai parametri di riferimento basati sui fondamentali, pur rimanendo al di sotto dei livelli prudenziali. In alcuni paesi il rapporto debito/PIL appare notevolmente più elevato se calcolato come percentuale del reddito disponibile lordo delle famiglie. È il caso di Irlanda, Lussemburgo e Malta, dove si stima che il debito delle famiglie superi il 100 % del reddito disponibile lordo delle famiglie⁽²⁰⁾.

⁽²⁰⁾ Per Malta si tratta di un'approssimazione, in quanto i dati del reddito disponibile lordo delle famiglie non possono ricavarsi dai conti nazionali settoriali di Eurostat. La stima è stata ottenuta utilizzando il rapporto tra il PIL e il reddito disponibile lordo delle famiglie calcolato sulla base dei dati relativi al reddito disponibile lordo reale pro capite, disponibile su Eurostat (B6G_R_HAB).

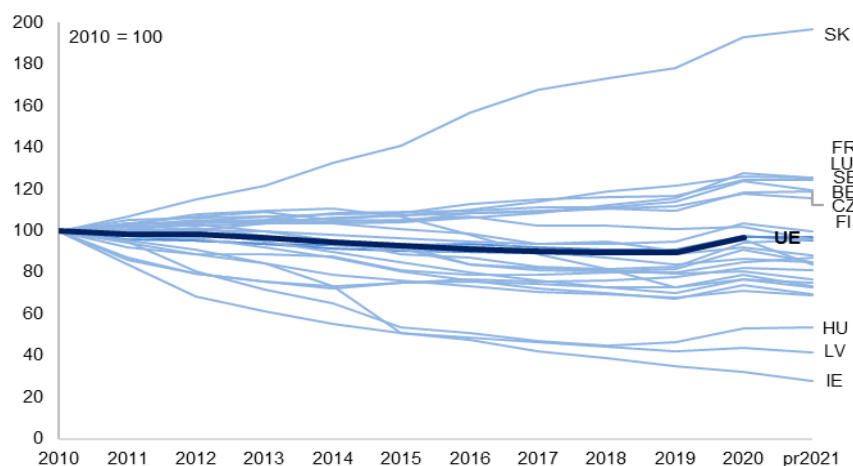
Grafico 2.3.5: **Debito delle famiglie**



Nota: i numeri sotto le abbreviazioni dei paesi indicano l'anno in cui il rapporto debito/PIL ha raggiunto il picco, sulla base dei dati relativi al periodo tra il 1997 e il 2020. I paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto debito/PIL delle famiglie nel 2020.

Fonte: Eurostat, AMECO, Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea e stime dei servizi della Commissione relative al debito delle famiglie nel 2021 (cfr. allegato 1). Il debito comprende prestiti (F4) e titoli di debito (F3).

Grafico 2.3.6: **Evoluzione del rapporto debito delle famiglie/PIL in tutta l'UE**



Sono stati riportati solo i paesi con sviluppi che si discostano in modo significativo da quelli dell'UE nel suo complesso.

Fonte: Eurostat e stime dei servizi della Commissione

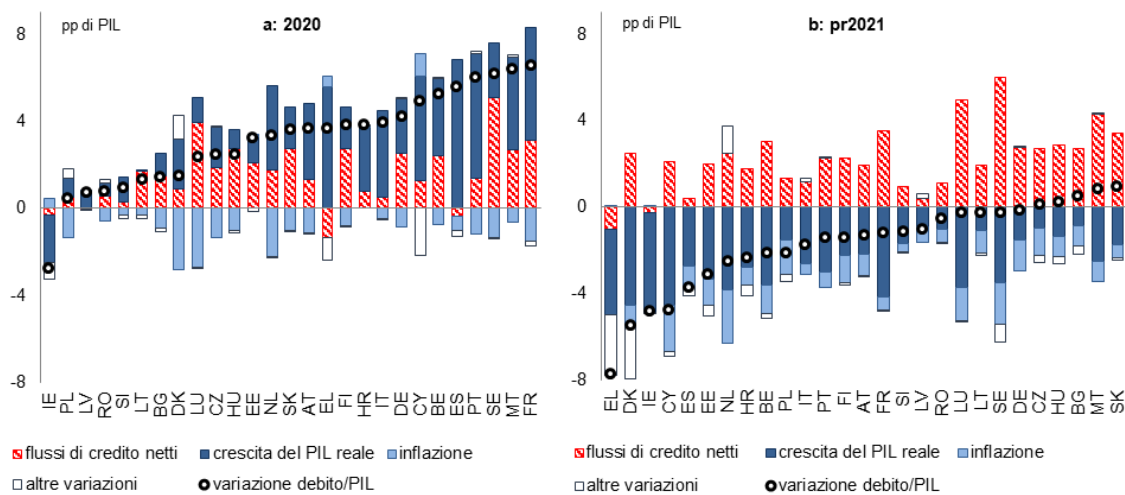
I flussi creditizi netti delle famiglie sono stati meno colpiti dalla pandemia rispetto a quelli delle imprese. Nel 2020 le moratorie sul debito e i rimborsi ridotti hanno contribuito a sostenere i flussi creditizi netti alle famiglie, con alcune differenze tra gli Stati membri. In Lussemburgo e in Svezia, paesi con un debito delle famiglie relativamente elevato (in Lussemburgo, rispetto al reddito disponibile lordo delle famiglie), nel 2020 i flussi creditizi netti verso le famiglie hanno raggiunto circa dal 4 al 5 % del PIL. In altri paesi con un debito delle famiglie relativamente elevato, tra cui Belgio, Finlandia e Francia, i flussi netti sono stati più contenuti, oscillando tra il 2 % e il 3 % del PIL. Ciò è avvenuto anche in Slovacchia, dove il debito delle famiglie rimane inferiore al parametro di riferimento prudenziale ma da diversi anni è al di sopra del livello suggerito dai fondamentali, e a Malta, dove il debito delle famiglie è altrettanto in aumento ed è vicino al parametro di riferimento prudenziale.

Nel complesso, dopo gli intensi mesi della pandemia, i prestiti bancari alle famiglie hanno ripreso la tendenza precedente. La pandemia ha segnato un temporaneo calo del flusso netto dei prestiti bancari (grafico 2.3.8 a), più evidente in Francia e Spagna (tra i grandi paesi della zona euro) e nel complesso è corrisposto a una riduzione del flusso netto dei prestiti al consumo (grafico 2.3.8 b). Tali tendenze potrebbero essere state collegate alle restrizioni alla mobilità che hanno ostacolato le opportunità di consumo. Per contro, il credito ipotecario è rimasto relativamente stabile prima di accelerare verso la fine del 2020.

L'indebitamento delle famiglie è diventato più dinamico nel 2021. I flussi creditizi netti verso le famiglie quest'anno dovrebbero essere più consistenti in diversi paesi. Le previsioni relative alle variazioni del debito e dei flussi creditizi netti basate sui dati mensili della BCE sul credito bancario (cfr. allegato 1) indicano una ripresa delle operazioni nella maggior parte dei paesi. Gli aumenti più rilevanti si registrano in Lussemburgo, Malta e Svezia, con incrementi superiori al 4 % del PIL, seguiti da Belgio, Francia e Slovacchia (grafico 2.3.7 b). In Finlandia, tra i paesi con il debito delle famiglie più elevato, i flussi creditizi verso le famiglie nel 2021 dovrebbero rimanere prossimi al 2 % del PIL.

Sebbene le famiglie abbiano aumentato i propri risparmi, i rischi per la loro capacità di servizio del debito possono ancora concretizzarsi. Il tasso di risparmio delle famiglie è aumentato nel 2020, a causa di risparmi forzati durante il confinamento o per motivi precauzionali. Anche nel 2021 il tasso di risparmio aggregato delle famiglie dovrebbe essere superiore al livello del 2019. I tassi di risparmio delle famiglie rimangono relativamente bassi a Cipro e in Grecia. Anche la Danimarca presenta un tasso di risparmio notevolmente inferiore rispetto ad altri paesi con un debito elevato in termini di reddito disponibile lordo delle famiglie (grafico 2.3.9 a). Nel 2020 e agli inizi del 2021, le famiglie hanno accumulato attività finanziarie, in particolare depositi, determinando un rafforzamento delle posizioni finanziarie. I rischi di rimborso del debito connessi a un aumento della disoccupazione, che inciderebbe negativamente sul reddito delle famiglie, restano limitati (grafico 2.3.9 b). Tuttavia, sebbene attualmente le famiglie debbano far fronte a oneri per interessi molto bassi, un cambiamento nell'orientamento della politica monetaria può incidere sulla loro capacità di servizio del debito, in particolare laddove predominano i contratti a tasso variabile ⁽²¹⁾.

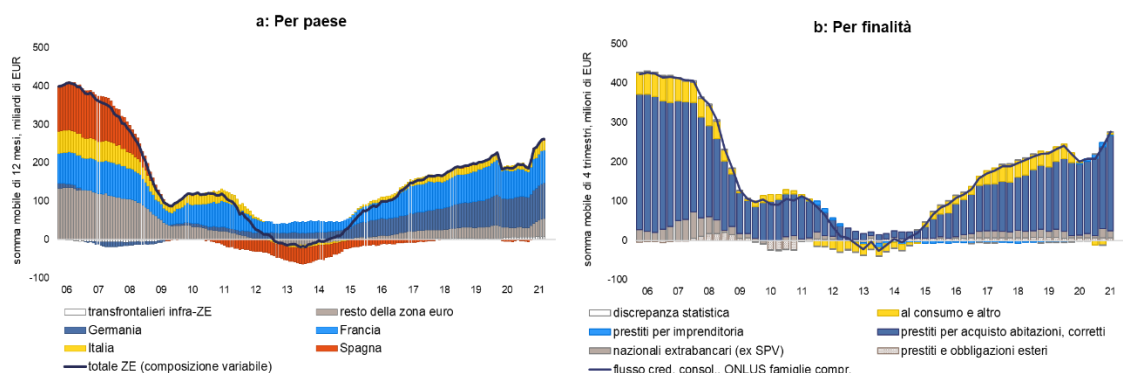
Grafico 2.3.7: **Scomposizione della variazione nel rapporto debito/PIL delle famiglie nel 2020 e nel 2021**



Fonte: Eurostat I flussi creditizi netti (operazioni di debito) corrispondono alle operazioni relative a prestiti (F4) e titoli di debito (F3) tratte dai conti di bilancio finanziario di settore dell'Eurostat. Altre fonti sono AMECO e stime dei servizi della Commissione e calcoli basati sui dati mensili della BCE sui prestiti di IFM e alle operazioni (flussi) relative a titoli di debito con il settore privato tratti dalla banca dati BSI.

⁽²¹⁾ La quota dei contratti a tasso variabile per nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni è stata superiore o vicina al 90 %, almeno dal 2013, in Bulgaria, Cipro, Finlandia e Lettonia.

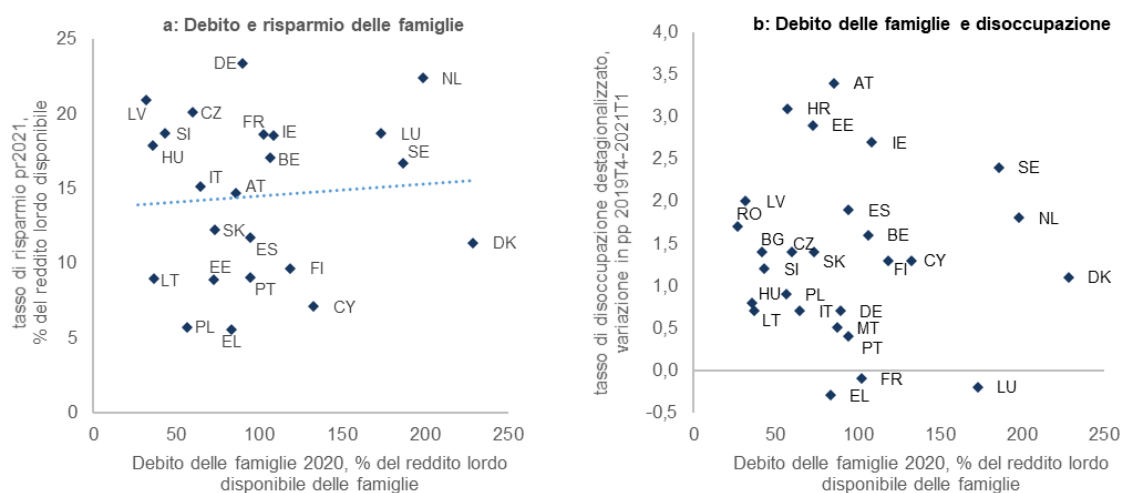
Grafico 2.3.8: Flusso di prestiti bancari alle famiglie nella zona euro



Nota: grafico a: somma mobile di 12 mesi e grafico b: somma mobile su 4 trimestri

Fonte: BCE

Grafico 2.3.9: Debito delle famiglie, risparmio delle famiglie e rischi di disoccupazione



Fonte: Eurostat e AMECO. Il reddito disponibile lordo di Malta è stato ottenuto utilizzando il rapporto tra il PIL e il reddito disponibile lordo delle famiglie calcolato sulla base dei dati relativi al reddito disponibile lordo reale pro capite, disponibile su Eurostat (B6G_R_HAB). Anche per la Bulgaria e la Croazia il reddito disponibile lordo delle famiglie è stato calcolato utilizzando il PIL del 2020 e l'ultimo rapporto disponibile tra il PIL e il reddito disponibile lordo delle famiglie, in quanto i dati del reddito disponibile lordo per il 2020 non sono disponibili nemmeno per questi paesi.

2.3.2. ALLOGGI

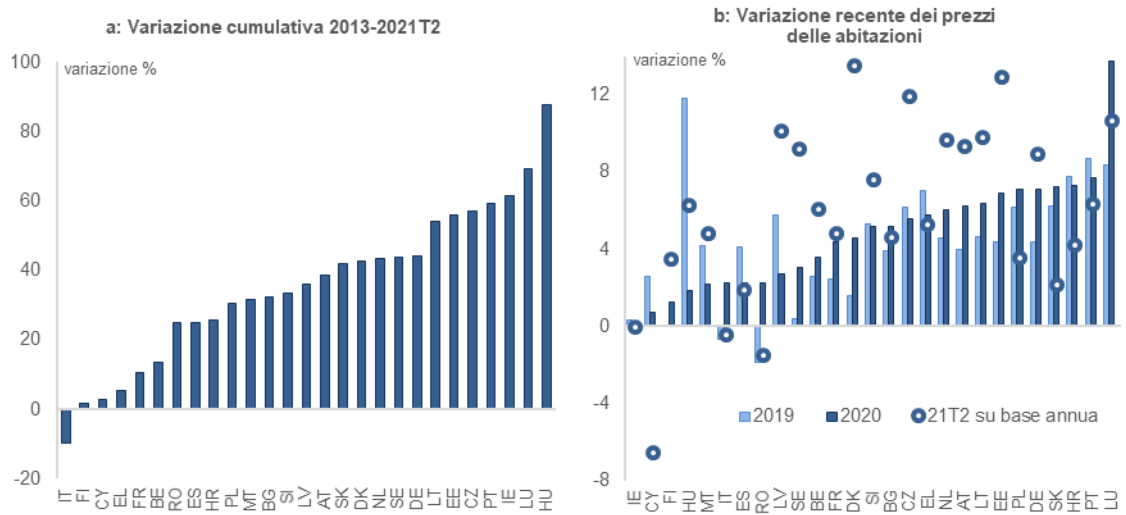
Nel 2020, dieci Stati membri hanno registrato aumenti dei prezzi reali delle abitazioni superiori alla soglia del quadro di valutazione del 6 %. Tali paesi sono Austria, Croazia, Estonia, Germania, Lituania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo e Slovacchia (grafico 2.3.10 b), due paesi in più rispetto a un anno fa. Nel caso di Croazia, Lussemburgo, Polonia e Slovacchia, questo è il secondo anno consecutivo in cui gli aumenti dei prezzi delle abitazioni sono superiori a tale soglia, mentre il Portogallo ha registrato aumenti superiori al 6 % per ogni anno dal 2016.

Nel 2021 i prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere fortemente nella maggior parte degli Stati membri. I prezzi reali delle abitazioni hanno registrato un'ulteriore accelerazione nella prima metà di quest'anno, con 14 paesi dell'UE che hanno mostrato aumenti dei prezzi reali delle abitazioni superiori al 6 % su base annua (grafico 2.3.10 b). In Cechia, Danimarca, Estonia, Lettonia e Lussemburgo la crescita reale annua ha superato il 10 %. Nei primi due trimestri del 2021 i prezzi reali delle abitazioni sono diminuiti a Cipro e, in misura minore, in Romania, e sono rimasti sostanzialmente costanti nel caso dell'Irlanda e dell'Italia.

La crescita dei prezzi delle abitazioni è stata sospinta da una serie di fattori che alimentano la domanda e limitano l'offerta. Le restrizioni dell'offerta esistevano prima della pandemia; i confinamenti le hanno temporaneamente aggravate, ma ci si può comunque attendere che proseguano nei prossimi anni. La pandemia potrebbe aver determinato alcuni cambiamenti strutturali nella domanda di abitazioni, in quanto il passaggio al lavoro a distanza può modificare le preferenze geografiche. In alcune località ciò potrebbe comportare un aumento della domanda rispetto all'offerta. Le condizioni finanziarie sono state favorevoli e, nel complesso, probabilmente continueranno a sostenere l'elevata domanda di abitazioni. Con l'aumento dei redditi delle famiglie dovuto alla ripresa sembra probabile un'ulteriore crescita dei prezzi delle abitazioni.

I recenti aumenti dei prezzi delle abitazioni rafforzano la costante tendenza al rialzo dei prezzi delle abitazioni riscontrabile dal 2013 in tutta l'UE. I prezzi reali delle abitazioni sono aumentati in tutti gli Stati membri, ad eccezione dell'Italia. Gli aumenti più consistenti, in ordine decrescente, sono stati osservati in Ungheria, Lussemburgo, Irlanda, Portogallo, Cechia, Estonia e Lituania (grafico 2.3.10 a). Nel 2020 l'unico paese dell'UE che non ha registrato un proseguimento di questa tendenza all'aumento è stato l'Irlanda, che ha mostrato prezzi sostanzialmente stabili nel 2019 e nel 2020.

Grafico 2.3.10: **Variazione dei prezzi reali delle abitazioni**



Nota: i dati per la Grecia si riferiscono al primo trimestre del 2021 anziché al secondo trimestre 2021.

Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione

I prezzi delle abitazioni sembrano essere sopravvalutati nella maggior parte dei paesi dell'UE. Un confronto tra gli indici dei prezzi delle abitazioni e i parametri di riferimento che tengono conto dell'impatto dei fattori determinanti fondamentali dei prezzi, quali il reddito e la demografia, mostra una diffusa evidenza di sopravvalutazione⁽²²⁾. Questo vale in particolare per l'Austria, il Belgio, la Cechia, la Danimarca, la Francia, la Germania, l'Ungheria, il Lussemburgo, i Paesi Bassi, il Portogallo, la Slovacchia e la Svezia, che presentano tutti notevoli divari (grafico 2.3.11 a). Le misure di accessibilità economica, basate sul numero di anni di reddito medio necessario per acquistare un'abitazione di 100 metri quadri⁽²³⁾, mostrano una forte sopravvalutazione a Malta, Irlanda e Croazia, mentre in altri undici Stati membri per acquistare un'abitazione di 100 metri quadri sono necessari oltre dieci anni di

(22) I divari di valutazione dei prezzi delle abitazioni sono calcolati in relazione ai parametri di riferimento per cogliere gli effetti specifici per paese. I divari di valutazione sintetici si basano sul divario ottenuto da diversi parametri di riferimento: i) lo scostamento del rapporto prezzo/reddito dalla rispettiva media a lungo termine; ii) lo scostamento del rapporto prezzo dell'immobile/canone di locazione dalla rispettiva media a lungo termine; iii) lo scostamento dai parametri di riferimento basati su regressioni tenendo conto dei fondamentali economici della domanda e dell'offerta (cfr. N. Philipponet e A. Turrini (2017), "Assessing House Price Developments in the EU", Commissione europea, Discussion Paper 048, maggio 2017). Nel calcolo dei parametri di riferimento basati sulla regressione, le variabili esplicative cicliche sono smussate con il filtro HP per ridurne la volatilità.

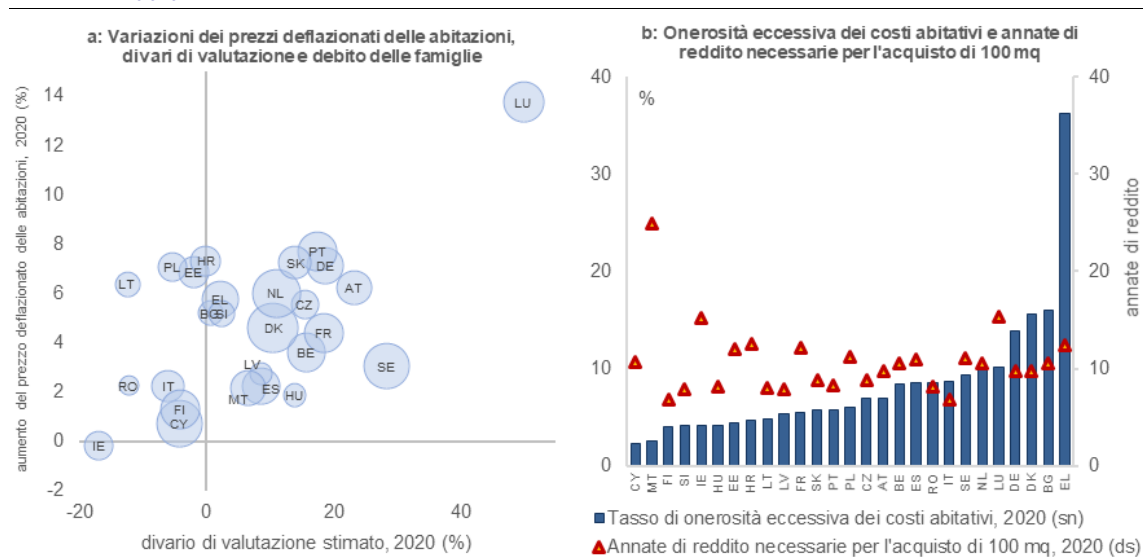
(23) Le stime sul livello dei prezzi sono ottenute sulla base dei dati relativi ai conti nazionali e dei dati del censimento o, qualora non siano disponibili, delle informazioni pubblicate sui siti internet dalle agenzie immobiliari. Cfr. J. C. Bricongne e altri (2019), "Assessing House Prices: Insights from 'Houselev', a Dataset of Price Level Estimates", European Economy, Discussion Paper n. 101, luglio 2019.

reddito. Questi paesi sono Austria, Cipro, Estonia, Francia, Grecia, Ungheria, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Spagna e Svezia (grafico 2.3.11 b).

In una serie di casi, le indicazioni di una potenziale sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni si combinano con un elevato debito delle famiglie o con un'accelerazione del credito ipotecario. In Lussemburgo si riscontrano allo stesso tempo prezzi delle abitazioni elevati e in forte crescita e livelli molto alti di debito delle famiglie. L'Austria, il Belgio, la Danimarca, la Francia, la Germania, i Paesi Bassi, il Portogallo e la Svezia mostrano segni di potenziale sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni, con un considerevole (nel caso della Danimarca, molto elevato) debito delle famiglie. Nel caso della Slovacchia, gli indici di potenziale sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni si accompagnano al maggiore aumento del debito delle famiglie degli ultimi anni, anche se a partire da un livello basso.

I rischi di sostanziali correzioni al ribasso dei prezzi delle abitazioni sono attenuati dalla presenza di vincoli dal lato dell'offerta, ma permangono preoccupazioni economiche. In molti Stati membri sono state adottate misure macroprudenziali che hanno contribuito a ridurre i rischi per la stabilità finanziaria complessiva connessi al mercato immobiliare⁽²⁴⁾. L'offerta meno dinamica di abitazioni ha contribuito al rialzo dei prezzi; tuttavia, anche la minore attività edilizia ha ridotto l'impatto economico diretto di una correzione dei prezzi delle abitazioni.

Grafico 2.3.11: **Prezzi delle abitazioni, parametri di valutazione, debito delle famiglie e onerosità eccessiva dei costi abitativi**



Nota: la grandezza delle bolle nel grafico a sinistra corrisponde al debito delle famiglie in % del PIL nel 2020. Cfr. nota 22 per informazioni sui divari di valutazione. Il tasso di onerosità eccessiva dei costi abitativi corrisponde alla percentuale della popolazione che vive in famiglie in cui le spese totali per l'alloggio (al netto delle indennità di alloggio) rappresentano più del 40% del reddito disponibile (al netto delle indennità di alloggio).

Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione

L'accessibilità economica degli alloggi è peggiorata. Poiché i prezzi delle abitazioni sono aumentati più rapidamente dei redditi delle famiglie, l'accessibilità economica delle abitazioni si è ridotta. Gli aumenti dei prezzi delle abitazioni non si riflettono, nel complesso, in un'accelerazione dell'indebitamento delle famiglie, che potrebbe tuttavia concretizzarsi in futuro con l'aumento dei costi per l'acquisto di abitazioni. Nel 2020 la crescita dei prezzi delle abitazioni ha superato la crescita del reddito in tutti i paesi dell'UE tranne Lettonia, Cipro e Irlanda. In Lussemburgo, Germania, Danimarca e Bulgaria oltre il 10% della popolazione spende almeno il 40% del proprio reddito disponibile in costi abitativi; in Grecia vale lo

⁽²⁴⁾ Le misure macroprudenziali sono monitorate dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS). Nel settembre 2019 il CERS ha emesso avvertimenti e raccomandazioni sulle vulnerabilità a medio termine specifiche per paese nel settore degli immobili residenziali per nove Stati membri: raccomandazioni per Belgio, Danimarca, Finlandia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Svezia, e avvertimenti per Cechia, Francia e Germania. Tutti i paesi del primo gruppo e l'Austria erano già stati destinatari di avvertimenti da parte del CERS nel novembre 2016. Il regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici (regolamento (UE) n. 1176/2011) invita la Commissione a tenere conto degli eventuali avvertimenti o raccomandazioni indirizzati dal CERS agli Stati membri soggetti a un esame approfondito. Un aggiornamento della relazione del 2019 è previsto per l'inizio del 2022.

stesso per oltre il 36 % della popolazione (grafico 2.3.11 b). Oltre agli ovvi effetti sociali, ciò può avere anche significative implicazioni macroeconomiche, principalmente a causa di un'allocazione inefficiente delle risorse. Elevati prezzi delle abitazioni possono determinare una riduzione dei consumi privati aggregati e un aumento del saldo netto della bilancia commerciale con l'estero, se gli acquirenti delle abitazioni hanno una propensione al consumo superiore alla media. Qualora vi siano abbinati i prestiti, la conseguenza può essere uno sviamento del credito dagli investimenti che incrementano la produttività. Infine, ma non per questo meno importante, la mancanza di alloggi economicamente accessibili può incidere negativamente sulla mobilità del lavoro e, di conseguenza, sulla competitività.

Il mercato degli immobili commerciali (MIC) è stato colpito in modo significativo dallo shock della COVID-19 in un contesto caratterizzato da un forte calo delle transazioni e delle correzioni dei prezzi. Il MIC non ha più seguito le tendenze del settore degli immobili residenziali a partire dall'insorgenza della pandemia di COVID-19. Le transazioni del MIC sono diminuite in modo significativo e il segmento al dettaglio ha subito un'importante correzione dei prezzi. Sebbene l'incompletezza dei dati sul MIC non consenta una solida valutazione dei rischi e delle vulnerabilità, le indagini degli investitori indicano che il clima di fiducia del mercato continua a deteriorarsi ⁽²⁵⁾. Ciò può rappresentare un rischio per alcune banche in quanto il MIC è comunemente utilizzato come garanzia per i prestiti delle SNF, ma soprattutto per i fondi immobiliari che sono i principali detentori diretti del MIC.

⁽²⁵⁾ BCE (2021): Financial Stability Review, maggio 2021, sulla base del Global Commercial Property Monitor di RICS.

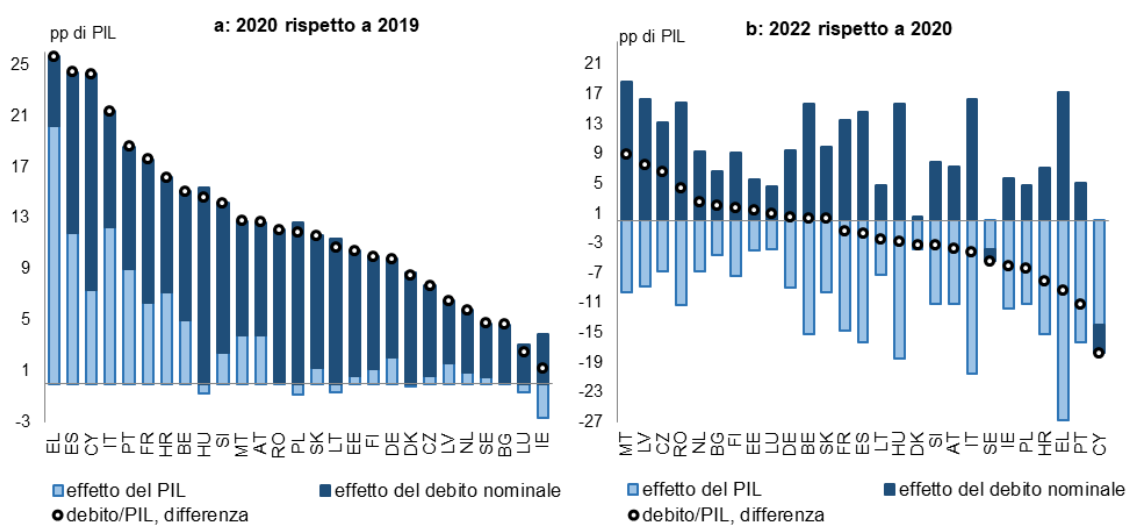
2.4. SETTORE PUBBLICO

La crisi della COVID-19 e le misure adottate dai governi per attenuarla hanno avuto un notevole impatto sul debito pubblico, che nel 2020 è aumentato in tutti gli Stati membri. Nel 2020 il debito pubblico ha superato la soglia del quadro di valutazione (60 % del PIL) nel caso di 13 Stati membri (Austria, Belgio, Croazia, Cipro, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Ungheria, Italia, Portogallo, Slovenia e Spagna), due in più rispetto al 2019, quando la Finlandia e la Germania erano al di sotto della soglia. Le misure, per lo più temporanee, introdotte nel 2020, benché abbiano avuto un impatto immediato al rialzo sul debito, aumentandone il valore nominale, hanno ridotto l'impatto della recessione causata dalla pandemia su altri settori dell'economia.

Gli aumenti del debito pubblico nel 2020 sono stati più pronunciati nei paesi duramente colpiti dallo shock della COVID-19. Nel 2020 l'aumento è stato superiore a 20 punti percentuali del PIL nel caso di Cipro, Grecia, Italia e Spagna. Entro il 2022 si prevede che i maggiori aumenti del PIL rispetto ai livelli del 2019 si saranno verificati in Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Italia e Malta. Tra questi, Belgio, Francia, Grecia, Italia e Spagna sono entrati nella pandemia con livelli di debito elevati, che dovrebbero stabilizzarsi entro il 2022.

L'aumento del rapporto debito/PIL tra il 2019 e il 2020 è il risultato di un aumento del debito nominale e di un brusco calo del PIL. Nella maggior parte dei paesi il contributo maggiore è provenuto dall'aumento del debito nominale, che comprende l'impatto delle misure politiche introdotte per sostenere gli altri settori dell'economia. Nel caso della Grecia e dell'Italia, tuttavia, oltre la metà dell'aumento del rapporto debito/PIL è derivato dall'effetto del denominatore, che è più significativo per i livelli di debito iniziali maggiori e laddove la recessione è stata più forte (grafico 2.4.1).

Grafico 2.4.1: **Scomposizione delle variazioni del rapporto debito pubblico/PIL**



Fonte: AMECO, Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea

Le prospettive per il 2021 e il 2022 prevedono una stabilizzazione generale del debito pubblico, anche se in alcuni casi dovrebbe aumentare ulteriormente. Entro la fine del 2022, circa la metà degli Stati membri dovrebbe avere un debito pubblico superiore ai livelli del 2020 (grafico 2.4.1 b). In diversi paesi, il debito pubblico dovrebbe aumentare ulteriormente nel 2021, sulla scia di disavanzi pubblici ancora considerevoli (grafici 2.4.2 e 2.4.3 b), con Malta e Slovacchia che dovrebbero superare il 60 % del PIL. Nel 2022 il rapporto debito/PIL dovrebbe registrare un andamento discendente nella maggior parte dei paesi, anche se, in uno scenario di politiche invariate, si prevede un aumento in Belgio, Cechia, Estonia, Lettonia, Malta e Romania.

Le condizioni del finanziamento pubblico sono state favorevoli. I rendimenti dei titoli di Stato sono rimasti stabili o hanno addirittura mostrato una leggera tendenza al ribasso nel 2020, subito dopo un moderato picco allo scoppio della pandemia. Sono lievemente aumentati nel 2021, pur mostrando una traiettoria convergente, soprattutto tra i paesi della zona euro. I rendimenti dei titoli di Stato in Polonia, Cechia e Ungheria sono lievemente aumentati, mentre nel caso della Romania sono stati più pronunciati. La minore volatilità è derivata da azioni di politica economica che hanno sostenuto il finanziamento pubblico. La politica monetaria condotta dalla BCE e da altre banche centrali dell'UE è stata fondamentale al riguardo e l'orientamento della politica di bilancio e misure di politica monetaria di sostegno si sono rafforzati a vicenda per mantenere la fiducia e la stabilità.

Il fabbisogno di finanziamento lordo è aumentato significativamente nel 2020, ma dovrebbe diminuire in modo costante nei prossimi anni. L'insorgenza della pandemia ha determinato un notevole aumento del fabbisogno di finanziamento lordo in tutti gli Stati membri, in molti casi superiore al 10 % del PIL (Austria, Cipro, Finlandia, Francia, Italia, Malta, Polonia, Slovacchia, Slovenia e Spagna). Il fabbisogno di finanziamento lordo più elevato nel 2020, pari a circa il 30 % del PIL, è stato registrato in Italia e Spagna (grafico 2.4.3 a). Nelle previsioni il fabbisogno di finanziamento inizierà a diminuire nel 2021 o nel 2022 nel caso della maggior parte degli Stati membri, in linea con la diminuzione del disavanzo nei prossimi anni (grafico 2.4.3 b). Tuttavia si prevede che nel 2022 il fabbisogno di finanziamento lordo supererà il 20 % del PIL in Francia, Italia e Spagna.

La struttura del debito pubblico potrebbe aggravare i rischi in taluni casi, come in Bulgaria ⁽²⁶⁾, Croazia, Ungheria e Romania, paesi per i quali la quota del debito denominato in valuta estera è la più elevata ⁽²⁷⁾. In particolare, spiccano a tal riguardo l'importanza del debito in valuta estera per i paesi non appartenenti alla zona euro e il maggiore fabbisogno di rifinanziamento, associato a strutture tendenti a una bassa scadenza media. Anche i mercati nazionali meno sviluppati e liquidi potrebbero, in alcuni casi, aumentare i rischi connessi al finanziamento.

Vi sono anche alcuni fattori volti ad attenuare i rischi per la sostenibilità di bilancio, che sono superiori rispetto a prima della pandemia. Nel prossimo decennio il debito dovrebbe rimanere al di sopra dei livelli pre-pandemia in circa un terzo degli Stati membri ⁽²⁸⁾. Tuttavia, i differenziali favorevoli tra il tasso di interesse e la crescita del PIL dovrebbero contribuire, nei prossimi anni, a stabilizzare o a ridurre il rapporto debito/PIL. I rischi di bilancio potrebbero essere attenuati anche grazie a scadenze più lunghe, fonti di finanziamento relativamente stabili e costi di finanziamento storicamente bassi. Allo stesso tempo, l'attuazione efficace delle riforme e degli investimenti nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza dovrebbe sostenere la crescita potenziale e migliorare la sostenibilità del debito.

I rischi potenziali derivano da un aumento dei tassi di interesse o dall'attivazione delle garanzie connesse alla COVID-19. L'aumento dei tassi di interesse potrebbe comportare un aumento dei pagamenti di interessi, in particolare per i paesi con un elevato fabbisogno di finanziamento in futuro. Lo stock di garanzie potrebbe anche generare costi di bilancio aggiuntivi: tra il 2019 e il 2020 nella zona euro è aumentato di 14 punti percentuali del PIL. I governi con un margine di bilancio inferiore (tra cui Belgio, Francia, Italia, Portogallo e Spagna) hanno attuato regimi di garanzia più generosi. Se da un lato questi hanno permesso di concedere il sostegno senza incidere direttamente sui saldi di bilancio, dall'altro aumenteranno il debito pubblico in caso di attivazione. ⁽²⁹⁾.

⁽²⁶⁾ In Bulgaria, il rischio derivante dalla composizione valutaria del debito estero è attenuato dal regime di "currency board". Inoltre, nel caso della Bulgaria e della Croazia, anche l'adesione all'ERM II potrebbe attenuare i rischi per la sostenibilità del debito, grazie alla riduzione dei premi di rischio.

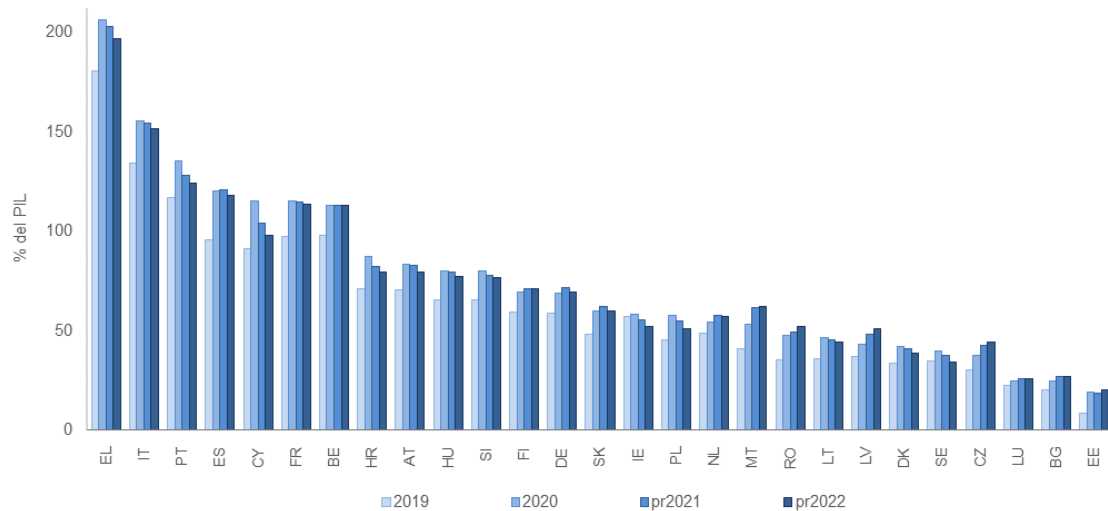
⁽²⁷⁾ Nel luglio 2021 la quota del debito pubblico denominato in valuta estera era la seguente: Bulgaria 82 %, Croazia 72,1 %, Romania 51,1 %, Polonia 22,9 %, Ungheria 21,7 %, Svezia 20 %, Danimarca 10,1 %, Cechia 8 %.

⁽²⁸⁾ Commissione europea (2021), [The 2021 Stability and Convergence Programmes: an Overview, with an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance](#).

⁽²⁹⁾ BCE (2021), Financial Stability Review

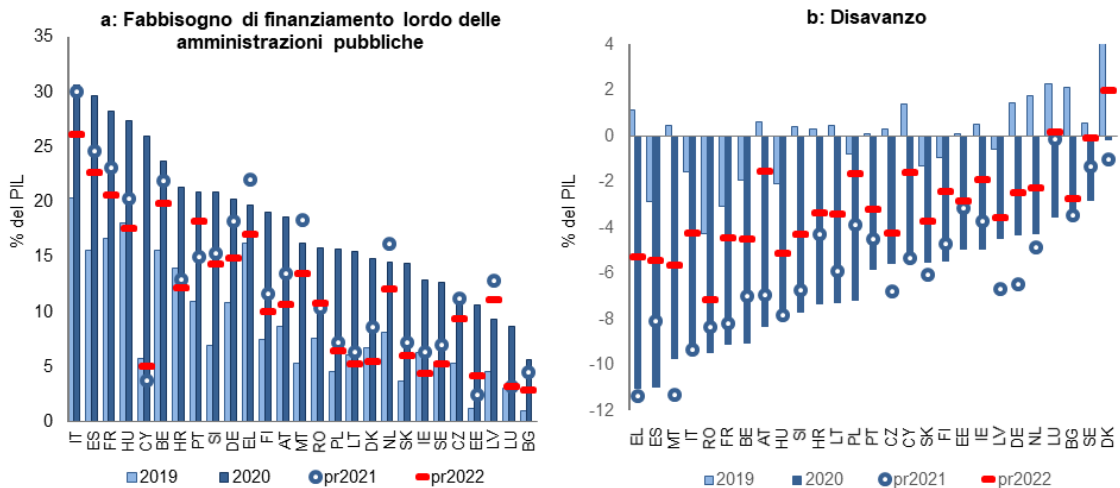
In futuro, la gestione del percorso idoneo a ripristinare la sostenibilità di bilancio sarà importante per la ripresa. La clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita, che ha consentito agli Stati membri di sostenere le loro economie nel contesto della crisi della COVID-19, dovrebbe essere disattivata a partire dal 2023. Quando le condizioni economiche lo consentiranno, sarà essenziale raggiungere posizioni di bilancio prudenti e garantire la sostenibilità di bilancio a medio termine. I rischi connessi all'elevato debito pubblico dovrebbero essere controbilanciati dai rischi derivanti dal ritiro prematuro delle misure di bilancio adottate a fronte della COVID-19, che potrebbe rallentare la ripresa⁽³⁰⁾ e avere nel tempo un impatto negativo sulla crescita. Per paesi come Belgio, Cipro, Francia, Portogallo e Spagna, che presentano livelli elevati di debito sia pubblico che privato, le implicazioni per l'andamento della crescita potrebbero essere ancora più pronunciate.

Grafico 2.4.2: **Debito pubblico**



Fonte: AMECO e Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea.

Grafico 2.4.3: **Fabbisogno di finanziamento lordo e disavanzo delle amministrazioni pubbliche**



Fonte: AMECO, Previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione europea e calcoli effettuati dai servizi della Commissione

⁽³⁰⁾ FMI (2021), Fiscal Monitor, aprile 2021

2.5. SETTORE FINANZIARIO

Finora il settore bancario dell'UE ha dato prova di resilienza di fronte alla pandemia, pur rimanendo caratterizzato da sfide preesistenti, come la bassa redditività. Il settore bancario dell'UE è entrato nella pandemia ben capitalizzato dopo diversi anni di rafforzamento, a seguito delle pesanti ripercussioni della crisi finanziaria mondiale e della crisi del debito sovrano. Tuttavia, la solidità del settore varia da un paese all'altro, con alcuni Stati tuttora caratterizzati da consistenti crediti deteriorati e da una diffusa preoccupazione per la bassa redditività.

- **Il settore bancario dell'UE è rimasto resiliente, grazie alla sua forte posizione di partenza e alle misure politiche introdotte durante la pandemia.** Nel complesso, negli anni precedenti la pandemia sono state create forti riserve di capitale e nel 2020 il capitale primario di classe 1 (CET1) e il coefficiente di solvibilità sono ulteriormente aumentati, con l'ausilio di limiti normativi sui dividendi. I crediti deteriorati hanno continuato a diminuire nel contesto della cessione delle attività preesistenti e i nuovi crediti deteriorati sono stati disinnescati da moratorie sui rimborsi dei prestiti introdotte dopo l'insorgenza della pandemia. Il nuovo credito è stato a sua volta sostenuto da garanzie statali sui prestiti alle imprese e da un temporaneo allentamento macroprudenziale e le condizioni finanziarie sono rimaste elastiche nel 2021. L'aumento delle passività del settore finanziario è rimasto contenuto nel 2020 e solo l'Estonia, la Grecia e l'Ungheria hanno superato la soglia del quadro di valutazione. Le recenti prove di stress effettuate dall'Autorità bancaria europea (ABE) mostrano che, nel complesso, il settore bancario dell'UE è resiliente, ma che esistono notevoli differenze tra le banche, e quelle che operano maggiormente sui prestiti nazionali o che hanno un reddito da interessi netto inferiore farebbero fronte a una maggiore decapitalizzazione ⁽³¹⁾.
- **Una delle principali sfide del settore bancario dell'UE rimane la sua bassa redditività** (grafico 2.5.1 a). La redditività del capitale proprio, che è stata costantemente bassa nella maggior parte degli Stati membri, è diminuita ulteriormente nel 2020 a causa di accantonamenti per perdite su crediti più elevati e minori entrate. La redditività è diventata negativa a Cipro, in Grecia, in Irlanda, in Portogallo e in Spagna. Nel 2021 si riscontrano segnali di ripresa della redditività ⁽³²⁾. Questi sviluppi cautamente positivi si riflettono anche nella valutazione di mercato delle banche dell'UE. Esse sono gradualmente risalite ai livelli pre-pandemia dall'autunno scorso, ma rimangono leggermente al di sotto del totale dei mercati azionari.
- **In alcuni paesi dell'UE il settore bancario continua a essere messo a dura prova da combinazioni di redditività molto bassa, coefficienti patrimoniali inferiori alla media o crediti deteriorati elevati** (grafico 2.5.1) ⁽³³⁾. In Grecia la percentuale di crediti deteriorati è diminuita

⁽³¹⁾ Nel luglio 2021 l'Autorità bancaria europea (ABE) ha pubblicato i risultati della prova di stress a livello dell'Unione cui hanno partecipato 50 banche di 15 paesi dell'UE e del SEE, che coprono il 70 % delle attività del settore bancario dell'Unione. Tale attività si è concentrata in particolare sui prestiti soggetti a moratoria e con garanzie pubbliche. La prova di stress di quest'anno ha preso in considerazione uno scenario di COVID-19 prolungato in un contesto di tassi di interesse "più bassi per più tempo", che ipotizzava un calo del PIL dell'UE del 3,6 % nell'arco di tre anni. I risultati indicano che il settore bancario dell'UE rimarrebbe al di sopra di un coefficiente CET1 del 10 %, con una decapitalizzazione di 265 miliardi di EUR rispetto a un coefficiente CET1 iniziale del 15 %. Le perdite su crediti spiegherebbero la maggior parte della decapitalizzazione. Lo scenario comporterebbe anche una riduzione significativa del contributo degli utili derivanti da attività operative in esercizio, in particolare dai redditi da interessi netti.

⁽³²⁾ La redditività del capitale proprio media delle banche dell'UE è scesa dal 5,8 % nel 2019 al 2,7 % nel 2020. Tuttavia, è aumentata al 7,1 % nel secondo trimestre del 2021.

⁽³³⁾ I crediti deteriorati nella serie di indicatori ausiliari del quadro di valutazione sono definiti come il totale degli anticipi e dei crediti deteriorati lordi in percentuale del totale degli anticipi e dei crediti lordi (valore contabile lordo), per il settore "gruppi bancari e singole banche nazionali, controllate estere e filiali estere, tutti gli istituti". Le percentuali di crediti deteriorati armonizzate sono disponibili solo a partire dal 2014. Pertanto, per i dati relativi "all'incremento verso il picco", il grafico 2.5.1 b mostra il rapporto tra strumenti di debito deteriorati lordi e totale degli strumenti di debito lordi, che è disponibile in serie temporali più lunghe e che fa riferimento, oltre che ai crediti, anche ad altri strumenti di debito detenuti dal settore bancario. Questi ultimi sono in genere leggermente inferiori alle percentuali di crediti deteriorati, soprattutto in quanto il denominatore è maggiore, vale a dire che il totale degli strumenti di debito lordo è superiore al totale dei prestiti. La differenza tra le due percentuali attualmente è di cinque punti percentuali per la Grecia e due per Cipro, mentre per la maggior parte dei paesi è inferiore a un punto percentuale.

significativamente, pur essendo ancora elevata ⁽³⁴⁾, mentre la redditività è diventata negativa nel 2020 e i coefficienti di capitale sono tra i più bassi dell'UE. Anche le banche cipriote hanno registrato notevoli riduzioni delle loro percentuali molto elevate di crediti deteriorati, mentre anche la redditività è diventata negativa nel 2020. In diversi altri paesi le percentuali di crediti deteriorati sono diminuite notevolmente negli ultimi anni, ma si avvicinano al 5 % in Bulgaria, Croazia e Polonia. Il coefficiente patrimoniale è ben inferiore alla media in Spagna e Portogallo e anche la redditività è diventata leggermente negativa nel 2020.

Permangono rischi per il settore bancario e il pieno impatto della crisi sulla qualità delle attività, sulla redditività e sulle riserve di capitale sarà visibile solo dopo il completo ritiro delle misure di sostegno. L'impatto dello shock della COVID-19 sul settore bancario è stato limitato da ampie misure di politica di sostegno, rivolte principalmente al settore delle imprese. Tali misure sono state gradualmente ritirate e la maggior parte di esse dovrebbe scadere entro la fine del 2021. Il loro ritiro farà emergere problemi di solvibilità o di liquidità latenti. Ciò rappresenta un rischio per il settore bancario, in quanto i debitori dovranno adempiere gli obblighi di rimborso da cui erano stati protetti.

- **Le difficoltà in termini di solvibilità per le imprese e le famiglie possono ancora concretizzarsi con il ripristino della normalità.** Il debito privato era già elevato in diversi Stati membri prima della pandemia ed è ulteriormente aumentato nel 2020. I problemi di solvibilità delle imprese rappresentano un grave rischio, in particolare in alcuni settori maggiormente colpiti dalla crisi. Finora le insolvenze delle imprese sono rimaste basse. I rischi connessi al debito ipotecario delle famiglie sono stati finora contenuti dai regimi pubblici di sostegno al reddito e dall'aumento del risparmio delle famiglie. I risalenti problemi di offerta nei mercati immobiliari riducono il rischio di significativi aggiustamenti al ribasso dei prezzi delle abitazioni. Tuttavia, i futuri problemi di solvibilità del settore delle imprese potrebbero avere un effetto a catena sull'occupazione e incidere anche sulla solvibilità delle famiglie.
- **Si prevede un aumento dei crediti deteriorati, soprattutto in alcuni settori e paesi.** Le difficoltà di rimborso del debito da parte delle società non finanziarie la cui redditività ha risentito maggiormente potrebbero comportare un aumento dei crediti deteriorati. Si è già registrato un marcato aumento dei prestiti della fase 2, che rappresentano prestiti con un rischio di credito significativamente accresciuto ⁽³⁵⁾. La quota dei prestiti della fase 2 nella zona euro era pari al 13 % nel 2020 e dovrebbe salire fino al 17 % nel 2021 ⁽³⁶⁾. La distribuzione regionale delle attività economiche significa che gli aumenti dei crediti deteriorati potrebbero essere distribuiti in modo disomogeneo tra le regioni e quindi incidere in maniera sproporzionata sui settori bancari di alcuni paesi ⁽³⁷⁾. L'aumento dei tassi di interesse può rappresentare un'altra sfida per le imprese ad alta leva finanziaria con basse riserve di liquidità.
- **I circoli viziosi fra banche, emittenti sovrani e società non finanziarie dovrebbero essere attentamente monitorati.** Nella zona euro, il programma di sostegno all'emergenza pandemica della BCE ha sostenuto un clima di fiducia favorevole nei mercati finanziari e ha contribuito alla stabilità del settore bancario durante la pandemia. Tuttavia, in alcuni paesi le banche hanno assorbito un'ampia quota del debito pubblico di recente emissione, in parte riconducibile alle misure di sostegno a favore delle imprese. Ciò rappresenta un rischio in considerazione dell'interconnessione tra i bilanci delle banche, il settore delle imprese e il livello del debito pubblico, anche in una situazione di potenziale aumento dei tassi a lungo termine a livello mondiale.

⁽³⁴⁾ Il grafico 2.5.1 b si basa sui dati del primo trimestre del 2021, quando la percentuale di crediti deteriorati per la Grecia era del 26 %. I dati per il secondo trimestre del 2021, pubblicati dopo la data limite dell'AMR (22 ottobre 2021) indicano una riduzione molto decisa della percentuale di crediti deteriorati, verso il 16 % (valore provvisorio).

⁽³⁵⁾ I prestiti della fase 2 sono prestiti il cui rischio di credito è aumentato significativamente dopo la rilevazione iniziale ma, a differenza di quanto avviene nel caso della fase 3, i prestiti non sono ancora considerati deteriorati o in stato di default.

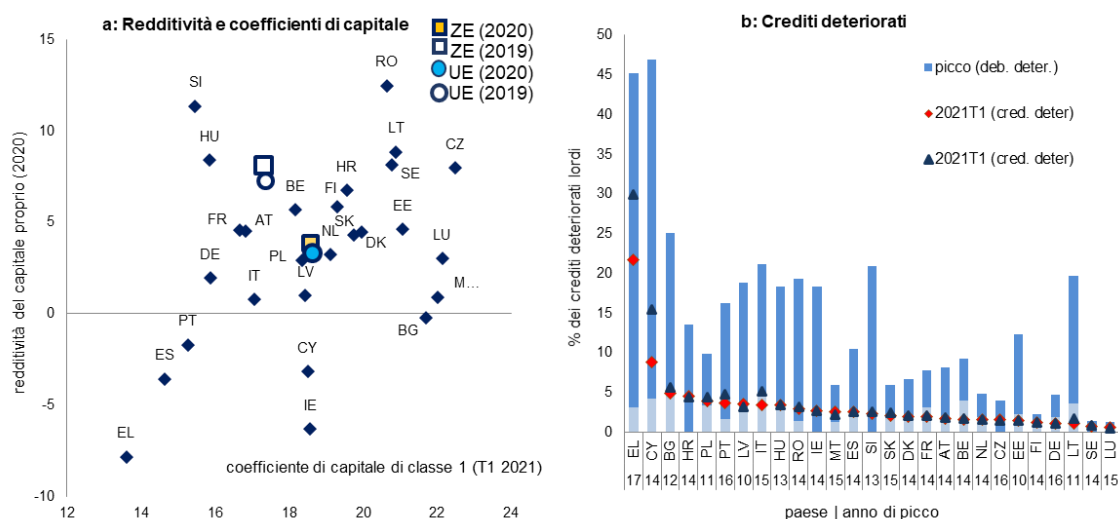
⁽³⁶⁾ BCE (2021), Rapporto sulla stabilità finanziaria, maggio 2021.

⁽³⁷⁾ I dati relativi alla zona euro confermano che l'aumento dei prestiti della fase 2 è stato più marcato per i settori maggiormente colpiti dalla pandemia e dalle restrizioni alla mobilità, ad esempio nei servizi di alloggio dal 7 % nel 2019 al 25 % nel 2020 e nel settore delle arti e dello spettacolo, rispettivamente dal 6 % al 23 %. BCE (2021): Rapporto sulla stabilità finanziaria, maggio 2021. Tendenze analoghe sono riscontrabili anche nei recenti dati sui crediti deteriorati. Il quadro operativo dei rischi elaborato dall'ABE per il secondo trimestre 2021 mostra l'aumento delle differenze nella qualità delle attività tra i vari settori. Ad esempio, per quanto riguarda i servizi di alloggio e di ristorazione, la percentuale di crediti deteriorati è aumentata ulteriormente, passando dal 9 % nel primo trimestre del 2021 al 9,6 % nel secondo trimestre del 2021 e per le arti, lo spettacolo e le attività ricreative dal 7,9 % all'8,2 %.

Rimangono delle sfide strutturali per il settore bancario che erano presenti prima della pandemia e che potrebbero essere più difficili da risolvere. L'eccesso di capacità è stato una sfida a lungo termine per il settore bancario dell'UE, che ha portato a una bassa efficienza in termini di costi e a una bassa redditività. L'attuale processo di digitalizzazione e di transizione verde pone nuove sfide al settore bancario, che dovrà riorientare i finanziamenti ai vari settori in un momento in cui la sua redditività continuamente bassa ne limita gli investimenti, e che potrebbe essere esacerbata se la qualità dei propri attivi dovesse peggiorare.

Il settore finanziario non bancario, colpito dal persistente contesto di bassi tassi di interesse, si trova ad affrontare nuove sfide. Il persistente contesto di bassi rendimenti ha messo a dura prova la redditività e il bilancio degli enti finanziari non bancari con portafogli di attività investiti in larga parte in attività a basso rischio, come gli assicuratori, spingendoli ad aumentare la leva finanziaria e l'esposizione ad attività più rischiose⁽³⁸⁾. Un brusco aumento delle prospettive per i tassi di interesse potrebbe innescare una revisione globale dei rischi con conseguenti perdite del valore delle attività per il settore non bancario dell'UE. Gli assicuratori del ramo vita sembrano essere finora i più colpiti dallo shock della COVID-19, in quanto i loro premi sono diminuiti nel 2020, mentre sono aumentati per il ramo non vita⁽³⁹⁾. Inoltre, la pandemia ha determinato alcune correzioni dei prezzi degli immobili commerciali che hanno inciso sui risultati dei fondi immobiliari (cfr. la precedente sezione sugli alloggi).

Grafico 2.5.1: **Redditività e capitale del settore bancario e crediti deteriorati**



Nota: i valori medi per l'UE e la zona euro non sono ponderati in base alle dimensioni economiche. I dati relativi "all'incremento verso il picco", si riferiscono al rapporto tra strumenti di debito deteriorati lordi e totale degli strumenti di debito lordi; le percentuali dei crediti deteriorati si riferiscono al primo trimestre del 2020 e al primo trimestre del 2021; i numeri sotto i codici dei paesi indicano l'anno in cui i crediti deteriorati hanno raggiunto il picco.

Fonte: BCE, calcoli dei servizi della Commissione.

⁽³⁸⁾ BCE (2021), Rapporto sulla stabilità finanziaria, maggio 2021.

⁽³⁹⁾ EIOPA (2021), Rapporto sulla stabilità finanziaria, luglio 2021.

Riquadro 2: **Andamento dell'occupazione ed evoluzione della situazione sociale**

Durante tutta la pandemia il mercato del lavoro è rimasto resiliente, in gran parte grazie a misure di sostegno senza precedenti a livello nazionale e dell'UE. L'ampio ricorso a programmi di conservazione dei posti di lavoro, supportati dallo strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione nello stato di emergenza (SURE) e altri tipi di interventi, tra cui un ampio sostegno finanziario e monetario, ha attenuato l'impatto dello shock della COVID-19 sui posti di lavoro e sui redditi e ha impedito che la crisi sanitaria diventasse una crisi occupazionale. Gli effetti della recessione causata dalla COVID-19 sui mercati del lavoro è stata generalmente a forma di V: nella maggior parte dei paesi, i mercati del lavoro hanno risentito in misura significativa dell'inizio della crisi, ma si è rapidamente registrata una successiva ripresa parziale, soprattutto a causa della forte ripresa dell'attività economica ⁽¹⁾.

La disoccupazione è aumentata solo lievemente nel 2020 rispetto all'entità dello shock e dovrebbe tornare ai livelli pre-pandemia nel 2022. Il tasso di disoccupazione nell'UE (15-74 anni) è salito al 7 % nel 2020 (con un picco del 7,7 % raggiunto dopo la prima ondata della pandemia), superando di appena 0,3 punti percentuali (pp) il livello medio del 2019. L'aumento è stato modesto rispetto alla contrazione del PIL di circa il 6 % per l'UE nel suo complesso ⁽²⁾. Gli aumenti più elevati sono stati registrati nei paesi baltici (2,4 punti percentuali in Estonia, 2,2 in Lituania e 1,8 in Lettonia), in Svezia (1,5 punti percentuali) e in Spagna (1,4 punti percentuali). In diciassette paesi dell'UE il tasso di disoccupazione è aumentato di meno di un punto percentuale. Nel 2020 il tasso di disoccupazione è addirittura diminuito in Polonia, Francia, Italia e Grecia. Nella prima metà del 2021 la disoccupazione è diminuita nella maggior parte degli Stati membri. Il tasso di disoccupazione giovanile (15-24 anni) nell'UE mostrava i primi segni di ripresa a metà del 2021, ma nel secondo trimestre dell'anno si attestava ancora al 17,4 %, quasi il triplo del tasso di disoccupazione della popolazione di età compresa tra i 25 e i 74 anni. Secondo le previsioni economiche d'autunno 2021 della Commissione, il tasso di disoccupazione nell'UE dovrebbe ancora stabilizzarsi nel 2021, per poi scendere nuovamente intorno ai livelli pre-pandemia nel 2022.

Tuttavia l'aumento dei tassi di disoccupazione in misura inferiore rispetto al previsto riflette in parte le uscite dal mercato del lavoro e quindi tassi di attività inferiori. Il tasso di attività (15-64 anni) è diminuito di 1,7 punti percentuali, passando dal 73,6 % nel quarto trimestre del 2019 al 71,9 % nel secondo trimestre del 2020, ma è tornato al livello pre-pandemia nel secondo trimestre del 2021. I tassi di attività sono diminuiti nella maggior parte degli Stati membri nel 2020, con i cali più importanti (tra 1 e 2 punti percentuali) registrati da Italia, Spagna, Irlanda, Portogallo, Bulgaria e Grecia. Nel 2021 il tasso di attività è rimasto al di sotto dei livelli pre-pandemia in un numero significativo di casi.

I tassi di occupazione, sebbene in calo in quasi tutti gli Stati membri nel 2020, si stanno gradualmente riprendendo nel 2021, ma non in tutti i settori. Nell'UE il tasso di occupazione (20-64 anni) è sceso al 72,4 % nel 2020 rispetto al 73,1 % del 2019. Le diminuzioni maggiori sono state osservate in Spagna (-2,3 %), Irlanda (-1,7 %) e Bulgaria (-1,6 %), mentre Polonia (+0,6 punti percentuali), Malta (+0,5 punti percentuali) e Croazia (+0,2 punti percentuali) sono stati gli unici paesi in cui il tasso di occupazione è aumentato. Nel primo trimestre del 2021 i tassi di occupazione sono ancora diminuiti nella maggior parte degli Stati membri, ma nel secondo trimestre del 2021 sono nuovamente aumentati, tornando gradualmente ai livelli pre-pandemia, tranne, in particolare, nei settori maggiormente colpiti dalle esigenze di distanziamento sociale.

Le misure di sostegno pubblico hanno attenuato l'effetto del calo dei redditi di mercato sul reddito disponibile. Oltre al ricorso a regimi di conservazione del posto di lavoro, i governi hanno attuato una serie di misure per aumentare i trasferimenti netti, tra cui l'estensione delle indennità di disoccupazione o il rinvio di determinati pagamenti, quali imposte o bollette di utenze, oltre alle moratorie sui rimborsi dei debiti. Il reddito disponibile reale lordo pro capite delle famiglie è diminuito del 2,7 % (su base annua) nel secondo trimestre del 2020, ma ha recuperato alla fine dell'anno ed è rimasto sostanzialmente invariato tra il 2019 e il 2020. L'aumento del tasso di rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE) nel 2020 è stato contenuto o è diminuito rispetto al 2019 in almeno la metà degli Stati membri. Gli aumenti sono stati tuttavia stimati per alcuni Stati membri ⁽³⁾.

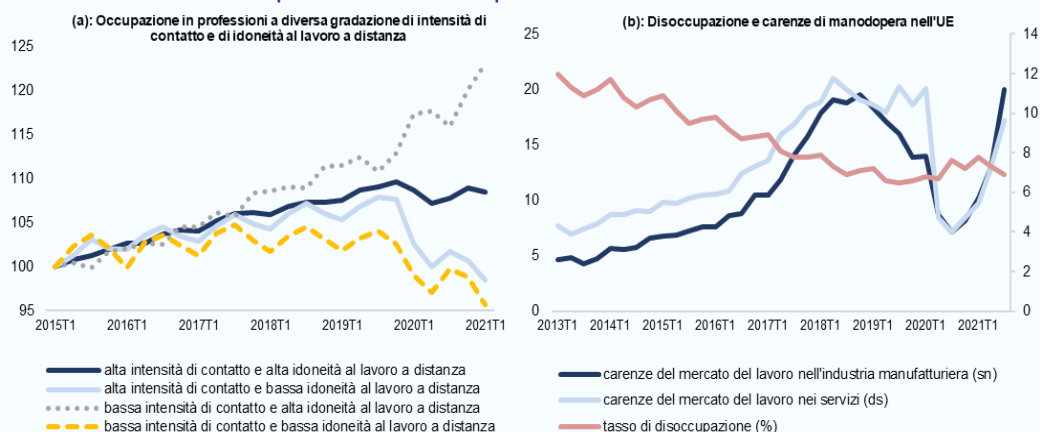
Tuttavia, ci troviamo di fronte a sfide importanti.

La pandemia ha accelerato le tendenze strutturali nel mercato del lavoro, sollevando preoccupazioni per le persone colpite. La tendenza a lungo termine di calo della domanda di lavoro per mansioni con compiti di routine si è accelerata (grafico 1 a). Le mansioni a bassa capacità di telelavoro possono essere sempre più influenzate dall'automazione. Inoltre, la graduale soppressione delle misure di sostegno potrebbe comportare una significativa riduzione del numero di posti di lavoro nei settori più sostenuti, a seconda della misura in cui la domanda di beni e servizi correlati si riprenderà. La rapidità e l'efficacia della riallocazione della forza lavoro dipenderanno dal fatto che le competenze dei lavoratori in esubero siano specifiche per settore o adattabili ad altri settori e dall'efficacia della riqualificazione e del miglioramento delle competenze. Se da un lato tale riallocazione potrebbe accompagnare la duplice transizione e portare a incrementi di produttività e competitività, dall'altro la durata della disoccupazione potrebbe aumentare in assenza di interventi strategici mirati ed efficaci. Nei loro piani nazionali di ripresa e resilienza, la maggior parte degli Stati membri prevede misure a sostegno della ripresa dell'occupazione, ma un coordinamento rafforzato delle misure sarà fondamentale per il successo delle transizioni nel mercato del lavoro ⁽⁴⁾.

Sta emergendo di nuovo la carenza di manodopera che pone la necessità di riqualificazione e miglioramento delle competenze (grafico 1, lettera b)). Prima della pandemia, la carenza di manodopera aveva già raggiunto un picco storico in tutta l'UE. Le misure di contenimento connesse alla pandemia e le conseguenti perturbazioni economiche hanno determinato il calo della carenza di manodopera in quanto molte imprese hanno ritirato le loro offerte di lavoro durante il confinamento. Tuttavia, la carenza di manodopera è nuovamente in aumento nella maggior parte dei paesi, con un notevole aumento dei posti di lavoro vacanti in Austria, Belgio, Croazia, Germania, Lituania, Portogallo, Slovacchia e Slovenia. Attualmente le carenze riguardano in particolare i settori dell'informazione, della comunicazione e dell'edilizia. La crescente carenza di manodopera potrebbe non solo riflettere la rapida ripresa dalla profonda recessione e una diminuzione del numero di lavoratori transfrontalieri, ma anche indicare che gli squilibri tra domanda e offerta di competenze, già esistenti prima della crisi, potrebbero aumentare ulteriormente con i progressi della duplice transizione ⁽⁵⁾.

La pandemia e le sue conseguenze rischiano di aumentare le disuguaglianze in varie forme. Nel 2021 la disoccupazione di lunga durata è aumentata nella maggior parte degli Stati membri, poiché dall'inizio della pandemia sono aumentate le persone in stato di disoccupazione. L'estesa interruzione delle assunzioni ha limitato le opportunità per i disoccupati e per coloro che entravano nel mercato del lavoro, tra cui molti giovani o migranti ⁽⁶⁾. Nella maggior parte degli Stati membri la disoccupazione giovanile è aumentata significativamente durante la pandemia e nel secondo trimestre del 2021 era superiore al 30 % in Grecia (38,5 %), Spagna (38,2 %) e Italia (32,2 %). I confinamenti hanno inoltre aggravato le disuguaglianze nell'accesso all'istruzione per i servizi sanitari e sociali, il che potrebbe avere un impatto sul mercato del lavoro a medio e lungo termine, mentre l'impatto sull'orario di lavoro è stato più forte per i lavoratori con livelli di istruzione inferiori. Inoltre, ad eccezione dei Paesi Bassi, nel 2020 i lavoratori con contratti a tempo determinato hanno risentito particolarmente della perdita di posti di lavoro. Sebbene le misure di sostegno al reddito abbiano fortemente attenuato l'impatto regressivo della crisi sui redditi del mercato del lavoro ⁽⁷⁾, permangono serie preoccupazioni per le prospettive di questi lavoratori nel mercato del lavoro, anche alla luce della diminuzione della domanda relativa di mansioni che non possono essere svolte a distanza e di routine.

Grafico 1: Evoluzione dell'occupazione e della disoccupazione



Nota: a) Il presente grafico impiega un indice di idoneità tecnica al lavoro a distanza e di prossimità fisica. Si basa sull'indagine O*NET che misura i compiti richiesti in specifiche professioni. Queste informazioni sono abbinate all'indagine europea sulle forze lavoro (EU-LFS); b) Le inchieste europee presso le imprese e i consumatori (EU-BCS) raccolgono dati trimestrali dai datori di lavoro sulle difficoltà incontrate a coprire i posti vacanti. Fra i fattori limitanti una delle risposte possibili è "carenza di forza lavoro".

Fonte: a) Relazione della Commissione europea, Labour market and wage developments in Europe 2021 (di prossima pubblicazione)

b) Eurostat, LFS e Commissione europea, EU-BCS.

- (¹) Per una discussione più approfondita sui recenti sviluppi del mercato del lavoro, cfr. relazione della Commissione europea, Labour Market and Wage Developments in Europe 2021 (di prossima pubblicazione).
- (²) Grazie all'ampio ricorso ai regimi di conservazione dei posti di lavoro, la recessione si è tradotta più in un calo delle ore lavorate nel 2020 (-5,5 %) che in un aumento della disoccupazione. Nel 2020 la contrazione del PIL è stata più profonda rispetto al 2009 (-4,3 %), ma l'aumento della disoccupazione è stato notevolmente inferiore (tra il 2008 e il 2009 i tassi di disoccupazione mensili nell'UE erano aumentati fino a 2,6 punti percentuali).
- (³) Nel marzo 2021 la Commissione europea ha fissato un nuovo obiettivo a livello dell'UE per ridurre di almeno 15 milioni entro il 2030 il numero di persone a rischio di povertà o di esclusione sociale. Si tratta di uno dei tre obiettivi principali nei settori dell'occupazione, delle competenze e dell'inclusione sociale da conseguire entro il 2030 nell'ambito del piano d'azione del pilastro europeo dei diritti sociali.
- (⁴) Nel marzo 2021 la Commissione ha adottato una raccomandazione per un sostegno attivo efficace all'occupazione (EASE) per invitare gli Stati membri ad attuare pacchetti coerenti di politiche attive per il mercato del lavoro rafforzate per sostenere le transizioni professionali nella ripresa. In linea con la raccomandazione EASE, le politiche attive per il mercato del lavoro e i servizi pubblici per l'impiego sono parte integrante dei piani di gestione dei piani per la ripresa e la resilienza di 20 Stati membri, mentre tutti gli Stati membri hanno incluso nei loro piani politiche di aggiornamento e riqualificazione professionale.
- (⁵) Per una discussione più approfondita sulle competenze, cfr. Commissione europea (2021), Proposal for a Joint Employment Report (Proposta di relazione comune sull'occupazione) 2022 della Commissione e del Consiglio.
- (⁶) Cfr.: Croitorov O. et al. (2021), "The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area" *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, Commissione europea, Vol. 20, n. 2, parte I. Cfr. anche [2021 report of the Employment and Social Developments in Europe \(ESDE\)](#) e Fasani, F., Mazza, J. (2020) [A vulnerable workforce: migrant workers in the Covid-19 pandemic. Relazione tecnica del JRC.](#)
- (⁷) Employment and Social Developments in Europe (ESDE), Annual Review 2021.

3. SINTESI DELLE SFIDE PRINCIPALI E DELLE IMPLICAZIONI IN MATERIA DI SORVEGLIANZA

La crisi della COVID-19 ha interrotto la correzione degli squilibri macroeconomici connessi all'elevato debito pubblico, privato ed estero e si è manifestata in un momento in cui in alcuni paesi emergevano rischi di surriscaldamento dopo diversi anni di forte crescita. La recessione provocata dalla pandemia ha interrotto un ampio processo di riduzione dell'elevato indebitamento del settore pubblico e privato che aveva avuto luogo in diversi Stati membri nella maggior parte degli ultimi dieci anni, in particolare nella seconda metà, quando la crescita economica si era rafforzata e aveva contribuito a ridurre il rapporto debito/PIL. Inoltre erano stati corretti elevati disavanzi delle partite correnti o una notevole crescita del credito, con conseguenti riduzione graduale delle passività sull'estero e rafforzamento dei sistemi bancari. Negli anni più recenti si sono accumulati problemi e rischi associati a segnali di surriscaldamento in alcuni settori di determinati paesi, principalmente a livello dei prezzi delle abitazioni e della competitività di costo, soprattutto nei settori in cui la crescita economica è stata più vigorosa, e dopo un'espansione economica relativamente lunga. Le tendenze dei prezzi delle abitazioni, che stavano cominciando ad aumentare già prima della crisi della COVID-19, sono proseguite in tal senso e in alcuni casi hanno persino accelerato durante la pandemia. Prima della pandemia la competitività di costo stava peggiorando in alcuni dei paesi in crescita più rapida e gli sviluppi più recenti sono ancora difficili da valutare, in quanto i dati disponibili sono ancora distorti dall'insolito calo della produttività nel 2020 e dall'interazione con estese misure di sostegno del mercato del lavoro.

Vari squilibri sono stati aggravati dalla crisi della COVID-19 e nuove sfide potrebbero profilarsi all'orizzonte. Nel 2020 i rapporti debito pubblico e privato/PIL sono aumentati notevolmente a causa della recessione e dell'aumento dell'indebitamento finalizzato ad attenuare le ripercussioni della crisi. Tuttavia, grazie alla marcata ripresa economica, i rapporti debito/PIL adesso si stanno stabilizzando o hanno già iniziato a diminuire. Ciononostante la crisi lascia come retaggio un debito più elevato, in quanto i governi stanno uscendo dalla crisi con un rapporto debito/PIL nettamente più alto. Anche il settore privato è gravato da un aumento del debito, soprattutto nei paesi in cui il debito privato era già elevato prima della crisi. L'efficace attuazione dei piani per la ripresa e la resilienza può sostenere la riduzione dell'indebitamento pubblico e privato contribuendo a rafforzare la crescita a lungo termine. Tuttavia, nel breve periodo, un deterioramento della qualità degli attivi pubblici e privati potrebbe incidere sui bilanci degli istituti finanziari, la cui bassa redditività è ulteriormente diminuita a causa della pandemia, e ostacolare l'erogazione di credito per la ripresa. I conti con l'estero sono stati meno colpiti, ma sono peggiorati nei paesi in cui il turismo transfrontaliero ha un ruolo più significativo, compresi alcuni paesi con una posizione patrimoniale netta sull'estero fortemente negativa. Allo stesso tempo i mercati immobiliari hanno acquisito ulteriore dinamismo durante la crisi e la crescita dei prezzi delle abitazioni ha raggiunto il livello più elevato da oltre un decennio in diversi Stati membri. I rischi di sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni sono in aumento, il che desta preoccupazioni soprattutto nei casi in cui il debito delle famiglie è elevato. Le pressioni sulla competitività di costo potrebbero aumentare notevolmente con la ripresa, soprattutto nei paesi meno colpiti dalla crisi.

Nel complesso le sfide riguardano diversi Stati membri. Le sfide principali riguardano i seguenti aspetti:

- un certo numero di Stati membri presenta *vulnerabilità molteplici ed interconnesse a livello di stock*. Si tratta, in genere, dei paesi interessati da cicli di forte espansione e repentina contrazione del credito, cui si somma un'inversione delle partite correnti a seguito della crisi finanziaria mondiale, che ha avuto un impatto anche sul settore bancario e sul debito pubblico. Quasi tutti questi Stati membri sono stati duramente colpiti dalla crisi della COVID-19, anche a causa dell'importanza elevata che il turismo transfrontaliero riveste nelle loro economie:
- nel caso di Cipro e della Grecia, un livello di debito elevato e ingenti posizioni patrimoniali nette sull'estero negative si associano a problematiche persistenti nei settori finanziari. Le partite correnti di

questi Stati membri sono peggiorate nel 2020 a causa del calo delle entrate provenienti dai viaggi e dal turismo. Sebbene nel 2020 si siano osservati ulteriori progressi nella riduzione dei crediti deteriorati, questi restano elevati in entrambi i paesi. Nel caso della Grecia, la crescita della produzione potenziale è stata lenta, a fronte di un tasso di disoccupazione elevato;

- in Croazia, Irlanda, Portogallo e Spagna gli squilibri connessi al livello elevato di debito erano in fase recessiva fino allo scoppio della crisi della COVID-19. Tuttavia, in Croazia, Portogallo e Spagna queste tendenze sono state interrotte dalla recessione provocata dalla pandemia e il rapporto debito/PIL è aumentato visibilmente. Degno di nota è stato il caso dell'Irlanda, che nel 2020 ha evitato la recessione del PIL, mentre la composizione settoriale della sua economia ha avuto un impatto favorevole sui conti con l'estero di tale paese;
- in Romania e Ungheria le vulnerabilità riguardano principalmente *l'interazione tra debito pubblico e finanziamento esterno* in un contesto di rischi di surriscaldamento e di ampi disavanzi di bilancio. In Romania il disavanzo delle partite correnti è significativo e persistente da diversi anni e non si prevede alcun miglioramento nel prossimo futuro. Il debito pubblico è cresciuto rapidamente da prima della crisi della COVID-19, rispecchiando ampi disavanzi di bilancio, e il fabbisogno di finanziamento esterno è destinato ad aumentare ulteriormente. In Ungheria il fabbisogno di finanziamento pubblico è stato elevato negli ultimi anni e continuerà ad esserlo, alla luce delle brevi scadenze del debito e degli ampi disavanzi di bilancio, e la fonte di tali finanziamenti è in parte esterna. In entrambi i paesi, una quota non trascurabile del debito è denominata in valuta estera, il che accentua i legami tra il settore esterno e la situazione di bilancio. Nel caso dell'Ungheria, i prezzi delle abitazioni stanno aumentando bruscamente e le pressioni inflazionistiche e di competitività di costo sono visibili nel contesto di una forte ripresa e di un sostegno politico duraturo;
- in alcuni Stati membri, le vulnerabilità sono connesse principalmente ad *elevati rapporti debito pubblico/PIL che sono ulteriormente cresciuti durante la crisi* e si sommano a persistenti preoccupazioni relative alla *crescita della produzione potenziale* e alla *competitività*. Ciò vale, soprattutto, per l'Italia, in cui le vulnerabilità riguardano anche il settore bancario e l'ingente, seppure in diminuzione anche nel 2020, quantità di crediti deteriorati, in un contesto di persistenti scarsi risultati del mercato del lavoro. Il Belgio e la Francia affrontano principalmente problemi connessi all'elevato debito pubblico, che ha registrato un marcato aumento con l'ultima crisi, e problemi di crescita potenziale in un contesto di scarsa competitività. In Francia il debito privato, in particolare il debito delle imprese, ha continuato a crescere partendo da livelli già relativamente elevati. Anche in Belgio l'elevato debito privato è cresciuto ulteriormente nel 2020. Sia in Belgio che in Francia, i prezzi delle abitazioni potrebbero essere sopravvalutati e di recente sono diventati più dinamici;
- alcuni Stati membri presentano *avanzi consistenti delle partite correnti*, che restano al di sopra dei livelli che potrebbero essere attesi in base ai fondamentali economici. È il caso della Germania e dei Paesi Bassi. L'avanzo della zona euro dovrebbe crescere quest'anno, dopo il temporaneo calo riscontrato nello scorso anno. I consistentiavanzi possono trovare causa nella mancata crescita e nelle opportunità di investimento interno non colte. Ciò potrebbe avere conseguenze sul funzionamento della zona euro in un contesto di ripresa che deve essere sostenuta in uno scenario ancora caratterizzato da notevole incertezza. In entrambi i casi la dinamica dei prezzi delle abitazioni evidenzia rischi di sopravvalutazione, che nel caso dei Paesi Bassi sono presenti da diversi anni e sono accompagnati da un elevato debito delle famiglie;
- in Cechia e Slovacchia da alcuni anni le *perdite di competitività di costo sono associate a una forte crescita dei prezzi delle abitazioni*. Le perdite di competitività di costo sono state rilevate prima della crisi e il protrarsi di una forte crescita dei redditi da lavoro dipendente indica rischi di surriscaldamento in un contesto di persistenti e ampi disavanzi di bilancio, con un debito pubblico che è più elevato in Slovacchia. I risultati del settore esterno di questi paesi non sembrano essere stati influenzati, ma la significativa concentrazione delle esportazioni in alcuni settori specifici costituisce una vulnerabilità. Questi fattori sono aggravati dalla forte crescita dei prezzi delle abitazioni, con crescenti rischi di sopravvalutazione degli stessi. Nel caso della Slovacchia, detti rischi si accompagnano a un debito delle famiglie relativamente elevato dopo anni di aumenti;

- in alcuni Stati membri, gli sviluppi sul mercato degli alloggi si stanno aggiungendo ai *rischi legati alle valutazioni dei prezzi delle abitazioni*, spesso in un contesto di elevato debito delle famiglie. È il caso della Svezia, nonché della Danimarca e del Lussemburgo. I recenti dati sui prezzi delle abitazioni suggeriscono che, dopo un aggiustamento al ribasso di breve durata in Svezia, i prezzi hanno nuovamente accelerato nel 2020, accentuando i timori di sopravvalutazione. In Lussemburgo, la vigorosa crescita dei prezzi delle abitazioni è diventata ancora più dinamica durante la crisi, che ha aggravato i rischi di sopravvalutazione e si accompagna a un elevato debito delle famiglie rispetto al loro reddito disponibile lordo. In Danimarca, la recente accelerazione dei prezzi delle abitazioni ha avuto luogo parallelamente all'elevato debito delle famiglie;
- nel caso di Malta, un elevato e crescente stock di debito privato e la persistente debolezza del quadro in materia di insolvenza creano vulnerabilità particolari.

La presente relazione sul meccanismo di allerta conclude che occorrerà effettuare esami approfonditi per 12 Stati membri: Cipro, Croazia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Spagna e Svezia. Tali Stati membri sono stati oggetto di un esame approfondito nel precedente ciclo annuale di sorveglianza nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici e si è ritenuto che presentassero squilibri (Croazia, Francia, Germania, Irlanda, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Spagna e Svezia) o squilibri eccessivi (Cipro, Grecia e Italia). I nuovi esami approfonditi valuteranno se tali squilibri si siano aggravati, se siano in via di correzione o se siano stati corretti, al fine di aggiornare le valutazioni esistenti e valutare eventuali esigenze politiche rimanenti.

Inoltre alcuni Stati membri che non sono stati oggetto di esame approfondito nel precedente ciclo mostrano sviluppi che meritano particolare attenzione. La **Slovacchia** si caratterizza per una forte crescita dei prezzi delle abitazioni e per un aumento sostenuto, seppur in calo, dell'indebitamento delle famiglie. Le esportazioni sono fortemente concentrate in alcuni settori specifici e si sono registrate perdite di competitività di costo, ma finora le quote del mercato delle esportazioni non hanno subito ripercussioni negative. Nel caso dell'**Ungheria**, merita attenzione l'interazione tra l'indebitamento pubblico e il finanziamento esterno in un contesto di significativa esposizione debitoria in valuta estera. La crescita dei prezzi delle abitazioni è stata sostenuta. Le pressioni sulla competitività di costo sono in aumento, ma finora le quote del mercato delle esportazioni non sono state influenzate negativamente.

È inoltre necessario monitorare l'evoluzione dei rischi in altri Stati membri, in molti casi legati ai mercati degli alloggi. Nel caso della Danimarca e del Lussemburgo, l'evoluzione del mercato degli alloggi indica un aumento di rischi. Se da un lato le mutate preferenze, le condizioni finanziarie favorevoli e le restrizioni dell'offerta potrebbero sostenere la crescita dei prezzi delle abitazioni, dall'altro non può essere eliminato il rischio di una correzione al ribasso, con potenziali implicazioni per l'economia in generale. La Cechia si caratterizza per una forte crescita dei prezzi delle abitazioni e perdite persistenti di competitività di costo, che sono state significative per alcuni anni. A Malta l'aumento del debito privato combinato alle carenze del quadro in materia di insolvenza crea vulnerabilità particolari. Il monitoraggio e la sorveglianza dovrebbero seguire da vicino gli sviluppi in questi sei Stati membri e verificare se essi siano coerenti con la stabilità macroeconomica e vi contribuiscano. Il saldo dei rischi non indica attualmente la necessità di un esame approfondito. La sezione 4 fornisce maggiori informazioni sugli sviluppi specifici per paese.

4. OSSERVAZIONI SPECIFICHE PER STATO MEMBRO

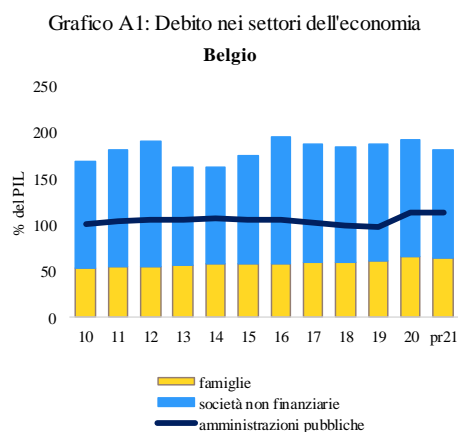
4.1. BELGIO

Nel giugno 2021 non sono stati individuati squilibri macroeconomici in Belgio. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori del debito del settore privato consolidato e del debito pubblico lordo superano le rispettive soglie indicative.

Dopo una contrazione del 5,7 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 6 % nel 2021 e del 2,6 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare dell'8,4 % il livello del 2019.

I pertinenti sviluppi rispetto alla relazione precedente possono essere sintetizzati come segue.

- **Le vulnerabilità esterne** rimangono contenute. Nel 2020 la partita corrente ha registrato un lieve avanzo. La NIIP è chiaramente positiva e dovrebbe rimanere sostanzialmente allo stesso livello nel 2021 e nel 2022. Il marcato aumento del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2020 riflette il forte calo della produttività durante la crisi della COVID-19, dovuto in parte all'eccedenza di manodopera. Nel 2021 e nel 2022 la dinamica salariale dovrebbe compensare in larga misura il recupero della produttività.
- Il rapporto **debito/PIL del settore privato** nel 2020 è aumentato ulteriormente al di sopra della soglia. Ha risentito negativamente del forte calo del PIL nel 2020. Il debito delle società non finanziarie belghe è elevato ed è aumentato a quasi il 126 % del PIL, ma l'elevata percentuale di prestiti infragruppo transfrontalieri, che gonfiano tale cifra, riduce i rischi. L'indebitamento delle famiglie, fondato principalmente sul debito ipotecario, ha continuato ad aumentare nel 2020, ma l'aumento del rapporto debito/PIL delle famiglie è dovuto principalmente al calo del PIL, in quanto i flussi creditizi netti verso le famiglie sono stati contenuti. Le misure a sostegno del reddito delle famiglie e delle imprese hanno contribuito alla stabilizzazione avvenuta nel 2020 della quota di crediti deteriorati. La crescita dei prezzi delle abitazioni è aumentata nel 2020 e i prezzi delle abitazioni mostrano segnali di una potenziale sopravvalutazione.
- Il rapporto **debito pubblico/PIL** nel 2020 è ulteriormente aumentato, raggiungendo il 112,8 % del PIL, riflettendo il forte calo del PIL e le sostanziali misure di sostegno pubblico volte ad attenuare l'impatto della crisi della COVID-19. I rischi associati ai circoli viziosi fra il settore finanziario e quello pubblico restano limitati. Il settore finanziario rimane sano.
- L'aumento del **tasso di disoccupazione** è stato contenuto nel 2020, aumentando solo leggermente al 5,6 %, grazie alle misure di sostegno del governo, che sono state prorogate fino alla fine del 2021. Si prevede che aumenti leggermente sia nel 2021 che nel 2022. La disoccupazione giovanile è aumentata nel 2020 e dovrebbe salire al 20,5 % nel 2021.



All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 il Belgio non mostrava squilibri macroeconomici, sebbene presentasse un elevato debito del settore privato e un elevato debito pubblico lordo, che comportavano rischi limitati. Con la crisi della COVID-19, il debito, sia per il settore privato che per quello pubblico, è ulteriormente aumentato e richiede un monitoraggio. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

4.2. BULGARIA

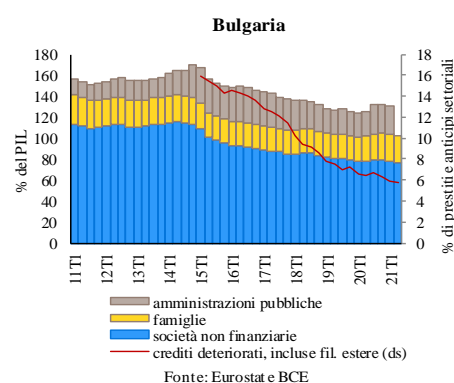
Nel giugno 2021 non sono stati individuati squilibri macroeconomici in Bulgaria. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, l'indicatore dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto supera le corrispondenti soglie indicative.

Dopo una contrazione del 4,4 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe crescere del 3,8 % nel 2021 e del 4,1 % nel 2022. Con il ritorno all'espansione economica, il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 17 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- Il saldo delle **partite correnti** ha registrato un lieve disavanzo pari allo 0,3 % del PIL nel 2020, per la prima volta dal 2012. Il calo è dovuto principalmente alla contrazione delle esportazioni di servizi turistici causata dalla pandemia di COVID-19. Nel 2021 è iniziata una ripresa delle entrate del turismo, che dovrebbe continuare nel 2022. La NIIP negativa, costituita in gran parte da investimenti esteri diretti, ha continuato a migliorare grazie all'ulteriore accumulo di riserve.
- **Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto** è ulteriormente aumentato nel 2020, a causa di una produttività complessiva lievemente inferiore in un contesto di eccesso di manodopera. In prospettiva, il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe continuare a crescere notevolmente, anche se meno rispetto al 2020, nonostante la ripresa della crescita della produttività, in quanto la retribuzione per dipendente dovrebbe aumentare considerevolmente.
- **L'indebitamento delle imprese è aumentato** nel 2020, ma la sua riduzione dovrebbe ricominciare con la ripresa economica. Sebbene la crescita del credito si sia attenuata, il brusco calo del PIL nel 2020 ha temporaneamente invertito il processo di riduzione dell'indebitamento basato su una forte crescita del PIL nominale. Con il ritorno della crescita economica, il rapporto debito/PIL dovrebbe tornare su un percorso discendente. Il tasso di crescita reale dei **prezzi delle abitazioni** è salito fino al 5,2 % nel 2020. È destinato a rallentare leggermente nel 2021, ma è sostenuto dalla vigorosa crescita del credito ipotecario.
- Il **debito pubblico** era inferiore al 25 % del PIL nel 2020 e dovrebbe rimanere al di sotto del 30 % del PIL nel 2021, nonostante il previsto aumento della spesa pubblica.
- **Il settore finanziario** ha conservato liquidità e adeguatezza patrimoniale sufficienti durante la crisi della COVID-19, sostenuto dalle misure introdotte dalla Banca nazionale bulgara nel marzo 2020 e dall'ingresso della Bulgaria nell'Unione bancaria nel luglio 2020. L'incidenza dei crediti deteriorati rimane elevata, anche se è scesa ulteriormente al 5,9 % nel 2020. In futuro sarà importante monitorare attentamente gli effetti dell'eliminazione graduale delle misure di sostegno pubblico, quali le moratorie sui prestiti e i regimi di garanzia.
- **Le condizioni del mercato del lavoro** non sono state particolarmente colpite dalla recessione nel 2020, in gran parte grazie al ricorso a regimi di riduzione dell'orario lavorativo. Il tasso di disoccupazione è salito al 5,1 % nel 2020, da un livello storicamente basso nel 2019, ma dovrebbe iniziare a diminuire a partire dal 2022.

Grafico A2: Scomposizione del debito per settore



All'inizio della crisi generata dalla COVID-19, la Bulgaria non presentava squilibri macroeconomici, sebbene i crediti deteriorati e l'indebitamento delle imprese fossero relativamente elevati, seppur in calo. Con la crisi della COVID-19, il rapporto debito/PIL del settore privato è temporaneamente aumentato nel 2020, ma in seguito dovrebbe diminuire. Si prevede che la compensazione salariale proseguirà il percorso di crescita precedente alla pandemia. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

4.3. CECCHIA

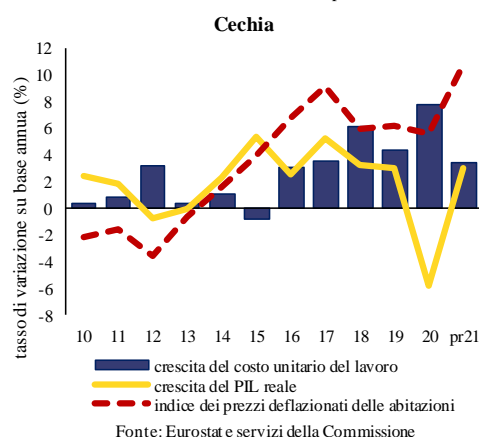
Nel giugno 2021 non sono stati individuati squilibri macroeconomici in Cechia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, l'indicatore dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto supera le corrispondenti soglie indicative.

Dopo un calo del PIL del 5,8 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 3 % nel 2021 e del 4,4 % nel 2022. Con il ritorno all'espansione economica, il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 13,2 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **Le vulnerabilità esterne** sono rimaste contenute. Sebbene nel 2020 sia stato registrato un avanzo delle partite correnti pari al 3,6 % del PIL, si prevede che nel 2021 si ritorni a una posizione di sostanziale pareggio. La NIIP ha continuato a migliorare, ma è rimasta leggermente negativa, attestandosi al -12,5 % del PIL nel 2020. La NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (NENDI), era già positiva e ha registrato anch'essa un miglioramento.
- La crescita del **costo del lavoro per unità di prodotto** era già elevata prima della pandemia. Nel 2020 ha subito un'ulteriore accelerazione sulla scia dell'eccedenza di manodopera associata alla crisi della COVID-19. Con la ripresa della produttività, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe rallentare, nonostante la forte crescita della retribuzione per dipendente registrata nel 2021 e nel 2022.
- **L'indebitamento privato** è rimasto basso. Sebbene sia leggermente aumentato nel 2020, il debito privato rimane ben al di sotto dei parametri di riferimento prudenziali e fondamentali. I flussi creditizi sono stati positivi ma limitati sia per le famiglie che per le imprese. Il **settore bancario** è ben capitalizzato e la sua redditività è elevata. L'incidenza dei crediti deteriorati rimane bassa.
- **Il debito pubblico** è aumentato fino al 37,7 % del PIL nel 2020 e dovrebbe aumentare raggiungendo il 42,4 % del PIL nel 2021 e il 44,3 % nel 2022. Sebbene il livello del debito pubblico sia ancora relativamente basso, cresce a un ritmo sostenuto in presenza di ampi disavanzi di bilancio.
- I **prezzi delle abitazioni** hanno registrato una rapida crescita nell'arco di un lungo periodo di tempo, con crescenti segnali di potenziale sopravvalutazione. Nel 2020 la crescita dei prezzi reali delle abitazioni è rimasta elevata, attestandosi al 5,5 %, anche se è scesa al di sotto della soglia del quadro di valutazione. Poiché il reddito disponibile delle famiglie dovrebbe continuare a crescere vigorosamente nel 2021-22, sembra probabile un'ulteriore accelerazione dei prezzi delle abitazioni, come suggerito anche dai dati disponibili per il 2021. Le pressioni al rialzo sui prezzi potrebbero essere attenuate dalla prevista ripresa dell'edilizia residenziale nel 2021 e nel 2022 e dall'aumento dei tassi d'interesse sui mutui ipotecari in un contesto di perdurante irrigidimento monetario.

Gráfico A3: PIL, costo unitario del lavoro e prezzi delle abitazioni



All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Cechia non presentava squilibri macroeconomici, sebbene la competitività e le pressioni nel mercato immobiliare comportassero alcuni rischi. Con la crisi della COVID-19, alcuni rischi sono aumentati. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

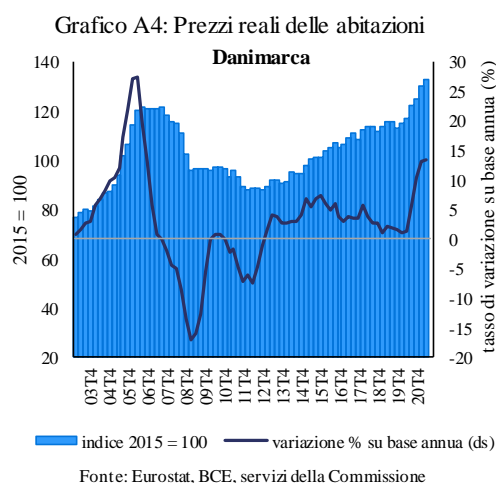
4.4. DANIMARCA

Nel giugno 2021 non sono stati individuati squilibri macroeconomici in Danimarca. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori dell'avanzo delle partite correnti e del debito del settore privato superano le corrispondenti soglie indicative.

Dopo un calo del 2,1 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 4,3 % nel 2021 e del 2,7 % nel 2022. Si prevede che il livello del PIL nominale nel 2021 supererà di circa il 10,4 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **Per quanto riguarda la sostenibilità esterna**, il saldo delle partite correnti continua a registrare un forte avanzo, pari all'8,1 % del PIL nel 2020. Sebbene ci si attenda un calo costante nei prossimi anni, si prevede che rimarrà nettamente al di sopra della soglia massima della procedura per gli squilibri macroeconomici. L'elevato avanzo riflette principalmente i forti risparmi societari e pensionistici. Gli avanzi delle partite correnti accumulati hanno portato a una forte posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), che ha raggiunto quasi il 69 % del PIL nel 2020, in calo rispetto al 77 % circa del PIL rilevato nel 2019 a causa di modifiche della valutazione. La forte NIIP genera redditi primari netti positivi, il che a sua volta rafforza il saldo positivo delle partite correnti.



- L'indebitamento del **settore privato** rimane elevato, ma sta diminuendo. Negli ultimi anni le famiglie danesi hanno ridotto l'indebitamento, sebbene il rapporto **debito delle famiglie/PIL** sia aumentato marginalmente, raggiungendo il 111,7 % del PIL nel 2020, su cui ha inciso il calo del PIL reale. Il rapporto debito delle famiglie/PIL è il più elevato dell'UE, ma dovrebbe continuare a diminuire nel 2021 in percentuale del PIL. Nonostante l'accelerazione dei prezzi delle abitazioni, l'aumento dei mutui ipotecari è rimasto moderato. Gli oneri per interessi si sono ulteriormente ridotti, mentre la quota di prestiti a tasso variabile rimane relativamente elevata, anche se molto inferiore a dieci anni fa. L'alto livello del debito lordo delle famiglie si associa ad attività finanziarie significativamente più elevate, sebbene meno liquide, in particolare alloggi e risparmi pensionistici.
- La crescita dei **prezzi reali delle abitazioni** nel 2020 è stata del 4,6 %, al di sotto della soglia del quadro di valutazione. La crescita dei prezzi reali delle abitazioni è aumentata nella prima metà del 2021, raggiungendo il picco del 13,5 % su base annua nel secondo trimestre del 2021, ma dovrebbe rallentare nel prossimo futuro. Le stime dell'intervallo di valutazione indicano una potenziale sopravvalutazione. Il divario medio dei prezzi delle abitazioni continua ad aumentare e il divario tra prezzo e reddito è relativamente elevato.
- **Il settore bancario** è rimasto stabile e le banche restano redditizie, liquide e ben capitalizzate, mentre l'incidenza dei crediti deteriorati è bassa. Nonostante un forte aumento nel 2020 dovuto all'attuazione delle misure connesse alla COVID-19, il **debito pubblico** è relativamente basso, attestandosi a circa il 42 % del PIL. Nel 2020 il disavanzo di bilancio è stato pari al solo 0,2 % del PIL, in parte a causa di effetti una tantum.
- Il **mercato del lavoro** è rimasto forte. Il tasso di disoccupazione è leggermente aumentato nel 2020, attestandosi al 5,6 %. A causa della forte ripresa dell'economia danese, l'occupazione ha superato il livello pre-pandemia e il numero di disoccupati è sceso al di sotto di tale livello entro il secondo trimestre del 2021.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Danimarca non presentava squilibri macroeconomici, sebbene l'elevato indebitamento del settore privato e l'elevato avanzo delle partite correnti comportino alcuni rischi. Durante la crisi della COVID-19, l'indebitamento del settore privato è aumentato in misura moderata, mentre i prezzi delle abitazioni sono aumentati notevolmente e l'avanzo delle partite correnti è rimasto elevato. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

4.5. GERMANIA

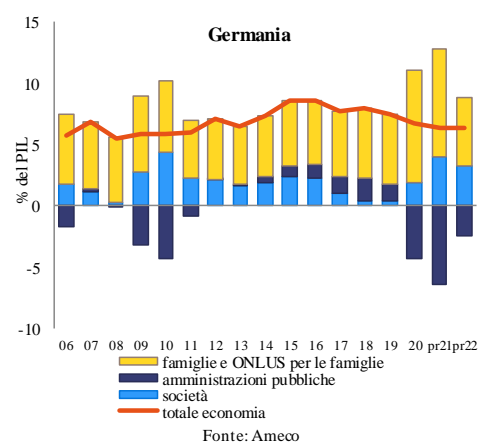
Nel giugno 2021 la Commissione ha concluso che la Germania presentava squilibri macroeconomici, dovuti a un modesto livello di investimenti rispetto ai risparmi, che hanno rilevanza transfrontaliera. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori del saldo delle partite correnti, dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, della crescita dei prezzi delle abitazioni e del debito pubblico superano le corrispondenti soglie indicative.

Dopo un calo del 4,6 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 2,7 % nel 2021 e del 4,6 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 9,4 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **L'avanzo delle partite correnti**, pari al 6,9 % del PIL nel 2020, rimane elevato. Si è gradualmente ridotto dal 2015, ma si prevede che continuerà a superare il 6 %. Ciò è legato alla debolezza degli investimenti pubblici e privati, che sono ostacolati, tra l'altro, dalle strozzature che ostacolano gli investimenti, ad esempio nelle infrastrutture e negli alloggi. Sebbene gli investimenti privati e pubblici siano gradualmente aumentati negli ultimi anni, essi restano al di sotto della media della zona euro.
- **I costi del lavoro per unità di prodotto** sono aumentati bruscamente nel 2020 a causa del forte calo del prodotto associato alla relativa stabilità dell'occupazione e dei redditi. La relazione tra costo del lavoro e prodotto dovrebbe normalizzarsi con la ripresa del PIL.
- Il **debito pubblico** ha superato la soglia indicativa del quadro di valutazione del 60 % del PIL, salendo al 68,7 % del PIL nel 2020, e dovrebbe raggiungere un picco del 71,4 % nel 2021, dovuto al sostegno politico durante la pandemia di COVID-19. Il **sistema bancario** rimane adeguatamente capitalizzato con un livello molto basso di crediti deteriorati, sebbene se la sua redditività sia scarsa dopo un ulteriore calo nel 2020.
- **I prezzi reali delle abitazioni** sono aumentati del 7,1 % nel 2020 e hanno continuato a crescere bruscamente nella prima metà del 2021, in un contesto di persistente carenza di offerta di alloggi. Gli andamenti dei prezzi delle abitazioni mostrano segnali di una potenziale sopravvalutazione.

Grafico A5: Accreditamento/indebitamento netto per settore



All'inizio della crisi generata dalla COVID-19, la Germania presentava una forte eccedenza del risparmio interno, sostenuta principalmente dai risparmi netti delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche. L'avanzo delle partite correnti continua a essere elevato, in quanto gli investimenti privati rimangono modesti nonostante il sostegno politico nel contesto della COVID-19 e gli investimenti pubblici non hanno ancora colmato le carenze di investimenti di lunga data. I prezzi delle abitazioni hanno registrato una forte crescita. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in giugno, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza degli squilibri o la loro correzione.

4.6. ESTONIA

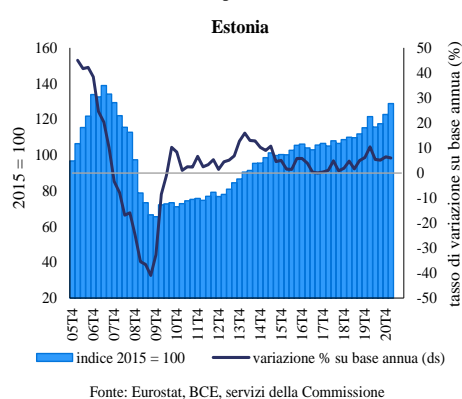
Nel giugno 2021 non sono stati individuati squilibri macroeconomici in Estonia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori del tasso di cambio effettivo reale, della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, della crescita dei prezzi delle abitazioni, delle passività del settore finanziario e del tasso di disoccupazione giovanile superano le corrispondenti soglie indicative.

Dopo un calo del 3 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 9 % nel 2021 e del 3,7 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 16 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **Le vulnerabilità esterne** rimangono contenute e la NIIP dovrebbe stabilizzarsi nel 2021 a circa il -22 % del PIL, dopo un decennio di costanti miglioramenti. Lo stock accumulato di investimenti esteri diretti rappresenta la maggior parte delle passività. Le partite correnti hanno registrato un lieve disavanzo nel 2020, che si prevede aumenterà leggermente nel 2021.
- **La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto** ha registrato un'ulteriore accelerazione nel 2020 dopo alcuni anni di crescita sostenuta. Si prevede che nel 2021 il costo del lavoro per unità di prodotto diminuirà grazie a una maggiore produttività in periodi di crescita vigorosa della produzione e di una risposta ritardata in termini di occupazione, per poi ricominciare ad aumentare in seguito. Le quote del mercato delle esportazioni sono aumentate fino al 2020, trainate dalle esportazioni di beni, e dovrebbero continuare ad aumentare, anche se a un ritmo più lento in futuro. Lo scorso anno il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è apprezzato marginalmente, sebbene in misura minore rispetto ad alcuni degli anni precedenti alla pandemia.
- La crescita dei **prezzi delle abitazioni** ha accelerato raggiungendo il 6,9 % nel 2020 e dovrebbe accelerare ulteriormente nel 2021, alimentata dal ritiro anticipato delle attività pensionistiche nel 2021, dall'aumento dei prezzi dei materiali edilizi e dalle strozzature sul versante dell'offerta, mentre i vincoli all'indebitamento delle famiglie potrebbero essere un fattore attenuante. I parametri dei prezzi delle abitazioni non indicano rischi potenziali di sopravvalutazione. Il **settore bancario** rimane resiliente, con un elevato coefficiente patrimoniale e una bassa incidenza dei crediti deteriorati.
- **Il rapporto debito pubblico/PIL** rimane basso, ma è aumentato di 10 punti percentuali nel 2020 a causa di un disavanzo pubblico più elevato, di un PIL nominale inferiore e del finanziamento precauzionale da parte del governo. Si prevede che raggiungerà il 20,4 % del PIL nel 2022.
- Le condizioni del **mercato del lavoro** sono peggiorate a seguito della crisi della COVID-19. Dopo un calo costante nell'ultimo decennio, il tasso di disoccupazione è salito al 6,8 % nel 2020. Si prevede che dovrebbe iniziare a ridursi nel 2022. Il tasso di disoccupazione giovanile è aumentato notevolmente nel 2020 e dovrebbe continuare ad aumentare nel 2021.

Grafico A6: Indici dei prezzi reali delle abitazioni



All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 l'Estonia non presentava squilibri macroeconomici, sebbene la sua posizione patrimoniale sull'estero comportasse rischi limitati. Con la crisi della COVID-19, la crescita dei prezzi delle abitazioni ha registrato un'accelerazione, ma questi prezzi non sembrano essere sopravvalutati. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

4.7. IRLANDA

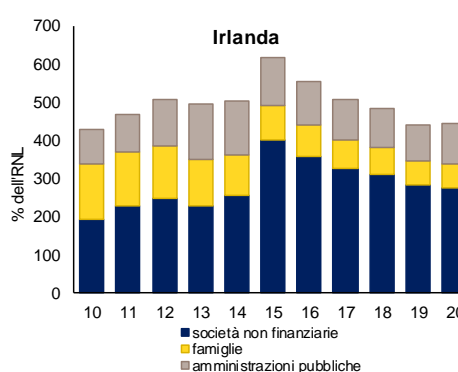
Nel giugno 2021 la Commissione ha concluso che l'Irlanda presentava squilibri macroeconomici, riguardanti in particolare le vulnerabilità connesse a livelli ingenti di debito pubblico, privato ed estero. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori del saldo delle partite correnti, della posizione patrimoniale netta sull'estero, del debito del settore privato e dei tassi di attività sono superiori alle corrispondenti soglie indicative ⁽⁴⁰⁾.

Dopo un'espansione del 5,9 % nel 2020, la crescita economica dell'Irlanda dovrebbe registrare un'accelerazione del 14,6 % nel 2021 e del 5,1 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 28,1 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **La sostenibilità esterna** continua a destare preoccupazione. La NIIP è fortemente negativa, sebbene sia gonfiata pesantemente dalle attività delle società multinazionali. È aumentata fino al -174 % del PIL nel 2020 e dovrebbe migliorare ulteriormente in futuro. Nel 2020 le partite correnti sono risalite dal disavanzo enorme del 2019 e si prevede che registrino un forte avanzo nel 2021 e nel 2022, contribuendo al miglioramento della posizione esterna.
- Il debito privato è molto elevato, ma continua a diminuire. Nel 2020 ha raggiunto quasi il 189 % del PIL. Il debito delle imprese rappresenta la maggior parte del debito privato (153 % del PIL e 274 % del reddito nazionale lordo (RNL*) modificato) e rimane al di sopra delle soglie fondamentali e prudenziali. L'elevata percentuale di prestiti infragruppo transfrontalieri presente nel debito delle imprese riduce i rischi. Nel 2020 il debito delle famiglie ha raggiunto circa il 36 % del PIL e il 64 % del RNL*. Pur essendo inferiore alla soglia prudenziale e in calo, è ancora elevato rispetto al reddito disponibile delle famiglie (109 %).
- **Il debito pubblico** è leggermente aumentato, raggiungendo il 58,4 % del PIL nel 2020. Si prevede che riprenderà la tendenza al ribasso nel 2021. Per contro, il debito pubblico rispetto al RNL* rimane elevato.
- Il **settore bancario** si trova in una posizione più sana rispetto al periodo precedente la crisi finanziaria del 2010. Le banche sono ben capitalizzate, ma devono far fronte a sfide più a lungo termine connesse alla redditività, che è diventata negativa nel 2020. I crediti deteriorati sono diminuiti notevolmente negli ultimi anni e la loro incidenza è rimasta bassa, attestandosi al 2,6 % nel giugno 2021.
- Nel 2020 i **prezzi delle abitazioni** sono rimasti stazionari in termini reali, ma nel 2021 dovrebbero aumentare leggermente a causa della carenza di offerta. I parametri del divario di valutazione non indicano una potenziale sopravvalutazione, ma l'accessibilità economica degli alloggi rimane un problema, dato che il numero medio di anni di reddito necessari per acquistare un'abitazione è tra i più elevati dell'UE.
- Il **tasso di disoccupazione** è salito al 5,7 % nel 2020 e si prevede che raggiungerà il 7,5 % nel 2021 a causa della crisi della COVID-19, ma probabilmente ricomincerà a scendere in seguito. La variazione triennale del tasso di attività nel 2020 è diventata negativa, ma dovrebbe tornare positiva nel 2021 e nel 2022.

Grafico A7: Debito nei settori dell'economia



Fonte: Eurostat e OSC

Nota: Eliminando parte dell'effetto delle multinazionali, il reddito nazionale lordo modificato (RNL*) rispecchia con maggiore precisione l'attività economica sottostante.

⁴⁰ La relazione sulla sorveglianza post-programma dell'autunno 2021 per l'Irlanda affronta anche alcune delle vulnerabilità evidenziate nella relazione sul meccanismo di allerta.

All'inizio della crisi della COVID-19 l'Irlanda presentava vulnerabilità connesse al debito estero, del settore privato e del settore pubblico. La crescita dell'economia irlandese nonostante la crisi ha comportato una lieve attenuazione delle vulnerabilità legate al debito estero e privato, ma il debito pubblico è aumentato. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in giugno, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza degli squilibri o la loro correzione.

4.8. GRECIA

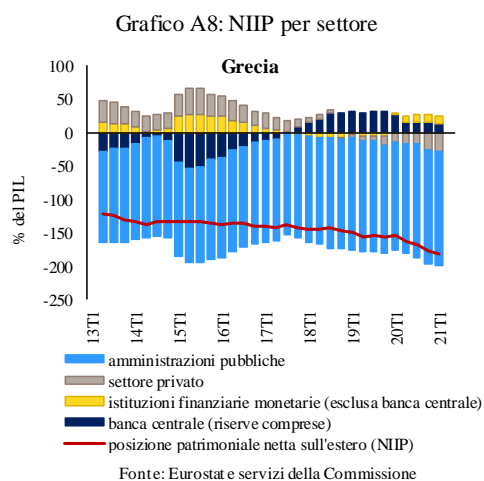
Nel giugno 2021 la Commissione ha concluso che la Grecia presentava squilibri macroeconomici eccessivi relativi a un debito pubblico elevato, a un riequilibrio esterno incompleto e a un volume ingente di crediti deteriorati, in un contesto di forte disoccupazione e di debole crescita potenziale. Nel quadro di valutazione aggiornato, che include i dati fino al 2020, alcuni indicatori superano le corrispondenti soglie indicative, in particolare la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito pubblico, la quota del mercato delle esportazioni, le passività del settore finanziario, il tasso di disoccupazione e il tasso di attività ⁽⁴¹⁾.

Dopo una brusca contrazione del -9 % nel 2020, si prevede una ripresa del PIL reale, con una crescita che dovrebbe raggiungere il 7,1 % nel 2021 e il 5,2 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 2,4 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **La sostenibilità esterna** nel 2020 è peggiorata, considerato che il tasso negativo della NIIP è diminuito ulteriormente a causa della contrazione del PIL e del marcato peggioramento del disavanzo delle partite correnti al -6,6 % del PIL. Con la ripresa del turismo, nel 2021 e nel 2022 il disavanzo delle partite correnti dovrebbe ridursi. Gran parte della NIIP è rappresentata dal debito pubblico concesso a condizioni agevolate e con scadenze lunghe.
- Il rapporto **debito pubblico/PIL** è aumentato di 26 punti percentuali nel 2020, raggiungendo il 206,3 %, riflettendo la gravità della recessione e l'impatto delle misure volte a limitare il costo economico e sociale della crisi della COVID-19. Oltre la metà di tale aumento è A8 dovuta all'effetto del denominatore. Secondo le previsioni, l'indice del debito pubblico riprenderà a crescere a partire dal 2021. Il fabbisogno di finanziamento lordo a lungo termine non è cambiato in modo significativo dall'inizio della pandemia, principalmente a causa della diminuzione dei tassi di rifinanziamento.
- La redditività del **settore bancario** è diventata negativa nel 2020 e lo strumento del capitale primario di classe 1 è uno dei più bassi dell'UE, in parte a causa del risanamento in corso dei bilanci delle banche. Sebbene ancora elevata, attestandosi al 26,1 % nel marzo 2021, l'incidenza dei crediti deteriorati ⁽⁴²⁾ è diminuita notevolmente nel 2020 e si prevede che continui a diminuire lentamente nel 2021. Dopo la scadenza delle moratorie, una valutazione iniziale mostra un moderato impatto negativo sulla qualità degli attivi, ma permangono rischi di revisione al ribasso.
- Il **tasso di disoccupazione** ha continuato a diminuire anche durante la pandemia, principalmente a causa delle misure di sostegno pubblico, ma è rimasto elevato, attestandosi al 16,3 % nel 2020. Si prevede un'ulteriore diminuzione nel periodo oggetto delle previsioni.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19, la Grecia presentava vulnerabilità connesse al debito pubblico, a un riequilibrio esterno incompleto, ai crediti deteriorati ereditati dal passato, alla disoccupazione e alla bassa crescita potenziale. Con la crisi della COVID-19, il debito pubblico e gli squilibri esterni sono aumentati. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri eccessivi riscontrati lo scorso giugno, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e per monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.



⁽⁴¹⁾ Alcune delle vulnerabilità evidenziate nella presente relazione sul meccanismo di allerta sono discusse nella 12^a relazione sulla sorveglianza rafforzata per la Grecia.

⁽⁴²⁾ Secondo la Banca centrale europea, crediti deteriorati in percentuale del totale degli anticipi e dei crediti lordi su base consolidata (ossia includendo nel denominatore i saldi di cassa presso le banche centrali e altri depositi a vista). Questa cifra è diversa da quella riferita nel contesto della sorveglianza rafforzata, che riguarda i crediti deteriorati in percentuale del totale dei crediti lordi alla clientela su base individuale, come indicato dalla Banca centrale greca.

4.9. SPAGNA

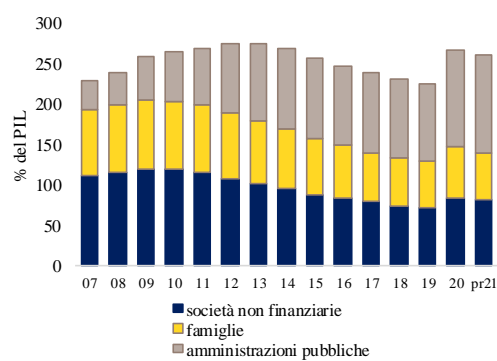
Nel giugno 2021 la Commissione ha concluso che la Spagna presentava squilibri macroeconomici connessi ai livelli elevati del debito estero, privato e pubblico, con rilevanza transfrontaliera, in un contesto di forte disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato, che include i dati fino al 2020, alcuni indicatori superano le corrispondenti soglie indicative, in particolare la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, la quota del mercato delle esportazioni, il debito pubblico e del settore privato, il tasso di disoccupazione e il tasso di attività

Dopo un calo del 10,8 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 4,6 % nel 2021 e del 5,5 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2023 dovrebbe superare del 2,6 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- La **sostenibilità esterna** è peggiorata nel 2020, quando il rapporto negativo tra NIIP e PIL si è ampliato, principalmente a causa della contrazione del PIL, ma anche di alcune variazioni di valutazione in senso negativo. L'incidenza della NIIP ha raggiunto il -85,5 % nel 2020, ma dovrebbe migliorare nel 2021 e nel 2022. La NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (NENDI) rimane considerevole. L'avanzo delle partite correnti nel 2020 è sceso allo 0,8 % del PIL, accompagnato da un deterioramento della quota del mercato delle esportazioni, dovuto in parte alla debolezza del turismo internazionale. Le proiezioni indicano un lieve avanzo delle partite correnti nel 2021 e nel 2022.

Grafico A9: Scomposizione del debito per settore
Spagna



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione

- **L'indebitamento delle imprese e delle famiglie** è stato in calo fino al 2019. Con la crisi della COVID-19, il rapporto debito privato/PIL è salito leggermente al di sopra del 146 % del PIL nel 2020, riflettendo sia i flussi creditizi netti verso il settore delle imprese sia, in misura maggiore, il consistente calo del PIL, superando quindi la soglia del 133 % prevista dalla procedura per gli squilibri macroeconomici. È probabile che l'aumento del rapporto debito privato/PIL si invertirà in parte nel 2021, a causa della prevista ripresa economica.
- Il già elevato rapporto **debito pubblico**/PIL è aumentato di 25 punti percentuali nel 2020, raggiungendo il 120 % del PIL, riflettendo la gravità della recessione e l'impatto delle misure pubbliche di sostegno adottate in risposta alla crisi della COVID-19. Si prevede che diminuirà moderatamente entro il 2022, raggiungendo il 116 %. Permangono i rischi associati a circoli viziosi fra il settore finanziario e il settore pubblico, i quali potrebbero essere amplificati da crescenti vulnerabilità nel settore delle imprese connesse alla pandemia.
- Negli ultimi dieci anni il **settore bancario** ha rafforzato la propria resilienza. Con la crisi della COVID-19, la capitalizzazione del settore bancario è marginalmente migliorata, sebbene sia ancora bassa. La posizione in liquidità delle banche è rimasta rassicurante. La redditività è stata costantemente bassa e nel 2020 è diventata negativa. L'incidenza dei crediti deteriorati nel 2020 è scesa al 2,8 %. Tuttavia, in futuro potrebbe aumentare, una volta che gli effetti dell'eliminazione graduale delle misure di sostegno pubblico, quali le moratorie sui prestiti e i regimi di garanzia, saranno interamente visibili.
- Dopo essere diminuito per diversi anni, nel 2020 il tasso di **disoccupazione** è aumentato nuovamente al 15,5 %, nel contesto della crisi della COVID-19 e rimane al di sopra della soglia indicativa. Secondo le previsioni, il tasso di disoccupazione diminuirà nel 2021 e nel 2022. Il tasso di attività è diminuito e rimane inferiore alla soglia indicativa. Inoltre, continua a destare preoccupazione la segmentazione del mercato del lavoro.

All'inizio della crisi della COVID-19 la Spagna presentava vulnerabilità connesse al debito estero, del settore privato e pubblico e all'elevata disoccupazione. Con questa crisi, i tassi di indebitamento e la disoccupazione sono aumentati. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in giugno, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza degli squilibri o la loro correzione.

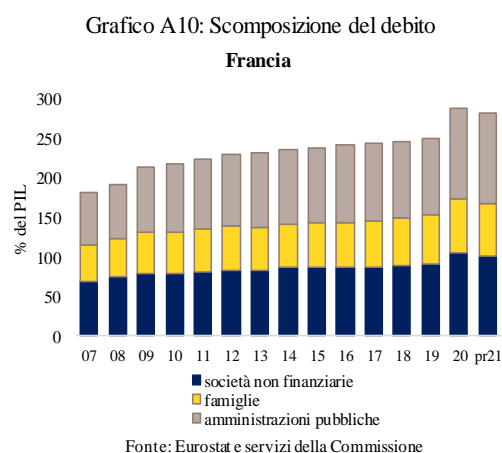
4.10. FRANCIA

A giugno 2021 la Commissione ha concluso che la Francia presentava squilibri macroeconomici connessi a un debito pubblico elevato e a una debole competitività, in un contesto di modesta crescita della produttività, con conseguenze a livello transfrontaliero. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, alcuni indicatori superano le corrispondenti soglie indicative, in particolare quelli relativi al debito pubblico e del settore privato, alla quota del mercato delle esportazioni nonché al tasso di attività.

Dopo un calo del 7,9 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 6,5 % nel 2021 e del 3,8 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 6,7 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **La posizione esterna** è peggiorata nel 2020, con un rapporto negativo NIIP/PIL sceso a circa il -30 % sulla scia di un aumento del disavanzo delle partite correnti e del calo del PIL. Le partite correnti nei prossimi anni dovrebbero migliorare leggermente, con la prevista ripresa delle esportazioni. Si prevede che la NIIP si stabilizzi intorno ai livelli attuali.
- Il rapporto **debito privato**/PIL ha continuato ad aumentare nel 2020 di 21 punti percentuali, raggiungendo quasi il 174 %, sostenuto da robusti flussi creditizi. Tale aumento dovrebbe invertirsi leggermente nel 2021. Tuttavia, l'aumento dell'indebitamento delle imprese si associa a un parallelo aumento delle riserve di liquidità delle stesse, mentre l'aumento del debito delle famiglie è stato accompagnato anche da un aumento dei depositi. I **prezzi reali delle abitazioni** sono aumentati un po' più rapidamente nel 2020 rispetto al 2019 e mostrano segnali di potenziale sopravvalutazione.
- Il rapporto **debito pubblico**/PIL, già elevato, è aumentato di 18 punti percentuali, raggiungendo il 115 % del PIL nel 2020, rispecchiando le misure di sostegno del governo in risposta alla crisi della COVID-19 e la gravità della recessione. Si prevede che dovrebbe iniziare a ridursi nel 2021.
- Dopo diversi anni di miglioramento, sui parametri relativi alla **competitività** ha inciso negativamente la crisi della COVID-19. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è temporaneamente aumentata nel 2020, nonostante un calo della retribuzione per dipendente. Si prevede che tale situazione si invertirà solo in parte nei prossimi anni. La marcata perdita di quote del mercato delle esportazioni nel 2020 dovrebbe essere recuperata nei prossimi anni.
- Il **settore bancario** ha mostrato livelli di capitale proprio sani e in aumento, mentre l'incidenza dei crediti deteriorati, già bassa, ha continuato a diminuire nel 2020, attestandosi al 2,2 %. Tale cifra potrebbe tuttavia aumentare con la graduale eliminazione delle misure di sostegno pubblico.
- Nel 2020 la situazione del **mercato del lavoro** è peggiorata a causa della crisi della COVID-19, con una diminuzione dell'occupazione totale e del tasso di attività. Sia i tassi di occupazione che quelli di attività dovrebbero migliorare a partire dal 2021.



All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Francia presentava vulnerabilità connesse al debito pubblico e alla competitività, in un contesto di debole produttività. Con la crisi della COVID-19, gli stock del debito pubblico, estero e privato sono aumentati. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in giugno, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza degli squilibri o la loro correzione.

4.11. CROAZIA

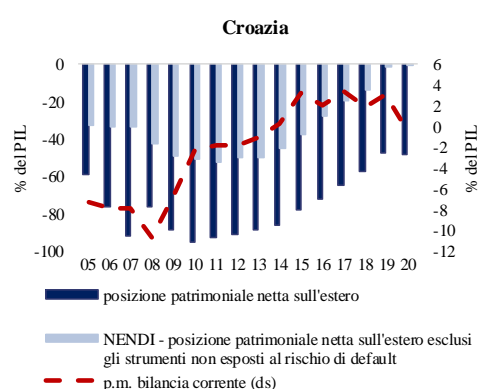
Nel giugno 2021 la Commissione ha concluso che la Croazia presentava squilibri macroeconomici connessi a livelli elevati di debito estero, privato e pubblico, in un contesto di scarsa crescita potenziale. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, della crescita dei prezzi delle abitazioni e del debito pubblico lordo superano le corrispondenti soglie indicative.

Dopo un calo dell'8,1 % nel 2020, si prevede che il PIL reale aumenterà dell'8,1 % nel 2021 e del 5,6 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 9,5 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **La sostenibilità esterna** è peggiorata nel 2020. Le partite correnti sono passate nel 2020 a un disavanzo dello 0,1 % del PIL, principalmente a causa del crollo delle esportazioni legate al turismo indotto dalla pandemia. L'eccedenza media su 3 anni è scesa all'1,6 %. La NIIP è leggermente peggiorata, attestandosi nel 2020 al -47,8 % del PIL, ma dovrebbe tornare a migliorare a partire dal 2021. Per contro, la NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (NENDI) è ulteriormente migliorata e ha raggiunto una posizione di equilibrio nel 2020.
- **Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto** ha subito un'accelerazione nel 2020, in un contesto di calo della produttività, che ha portato la variazione su 3 anni al 13,7 %. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe subire un'inversione nel 2021.
- **L'indice dei prezzi delle abitazioni** nel 2020 ha nuovamente superato la soglia, con una crescita del 7,3 % in termini reali, aggravando il problema dell'accessibilità economica delle abitazioni. Il 2021 dovrebbe determinare una decelerazione dei prezzi delle abitazioni. I prezzi delle abitazioni meritano un ulteriore monitoraggio, anche considerando l'andamento dei prezzi dei materiali edili.
- Il rapporto **debito privato/PIL** è aumentato, passando da circa l'88 % del PIL al 98 % nel 2020, a causa del calo del PIL e dei flussi creditizi positivi, sebbene modesti. È probabile che l'aumento del rapporto debito delle imprese e delle famiglie/PIL subisca un'inversione nel 2021, a causa dell'effetto denominatore (crescita del PIL). Sebbene il **settore bancario** sia ben capitalizzato e la sua redditività sia elevata, esso è anche caratterizzato da un'incidenza dei crediti deteriorati relativamente elevata, superiore al 5 %. Sarà importante in prospettiva monitorare attentamente l'effetto dell'eliminazione graduale delle misure di sostegno pubblico, quali le moratorie sui prestiti e i regimi di garanzia.
- Dopo essere diminuito per cinque anni consecutivi, il rapporto **debito pubblico/PIL** nel 2020 è aumentato di 16 punti percentuali, raggiungendo l'87,3 % del PIL, rispecchiando le misure di sostegno del governo in risposta alla crisi della COVID-19 e la gravità della recessione. Con la prevista ripresa economica e il ritiro del sostegno di bilancio, il calo del debito pubblico dovrebbe riprendere nel 2021.

Grafico A11: NIIP, debito privato e debito pubblico



Fonte: servizi della Commissione

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Croazia presentava vulnerabilità connesse al debito pubblico, privato ed estero in un contesto di debole crescita potenziale. Con la crisi, i tassi di indebitamento sono aumentati. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in giugno, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza degli squilibri o la loro correzione.

4.12. ITALIA

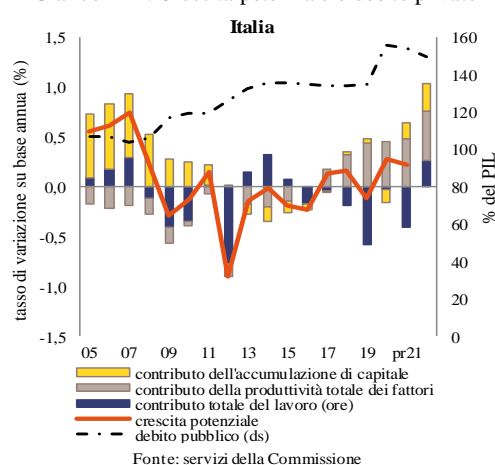
Nel giugno 2021 la Commissione ha concluso che l'Italia presentava squilibri macroeconomici eccessivi, che comportavano un elevato debito pubblico e la protratta debolezza della dinamica della produttività, con rilevanza transfrontaliera, in un contesto di fragilità del mercato del lavoro e del settore bancario. Nel quadro di valutazione aggiornato, comprendente dati fino al 2020, gli indicatori del debito pubblico e del tasso di attività superano le corrispondenti soglie indicative.

Dopo una brusca contrazione della produzione reale pari all'8,9 % nel 2020 a causa della crisi della COVID-19, si prevede una ripresa della crescita del PIL reale del 6,2 % nel 2021 e del 4,3 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 4,6 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- La **posizione esterna** è stabile, con una posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) in pareggio. L'avanzo delle partite correnti, pari al 3,8 % del PIL nel 2020, dovrebbe ridursi marginalmente nel 2021, in gran parte a causa dell'aumento delle spese petrolifere e di una maggiore domanda di importazioni.
- Il **debito privato** è aumentato nel 2020, con il debito sia delle famiglie sia delle imprese su valori prossimi ai parametri di riferimento prudenziali e basati sui fondamentali. Con la ripresa della crescita, a partire dal 2021 entrambe le componenti del debito privato dovrebbero diminuire.
- La **produttività** del lavoro è diminuita drasticamente nel 2020, poiché i regimi di riduzione dell'orario lavorativo hanno rafforzato l'occupazione mentre la produzione economica ha subito un calo. La produttività dovrebbe migliorare nel medio periodo con la ripresa della crescita del PIL. **La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto** nel 2020 è aumentata, ma dovrebbe in prospettiva rallentare a fronte di una moderata crescita delle retribuzioni.
- Il rapporto **debito pubblico/PIL** è aumentato nel 2020 di 21 punti percentuali, raggiungendo il 155,6 %. Oltre la metà dell'aumento del rapporto debito/PIL è dovuta all'effetto del denominatore. Il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe iniziare a diminuire nel 2021, nonostante il prolungato sostegno delle politiche, e rimanere su un percorso discendente negli anni successivi. Le finanze pubbliche restano soggette a rischi di circoli viziosi fra settore finanziario e imprese, data l'elevata percentuale di prestiti garantiti da garanzie pubbliche e il rischio di un aumento delle insolvenze delle imprese, anche se a partire dagli attuali bassi livelli.
- Sono proseguiti i miglioramenti nel **settore bancario**, ma permangono vulnerabilità. La riduzione dell'incidenza dei crediti deteriorati ha registrato ulteriori progressi, ma, attestandosi al 4,5 % nel primo trimestre del 2021, rimane superiore alla media della zona euro, pari al 2,4 %. Le misure di liquidità adottate in risposta alla pandemia hanno sostenuto i volumi di prestiti bancari. Nel 2020 la redditività bancaria si è tuttavia ridotta ulteriormente. In futuro sarà importante monitorare attentamente gli effetti dell'eliminazione graduale delle misure di sostegno pubblico, quali le moratorie sui prestiti e i regimi di garanzia.
- A differenza della maggior parte degli altri paesi dell'UE, il **tasso di disoccupazione** ha continuato a diminuire nel 2020, attestandosi al 9,2 %, ma ne è previsto un aumento nel 2021. Il tasso di disoccupazione giovanile è ulteriormente aumentato nel 2020 ed è molto elevato. Le dimensioni della forza lavoro sono tuttora inferiori rispetto a quelle precedenti alla crisi della COVID-19. Il persistere di squilibri tra domanda e offerta di competenze potrebbe impedire che la riduzione del tasso di disoccupazione nei prossimi anni prosegua con maggiore rapidità.

Grafico A12: Crescita potenziale e debito privato



All'inizio della crisi della COVID-19 l'Italia presentava vulnerabilità connesse all'elevato livello del debito pubblico e alla debole crescita della produttività, in un contesto di tassi di disoccupazione ancora relativamente elevati. Con la crisi della COVID-19, i rapporti debito/PIL sono aumentati, mentre permangono vulnerabilità nel settore finanziario e alcune vulnerabilità nel mercato del lavoro. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri eccessivi riscontrati lo scorso giugno, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e per monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.

4.13. CIPRO

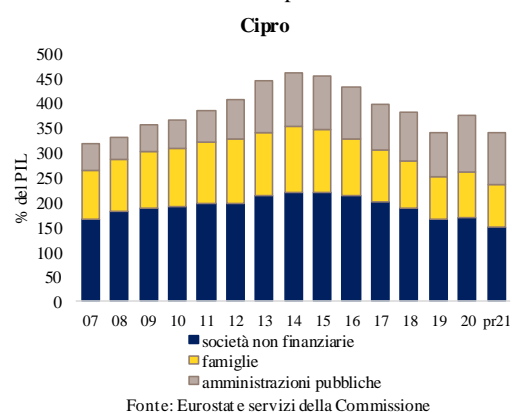
Nel giugno 2021 la Commissione ha concluso che Cipro non presentava eccessivi squilibri macroeconomici. Le vulnerabilità riguardano elevati stock di debito estero, pubblico e privato e crediti deteriorati ancora elevati, insieme a un consistente disavanzo delle partite correnti. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende i dati fino al 2020, alcuni indicatori superano le corrispondenti soglie indicative, in particolare le partite correnti, la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito pubblico e il debito del settore privato ⁽⁴³⁾.

Dopo una contrazione del 5,2 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 5,4 % nel 2021 e del 4,2 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 7 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **Le vulnerabilità esterne** continuano a destare preoccupazione, dal momento che la NIIP nel 2020 resta significativamente negativa, nonostante il fatto che ciò sia dovuto in gran parte alle attività delle società veicolo. Le partite correnti hanno registrato un forte disavanzo, pari al 10,1 % del PIL nel 2020, in peggioramento rispetto al 5,7 % del 2019, in un contesto in cui le esportazioni turistiche sono state fortemente colpite dalla pandemia. Si prevedono miglioramenti moderati nel 2021 e nel 2022.
- Il rapporto **debito pubblico/PIL** è aumentato di 24 punti percentuali nel 2020, raggiungendo il 115,3 %, a causa della costituzione da parte del governo di una notevole riserva di liquidità per garantire la potenza di fuoco necessaria per combattere la pandemia, sostenere l'economia e gestire i rischi di liquidità. Il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe riprendere il proprio percorso discendente nel 2021.
- Dopo anni di calo costante, nel 2020 il rapporto **debito privato/PIL** è aumentato a causa del calo del PIL nominale indotto dalla pandemia. Il rapporto debito delle famiglie/PIL ha raggiunto il 91 %, mentre il debito delle società non finanziarie è aumentato fino a quasi il 170 % del PIL. Per il 2021, sulla base della prevista ripresa economica, l'indebitamento privato dovrebbe ritornare su un percorso discendente, pur rimanendo al di sopra delle soglie prudenziali e fondamentali.
- La redditività del **settore bancario** è diventata negativa nel 2020. Lo stock di crediti deteriorati rimane elevato, ma è diminuito significativamente nel 2020. La percentuale di crediti deteriorati è rimasta stabile, attestandosi a circa il 10 % nel primo semestre del 2021. Sono state inoltre programmate ulteriori cessioni di portafoglio. La revoca della moratoria sui prestiti nel gennaio 2021 non ha ancora rivelato un impatto negativo significativo sulla qualità degli attivi, ma sarà importante monitorare attentamente gli effetti dell'eliminazione graduale delle misure di sostegno pubblico.

Grafico A13: Debito e prestiti deteriorati



All'inizio della crisi della COVID-19 Cipro presentava vulnerabilità connesse al debito estero, del settore privato e del settore pubblico. Con la crisi della COVID-19, il disavanzo delle partite correnti è peggiorato, mentre i rapporti debito/PIL sono aumentati. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri eccessivi riscontrati lo scorso giugno, procedere a un'ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e per monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.

⁽⁴³⁾ La relazione sulla sorveglianza post-programma dell'autunno 2021 per Cipro affronta anche alcune delle vulnerabilità evidenziate nella relazione sul meccanismo di allerta.

4.14. LETTONIA

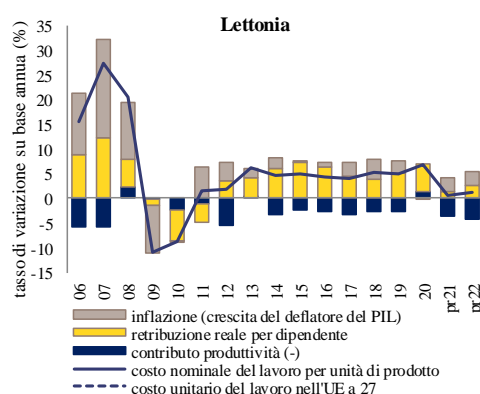
Nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Lettonia. Nel quadro di valutazione aggiornato, alcuni indicatori superano le corrispondenti soglie indicative, ossia il tasso di cambio effettivo reale e la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

Dopo un calo del 3,6 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 4,7 % nel 2021 e del 5 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 12,9 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- Le **partite correnti** hanno registrato un avanzo del 2,9 % del PIL nel 2020, migliorando notevolmente la NIIP, che ora si attesta al -34,7 % del PIL, appena al di sotto della soglia prevista per la procedura per gli squilibri macroeconomici. La NIIP negativa della Lettonia è costituita principalmente dal debito pubblico e dagli investimenti esteri diretti che presentano un basso rischio di fuga improvvisa o di apprezzamento dei costi di servizio. Il saldo delle partite correnti dovrebbe tornare leggermente negativo nel 2022, ma la NIIP dovrebbe continuare a migliorare.

Grafico A14: Scomposizione del costo unitario del lavoro



Fonte: servizi della Commissione

- Gli **indicatori della competitività di costo** nel 2020 continuano a indebolirsi. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto era già elevata prima della pandemia, ma è ulteriormente aumentata nel 2020, a causa del calo della produttività e della continua crescita delle retribuzioni. La crescita delle retribuzioni è rimasta elevata a causa della persistente carenza di competenze e del fatto che la perdita di posti di lavoro connessa alla COVID-19 ha colpito prevalentemente i settori a bassa retribuzione. Gli effetti sulla produttività connessi alla COVID-19 dovrebbero essere transitori, ma le pressioni salariali derivanti dal calo dell'offerta di manodopera dovrebbero rimanere un fattore che inciderà anche in futuro, poiché il declino demografico dovrebbe continuare. La quota del mercato delle esportazioni della Lettonia nel 2020 è aumentata considerevolmente. Il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è apprezzato, notevolmente influenzato dal deprezzamento del rublo russo, che nel 2020 è sceso del 20 % circa.
- La **crescita dei prezzi reali delle abitazioni** ha subito un notevole rallentamento nel 2020, dopo diversi anni di crescita dinamica dei prezzi. I livelli del debito del settore privato sono rimasti stabili, con un credito contenuto nel settore delle imprese. Il **settore finanziario** è solido e ben capitalizzato, ma la redditività è notevolmente peggiorata nel 2020.
- Il **tasso di disoccupazione** è salito all'8,1 % nel 2020, alla luce della crisi della COVID-19. Si prevede che dovrebbe iniziare a ridursi nel 2021. Anche la disoccupazione giovanile è aumentata nel 2020 e dovrebbe ulteriormente salire nel 2021. Il peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro dovuto alla crisi della COVID-19 dovrebbe essere temporaneo, prevedendo che il tasso di disoccupazione si avvicinerà al livello pre-crisi entro il 2023.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Lettonia non mostrava squilibri macroeconomici, sebbene presentasse una posizione patrimoniale sull'estero negativa e un'elevata crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Le questioni relative alle pressioni sull'offerta di manodopera e alla competitività di costo dovrebbero persistere anche dopo la crisi della COVID-19, ma i rischi sembrano contenuti. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

4.15. LITUANIA

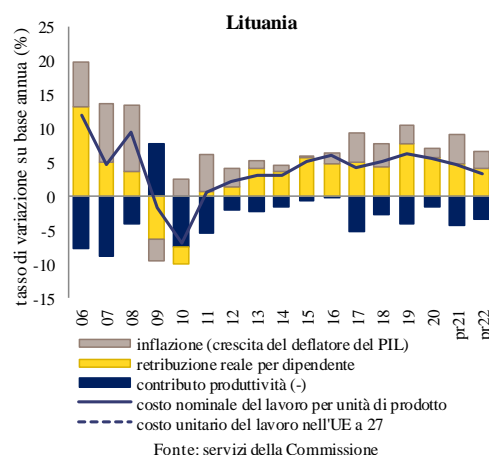
Nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Lituania. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, cinque indicatori sono superiori alle corrispondenti soglie indicativa, ossia il tasso di cambio effettivo reale, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, la crescita dei prezzi delle abitazioni, le passività del settore finanziario e il tasso di disoccupazione giovanile.

Dopo un calo dello 0,1 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 5 % nel 2021 e del 3,6 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 18 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **Le vulnerabilità esterne** rimangono contenute, in quanto le partite correnti hanno registrato nel 2020 un avanzo del 7,3 % del PIL. L'avanzo nettamente più elevato è sostenuto dagli andamenti favorevoli delle esportazioni di beni e servizi e si prevede che rimarrà consistente, anche se lievemente inferiore, in futuro. La NIIP, sebbene negativa, sta migliorando rapidamente. È costituita per lo più dallo stock accumulato di investimenti esteri diretti e una parte considerevole degli afflussi di tali investimenti proviene da utili reinvestiti, il che riduce i rischi connessi.
- **Il costo del lavoro per unità di prodotto** continua a crescere rapidamente. Le pressioni sul mercato del lavoro e l'aumento dei salari nel settore pubblico, riflettendo in parte le esigenze di gestione della pandemia, influiscono sulla dinamica dei redditi da lavoro. Nel 2020 e nella prima metà del 2021 la crescita dei salari è rimasta elevata, superando il 10 %. La quota del lavoro è già relativamente elevata rispetto al passato e la retribuzione del lavoro nel settore pubblico dovrebbe rallentare a seguito dell'impennata verificatasi durante la pandemia; pertanto l'attuale ritmo di crescita delle retribuzioni non dovrebbe essere sostenuto. Si prevede che il costo del lavoro per unità di prodotto crescerà visibilmente, ma a un ritmo leggermente inferiore rispetto agli ultimi anni.
- Il mercato immobiliare sta assistendo a un'accelerazione dei **prezzi delle abitazioni**. Tuttavia, i parametri del divario di valutazione non mostrano segni di potenziale sopravvalutazione. La crescita dei prezzi delle abitazioni ha raggiunto il 6,4 % nel 2020 ed è aumentata nel primo semestre del 2021. Ciò è dovuto in parte a vincoli dal lato dell'offerta che hanno iniziato lentamente ad allentarsi. I prezzi delle abitazioni dovrebbero perdere slancio nei prossimi anni, in parte a causa del previsto rallentamento della crescita del reddito da lavoro. Mentre il credito ipotecario è cresciuto con dinamicità, l'indebitamento delle famiglie è ancora piuttosto basso. Il **settore bancario** è ben capitalizzato, redditizio e il livello di crediti deteriorati è molto basso.
- Le pressioni sul **mercato del lavoro** iniziano a riemergere. Il tasso di disoccupazione è salito all'8,5 % nel 2020, ma dovrebbe gradualmente diminuire in futuro. La disoccupazione giovanile è aumentata nel 2020, ma dovrebbe iniziare a diminuire nel 2021. In molti settori economici le carenze di manodopera, che erano in aumento prima della crisi pandemica, esercitano una pressione al rialzo sui costi del lavoro.

Grafico A15: Scomposizione del costo unitario del lavoro



Fonte: servizi della Commissione

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Lituania non presentava squilibri macroeconomici, sebbene si riscontrasse un accumulo delle pressioni sul mercato del lavoro. Di recente le carenze nel mercato del lavoro hanno iniziato a riemergere, esercitando così pressioni al rialzo sul costo del lavoro, sebbene si preveda una lieve diminuzione della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

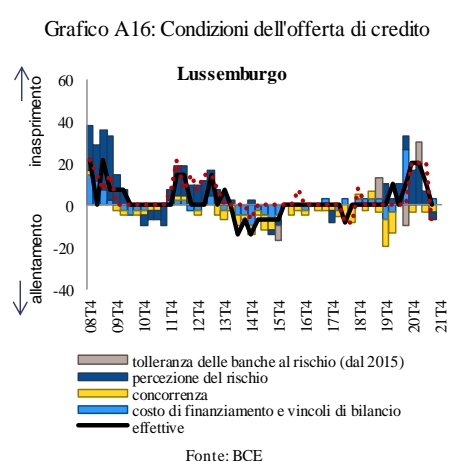
4.16. LUSSEMBURGO

Nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per il Lussemburgo. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende i dati fino al 2020, gli indicatori relativi alla crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, alla crescita dei prezzi delle abitazioni, al livello del debito del settore privato e alla crescita del credito, nonché alla disoccupazione giovanile sono superiori alle corrispondenti soglie indicative.

Il PIL reale ha registrato una contrazione relativamente modesta nel 2020, pari all'1,8 %, a causa della crisi della COVID-19, e ha nuovamente raggiunto il livello pre-crisi nel primo trimestre del 2021. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 5,8 % nel 2021 e al 3,7 % nel 2022, facendo così registrare nel 2022 un PIL nominale maggiore del 17,6 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- I rischi circa la **sostenibilità esterna** restano limitati. Il saldo delle partite correnti e la posizione patrimoniale netta sull'estero restano significativamente positivi.
- **Il costo del lavoro per unità di prodotto** è aumentato notevolmente nel 2020, riflettendo in parte la temporanea eccedenza di manodopera accumulata durante la crisi della COVID-19. Il tasso di disoccupazione e di disoccupazione giovanile sono aumentati nel 2020 a causa della crisi.
- Il rapporto **debito del settore privato/PIL** è stato molto elevato, pari a circa il 317 % nel 2020, nonostante un recente calo a partire dalla seconda metà del 2020, ed è principalmente dovuto al **debito delle imprese**. Le attività di prestito transfrontaliere da parte di imprese infragruppo operanti nel centro finanziario mondiale del Lussemburgo rappresentano l'80 % del debito delle imprese, il che riduce i rischi.
- **Il debito delle famiglie** è ulteriormente aumentato nel 2020, raggiungendo circa il 69 % del PIL, valore al di sotto dei parametri di riferimento, sebbene sia notevolmente superiore rispetto al reddito disponibile (170 %). Il credito ipotecario ha registrato un'ulteriore accelerazione, in un contesto di crescita molto rapida dei prezzi delle abitazioni. Ciò ha indotto il comitato nazionale per il rischio sistemico ad attivare limiti macroprudenziali (indice di copertura del finanziamento) e ad aumentare la riserva di capitale anticiclica a partire da gennaio 2021.
- **I prezzi delle abitazioni** hanno registrato aumenti a due cifre dall'inizio della pandemia, con chiare indicazioni di una potenziale sopravvalutazione. Si prevede tuttavia che l'aumento dei prezzi diminuirà, sulla scia dell'attuazione delle misure adottate. Esse comprendono riforme della fiscalità relativa alla destinazione dei terreni e alla proprietà per contribuire ad affrontare la carenza strutturale di alloggi. Sono inoltre aumentati gli investimenti nell'edilizia residenziale, al fine di migliorare l'offerta pubblica di alloggi economicamente accessibili.
- Il **settore bancario** è ben capitalizzato e liquido, nonostante un calo della redditività nel 2020. Il tasso di crediti deteriorati è rimasto molto basso, anche grazie a risposte politiche tempestive e adeguate, comprese moratorie e regimi temporanei di riduzione dell'orario lavorativo. La persistente crescita dinamica dei mutui ipotecari, in un contesto di indebitamento già elevato delle famiglie, rappresenta un rischio per il settore bancario.



All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 il Lussemburgo non presentava squilibri macroeconomici, ma alcuni rischi connessi all'aumento dei prezzi delle abitazioni e del debito delle famiglie. Tali rischi sono ulteriormente aumentati. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

4.17. UNGHERIA

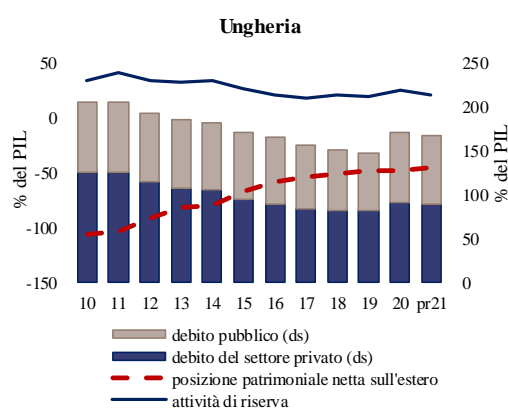
Nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per l'Ungheria. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, del debito pubblico, delle passività del settore finanziario e della disoccupazione giovanile, superano le corrispondenti soglie indicative.

Dopo un calo del 4,7 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 7,4 % nel 2021 e del 5,4 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 25,1 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **Sul fronte esterno** permangono vulnerabilità, anche se la NIIP fortemente negativa è costituita per lo più da stock di investimenti esteri diretti. La NIIP è gradualmente migliorata fino al 2020 e dovrebbe continuare così in futuro. Il saldo delle partite correnti nel 2020 è passato a -1,5 % del PIL e, secondo le previsioni, rimarrà complessivamente stabile nel 2021 e nel 2022.
- **I marcati incrementi del costo nominale del lavoro per unità di prodotto** sono stati finora in parte compensati da deprezzamenti valutari. Le retribuzioni dovrebbero accelerare nel corso del 2021 e del 2022, influenzate anche da un aumento del salario minimo e da aumenti salariali nel settore pubblico, tornando alla loro tendenza pre-pandemia di forte crescita; nonostante una ripresa della produttività, il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe aumentare notevolmente. Come altri paesi della regione, l'Ungheria ha continuato a conquistare quote del mercato delle esportazioni, che hanno beneficiato dei recenti progetti di investimenti esteri diretti in entrata. Dall'inizio del 2020, le riserve ufficiali hanno registrato una lieve ripresa.
- **L'indebitamento del settore privato** è aumentato nel 2020 a causa di regimi di prestiti agevolati e di una moratoria sul debito introdotta durante la pandemia di COVID-19. Il rapporto debito delle famiglie/PIL rimane tra i più bassi dell'UE. Quasi due quinti dei prestiti interni delle società non finanziarie sono in valuta estera. La crisi ha comportato un temporaneo peggioramento sul **mercato del lavoro**. Il tasso di disoccupazione si è attestato al 4,3 % nel 2020, ma dovrebbe iniziare a scendere nel 2021.
- La crescita dei **prezzi reali delle abitazioni** è rallentata, attestandosi nel 2020 all'1,9 % (5 % in termini nominali), dopo il forte dinamismo degli ultimi cinque anni. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha registrato un'accelerazione visibile nella prima metà del 2021, raggiungendo l'11,9 % nel secondo trimestre. I prezzi delle abitazioni mostrano segnali di una potenziale sopravvalutazione in alcune aree, il che pone alcune sfide in termini di accessibilità economica. L'edilizia residenziale si sta espandendo sulla scia di varie iniziative politiche.
- **Il debito pubblico** è aumentato di 15 punti percentuali nel 2020, raggiungendo l'80,1 % del PIL, principalmente a causa di ulteriori prestiti dovuti alla crisi della COVID-19 e alla rivalutazione del debito denominato in valuta estera. Si prevede che entro il 2022 scenderà leggermente, attestandosi su valori superiori al 77 % del PIL, anche se la spesa discrezionale rimane alta come conseguenza degli introiti impreveduti. Il fabbisogno di finanziamento lordo è elevato, ma dovrebbe diminuire in esito all'aumento della scadenza media. La Banca centrale mantiene un generoso programma di acquisto di attività che assorbe circa due terzi dei titoli di Stato emessi. Il **settore bancario** rimane nel complesso solido, ma sono presenti importanti circoli viziosi con il settore pubblico, considerando che i titoli del debito pubblico rappresentano quasi un quinto delle attività bancarie.

Grafico A17: NIIP, debito privato e debito pubblico



Fonte: Eurostat, BCE, servizi della Commissione

L'aumento delle passività del settore finanziario è in parte riconducibile alle misure di politica monetaria volte a stimolare la liquidità adottate nel 2020 a sostegno dell'economia. La revoca dei regimi di moratoria sul debito può rappresentare un problema per il settore bancario, il cui coefficiente di capitale di classe 1 è inferiore alla media dell'UE.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 l'Ungheria non presentava squilibri macroeconomici, ma alcuni rischi connessi a pressioni sui costi, alla struttura del debito pubblico e al mercato immobiliare. Con la crisi della COVID-19, i rischi sono rimasti. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

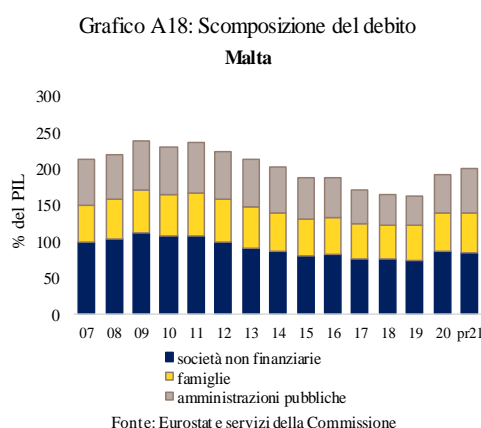
4.18. MALTA

Nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per Malta. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, due indicatori superano le corrispondenti soglie indicative: il debito privato e la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

Dopo un calo dell'8,3 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe crescere del 5 % nel 2021 e del 6,2 % nel 2022 sulla scia di una forte ripresa dalla crisi della COVID-19, di modo che nel 2022 il PIL nominale sarà del 7,3 %, superiore al livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- La **posizione patrimoniale netta sull'estero** (NIIP) è fortemente positiva, rispecchiando la posizione di Malta come centro finanziario internazionale. Dopo aver registrato forti avanzi positivi per tre anni fino al 2019, nel 2020 le partite correnti di Malta sono passate a un disavanzo del -2,9 %, principalmente a causa di un calo del turismo. Nell'orizzonte previsionale dovrebbe restare in moderato disavanzo. Nel 2020 i costi del lavoro per unità di prodotto sono cresciuti marcatamente, a fronte di un brusco calo della produttività, poiché le misure di politica monetaria hanno sostenuto l'occupazione, ma dovrebbero rimanere sostanzialmente invariati nel 2021 e ridursi lievemente nel 2022.
- Nel 2020, il rapporto **debito privato/PIL** è aumentato, arrivando a circa il 139 % e superando quindi leggermente la soglia del quadro di valutazione. Si prevede che nel 2021 il rapporto rimanga all'incirca su questo livello. Nel 2020 il debito delle imprese è aumentato partendo da un livello già elevato, ma si prevede che inizi a diminuire leggermente nel 2021. Sebbene siano state adottate misure per affrontare alcune questioni relative al quadro antiriciclaggio, Malta è stata aggiunta all'elenco delle giurisdizioni soggette a un monitoraggio rafforzato da parte del Gruppo di azione finanziaria internazionale (un organismo intergovernativo di contrasto al riciclaggio di denaro). Tuttavia, si prevede che le conseguenze di questa decisione rimarranno limitate, se le carenze individuate saranno affrontate rapidamente, come Malta si è impegnata a fare. Il debito delle famiglie è aumentato notevolmente nel 2020 e dovrebbe rimanere sostanzialmente invariato nel 2021, attestandosi poco al di sopra del 100 % del reddito disponibile lordo delle famiglie. Il debito delle famiglie è costituito principalmente da mutui ipotecari. Negli ultimi anni i **prezzi delle abitazioni** sono aumentati in modo sostenuto, con alcune indicazioni di potenziale sopravvalutazione, sebbene la loro crescita nel 2020 sia stata inferiore. I dati per la prima metà del 2021 suggeriscono una ripresa della crescita.
- Il **debito pubblico** è aumentato di 13 punti percentuali nel 2020, raggiungendo il 53,4 % del PIL a causa della crisi della COVID-19, rispecchiando la gravità della recessione e in particolare le misure pubbliche di sostegno. Si prevede che continuerà ad aumentare nel 2021 e nel 2022 per tornare a poco più del 60 % entro il 2031.
- Il **settore bancario** è ben capitalizzato con una forte posizione in liquidità. I livelli di accantonamento sono aumentati e l'indice di copertura è migliorato, ma nel 2020 la redditività è crollata. Attestandosi al 3,6 %, nel 2020 l'incidenza dei crediti deteriorati è rimasta moderata. In futuro sarà importante monitorare attentamente gli effetti dell'eliminazione graduale delle misure di sostegno pubblico, quali le moratorie sui prestiti e i regimi di garanzia. È in corso una revisione del quadro in materia di insolvenza. L'esposizione delle banche al settore immobiliare è considerevole.
- Il **tasso di disoccupazione** rimane basso. Nel 2020 è leggermente aumentato al 4,4 %, riflettendo gli effetti della crisi della COVID-19. Tuttavia, con il consolidarsi della ripresa, si prevede che inizi a diminuire nel 2021 per poi scendere quasi al livello pre-crisi nel 2022.



All'inizio della crisi generata dalla COVID-19, Malta non presentava squilibri macroeconomici, sebbene una dinamica dei prezzi delle abitazioni relativamente sostenuta comportasse rischi limitati, anche in relazione all'esposizione delle banche al mercato immobiliare. Con la crisi della COVID-19, le pressioni sui prezzi delle abitazioni si sono lievemente attenuate, ma necessitano ancora di monitoraggio. Il debito privato e pubblico sono aumentati. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

4.19. PAESI BASSI

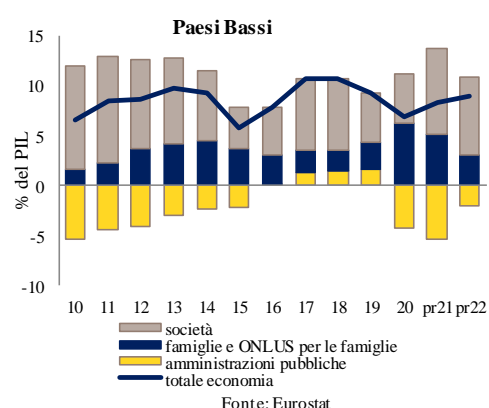
Nel giugno 2021 la Commissione ha concluso che i Paesi Bassi presentavano squilibri macroeconomici connessi, in particolare, all'ingente quantità del debito del settore privato e all'elevato avanzo delle partite correnti, il che aveva rilevanza transfrontaliera. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, alcuni indicatori superano le corrispondenti soglie indicative: la media triennale del saldo delle partite correnti, il costo nominale del lavoro per unità di prodotto, il debito del settore privato e la crescita dei prezzi delle abitazioni.

Dopo un calo del 3,8 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 4 % nel 2021 e del 3,3 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 10,2 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **L'avanzo delle partite correnti** è sceso al 7 % del PIL nel 2020, ma la media triennale del 9,1 % rimane ben superiore alla soglia del quadro di valutazione. Il calo riscontrato nel 2020 è stato la conseguenza di una diminuzione dei saldi del conto dei redditi, soprattutto dei redditi da capitale. Il saldo della bilancia commerciale nel 2020 è rimasto stabile, anche se con inferiori volumi commerciali sottostanti. Dal punto di vista dei risparmi, l'eccedenza nei settori delle famiglie e delle imprese si è ampliata, ma è stata più che compensata dal settore pubblico, che si è spostato decisamente verso il territorio dell'indebitamento netto a causa dell'attuazione di misure di sostegno fiscale connesse alla crisi. Il tasso di risparmio complessivo nei Paesi Bassi rimane elevato rispetto ai fondamentali e ad altri paesi dell'UE. Per il 2021 e il 2022 l'eccedenza del risparmio dovrebbe aumentare moderatamente e il disavanzo pubblico dovrebbe ridursi.
- **L'indebitamento privato** nel 2020 ha continuato ad aumentare fino a quasi il 234 % del PIL e rimane notevolmente al di sopra della soglia del quadro di valutazione. L'elevato livello del **debito delle imprese**, dovuto principalmente al debito infragruppo delle multinazionali, è rimasto pressoché stabile nel 2020. Il **rapporto debito delle famiglie/PIL** ha oltrepassato il 100 % del PIL, principalmente a causa del calo di quest'ultimo, ma nel 2021 dovrebbe diminuire con la ripresa dell'attività economica dalla crisi della COVID-19.
- I **prezzi reali delle abitazioni** sono aumentati del 6 % nel 2020 e si sono riscontrati segnali di potenziale sopravvalutazione. Gli elevati prezzi delle abitazioni sono determinati da una serie di fattori a lungo termine che incidono sia sul lato della domanda (bassi tassi di interesse in combinazione con la deducibilità degli interessi ipotecari, mercato delle locazioni private non sufficientemente sviluppato) sia sul lato dell'offerta (l'edilizia abitativa non soddisfa i requisiti demografici). La crescita dei prezzi delle abitazioni nel 2021 dovrebbe continuare e rimanere al di sopra della soglia.

Grafico A19: Accreditamento/indebitamento netto per settore



All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 i Paesi Bassi presentavano una forte eccedenza di lunga data del risparmio interno, accompagnata da livelli elevati di debito privato. Dopo essere leggermente diminuita durante la crisi della COVID-19, l'eccedenza del risparmio dovrebbe aumentare nuovamente in futuro. Il debito del settore privato è rimasto alto. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in giugno, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza degli squilibri o la loro correzione.

4.20. AUSTRIA

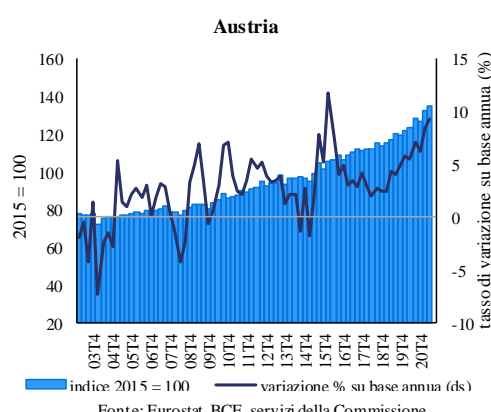
Nel precedente ciclo della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati individuati in Austria squilibri macroeconomici. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori del debito pubblico, della crescita dei prezzi delle abitazioni e della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto hanno superato le corrispondenti soglie indicative.

Dopo una brusca contrazione dell'attività economica nel 2020 (-6,7 %), il PIL reale dovrebbe risalire del 4,4 % nel 2021. Con la ripresa economica in atto, il PIL reale dovrebbe crescere del 4,9 % nel 2022, con un PIL nominale superiore dell'8,8 % rispetto al livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **Le vulnerabilità esterne e le preoccupazioni in materia di competitività** restano limitate. L'avanzo delle partite correnti nel 2020 è sceso all'1,9 % del PIL e le partite correnti in futuro dovrebbero essere sostanzialmente in pareggio. La posizione patrimoniale netta sull'estero rimane moderatamente positiva. L'aumento temporaneo della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2020 riflette temporaneamente una minore produttività in presenza di eccedenza di manodopera accumulata nel contesto della crisi della COVID-19.
- **L'indebitamento privato** è salito nel 2020 a circa il 131 % del PIL, principalmente a causa del calo di quest'ultimo dovuto alla COVID-19 e di alcuni flussi creditizi netti, in particolare verso le imprese. Sulla base della ripresa economica si prevede che tale andamento si invertirà in parte nel 2021.
- **Il debito pubblico** ha lasciato la sua traiettoria discendente ed è aumentato di 13 punti percentuali nel 2020, raggiungendo l'83,2 % del PIL, come conseguenza diretta degli stabilizzatori automatici e della significativa risposta di bilancio adottata. Il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe iniziare a scendere nel 2021.
- I rischi associati al **settore bancario** sembrano essere limitati. Le banche hanno un'esposizione netta limitata nei confronti dei paesi confinanti, una migliore capitalizzazione e una leva finanziaria ridotta. L'incidenza dei crediti deteriorati è diminuita costantemente dal 2014, scendendo nel 2020 al 2,0 %.
- Nel 2020 i **prezzi reali delle abitazioni** hanno registrato un'accelerazione, attestandosi al 6,2 %, con segnali di potenziale sopravvalutazione. La crescita dei prezzi delle abitazioni è aumentata ulteriormente nei primi due trimestri del 2021. Nel contempo, la crescita del credito ha accelerato nel 2021 e i livelli del debito delle famiglie sono sostanzialmente gli stessi rilevati da molto tempo.
- Nel **mercato del lavoro**, i regimi di riduzione dell'orario lavorativo hanno contribuito ad attenuare l'effetto della recessione economica sulla disoccupazione, determinando invece un forte calo delle ore lavorate. Il tasso di disoccupazione è aumentato moderatamente, raggiungendo il 5,4 % nel 2020, ma dovrebbe diminuire a partire dal 2021.

Gráfico A20: Indice dei prezzi reali delle abitazioni



L'Austria ha resistito alla crisi della Covid-19 senza presentare squilibri macroeconomici. Con la crisi della Covid-19, il debito pubblico e privato sono aumentati e i prezzi delle abitazioni sono in crescita, anche se si prevede che parte di questi sviluppi si invertiranno parzialmente in futuro. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

4.21. POLONIA

Nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Polonia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e della crescita dei prezzi delle abitazioni hanno superato le corrispondenti soglie indicative.

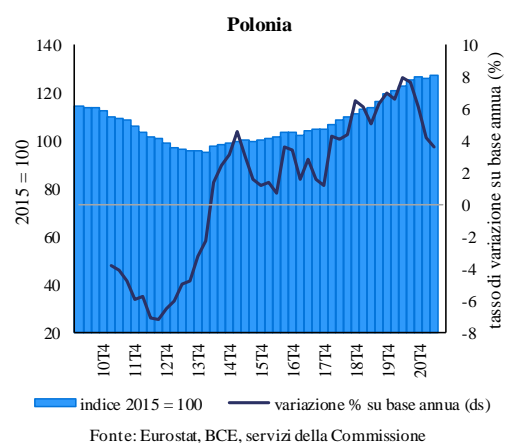
Dopo un calo del 2,5 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 4,9 % nel 2021 e del 5,2 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 23,6 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **Le vulnerabilità esterne** rimangono contenute, in quanto la NIIP, sebbene negativa, è gradualmente migliorata fino al 2020. Inoltre, essa è costituita principalmente dallo stock accumulato di investimenti esteri diretti e una parte consistente degli afflussi di questi ultimi proviene da utili reinvestiti. Secondo le previsioni la NIIP continuerà a migliorare nel corso del 2021 e nel 2022. Le partite correnti hanno registrato nel 2020 una tendenza più positiva, che si prevede diminuirà leggermente nel 2021.
- **L'indebitamento del settore privato** rimane basso, in quanto le famiglie e le società non finanziarie in Polonia sono ancora tra le meno indebitate dell'UE. Il rapporto debito/PIL del settore privato è aumentato nel 2020, ma dovrebbe diminuire nel 2021.
- Nel 2020 la crescita dei **prezzi delle abitazioni** ha raggiunto il 7,1 %, in quanto i bassi tassi di interesse e i maggiori risparmi derivanti dalla pandemia hanno portato a un picco della domanda di alloggi. Tuttavia, la crescita dei mutui ipotecari rimane finora contenuta. Con l'accelerazione del recupero nel settore edilizio e l'aumento dell'offerta di alloggi, nel 2021 la crescita dei prezzi delle abitazioni dovrebbe rallentare.
- Nonostante la pandemia, il **settore bancario** è rimasto nel complesso ben capitalizzato e in buone condizioni. L'incidenza dei crediti deteriorati è diminuita nel 2020, ma è relativamente elevata e in futuro potrebbe aumentare a causa della crisi della COVID-19. **Il debito pubblico** è salito al 57,4 % del PIL nel 2020, rispetto al 45,6 % del 2019, principalmente a causa di ulteriori prestiti contratti in considerazione della crisi della COVID-19. Si prevede che dovrebbe iniziare a ridursi nel 2021.
- Nonostante la crisi della COVID-19, le condizioni del **mercato del lavoro** erano in continuo miglioramento. Il tasso di disoccupazione è diminuito leggermente nel 2020, ma dovrebbe aumentare marginalmente fino al 3,3 % nel 2021, a causa dell'eliminazione graduale delle misure di sostegno pubblico. L'emergere di carenze di manodopera ha esercitato una pressione al rialzo sui **costi del lavoro per unità di prodotto**, che sono aumentati del 6,3 % nel 2020. Si prevede che queste carenze diminuiranno di pari passo al ritorno dell'afflusso di migranti e alla graduale diminuzione della domanda repressa. La crescita dei redditi da lavoro dovrebbe tuttavia essere sostenuta, con un mercato recupero della produttività che dovrebbe attenuare la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Polonia non presentava squilibri macroeconomici, sebbene la sua posizione patrimoniale sull'estero comportasse rischi limitati. Con la crisi della COVID-19, il debito pubblico è aumentato e la crescita dei prezzi delle abitazioni ha subito un'accelerazione, ma i rischi associati sembrano contenuti. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Grafico A21: Indice dei prezzi reali delle abitazioni



Fonte: Eurostat, BCE, servizi della Commissione

4.22. PORTOGALLO

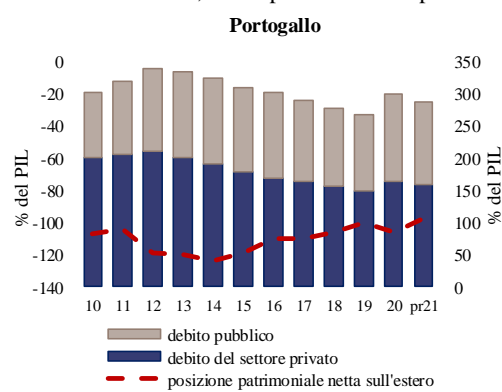
Nel giugno 2021 la Commissione ha concluso che il Portogallo presentava squilibri macroeconomici connessi a ingenti stock di passività nette verso l'estero, di debito pubblico e di debito privato, mentre i crediti deteriorati sono rimasti elevati, in un contesto di modesta crescita della produttività. Nel quadro di valutazione aggiornato, che include i dati fino al 2020, alcuni indicatori superano le corrispondenti soglie indicative, in particolare la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito pubblico e privato, la crescita dei prezzi delle abitazioni, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e il tasso di attività⁽⁴⁴⁾.

Dopo una contrazione dell'8,4 % nel 2020 dovuta alla pandemia di COVID-19, il PIL reale dovrebbe aumentare del 4,5 % nel 2021 e del 5,3 % nel 2022. Si prevede che nel 2022 il PIL nominale supererà di circa il 5,7 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **La sostenibilità esterna** rimane un problema a causa di un ampio stock di passività nette verso l'estero, in un contesto di un certo deterioramento del saldo delle partite correnti avvenuto durante la crisi della COVID-19. Tuttavia, nonostante la forte esposizione del paese al turismo transfrontaliero, a metà del 2021 il rapporto NIIP/PIL è tornato ai livelli pre-pandemia. Si prevede un graduale miglioramento nel periodo di riferimento. Dopo anni di moderata crescita, il **costo nominale del lavoro per unità di prodotto** è aumentato notevolmente nel 2020, superando la soglia indicativa, ma dovrebbe ridursi leggermente in futuro.
- **L'indebitamento del settore privato** ha interrotto il suo percorso discendente durante lo shock della COVID-19 nel 2020, principalmente a causa della contrazione economica, che ha spinto in alto il debito privato di 14 punti percentuali, vicino al 164 % del PIL. In futuro, l'indebitamento privato dovrebbe tornare su un percorso discendente. Grazie alle moratorie sul debito, l'incidenza dei crediti deteriorati ha continuato a diminuire durante la pandemia, attestandosi al 4,9 % nel 2020. In futuro sarà importante monitorare attentamente gli effetti dell'eliminazione graduale delle misure di sostegno pubblico, quali le moratorie sui prestiti e i regimi di garanzia. Inoltre, il coefficiente patrimoniale del **settore bancario** e la sua redditività sono bassi.
- **Il debito pubblico** è aumentato di 19 punti percentuali nel 2020, raggiungendo un massimo storico del 135,2 % del PIL, a causa di un improvviso disavanzo primario e di un effetto valanga sfavorevole nel contesto della crisi della COVID-19. Il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe riprendere il proprio percorso discendente nel 2021. Sebbene siano in gioco fattori attenuanti legati al suo profilo e alla sua composizione, nonché alla consistente riserva di liquidità, il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe rimanere per alcuni anni al di sopra del livello pre-pandemia. Permangono i rischi associati a circoli viziosi fra il settore finanziario e il settore pubblico, i quali potrebbero essere amplificati da crescenti vulnerabilità nel settore delle imprese connesse alla pandemia.
- La **crescita reale dei prezzi delle abitazioni** ha superato la soglia indicativa per cinque anni consecutivi fino al 2020. I prezzi delle abitazioni mostrano segni di potenziale sopravvalutazione. Tuttavia, la crescita dei prezzi delle abitazioni è rallentata nel 2021, grazie a un aumento delle costruzioni e alla moderazione della domanda in alcuni segmenti di mercato.
- **Il tasso di attività** nel 2020 è diminuito. Ciò coincide con un lieve aumento del tasso di disoccupazione. Si prevede che il tasso di attività e il tasso di disoccupazione cominceranno a migliorare nuovamente quest'anno.

Grafico A22: NIIP, debito privato e debito pubblico



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione

⁽⁴⁴⁾ La relazione sulla sorveglianza post-programma dell'autunno 2021 per il Portogallo affronta anche alcune delle vulnerabilità evidenziate nella relazione sul meccanismo di allerta.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 il Portogallo presentava vulnerabilità connesse ad ingenti stock di debito esterno, privato e pubblico in un contesto di modesta crescita della produttività. Con la crisi, i tassi di indebitamento sono ulteriormente aumentati. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in giugno, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza degli squilibri o la loro correzione.

4.23. ROMANIA

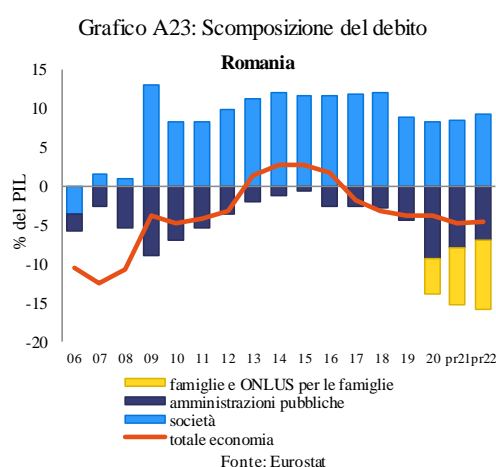
Nel giugno 2021 la Commissione ha concluso che la Romania presentava squilibri macroeconomici, in particolare un consistente e persistente disavanzo delle partite correnti in un contesto di ampi disavanzi pubblici, mentre le precedenti pressioni di surriscaldamento si stavano attenuando. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende i dati fino al 2020, alcuni indicatori superano le corrispondenti soglie indicative, in particolare le partite correnti, la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) e la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

Dopo una diminuzione del 3,9 % nel 2020, dovuta alla crisi della COVID-19, il PIL reale dovrebbe aumentare nel 2021, registrando un aumento del 7 % nel 2021 e del 5,1 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 21,4 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- Per quanto riguarda la **sostenibilità esterna**, il disavanzo delle partite correnti, pari al 5 % del PIL nel 2020, dovrebbe estendersi nel 2021 a circa il 6 % del PIL, soprattutto a causa di un saldo della bilancia commerciale fortemente negativo. La NIIP dovrebbe rimanere stabile intorno al -48 % del PIL nel 2021 e nel 2022. La NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (NENDI), è leggermente negativa.
- **La competitività** è stata ulteriormente influenzata negativamente da un marcato aumento del costo nominale del lavoro per unità di prodotto nel 2020, in parte a causa del brusco calo della produzione e del conseguente calo della produttività in presenza di un'eccedenza di manodopera accumulatasi durante la crisi della COVID-19. Per il 2021 e il 2022, tuttavia, i mercati recuperi della produttività dovrebbero limitare la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nonostante la crescita relativamente sostenuta della retribuzione per dipendente.
- **I prezzi delle abitazioni** sono lievemente aumentati nel 2020, ma la loro crescita dovrebbe accelerare nel 2021.
- **Il debito pubblico**, pur rimanendo nettamente al di sotto della soglia del 60 % del PIL, è aumentato di 12 punti percentuali nel 2020 a causa delle misure adottate nel contesto della crisi della COVID-19 e dei persistenti disavanzi di bilancio. Il rapporto debito pubblico/PIL nel 2021 dovrebbe salire al 49,3 % del PIL e continuare a crescere nel 2022.
- L'incidenza dei crediti deteriorati nel **settore bancario** è rimasta sostanzialmente stabile nel 2020 e all'inizio del 2021, attestandosi a circa il 4 % del totale dei prestiti. Il debito del settore privato è molto basso.
- Il **tasso di disoccupazione** è salito al 5 % nel 2020. Si prevede che rimarrà allo stesso livello nel 2021, per iniziare a diminuire in seguito. Anche il tasso di disoccupazione giovanile è aumentato nel 2020 e dovrebbe salire ulteriormente nel 2021.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Romania presentava vulnerabilità connesse ad un crescente disavanzo delle partite correnti, a un peggioramento della posizione esterna e a significative perdite di competitività di costo. Con la crisi della COVID-19, il debito pubblico è aumentato, sebbene partendo da livelli bassi. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in giugno, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza degli squilibri o la loro correzione.



4.24. SLOVENIA

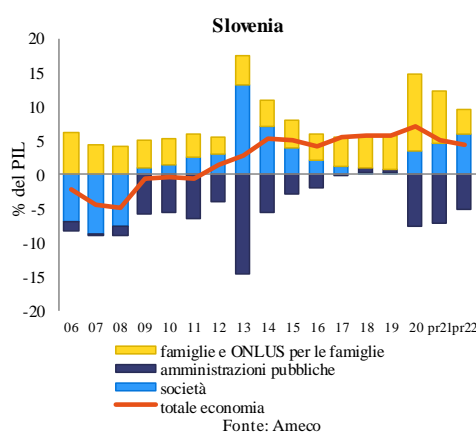
Nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Slovenia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori dell'avanzo delle partite correnti, della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, del debito pubblico lordo e della crescita della disoccupazione giovanile superano le corrispondenti soglie indicative.

Dopo un calo del 4,2 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 6,4 % nel 2021 e del 4,2 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare dell'11,1 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- **L'elevato avanzo delle partite correnti si è ulteriormente ampliato**, passando nel 2020 dal 6 % al 7,4 % del PIL, spingendo la media su tre anni oltre la soglia indicativa superiore. In base alle proiezioni, il disavanzo delle partite correnti si ridurrà leggermente nel 2021 e nel 2022. La NIIP negativa è stata in graduale ma costante miglioramento dal 2012, raggiungendo il -15,2 % del PIL nel 2020 e dovrebbe avvicinarsi al pareggio entro il 2022. La quota del mercato delle esportazioni della Slovenia è visibilmente aumentata negli ultimi anni.
- **L'indebitamento del settore privato è aumentato** solo leggermente nel 2020, attestandosi al 69,7 % del PIL, e rimane al di sotto dei parametri di riferimento prudenziali e fondamentali. Tale aumento riflette principalmente il calo del PIL, in quanto nel 2020 il flusso creditizio è stato negativo. **I prezzi delle abitazioni** sono aumentati del 5,2 %, in linea con le tendenze recenti.
- **Il settore bancario** rimane ben capitalizzato; la sua redditività è diminuita solo lievemente e nel 2020 l'incidenza dei crediti deteriorati ha continuato a diminuire.
- **Il debito pubblico** è salito al 79,8 % del PIL nel 2020, rispetto al 65,6 % del 2019, a causa di ulteriori prestiti contratti in considerazione della crisi della COVID-19 e, in misura, minore, del brusco calo del PIL nel 2020. Secondo le previsioni, il debito pubblico diminuirà nel 2021 e nel 2022.
- Le condizioni del **mercato del lavoro** sono lievemente peggiorate nel contesto della crisi della COVID-19. Il tasso di disoccupazione è leggermente aumentato, passando al 5 % nel 2020, rispetto al 4,5 % del 2019. Il tasso di disoccupazione giovanile, fortemente diminuito negli anni precedenti, è aumentato in modo particolarmente brusco, passando dall'8,1 % del 2019 al 14,2 % del 2020. Tuttavia, i dati del 2021 indicano un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e un calo dei tassi di disoccupazione. **Il costo del lavoro per unità di prodotto** è aumentato del 7,4 % nel 2020, sulla scia dell'eccedenza di manodopera associata alla crisi della COVID-19. Il miglioramento della produttività durante la ripresa dovrebbe portare nel 2021 e nel 2022 a un calo del costo del lavoro per unità di prodotto.

Grafico A24: Accreditamento/indebitamento netto per settore



All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Slovenia non mostrava squilibri macroeconomici, sebbene presentasse un elevato debito pubblico, che comportava rischi limitati. Con la crisi della COVID-19, il debito pubblico è aumentato e l'elevato avanzo delle partite correnti si è ulteriormente ampliato. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

4.25. SLOVACCHIA

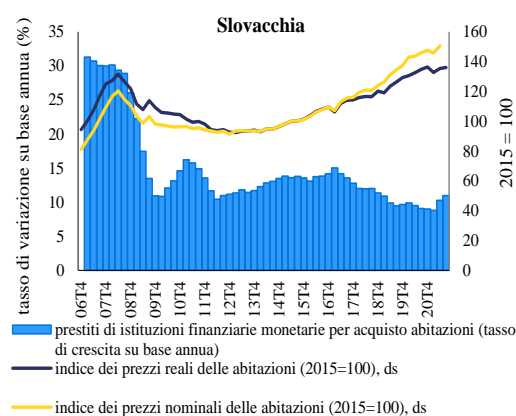
Nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Slovacchia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), del tasso di cambio effettivo reale (REER), della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e della crescita dei prezzi delle abitazioni hanno superato le corrispondenti soglie indicative.

Dopo un calo del 4,4 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 3,8 % nel 2021 e del 5,3 % nel 2022, portando nel 2022 il PIL nominale al 13,6 %, oltre il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- Permangono le **vulnerabilità esterne**. Nel 2020 la NIIP, pari a circa il -66 % del PIL, era ancora notevolmente al di sopra della soglia. La maggior parte di essa è dovuta a passività non esposte al rischio di default connesse a flussi di investimento passati, che potrebbero essere più stabili e quindi meno rischiosi. La NIIP dovrebbe migliorare gradualmente nel 2021 e nel 2022 sulla scia di flussi positivi di accreditamento netto.
- La crescita del **costo del lavoro per unità di prodotto** era elevata prima della pandemia ed ha ulteriormente accelerato nel 2020. Tuttavia, le recenti tendenze riflettono principalmente l'eccedenza di manodopera accumulata nel contesto della crisi della COVID-19. In prospettiva, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe rallentare notevolmente a causa di un'inversione dell'effetto dell'eccedenza di manodopera sulla produttività, mentre l'elevata crescita della retribuzione per dipendente dovrebbe continuare a pesare su di essa. Nel 2020 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) era leggermente superiore alla soglia, ma le quote del mercato delle esportazioni non ne sono state influenzate negativamente. L'elevata concentrazione delle esportazioni in pochi settori e l'integrazione nelle catene globali del valore rimangono tuttavia fattori di rischio.
- **L'indebitamento del settore privato**, e in particolare l'indebitamento ipotecario delle famiglie, è in aumento da diversi anni, ma il suo tasso di crescita sta decelerando. Il debito delle famiglie è salito attestandosi a circa il 47 % del PIL nel 2020. Rimane leggermente inferiore ai livelli prudenziali ma superiore al livello che i fondamentali richiedono.
- I **prezzi reali delle abitazioni** sono aumentati, attestandosi al 7,2 % nel 2020, contribuendo in tal modo all'indebitamento delle famiglie. I prezzi delle abitazioni mostrano segni di potenziale sopravvalutazione. La crescita dei prezzi delle abitazioni dovrebbe rallentare nel 2021.
- Grazie a una politica di bilancio di sostegno, il **debito pubblico** è aumentato di 12 punti percentuali, raggiungendo il 59,7 % del PIL nel 2020. Si prevede che aumenterà marginalmente nel 2021, ma tornerà successivamente a circa il 60 % del PIL, sostenuto da una crescita robusta, tassi di interesse bassi e disavanzi del bilancio primari in calo.
- Il **settore bancario** è sano, con solide riserve di capitale. L'incidenza dei crediti deteriorati ha continuato a diminuire nel 2020 ed è inferiore alla media dell'UE, ma potrebbe aumentare con la revoca delle misure anticrisi. L'esposizione dei bilanci bancari al mercato immobiliare è aumentata.

Grafico A25: Crescita dei prezzi delle abitazioni e dei mutui ipotecari



Fonte: Eurostat, BCE, servizi della Commissione

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Slovacchia non presentava squilibri macroeconomici, sebbene la sostenibilità esterna, le pressioni interne sui prezzi e la dipendenza dall'industria automobilistica comportassero alcuni rischi. Con la crisi della COVID-19, alcuni rischi sono aumentati. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

4.26. FINLANDIA

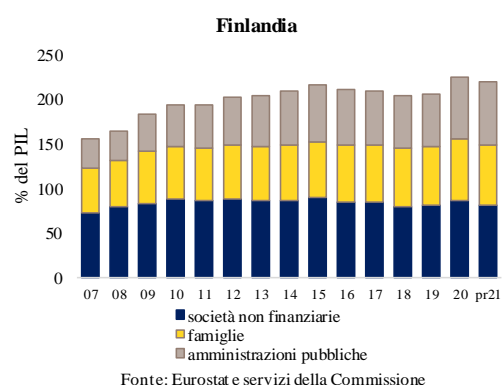
Nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Finlandia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, gli indicatori del debito del settore privato e del debito pubblico lordo superano le rispettive soglie indicative.

Dopo un calo del 2,9 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 3,4 % nel 2021 e del 2,8 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare dell'8,7 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- Dal lato esterno, il saldo delle partite correnti è diventato positivo e l'avanzo commerciale è aumentato marginalmente nel 2020 con l'aumento della quota del mercato delle esportazioni. In prospettiva, si prevede che le partite correnti registreranno un lieve avanzo. La posizione patrimoniale netta sull'estero nel 2020 è scesa al -5,3 % del PIL. Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato marginalmente, a causa del calo della produttività indotto dalla crisi.
- **L'indebitamento del settore privato** ha continuato ad aumentare e il rapporto debito privato/PIL è aumentato in parte a causa di un calo del PIL. Sulla base del consolidarsi della ripresa economica si prevede che tale tendenza si invertirà parzialmente nel 2021. Tuttavia, le condizioni di credito favorevoli, compresi i bassi tassi di interesse e la rapida crescita dell'edilizia residenziale dovrebbero sostenere l'aumento del rapporto debito privato/PIL, anche se l'effetto della recessione causata dalla COVID-19 dovesse venir meno.
- Il **debito pubblico** è salito al 69,5 % del PIL nel 2020, rispetto al 59,5 % del 2019, a causa della risposta di bilancio del governo alla crisi e, in misura minore, del calo del PIL nel 2020. Si prevede che si stabilizzi al 71 % a partire dal 2021.
- Il **settore bancario** rimane ben capitalizzato e l'incidenza dei crediti deteriorati è bassa ed è rimasta sostanzialmente invariata; non dovrebbe aumentare in misura significativa. Non si è rilevato alcun impatto visibile della crisi della COVID-19 sul servizio del debito né sul numero di fallimenti di imprese. I rischi per la stabilità finanziaria restano limitati, nonostante le significative esposizioni transfrontaliere, soprattutto nei confronti di altri paesi nordici.
- Le condizioni del **mercato del lavoro** sono peggiorate marginalmente durante la crisi grazie alle misure di sostegno del governo, che hanno limitato l'aumento del tasso di disoccupazione a 1,1 punti percentuali, portandolo al 7,8 % nel 2020. Si prevede che il tasso di disoccupazione inizi a diminuire gradualmente a partire dal 2021, con la ripresa dell'economia, ma non dovrebbe scendere al livello pre-pandemia prima del 2023.

Grafico A26: Scomposizione del debito per settore



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Finlandia non presentava squilibri macroeconomici, sebbene fossero presenti vulnerabilità connesse al debito del settore privato. Con la crisi, il rapporto debito privato/PIL è aumentato, ma i rischi restano limitati. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

4.27. SVEZIA

Nel febbraio 2021 la Commissione ha concluso che la Svezia presentava squilibri macroeconomici connessi ai rischi alla sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni, associato a un debito delle famiglie elevato e in crescita. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2020, due indicatori superano le corrispondenti soglie indicative: il debito privato e la disoccupazione giovanile.

Dopo un calo del 2,8 % nel 2020, il PIL reale dovrebbe aumentare del 3,9 % nel 2021 e del 3,5 % nel 2022. Il livello del PIL nominale nel 2022 dovrebbe superare del 9,9 % il livello del 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

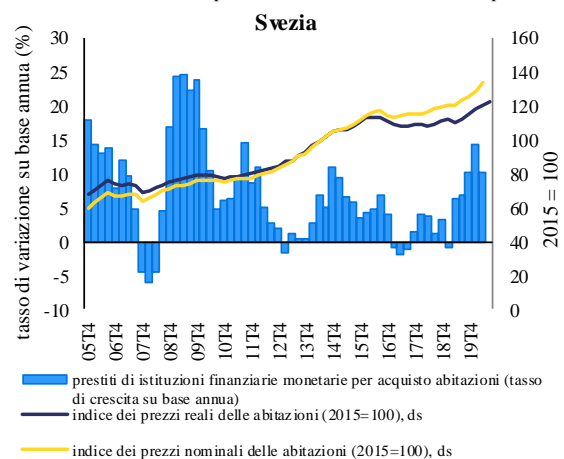
- L'**avanzo delle partite correnti** è salito al 5,7 % del PIL nel 2020, mentre la NIIP è leggermente diminuita, avvicinandosi al 16 % del PIL. Secondo le previsioni, nel 2021 e nel 2022 l'avanzo delle partite correnti rimarrà attorno al 5 % del PIL. Le quote del mercato delle esportazioni nel 2020 hanno continuato ad aumentare. Il tasso di cambio effettivo reale nel 2020 si è apprezzato del 3 % dopo tre anni di deprezzamento.

- Il **debito del settore privato** ha raggiunto un nuovo picco nel 2020, pari a circa il 216 % del PIL, proseguendo la tendenza al rialzo. Sia il debito delle famiglie che quello delle imprese sono superiori ai parametri di riferimento prudenziali e fondamentali. Per il 2021 si prevede per il debito privato una stabilizzazione su alti livelli, mentre le attività finanziarie nette dovrebbero diventare più negative. Il **debito delle famiglie** è cresciuto attestandosi a circa il 95 % del PIL nel 2020. I mutui ipotecari alle famiglie hanno continuato a crescere nella prima metà del 2021. I **prezzi delle abitazioni** hanno registrato un'accelerazione nel corso del 2020 e in particolare nel secondo trimestre del 2021. I prezzi delle abitazioni restano nel complesso molto alti e si notano segnali di una potenziale sopravvalutazione.

- Il livello del **debito pubblico** rimane basso nonostante le significative misure di sostegno adottate durante la pandemia. Nel 2020 il debito pubblico è cresciuto fino al 39,7 % del PIL. Nel 2021 dovrebbe iniziare a diminuire.
- Il **settore bancario** rimane sano. Durante la pandemia, il coefficiente di capitale di classe 1 e l'incidenza dei crediti deteriorati sono migliorati rispetto ai valori già positivi. L'agenzia di vigilanza finanziaria ha parzialmente annullato l'allentamento delle misure macroprudenziali nel corso del 2021 e ha ripristinato l'obbligo dell'ammortamento a partire dal 1° settembre 2021. Indipendentemente dalla situazione finanziaria complessivamente sana, il coefficiente di leva finanziaria delle banche svedesi è tra i più elevati dell'UE.
- Nonostante le misure di sostegno politico, nel 2020 la **disoccupazione** è salita all'8,3 %. La disoccupazione giovanile nel 2020 è balzata sino a circa il 24 %. Si prevede che il tasso di disoccupazione cominci a diminuire a partire dal 2021.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Svezia presentava vulnerabilità connesse ai rischi di sopravvalutazione dei prezzi degli alloggi, associati a un debito delle famiglie molto elevato e in costante aumento. Con la crisi, sono aumentati i rapporti debito privato/PIL, i prezzi delle abitazioni e il tasso di disoccupazione. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati lo scorso giugno, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

Gráfico A27: Crescita dei prezzi delle abitazioni e dei mutui ipotecari



ALLEGATO 1: PREVISIONI E PREVISIONI A BREVISSIMO TERMINE DEI PRINCIPALI INDICATORI DEL QUADRO DI VALUTAZIONE

Per migliorare gli elementi prospettici nella lettura del quadro di valutazione, l'analisi della relazione sul meccanismo di allerta si basa anche, laddove possibile, sulle previsioni e proiezioni per il 2021 e oltre e sulle previsioni a brevissimo termine per l'anno in corso. Laddove possibile, tali dati si basano sulle previsioni di autunno 2021 della Commissione. Negli altri casi i dati indicano per la maggior parte previsioni a brevissimo termine basate su indicatori indiretti elaborati dai servizi della Commissione per la presente relazione sul meccanismo di allerta.

La tabella seguente sintetizza le ipotesi utilizzate per le previsioni e i dati sulle previsioni a brevissimo termine degli indicatori principali del quadro di valutazione. I dati relativi al PIL utilizzati come denominatori in alcuni rapporti sono tratti dalle previsioni d'autunno 2021 della Commissione.

In caso di tassi di variazione pluriennali (ad esempio, la variazione quinquennale delle quote del mercato delle esportazioni), solo le componenti del 2021 e del 2022 si basano sulle previsioni, mentre le componenti relative al 2020 o agli anni precedenti utilizzano i dati di Eurostat su cui si fonda il quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Tabella 1: approcci per le previsioni e le previsioni a brevissimo termine degli indicatori principali del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici		
Indicatore	Approccio	Fonti dei dati
Saldo delle partite correnti, % del PIL (media a 3 anni)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno 2021 della Commissione relative al saldo delle partite correnti (concetto della bilancia dei pagamenti)	AMECO
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	Le previsioni d'autunno 2021 della Commissione per l'accreditamento/indebitamento netto totale dell'economia indicano la variazione della posizione patrimoniale netta sull'estero che tiene conto delle operazioni per il periodo 2021-2023, per il 2024 e il 2025; le previsioni per le partite correnti delle prospettive economiche mondiali del Fondo monetario internazionale, sono utilizzate assumendo che il conto capitale rimanga costante. Altri effetti (ad esempio le variazioni di valutazione) sono presi in considerazione fino al secondo trimestre del 2021 e sono ipotizzati pari a zero in seguito.	AMECO, Eurostat
Tasso di cambio effettivo reale- 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % a 3 anni)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno 2021 della Commissione	AMECO
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % a 5 anni)	I dati si basano sulle previsioni d'autunno 2021 della Commissione riguardanti: i) le esportazioni di beni e servizi in termini nominali per gli Stati membri dell'UE (concetto dei conti nazionali), e ii) le esportazioni di beni e servizi per il resto del mondo, tradotte in livelli nominali dal deflatore delle importazioni USA della Commissione e dalle previsioni del tasso di cambio EUR/USD.	AMECO
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, 2010 = 100 (variazione % a 3 anni)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno 2021 della Commissione	AMECO

Indice dei prezzi delle abitazioni (2015 = 100) al netto dell'inflazione (variazione % a 1 anno)	Le previsioni per il 2021 comprendono i dati relativi al primo e al secondo trimestre del 2021, ove disponibili. Si ipotizza che la crescita dei prezzi delle abitazioni nel terzo e quarto trimestre del 2021 sia conforme al tasso di crescita previsto dalla relazione a breve termine fornita sulla scorta di un modello di valutazione degli immobili residenziali condiviso con gli Stati membri nel contesto del gruppo di lavoro LIME del CPE.	Eurostat, servizi della Commissione
Flussi di crediti al settore privato, dati consolidati (% del PIL)	Il dato relativo al 2021 rappresenta un indicatore dei flussi di credito dal quarto trimestre del 2020 al terzo trimestre 2021 basato sui dati consolidati dei conti settoriali trimestrali della BCE per il quarto e il secondo trimestre del 2020, oltre a indicatori relativi ad alcune componenti dei flussi di credito a partire dal terzo trimestre del 2021. Questi ultimi si basano sui dati della BCE relativi alle posizioni di bilancio (BSI) delle IFM per quanto riguarda i flussi dei prestiti al settore privato per formulare previsioni sulle componenti dei prestiti bancari nel terzo trimestre del 2021 e sulle statistiche della BCE in materia di emissioni di titoli (SEC) relative alle emissioni nominali di titoli di debito per formulare previsioni sulle emissioni obbligazionarie nel terzo trimestre del 2021.	BCE (CST, BSI, SEC)
Debito del settore privato, dati consolidati (% del PIL)	La cifra del 2021 fornisce un'approssimazione del debito del settore privato alla fine del quarto trimestre del 2021. Essa si basa sui dati consolidati dei conti settoriali trimestrali della BCE per il secondo trimestre del 2021. Questo dato, che è una proiezione relativa al terzo trimestre del 2021, utilizza dati sui prestiti bancari (tratti dalla banca dati BSI della BCE) e sulle passività obbligazionarie (basati sulle statistiche SEC della BCE) e ipotizza che il credito del quarto trimestre del 2021 sia uguale a quello del quarto trimestre del 2020 (cfr. sopra).	BCE (CST, BSI, SEC)
Debito pubblico lordo (% del PIL)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno 2021 della Commissione	AMECO
Tasso di disoccupazione (media a 3 anni)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno 2021 della Commissione	AMECO
Totale delle passività del settore finanziario, dati non consolidati (variazione % a 1 anno)	Le cifre del 2021, basate su dati della BCE, rappresentano la crescita delle passività delle IFM nei dodici mesi fino a settembre 2021.	BCE (BSI)
Tasso di attività - in % della popolazione totale di età compresa tra 15 e 64 anni (variazione a 3 anni in punti percentuali)	Il tasso di variazione per il 2021 e il 2022 si basa sulle previsioni d'autunno 2021 della Commissione relative alla variazione dell'intera popolazione attiva (di tutte le età) meno le previsioni d'autunno della Commissione relative all'andamento della popolazione (fascia di età 15- 64 anni).	AMECO
Tasso di disoccupazione a lungo termine - in % della popolazione attiva di età compresa tra 15 e 74 anni (variazione a 3 anni in punti percentuali)	Le previsioni a brevissimo termine per il 2021 si basano sui dati più recenti (primo e secondo trimestre del 2021, ipotizzando un tasso costante per il resto dell'anno)	Eurostat (IFL)
Tasso di disoccupazione giovanile - in % della popolazione attiva di età compresa tra 15 e 24 anni (variazione a 3 anni in punti percentuali)	Le previsioni a brevissimo termine per il 2021 si basano sui dati più recenti (gennaio-settembre 2021, ipotizzando un tasso costante per il resto dell'anno)	Eurostat (IFL)

ALLEGATO 2: QUADRO DI VALUTAZIONE DELLA PROCEDURA PER GLI SQUILIBRI MACROECONOMICI

Tabella 1. Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici 2020

Anno 2020	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni					Indicatori dell'occupazione ¹			
	Saldo partite correnti - % del PIL (media su 3 anni)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dell'IPCA (variazione % su 3 anni)	Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (2010=100) (variazione % su 3 anni)	Indice dei prezzi delle abitazioni (2015=100), deflazionato (variazione % su 1 anno)	Flussi di crediti al settore privato, consolidati (% del PIL)	Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	Debito pubblico lordo (% del PIL)	Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	Tasso di attività - % della popolazione totale (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)
Soglie	-4%/+6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (Non ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (Non ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16,5%	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	0,1	44,4	2,5	10,9	7,5p	3,6	1,1p	192,0p	112,8	5,7	8,8	0,6b	-1,2	-4,0
BG	0,8	-26,3	7,1	16,0	20,4	5,2p	4,2	94,3	24,7	4,8	11,1	0,9	-1,1	1,3
CZ	1,5	-12,5	5,6	10,1	19,2	5,5	2,4	81,9	37,7	2,3	3,4	0,5	-0,4	0,1
DK	8,1	68,8	0,9	11,5	6,2	4,6	4,8	220,9	42,1	5,2	5,7	1,1b	-0,3	-0,8
DE	7,4	61,7	2,4	1,3	11,1p	7,1	6,0p	120,1p	68,7	3,4bp	11,3	1,1bp	-0,5bp	0,6bp
EE	1,0	-21,5	5,3	17,6	17,1	6,9	3,6	104,4	19,0	5,5	17,5	0,5	-0,7	5,8
IE	-5,8	-174,0	-1,2	50,0	-6,3	-0,2	-1,8	188,9	58,4	5,5	7,2	-0,8	-1,7	0,9
EL	-3,7	-175,0	0,4	-10,1	6,4p	5,5e	5,4p	125,3p	206,3	17,6	27,4	-0,9	-4,7	-8,6
ES	1,6	-85,5	1,1	-6,8	11,0p	2,2	4,4p	146,4p	120,0	15,0	9,5	-1,7	-2,7	-0,3
FR	-1,0	-30,2	2,7	-6,9	4,6p	4,4	13,0p	173,7p	115,0	8,5	11,6p	-0,5	-1,3	-1,9
HR	1,6	-47,8	0,5	0,1	13,7p	7,3	1,3p	98,0p	87,3	7,5	7,3	0,7	-2,5	-6,3
IT	3,2	2,4	0,6	-2,8	5,5	2,2	4,1	118,9	155,6	9,9	6,8	-1,3	-1,8	-5,3
CY	-6,6	-136,7	0,1	28,5	5,8p	0,7p	-2,6p	260,5p	115,3	7,7	-2,5	1,9	-2,4	-6,5
LV	0,7	-34,7	5,9	18,2	18,4	2,7	-1,8	66,5	43,2	7,3	10,8	1,2	-1,1	-2,1
LT	3,7	-15,8	6,9	39,3	18,3	6,4	0,3	54,7	46,6	7,0	28,5	2,6	-0,2	6,3
LU	4,5	39,9	1,5	20,6	11,1	13,8	44,5	316,8	24,8	6,0	-3,6	2,0	-0,4	7,8
HU	-0,7	-48,1	-4,9	8,2	13,2p	1,9p	7,7p	76,4p	80,1	3,8	55,3	1,6	-0,6	2,1
MT	3,0	60,3	2,1	13,2	19,7	2,2p	9,0	139,1	53,4	3,9	1,9	4,9	-0,9	0,3
NL	9,1	113,9	3,8	7,4	14,0p	6,0p	-1,3p	233,7p	54,3	3,7	3,3p	1,2	-1,0	0,2
AT	1,6	9,3	3,2	5,2	12,2	6,2	4,7	131,2	83,2	4,9	10,6	0,2	-0,5	0,7
PL	0,7	-44,5	1,1	36,9	12,3p	7,1p	1,5	75,9	57,4	3,5	11,7	1,4	-0,9	-4,0
PT	0,0	-106,4	0,0	-0,9	16,2p	7,7	4,4p	163,7p	135,2	6,8	7,2	-0,4	-2,2	-1,3
RO	-4,9	-48,3	3,4	20,6	26,1p	2,3	1,3p	48,5p	47,4	4,4	13,4	1,9	-0,5	-1,0
SI	6,4	-15,2	1,9	20,2	14,9	5,2	-0,9	69,7	79,8	4,9	14,0	0,4	-1,2	3,0
SK	-1,8	-65,7	5,3	8,1	16,4	7,2	3,7	95,3	59,7	6,3	9,9	0,3	-1,9	0,4
FI	-0,4	-5,3	2,3	12,3	6,1	1,3	6,5	155,2	69,5	7,3	7,7	1,6	-0,9	1,3
SE	4,6	16,4	-4,8	4,5	9,4	3,0	11,6	215,7	39,7	7,2b	11,2	0,0	-0,1	6,0

Le cifre evidenziate sono quelle corrispondenti o superiori alla soglia. Flag: b: interruzione nelle serie, p: provvisorio, e: stimata.

1) Per gli indicatori relativi all'occupazione, cfr. pag. 2 della relazione sul meccanismo di allerta del 2016. 2) Indice dei prezzi delle abitazioni: e = stima della BCN per EL. 3) Indicatori dell'indagine sulle forze di lavoro: b = a causa di problemi tecnici legati all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate sulle famiglie, compresa l'IFL, i dati relativi alla Germania nel 2020 non sono stime dirette tratte dai microdati dell'IFL, ma si basano su un campione più ampio comprendente dati aggiuntivi provenienti da altre indagini integrate sulle famiglie.

Fonte: Commissione europea, Eurostat e direzione generale degli Affari economici e finanziari (per il tasso di cambio effettivo reale), e dati del Fondo monetario internazionale, WEO [Prospettive economiche mondiali] (per le esportazioni in volume mondiale di beni e servizi).

Tabella 2. Indicatori ausiliari, 2020

Anno 2020	PIL reale (variazione % su 1 anno)	Investimenti fissi lordi (% del PIL)	Spesa interna lorda in R&S (% del PIL)	Partite correnti più conto capitale (accreditamento / indebitamento netto) (% del PIL)	Posizione patrimoniale netta sull'estero esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - flussi (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - stock (% del PIL)	Saldo della bilancia commerciale di prodotti energetici (% del PIL)	Tasso di cambio effettivo reale - partner commerciali della zona euro (variazione % su 3 anni)	Performance delle esportazioni rispetto alle economie avanzate (variazione % su 5 anni)	Ragioni di scambi (variazione % su 5 anni)	Quote del mercato delle esportazioni (volume) (variazione % su 1 anno)	Produttività del lavoro (variazione % su 1 anno)	Crediti deteriorati lordi di soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)	Performance del costo unitario del lavoro rispetto a ZE (variazione % su 10 anni)	Indice dei prezzi delle abitazioni (2015=100) - nominale (variazione % su 3 anni)	Edilizia residenziale (% del PIL)	Debito delle famiglie, consolidato (incl. ONLUS per le famiglie, % del PIL)	Leva bancaria consolidata, soggetti nazionali ed esteri (attività totali/capitale totale)
BE	-5,7p	23,9p	n.d.	0,8	37,8	-3,6	174,8	-1,7p	0,4	11,4	0,8p	2,4p	-5,6p	2,1p	0,5	11,5	6,2p	66,4	14,2p
BG	-4,4	19,2	0,9p	1,3	47,1	3,9	84,8	-2,1	3,0	16,6	12,7	-4,2	-2,1	5,9p	39,2	18,2p	2,9	24,7	7,9p
CZ	-5,8	26,2	2,0p	4,8	36,9	2,5	81,5	-1,5	3,7	10,6	2,2	1,0	-4,2	1,9p	10,9	28,6	4,8	34,0	12,1p
DK	-2,1	22,4	3,0p	8,1	30,0	0,4	58,4	-0,4	-2,0	12,0	1,2	0,9	-1,4	1,9p	-8,1	12,3	5,5	111,7	17,4p
DE	-4,6p	21,9p	3,1p	6,8	53,2	2,9	49,8	-1,3p	0,1	1,8	2,9p	-1,4p	-3,8p	1,2p	11,2	21,6	7,0p	57,7	14,4p
EE	-3,0	30,7	1,8p	1,9	42,3	11,4	113,5	-0,5	1,3	18,1	1,4	2,9	-0,3	1,6p	23,4	20,2	5,5	41,8	8,8p
IE	5,9	39,7	1,2p	-6,8	-292,9	8,2	428,5	-0,7	-2,5	50,7	-3,0	17,4	7,5	3,4p	-35,4	13,2	2,1	35,9	8,8p
EL	-9,0p	11,7p	1,5p	-5,0	-155,2	1,8	23,4	-1,8p	-3,2	-9,7	-3,1p	-13,6p	-7,9p	26,4p	-13,7	14,0e	1,1p	59,5	13,8p
ES	-10,8p	20,3p	1,4p	1,2	-52,8	2,6	78,9	-1,3p	-1,2	-6,4	0,9p	-12,2p	-7,0p	2,8p	-11,2	14,8	6,0p	62,5	15,8p
FR	-7,9p	23,0p	2,4p	-1,8	-41,9	0,4	50,3	-1,1p	0,6	-6,4	0,0p	-7,9p	-7,0p	2,2p	-3,6	11,9	6,1p	68,7p	16,2p
HR	-8,1p	22,3p	1,3p	2,1	-0,3	2,1	65,3	-2,0p	-2,0	0,6	1,5p	-14,8p	-7,0p	5,3p	-11,9	24,5	n.d.	38,3	7,6p
IT	-8,9	17,8	1,5p	3,7	1,4	-1,1	30,8	-1,3	-1,9	-2,4	5,9	-6,1	-7,0	4,5p	-7,5	1,2	4,1	45,1	13,9p
CY	-5,2p	20,0p	n.d.	-10,0	-170,4	-0,6	1886,4	-3,3p	-3,0	29,1	-0,8p	2,8p	-4,7p	11,0p	-15,0	5,3p	7,6p	91,0	13,6p
LV	-3,6	24,5	0,7p	4,7	14,5	2,8	60,0	-1,6	1,5	18,8	9,3	5,7	-1,3	4,6p	27,8	23,5	3,0	20,9	10,0p
LT	-0,1	21,1	1,2p	9,1	15,2	8,0	56,2	-2,4	2,1	39,9	2,8	8,3	1,5	2,2p	26,5	23,0	3,2	24,6	15,5p
LU	-1,8	16,8	n.d.	4,0	-4095,3	-214,4	6136,5	-2,0	0,0	21,2	-0,5	9,2	-3,6	0,7p	6,6	35,0	3,7	69,2	14,3p
HU	-4,7p	26,8p	1,6	0,5	-2,4	111,5	327,3	-2,2p	-6,5	8,7	1,4p	2,0p	-3,7p	3,6p	14,4	40,4p	4,1p	20,9	10,8p
MT	-8,3	21,7p	0,7	-2,3	270,2	29,4	1602,5	-5,5	0,7	13,7	2,4	1,6	-10,7	3,6p	20,7	16,1p	3,9p	54,0	10,7p
NL	-3,8p	21,3p	n.d.	6,9	9,2	-16,7	567,0	-0,5p	2,0	7,9	1,8p	3,1p	-3,3p	1,9p	3,0	26,4p	5,3p	103,0p	16,7p
AT	-6,7	25,2	3,2p	1,8	-5,6	-4,1	57,4	-1,4	1,4	5,7	-0,2	-2,9	-5,2	2,0p	5,5	19,3	5,1	53,2	11,9p
PL	-2,5	16,6	1,4p	5,2	-6,2	2,9	48,5	-1,6	-1,0	37,6	3,5	8,0	-2,4p	6,0p	4,9	28,0p	2,0	34,8	10,5p
PT	-8,4p	19,1p	1,6p	0,0	-47,0	2,0	87,2	-1,7p	-1,9	-0,4	2,2p	-10,7p	-6,7p	4,9p	-1,0	31,1	3,4p	69,5	11,4p
RO	-3,9p	24,6p	0,5p	-3,1	-7,2	1,4	46,4	-1,2p	1,0	21,2	5,4p	-1,8p	-2,2p	3,9p	23,5	14,3	2,6p	16,2	9,1p
SI	-4,2	18,9	2,2p	6,9	2,0	0,9	42,9	-2,0	-0,2	20,8	1,4	-0,8	-3,7	3,0p	-0,5	21,4	2,3	27,8	9,3p
SK	-4,4	19,6	0,9	1,3	-14,8	-0,2	70,4	-2,1	3,8	8,6	-2,2	0,6	-2,5	2,5p	10,1	28,4	3,9	47,2	9,7p
FI	-2,9	24,2	2,9	0,9	4,9	-0,8	50,3	-0,9	-1,0	12,8	0,1	1,1	-0,8	1,5p	-5,5	3,9	7,1	69,6	16,0p
SE	-2,8	24,8	3,5p	5,7	-4,5	5,3	92,4	-0,8	-7,4	5,0	-0,8	3,3	-1,5	1,0p	7,4	5,8	5,0	94,7	17,6p

Flag: e: stimata, p: provvisorio.

1) Il termine ufficiale per la trasmissione dei dati relativi al 2020 sulla spesa interna lorda in ricerca e sviluppo è il 31 ottobre 2021, mentre i dati sono stati estratti il 22 ottobre 2021. 2) Indice dei prezzi delle abitazioni e = stima della BCN per EL.

Fonte: Commissione europea, Eurostat e direzione generale degli Affari economici e finanziari (per il tasso di cambio effettivo reale), Banca centrale europea (per la leva bancaria consolidata e i crediti deteriorati lordi, entità nazionali ed estere) e dati del Fondo monetario internazionale, WEO [Prospettive economiche mondiali] (per le esportazioni in volume mondiale di beni e servizi)

Tabella 2 (continua): **Indicatori ausiliari, 2020**

Anno 2020	Occupazione (variazione % su 1 anno)	Tasso di attività - % della popolazione totale (15-64 anni) (%)	Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (%)	Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (%)	Giovani non occupati né inseriti in un percorso di istruzione o formazione - % della popolazione totale (15-24 anni)		Persone a rischio di povertà o esclusione sociale - % della popolazione totale		Persone a rischio di povertà dopo trasferimenti sociali - % della popolazione totale		Persone in condizioni di grave deprivazione materiale - % della popolazione totale		Persone che vivono in famiglie a bassissima intensità di lavoro - % della popolazione totale (0-59 anni)	
					%	variazione su 3 anni in pp	%	variazione su 3 anni in pp	%	variazione su 3 anni in pp	%	variazione su 3 anni in pp	%	variazione su 3 anni in pp
BE	0,0p	68,6	2,3	15,3	9,2	-0,1b	18,9b	-1,7b	14,1b	-1,8b	3,9b	-1,3b	11,9b	-2,0b
BG	-2,3	72,2	2,3	14,2	14,4	-0,9	32,1	-6,8	23,8	0,4	19,4	-10,6	8,5	-2,6
CZ	-1,7	76,4	0,6	8,0	6,6	0,3	11,9	-0,3	9,5	0,4	2,4	-1,3	4,4	-1,1
DK	-0,7	79,0	0,9	11,6	7,4	-0,2b	15,9b	-1,3b	12,1b	-0,3b	2,4	-0,7	9,1	-0,9
DE	-0,8p	79,3bp	1,1bp	7,4bp	7,3bp	1,0bp	24,0b	5,0b	18,5b	2,4b	6,6bu	3,2bu	9,5b	0,8b
EE	-2,7	79,3	1,2	17,9	8,9	-0,5	23,3	-0,1	20,7	-0,3	2,8	-1,3	4,7	-1,1
IE	-1,5	71,9	1,3	15,3	12,0	1,1b	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
EL	-1,2p	67,4	10,9	35,0	13,2	-2,1	28,9	-5,9	17,7	-2,5	16,5	-4,6	12,8	-2,8
ES	-4,1p	72,2	5,0	38,3	13,9	0,6	26,4	-0,2	21,0	-0,6	7,0	1,9	9,9	-2,9
FR	-0,9p	71,0	2,9	20,2	11,4	0,0	18,2p	1,2p	13,8p	0,6p	4,8p	0,7p	8,8p	0,7p
HR	-1,2p	67,1	2,1	21,1	12,2	-3,2	23,2	-3,2	18,3	-1,7	6,9	-3,4	8,6	-3,6
IT	-2,1	64,1	4,7	29,4	19,0	-1,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CY	-0,6p	75,8	2,1	18,2	14,4	-1,7	21,3	-3,9	14,3	-1,4	8,3	-3,2	5,6	-3,8
LV	-2,3	78,2	2,2	14,9	7,1	-3,2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
LT	-1,6	78,5	2,5	19,6	10,8	1,7	24,8	-4,8	20,9	-2,0	7,7	-4,7	7,3	-2,4
LU	1,9	72,2	1,7	23,2	6,6	0,7	20,9b	1,5b	17,4b	1,0b	1,7b	0,5b	7,9b	1,0b
HU	-1,0	72,8	1,1	12,8	11,7	0,7	17,8	-7,8	12,3	-1,1	8,0	-6,5	5,0	-1,6
MT	2,7	77,1	1,1	10,9	9,3	0,7b	19,0	-0,3	16,9	0,2	3,3	0,0	5,4	-1,7
NL	-0,5p	80,9	0,9	9,1	4,5	0,5	16,3p	-0,7p	13,6p	0,4p	2,1p	-0,5p	8,9p	-0,6p
AT	-1,6	76,6	1,3	10,5	8,0	1,5	17,5	-0,6	13,9	-0,5	2,7	-1,0	7,1	-1,2
PL	-0,1p	71,0	0,6	10,8	8,6	-0,9	17,3p	-2,2p	14,8p	-0,2p	2,6p	-3,3p	4,3p	-1,4p
PT	-1,9p	74,3	2,3	22,6	9,1	-0,2	19,8	-3,5	16,2	-2,1	4,6	-2,3	5,1	-2,9
RO	-1,8p	69,2	1,5	17,3	14,8	-0,4	30,4	-5,3	23,4	-0,2	15,2	-4,5	6,3	-0,6
SI	-0,6	74,6	1,9	14,2	7,7	1,2	15,0	-2,1	12,4	-0,9	3,0	-1,6	4,8	-1,4
SK	-1,9	72,4	3,2	19,3	10,7	-1,4	14,8p	-1,5p	11,4p	-1,0p	5,9p	-1,1p	4,3p	-1,1p
FI	-2,1	78,3	1,2	21,4	9,3	-0,1	16,0	0,3	12,2	0,7	2,6	0,5	9,9	-0,8
SE	-1,3	82,5	1,1	23,9	6,5	0,3	17,9	0,2	16,1	0,3	1,8u	0,7u	8,5	-0,3

Flag: b: interruzione nelle serie, p: provvisorio, u: scarsa affidabilità.

1) Indicatori dell'indagine sulle forze di lavoro, b = a causa di problemi tecnici legati all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate sulle famiglie, compresa l'IFL, i dati relativi alla Germania nel 2020 non sono stime dirette tratte dai microdati dell'IFL, ma si basano su un campione più ampio comprendente dati aggiuntivi provenienti da altre indagini integrate sulle famiglie. 2) Il termine ufficiale per la trasmissione dei dati del 2020 per gli indicatori del reddito e delle condizioni di vita (EU-SILC) è il 30 novembre 2021, mentre i dati sono stati estratti il 22 ottobre 2021; b = importanti modifiche sostanziali e metodologiche per DE.