Consiglio
dell'Unione europea

Bruxelles, 27 novembre 2015
(OR. en)

14272/15

ECOFIN 877
UEM 416
SOC 677
EMPL 442

NOTA DI TRASMISSIONE

Origine:	Jordi AYET PUIGARNAU, Direttore, per conto del Segretario Generale della Commissione europea
Data:	26 novembre 2015
Destinatario:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea
n. doc. Comm.:	COM(2015) 691 final
Oggetto:	RELAZIONE DELLA COMMISSIONE RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA E AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO Relazione 2016 sul meccanismo di allerta (preparata conformemente agli articoli 3 e 4 del regolamento (UE) n. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici)

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento COM(2015) 691 final.

All.: COM(2015) 691 final

COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 26.11.2015
COM(2015) 691 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE

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

Relazione 2016 sul meccanismo di allerta

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

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

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

Tenendo conto delle discussioni svoltesi con il Parlamento europeo e in sede di Consiglio e di Eurogruppo, la Commissione predisporrà esami approfonditi nei confronti degli Stati membri interessati, i cui risultati serviranno ad elaborare le raccomandazioni specifiche per paese nel quadro del semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche. La pubblicazione degli esami approfonditi è prevista nel mese di febbraio 2016, in vista del pacchetto delle raccomandazioni specifiche per paese del semestre europeo.

1. SINTESI

La presente relazione avvia il quinto ciclo annuale della procedura per gli squilibri macroeconomici[1]**.** La procedura mira a individuare gli squilibri che intralciano il buon funzionamento delle economie degli Stati membri, della zona euro o dell'UE nel suo complesso e a sollecitare le risposte politiche più adeguate. La sua attuazione è integrata nel semestre europeo per il coordinamento delle politiche europee al fine di assicurarne la coerenza con le analisi e le raccomandazioni formulate nell'ambito di altri strumenti di sorveglianza economica. L'analisi annuale della crescita, che viene adottata contestualmente alla presente relazione, fa il punto della congiuntura economica e della situazione sociale in Europa e definisce le principali priorità strategiche dell'Unione per i prossimi anni.

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

Per la relazione 2016, al principale quadro di valutazione sono stati aggiunti tre indicatori in materia di occupazione: il tasso di attività, la disoccupazione giovanile e quella di lunga durata. L'inclusione di nuove variabili occupazionali nel quadro di valutazione è una conferma concreta dell'impegno assunto dalla Commissione di rafforzare la sua analisi degli squilibri macroeconomici. Tali nuove variabili sono particolarmente rilevanti per le conseguenze sociali della crisi e perché sviluppi negativi e prolungati dell'occupazione e della situazione sociale possono ripercuotersi sfavorevolmente sulla crescita potenziale del PIL in vari modi e rischiano di aggravare gli squilibri macroeconomici. Tale inclusione non

[1] La presente relazione è corredata di un *allegato statistico* molto ricco di dati che è servito da base alla sua redazione.

[2] Cfr. articolo 5 del regolamento (UE) n. 1176/2011.

altera l'obiettivo della procedura per gli squilibri macroeconomici, che rimane quello di prevenire la comparsa di squilibri macroeconomici nocivi e garantirne la correzione. I risultati derivanti dai nuovi indicatori non comportano, di per sé, l'aggravarsi dei rischi macrofinanziari e, di conseguenza, essi non sono utilizzati per adottare misure nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici[3].

Rispetto alle precedenti edizioni della relazione sul meccanismo di allerta, sarà posta una maggiore enfasi sulle considerazioni relative alla zona euro. In linea con la comunicazione della Commissione del 21 ottobre "*sulle tappe verso il completamento dell'unione economica e monetaria*", la relazione sul meccanismo di allerta mira a un'analisi più sistematica delle implicazioni a livello della zona euro degli squilibri nazionali e del modo in cui tali implicazioni richiedano un approccio coordinato delle risposte di natura politica.

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

- **l'adeguamento agli squilibri esistenti si svolge in un contesto difficile**. La moderata ripresa in corso nella zona euro dovrebbe continuare, anche se rimane fragile e soggetta a maggiori rischi esterni. Negli ultimi mesi il commercio mondiale ha notevolmente rallentato e sono aumentati i rischi di un'evoluzione negativa, in particolare per quanto riguarda le prospettive dei mercati emergenti[4]. La crescita è diventata più dipendente dalla domanda interna, in particolare da una più marcata ripresa degli investimenti.

- **Gli Stati membri dell'UE continuano a compiere progressi nella correzione degli squilibri.** Nei paesi che presentano un elevato livello di passività esterne, gli ingenti e insostenibili disavanzi delle partite correnti registratisi nel periodo precedente alla crisi sono stati notevolmente attenuati e le posizioni esterne in pareggio o in eccedenza dovrebbero ora essere mantenute al fine di ridurre in maniera significativa le vulnerabilità. Inoltre, gli sviluppi in termini di competitività dei costi sono stati sostanzialmente coerenti con le esigenze di adeguamento esterno e, nella maggior parte dei paesi, il processo di risanamento dei bilanci sta progredendo nei diversi settori dell'economia.

- **Tuttavia, le vulnerabilità associate a livelli elevati di indebitamento rimangono una fonte di preoccupazione**. In diversi Stati membri, lo stock di passività - pubbliche e private, esterne e interne - rimane a livelli eccezionalmente elevati. Una tale situazione non solo rischia di indebolire la crescita, l'occupazione e la stabilità finanziaria nell'UE, ma le stesse pressioni alla riduzione dell'indebitamento che risultano dalla necessità di correggerla peseranno sulla ripresa.

---

[3] Questi indicatori sono aggiunti al fine di comprendere meglio la dimensione occupazionale e sociale degli squilibri e i processi di aggiustamento. Gli indicatori sono: il tasso di attività, il tasso di disoccupazione di lunga durata e il tasso di disoccupazione giovanile, tutti espressi in termine di variazioni nell'arco di un triennio. Essi figuravano già tra gli indicatori ausiliari del PSM. Per informazioni dettagliate sui criteri di selezione degli indicatori si veda il documento di lavoro dei servizi della Commissione «Adding employment indicators to the scoreboard of the Macroeconomic Imbalances Procedure to better capture employment and social developments» [«Aggiungere indicatori occupazionali al quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici per cogliere meglio gli sviluppi sociali e occupazionali»], che è stato discusso nei Consigli ECOFIN e EPSCO e al Parlamento europeo.

[4] Cfr. "European Economic Forecast-Autumn 2015", *European Economy*, *Institutional Paper 011*, novembre 2015.

- **Le eccedenze di alcuni Stati membri rimangono elevate nel periodo oggetto della previsione** (2015-2017)**.** A livello aggregato, la zona euro registra attualmente uno degli avanzi delle partite correnti più grandi al mondo che sembra destinato a crescere ancora quest'anno. Mentre il calo dei prezzi delle materie prime e il deprezzamento del tasso di cambio dell'euro hanno contribuito a rafforzare la bilancia commerciale, l'eccedenza è in gran parte il riflesso di un eccesso di risparmio interno rispetto agli investimenti a livello di zona euro.

- **Dopo anni di modelli notevolmente divergenti, le condizioni del mercato del lavoro stanno convergendo, ma il disagio sociale resta a livelli inaccettabili in alcuni paesi**, segnatamente quelli interessati dalla correzione degli squilibri macroeconomici e dalla crisi del debito.

Come emerge dall'analisi annuale della crescita, un approccio coordinato alle politiche macroeconomiche è necessario per affrontare gli squilibri, sostenendo nel contempo la ripresa. Un'azione politica e un'effettiva attuazione delle riforme, in particolare nel campo della competitività, ma anche dell'insolvenza, devono essere intensificate soprattutto nei paesi la cui capacità di crescita è limitata da elevate pressioni alla riduzione dell'indebitamento o da ostacoli strutturali alla crescita. Parallelamente, la domanda interna e gli investimenti devono essere stimolati in particolare nei paesi che presentano un margine di bilancio, un ampio avanzo delle partite correnti o deboli pressioni a ridurre l'indebitamento. Alla luce delle interconnessioni tra gli Stati membri, questa combinazione di politiche contribuirebbe a rendere più stabile e più simmetrico il processo di riequilibrio e, allo stesso tempo, consentirebbe alla ripresa di auto-alimentarsi.

Nell'ambito degli esami approfonditi saranno condotte analisi più particolareggiate e complete degli Stati membri individuati dalla relazione sul meccanismo di allerta. Come nel precedente ciclo, gli esami approfonditi saranno integrati nelle relazioni per paese, le quali tengono anche conto delle analisi dei servizi della Commissione su altre questioni strutturali necessarie per redigere le raccomandazioni specifiche per paese (RSP) del semestre europeo. Per preparare gli esami approfonditi, l'analisi della Commissione sarà basata su una serie più nutrita di dati e informazioni: tutte le statistiche, tutti i dati e tutti i fatti pertinenti. Conformemente alla legislazione in materia, è su questa base che la Commissione stabilirà se esistano squilibri e se siano eccessivi, e formulerà successivamente le raccomandazioni politiche appropriate per ciascuno Stato membro[5].

Sulla base della lettura economica del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, la Commissione ritiene giustificato un esame approfondito dei seguenti Stati membri al fine di analizzare in modo più particolareggiato l'accumulo e la correzione degli squilibri e i rischi connessi[6].

---

[5] Regolamento (UE) n. 1176/2011 (GU L 306 del 23.11.2011, pag. 25).

[6] L'aumento del numero di Stati membri selezionati per un esame approfondito dal 2012 rispecchia in parte la necessità di integrare i paesi che escono da un programma di assistenza finanziaria a seguito di un miglioramento economico. È il caso di Irlanda, Portogallo e Romania, il cui inserimento nel quadro della sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici è stato ritenuto prudente. Inoltre, la Croazia è stata sottoposta a sorveglianza ordinaria dopo l'adesione all'UE nel 2013. Il numero persistente di Stati membri che formano oggetto di un esame approfondito è legato al fatto che gli Stati membri possono uscire dal quadro della sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici solo sulla base di un nuovo

- *Per la maggior parte dei paesi, gli esami approfonditi sono necessari perché sono stati riscontrati squilibri nel precedente ciclo di esami approfonditi*[7]. Seguendo una prassi consolidata, è necessario un nuovo esame approfondito per valutare se gli squilibri esistenti, siano essi eccessivi o meno, si stiano attenuando, siano persistenti o si stiano aggravando, prestando la debita attenzione al contributo delle politiche attuate da questi Stati membri per correggere gli squilibri. Gli Stati membri interessati sono **Belgio, Bulgaria, Germania, Francia, Croazia, Italia, Ungheria, Irlanda, Paesi Bassi, Portogallo Romania, Spagna, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito**.

- *Esami approfonditi saranno predisposti per la prima volta anche per **Estonia e Austria***. Nel caso dell'Estonia, l'esame approfondito valuterà i rischi e le vulnerabilità legate a un rinnovato accumulo di pressioni dal lato della domanda. Nel caso dell'Austria, saranno analizzate le questioni relative al settore finanziario, in particolare la sua elevata esposizione agli sviluppi all'estero e l'impatto sui crediti concessi al settore privato.

Per gli Stati membri che beneficiano di assistenza finanziaria, la sorveglianza degli squilibri e il monitoraggio delle misure correttive sono condotti nel contesto dei loro programmi di assistenza. È il caso della **Grecia** e di **Cipro**. Come è avvenuto nei precedenti cicli per gli Stati membri di cui si prospettava l'uscita dal programma di assistenza finanziaria, la situazione di **Cipro** sarà valutata nel contesto della PSM solo dopo il programma di assistenza finanziaria in corso, che dovrebbe concludersi entro marzo 2016.

Per gli altri Stati membri, in questa fase la Commissione non procederà a altre analisi nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici. Sulla base della lettura economica del quadro di valutazione, la Commissione è del parere che a questo stadio non sia giustificato un esame approfondito né un'ulteriore sorveglianza nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici nei confronti di **Repubblica ceca, Danimarca, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Austria, Polonia e Slovacchia**. Tuttavia, un'attenta sorveglianza e un coordinamento continuo delle politiche sono necessari per tutti gli Stati membri, al fine di individuare i rischi emergenti ed elaborare politiche che contribuiscano alla crescita e all'occupazione.

---

esame approfondito. Per il futuro, se le condizioni economiche migliorano o non peggiorano, si può prevedere che il numero di paesi sottoposti ad esame approfondito diminuirà nel tempo.

[7] Cfr. "Semestre europeo 2015: Valutazione delle sfide per la crescita, prevenzione e correzione degli squilibri macroeconomici e risultati degli esami approfonditi a norma del regolamento (UE) n. 1176/2011" - COM(2015) 85 final del 26.2.2015 -, e "Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015" *European Economy-Occasional Papers* 228. Per l'insieme delle raccomandazioni specifiche per paese adottate dal Consiglio, tra cui quelle inerenti alla procedura per gli squilibri macroeconomici, cfr. GU C 272 del 18.8.2015.

Riquadro 1. **Stabilizzazione e razionalizzazione delle categorie di squilibri nel quadro della PSM**

La configurazione delle categorie di squilibri nel quadro della PSM ha subito un'evoluzione nel tempo e oggi si presenta come segue:

1. Nessuno squilibrio

2. Squilibri che richiedono monitoraggio e azione politica.

3. Squilibri che richiedono un monitoraggio e un'azione politica risoluta.

4. Squilibri che richiedono un monitoraggio specifico e un'azione politica risoluta.

5. Squilibri eccessivi che richiedono un monitoraggio specifico e un'azione politica risoluta.

6. Squilibri eccessivi, che danno luogo alla procedura per gli squilibri eccessivi.

Finora la procedura per gli squilibri eccessivi non è mai stata attivata. Tuttavia, la constatazione di uno squilibrio eccessivo implica che siano richiesti un'azione politica risoluta e un monitoraggio specifico. Dal 2014 ad alcuni paesi della zona euro di rilevanza sistemica nei quali sono stati individuati squilibri sono stati richiesti un'azione politica risoluta e un monitoraggio specifico, al fine di garantire progressi nelle raccomandazioni specifiche per paese concernenti la correzione degli squilibri macroeconomici della zona euro. Ad alcuni paesi che presentano squilibri è stata richiesta un'azione politica risoluta.

Benché il perfezionamento delle categorie di squilibri nell'ambito del PSM abbia consentito di porre in atto una sorveglianza articolata della procedura per gli squilibri macroeconomici, la complessità che ne è conseguita non ha giovato in termini di trasparenza e di esecutività. Per questo motivo, la comunicazione del 21 ottobre illustra alcuni percorsi da intraprendere per migliorare l'attuazione della procedura per gli squilibri macroeconomici in futuro. In particolare, la Commissione assicurerà la trasparenza nell'attuazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, stabilizzerà le categorie e chiarirà i criteri che informano la sua decisione.

2. SQUILIBRI, RISCHI E AGGIUSTAMENTO: PROBLEMI DI NATURA TRASVERSALE

In un contesto di condizioni globali incerte, la ripresa economica sta diventando sempre più dipendente dalla domanda interna. Le più recenti previsioni economiche confermano una ripresa moderata in tutta l'UE in un contesto di prezzi petroliferi bassi e di una politica monetaria molto accomodante. Si prevede che l'attività economica nell'UE, dopo aver registrato una crescita dell'1,4% nel 2014, cresca dell'1,9% nel 2015 e del 2,0% nel 2016. Nel 2014, 2015 e 2016 i tassi di crescita del PIL reale della zona euro (ZE) si attestano, rispettivamente, a 0,9%, 1,6% e 1,8%[8]. Sebbene negli ultimi tempi i consumi si siano intensificati, la domanda interna rimane debole, in parte a motivo delle notevoli pressioni alla riduzione dell'indebitamento in diversi Stati membri. Ciò si riflette in bassi tassi di inflazione e in un maggiore avanzo delle partite correnti della zona euro, che dovrebbe crescere ulteriormente nel 2015, ancora in un contesto di diminuzione dei prezzi del petrolio a partire dalla metà del 2014 e del tasso di cambio dell'euro. Dall'estate scorsa, si è registrato un marcato rallentamento della domanda esterna a fronte di un aumento dei rischi di peggioramento per l'economia globale alla luce dei fattori geopolitici e della possibilità di un rallentamento più intenso del previsto in Cina e in altri paesi emergenti[9]. A seconda dell'intensità del rallentamento dell'economia mondiale, le economie dell'UE potrebbero subire ripercussioni significative, il che rafforza la necessità di consolidare i progressi in termini di competitività, ma anche di rendere la domanda interna indispensabile per la ripresa.

In tale contesto, gli squilibri macroeconomici continuano il processo di aggiustamento ma gli elevati livelli di indebitamento costituiscono forti vulnerabilità. Le economie dell'UE continuano a compiere progressi nella correzione degli squilibri esterni e interni. I disavanzi elevati e insostenibili delle partite correnti sono stati ridotti, e il processo di risanamento dei bilanci sta progredendo in tutti i settori nella maggior parte dei paesi. Inoltre, l'evoluzione della competitività dei costi è stata sostanzialmente coerente con le esigenze di aggiustamento esterno. Tuttavia, persistono elementi di estrema vulnerabilità collegata agli stock di passività e alla qualità dell'aggiustamento. Lo stock di passività - pubbliche e private, esterne e interne - rimane a livelli eccezionalmente elevati. Una tale situazione non solo rischia di indebolire la crescita, l'occupazione e la stabilità finanziaria nell'UE, ma le simultanee pressioni alla riduzione dell'indebitamento che risultano dalla necessità di correggerla peseranno sulla ripresa. Inoltre, il persistere di consistenti avanzi delle partite correnti nei paesi con esigenze relativamente basse di riduzione dell'indebitamento comporta un forte squilibrio tra risparmi e investimenti, il che indicherebbe una inefficiente allocazione delle risorse che aumenta il rischio di debolezza economica prolungata e che potrebbe complicare il processo di riduzione dell'indebitamento nell'UE in generale.

Superare gli elevati livelli di debito e contemporaneamente fare in modo che la ripresa possa diventare più autosostenibile rappresenta la principale sfida per la zona euro nella congiuntura attuale. A livello aggregato della zona euro, il rischio di prolungata crescita fiacca e di bassi livelli di inflazione deve essere attenuato dai paesi che si trovano nella situazione migliore per stimolare gli investimenti grazie al margine di bilancio di cui dispongono e alle minori esigenze di ridurre l'indebitamento. In parallelo, le riforme

---

[8] Cfr. "European Economic Forecast-Autumn 2015", *European Economy*, *Institutional Paper 011*, novembre 2015. Sebbene i dati aggregati della ripresa celino ampie differenze tra gli Stati membri, la convergenza in termini reali sembra ora progredire con tassi di crescita più elevati registrati in Spagna, Irlanda, Slovenia, Stati baltici, ma anche Ungheria, Polonia, Repubblica ceca e Romania, mentre la crescita in Francia, Italia, Austria, Finlandia e Belgio è probabilmente destinato a rimanere sotto la media nel 2015.

[9] Cfr. Fondo monetario internazionale. 2015. *Prospettive economiche mondiali: Adeguamento al calo dei prezzi delle materie prime*. Washington (ottobre).

strutturali volte a sbloccare il potenziale di crescita devono continuare o essere intensificate soprattutto nei paesi il cui potenziale di crescita è limitato da ostacoli strutturali. Inoltre, anche i paesi la cui capacità di rafforzare la domanda è limitata da elevate pressioni alla riduzione dell'indebitamento dovrebbero concentrarsi su riforme volte a favorire la crescita, garantendo inoltre che la loro disciplina in materia di insolvenza sia adeguata per affrontare gli stock di debiti non sostenibili, liberare risorse economiche di conseguenza e riassegnare i capitali in modo efficiente. (*Riquadro 2*)

Riquadro 2: **La dimensione "zona euro" degli squilibri macroeconomici**

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

La zona euro manifesta attualmente uno degli avanzi delle partite correnti più grandi al mondo, in termini di valore. Si prevede che l'importo sarà di circa 390 miliardi di EUR, pari a 3,7% del PIL. La parte principale dell'eccedenza è imputabile alla Germania e ai Paesi Bassi, il cui contributo rappresenta rispettivamente il 2,5% e lo 0,7% del PIL della zona euro, e all'Italia (0,4% del PIL della zona euro). (*Grafico 1*) I paesi che sono usciti dalla posizione di disavanzo stanno ora registrando posizioni in pareggio o in attivo, necessarie per garantire la sostenibilità delle loro posizioni con l'estero. In un contesto di crescita debole e di inflazione pari quasi a zero il persistere di forti eccedenze nei paesi con esigenze di riduzione dell'indebitamento relativamente modeste mette in evidenza la una mancanza di fonti di crescita interne. Quando i prezzi del petrolio torneranno ad aumentare, la domanda interna si sarà rafforzata, l'effetto del deprezzamento dell'euro sarà sfumato e la crescita delle esportazioni rallenterà, le eccedenze della bilancia commerciale della zona euro e dell'UE dovrebbero cessare di crescere fino a diminuire lievemente nel 2017. Il continuo accumulo di attività nette sull'estero può anche comportare una crescente esposizione ai rischi di cambio e un ridotto margine per le autorità nazionali per gestire i rischi macrofinanziari (ad esempio attraverso misure prudenziali o normative) man mano che cresce nei portafogli nazionali la quota di attività che hanno origine nei paesi esteri.

Simultanee pressioni alla riduzione dell'indebitamento riguardano attualmente tutti i settori dell'economia (famiglie, imprese, amministrazione pubblica). A livello aggregato della zona euro, le famiglie, le società e i governi stanno lottando con livelli elevati di indebitamento, il cui necessario processo di riduzione si traduce in dinamiche modeste per gli investimenti e i consumi. Secondo i dati Eurostat, nel 2014 il debito accumulato in termini consolidati rappresentava 59,7% e 79,5% del PIL della zona euro per le famiglie e le società non finanziarie mentre ammontava rispettivamente a 63,1% e 81,9% del PIL nel 2009. I dati aggregati celano notevoli disparità tra gli Stati membri. La riduzione dell'indebitamento del settore privato è iniziata prima, allo scoppio della crisi, ma il processo è ancora in corso[10]. Le famiglie sono ancora caratterizzate da una posizione creditoria netta che è il doppio del livello precedente la crisi. Le imprese, che spesso in tempi normali registrano una posizione debitoria netta, stanno manifestando una posizione creditoria netta positiva. La riduzione dell'indebitamento della pubblica amministrazione è iniziata più tardi in quanto la prima fase della recessione ha dato luogo a pacchetti di incentivi nel 2009-2010. Da allora, le amministrazioni pubbliche sono entrate in

[10] Il processo di riduzione della leva finanziaria può essere dimostrato esaminando la posizione creditoria netta aggregata della zona euro a livello settoriale. Nel 2014 ammontava a 3,2% del PIL, di cui le famiglie, le imprese e i governi rappresentavano 2,9%, 1,8% e -2,6%. Nel 2010 le rispettive cifre erano di 0,6%, 2,9%, 3,3% e -6.2%, e nel 2007 di 0,3%, 1,4%, -0,6% e -0.6%.

una fase di risanamento dei loro bilanci, e la politica di bilancio è rimasta rigorosa o, più recentemente, in linea di massima neutra. L'incidenza sulla domanda dei processi di riduzione dell'indebitamento da parte delle famiglie e delle imprese è stata, pertanto, aggravata dalla necessità di contenere l'aumento del debito del settore pubblico[11].

Il livello dell'avanzo delle partite correnti nella zona euro è probabilmente superiore a quanto ci si aspetterebbe sulla base delle caratteristiche fondamentali, a motivo di inefficienze economiche e di una domanda interna contenuta. Alcune caratteristiche economiche come il fenomeno dell'invecchiamento demografico, l'indice di dipendenza demografica degli anziani, il livello relativamente elevato di reddito pro capite ma anche lo status dell'euro quale valuta di riserva indicano che l'appropriato equilibrio complessivo risparmi/investimenti della zona euro dovrebbe essere sostanzialmente raggiunto[12]. Tuttavia, l'aumento dell'avanzo delle partite correnti nella zona euro negli ultimi anni ha portato a una eccedenza più elevata di quanto sia giustificato sulla base dei fondamentali economici. Nonostante i recenti miglioramenti e gli effetti temporanei del calo dei prezzi del petrolio e dell'andamento del tasso di cambio, questa differenza si spiega in parte con la mancanza di una solida crescita del credito nella zona euro come risultato del ripianamento dei bilanci e delle forti pressioni alla riduzione dell'indebitamento. Guardando al futuro, le politiche messe in atto a livello dell'UE (ad esempio, il programma di acquisto di titoli del settore pubblico della BCE e il piano di investimenti avviato dalla Commissione) sono intese a sostenere il credito agli investimenti e ai consumi, anche se l'effetto sull'economia reale potrebbe richiedere un certo tempo prima di materializzarsi.

Effetti di ricaduta transfrontalieri all'interno della zona euro richiedono un approccio coordinato in materia di politiche macroeconomiche per affrontare gli squilibri, sostenendo nel contempo la ripresa. Alla luce dell'interconnessione tra le economie della zona euro di natura commerciale, finanziaria e istituzionale, si impone un approccio coordinato alle politiche macroeconomiche per accelerare la correzione degli squilibri, sostenendo nel contempo la crescita. Inoltre, anche le conseguenze in termini di fiducia si sono rivelate un importante meccanismo di trasmissione[13]. In particolare, gli orientamenti della politica economica nei paesi più grandi hanno ricadute di importanza sistemica per la zona euro nella congiuntura attuale.

Il rischio di prolungata crescita debole e di bassi livelli di inflazione a livello della zona euro dovrebbe essere attenuato soprattutto dai paesi che si trovano nella situazione migliore per stimolare gli investimenti in modo continuativo grazie al margine di bilancio di cui dispongono e al loro saldo risparmi/investimenti positivo[14]. È il caso della Germania e dei Paesi Bassi, in cui gli avanzi delle partite correnti rimarranno probabilmente elevati nei prossimi anni. Una riduzione delle eccedenze nei paesi che hanno esigenze relativamente basse di riduzione dell'indebitamento comporterebbe un miglioramento quanto mai necessario della domanda nella zona euro e contribuirebbe ad alleviare la

---

11 V. Bricongne J.-C. e Mordonu A. (2015), "Interlinkages between household and corporate debt in advanced economies", *European Commission Discussion Papers* N° 17 (ottobre 2015).

12 Il parametro di riferimento è derivato da regressioni in formato ridotto che catturano i principali fattori determinanti per l'equilibrio risparmio/investimenti, compresi i determinanti fondamentali (ad esempio, demografia, risorse), i fattori della politica e le condizioni finanziarie a livello mondiale. La metodologia è equiparabile all'approccio EBA (External Balance Assessment) sviluppato dall'FMI. V. Phillips, S. et al. (2013), "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", *IMF Working Paper*, 13/272.

13 V. D'Auria, F., Linden, S., Monteiro, D., in 't Veld, J. and Zeugner S., "Cross-border Spillovers in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 13 No 4 (2014).

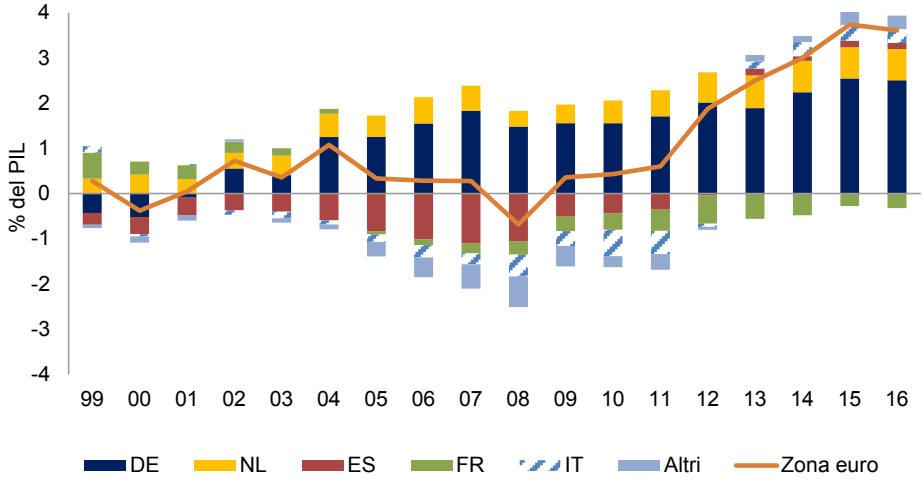
14 Cfr. considerando 17 del regolamento n. 1176/2011: "Nel valutare gli squilibri macroeconomici, è opportuno considerare la loro gravità e le loro potenziali conseguenze negative, sul piano economico e finanziario, che accrescono la vulnerabilità dell'economia dell'Unione e costituiscono una minaccia per il buon funzionamento dell'unione economica e monetaria. È necessario intervenire in tutti gli Stati membri per sanare gli squilibri macroeconomici e le divergenze in materia di competitività, in particolare nella zona euro. Tuttavia, la natura, l'importanza e l'urgenza delle sfide politiche possono differire in modo significativo da uno Stato membro all'altro. Date le vulnerabilità e le dimensioni dell'aggiustamento richiesto, l'intervento politico è particolarmente urgente negli Stati membri che presentano costantemente notevoli disavanzi della bilancia commerciale e perdite di competitività. Inoltre, negli Stati membri che accumulano avanzi elevati delle partite correnti, le politiche dovrebbero mirare a individuare e ad attuare misure che contribuiscano a rafforzare la domanda interna e il potenziale di crescita."

scelta che devono operare i paesi altamente indebitati, che devono contemporaneamente di ridurre l'indebitamento e di stimolare la crescita.

In parallelo, le riforme strutturali volte a sbloccare il potenziale di crescita devono continuare o essere intensificate in particolare nei paesi di rilevanza sistemica quali l'Italia e la Francia. Tali riforme contribuirebbero non solo a eliminare gli ostacoli alla crescita, ma anche ad alimentare la fiducia sulla sostenibilità degli squilibri di bilancio in questi paesi.

Infine, anche i paesi la cui capacità di sostenere la domanda è limitata da un eccessivo indebitamento e un elevato livello di prestiti in sofferenza dovrebbero concentrarsi su riforme volte a favorire la crescita, garantendo inoltre che la loro disciplina in materia di insolvenza permetta loro di affrontare in modo adeguato gli stock di debiti non sostenibili, liberare risorse economiche e riallocare i propri fondi in modo efficiente.

Grafico 1: **Il saldo delle partite correnti nella zona euro**



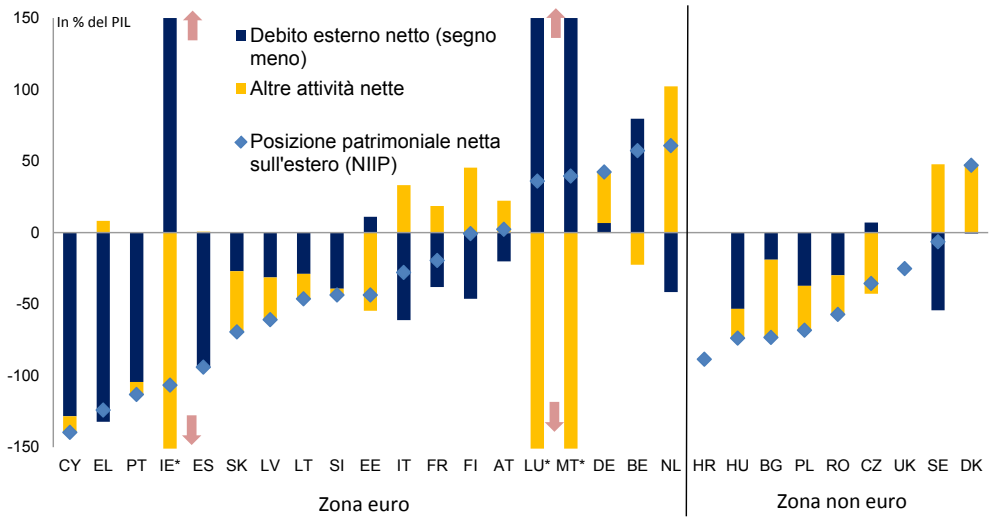
Fonte: Conti nazionali e previsioni di autunno 2015 della Commissione europea (AMECO)

Ampi disavanzi delle partite correnti sono stati adeguati verso posizioni più equilibrate o eccedentarie nella maggior parte degli Stati membri, mentre permangono forti avanzi delle partite correnti. Nel 2014 la maggior parte degli Stati membri ha registrato un avanzo delle partite correnti. I paesi della zona euro più colpiti dalla crisi hanno intrapreso un drastico aggiustamento e registrano attualmente avanzi moderati (Spagna, Portogallo, Italia) o eccedenze leggermente maggiori (Irlanda, Slovenia). Mentre l'aggiustamento iniziale è stato principalmente il risultato di una ridotta domanda interna privata, i recenti avanzi sono inoltre stati realizzati attraverso la crescita delle esportazioni[15]. Tuttavia, i dati corretti per il ciclo sono generalmente inferiori ai saldi nominali (Spagna, Italia, Portogallo, Grecia, Cipro), il che indicherebbe che non sono attesi ulteriori aumenti delle partite correnti poiché la ripresa riporterà la produzione prossima al potenziale, sebbene siano limitati i rischi di ritornare ai disavanzi pubblici pre-crisi. Alcuni Stati membri hanno registrato disavanzi delle partite correnti relativamente contenuti, ad esempio Finlandia e Francia, mentre i disavanzi sono stati molto più ampi nel Regno Unito e a Cipro. Nel complesso, l'indicatore medio triennale supera la soglia in quattro paesi eccedentari (Germania, Danimarca, Paesi Bassi e Svezia) e due paesi deficitari (il Regno Unito e Cipro). Paesi come Germania e Paesi Bassi, e Stati membri non appartenenti alla zona euro come Svezia e Danimarca, continuano a registrare forti eccedenze. Tali considerevoli e persistenti eccedenze non mostrano alcuna tendenza alla correzione. Sebbene gli avanzi delle partite correnti nei paesi con una popolazione che invecchia, quali la

[15] V. Riquadro I.3 in "European Economic Forecast-Spring 2015", *European Economy*, 2015(XX).

Germania, siano prevedibili e i recenti sviluppi dei tassi di cambio e del prezzo del petrolio abbiano avuto un'incidenza favorevole sulla bilancia commerciale, il valore attuale di tale eccedenza appare di gran lunga superiore a quanto giustificato sulla base dei fondamentali economici[16].
Nel caso della Germania, se si tiene conto della sua posizione nel ciclo economico l'avanzo corretto per il ciclo è persino superiore al valore nominale[17].

Grafico 2: **Posizione patrimoniale netta sull'estero e debito estero netto nel 2014**



Fonte: Eurostat (BPM 6 e SEC 10)
Nota: I dati per il debito estero netto non sono disponibili per la Croazia e il Regno Unito. La scomposizione non è riportata integralmente per l'Irlanda, il Lussemburgo e Malta[18].

Persistono elementi di vulnerabilità in quanto l'adeguamento nei flussi esterni non si è ancora tradotto in una sensibile riduzione dell'indebitamento con l'estero (*Grafico 2*)**.** Nel complesso, i paesi debitori netti manifestano ancora consistenti vulnerabilità: nel 2014 l'indicatore del quadro di valutazione per la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) supera la soglia indicativa in 16 Stati membri. Da quando, negli ultimi anni, sono emersi avanzi delle partite correnti, le passività nette verso l'estero espresse in percentuale del PIL non sono migliorate in modo significativo in paesi della zona euro quali Grecia, Spagna, o Portogallo. In particolare, con l'eccezione dell'Irlanda e, più di recente, del Portogallo, il contributo della crescita del PIL nominale è stato modesto (Spagna) o negativo (Grecia e Cipro). Ciò evidenzia i rischi legati a un contesto di bassa inflazione e in che modo ciò possa ostacolare la correzione degli squilibri. Gli effetti delle valutazioni negative hanno pesato —

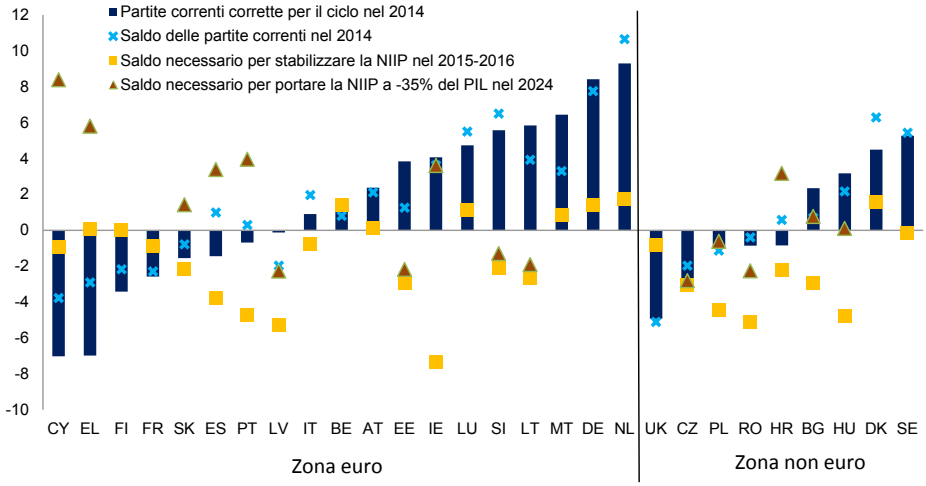
16 V. "Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015" European Economy-Occasional Papers 228.

17 Data la riduzione dei disavanzi delle partite correnti, la composizione geografica degli avanzi delle economie creditrici, soprattutto della Germania, è mutata: il saldo nei confronti del resto del mondo è aumentato, mentre è diminuito quello rispetto alla zona euro. Più che da un aumento delle importazioni, in Germania quest'ultimo è stato trainato soprattutto dalla riduzione delle esportazioni verso il resto della zona euro.

18 Per questi paesi, la quota più importante delle passività esterne non è legata a capitali e attività nazionali, ma piuttosto ad attività sull'estero. Ad esempio, gran parte delle passività con l'estero dell'Irlanda è rappresentata da fondi comuni di investimento con sede in Irlanda, ma le cui attività provengono da altri paesi. Secondo la classificazione della bilancia dei pagamenti, il bilancio dei fondi comuni è composto dalle passività del capitale proprio, integrate da titoli di debito in portafoglio, il che si traduce in una situazione molto negativa dei fondi propri, accanto ad una posizione molto positiva dei debiti negoziabili.

talvolta in modo incisivo — sul miglioramento delle passività nette verso l'estero, in particolare in Grecia, Spagna e Portogallo. Anche in Croazia non si registra alcun miglioramento significativo. Nella maggior parte delle economie con posizioni marcatamente negative, sarebbero necessari avanzi delle partite correnti più elevati rispetto a quelli attualmente osservati al fine di ridurre le passività nette con l'estero in maniera tempestiva (*Grafico 3*). Rimane pertanto essenziale consolidare i miglioramenti in termini di competitività delle esportazioni, così come le politiche volte ad attrarre gli investimenti diretti esteri. In Irlanda e in alcuni paesi dell'Europa orientale (Ungheria, Polonia, Romania), i saldi delle partite correnti attuali devono essere mantenuti per un periodo di tempo prolungato al fine di arrivare ad un miglioramento significativo delle passività nette verso l'estero nel medio termine. Nei paesi creditori netti, come la Germania e i Paesi Bassi, i rischi associati con l'aumento degli stock di attività nette sull'estero non sono paragonabili ai rischi per la sostenibilità esterna. Occorre, tuttavia, non trascurare il rapido e continuo accumulo dei rischi relativi ai creditori netti.

Grafico 3: **Partite correnti: saldi corretti per il ciclo e saldi necessari per stabilizzare o ridurre le passività con l'estero**



Fonte: Le partite correnti sono riportate secondo il concetto di contabilità nazionale. Calcoli dei servizi della Commissione.
Note: I saldi corretti per il ciclo sono calcolati utilizzando le stime del divario tra prodotto effettivo e potenziale su cui si basano le previsioni dell'autunno 2015 della Commissione[19]. I saldi delle partite correnti necessari per stabilizzare o ridurre le passività nette con l'estero si basano sulle seguenti ipotesi: le proiezioni del PIL nominale sono basate sulle previsioni d'autunno della Commissione (fino al 2017) e le proiezioni basate sulla metodologia T + 10 della Commissione per gli anni successivi[20]; per convenzione si presuppone che gli effetti di valutazione siano pari a zero nel periodo di riferimento, il che corrisponde a una proiezione non distorta per i prezzi degli attivi; si presume che i saldi del conto capitale rimangano costanti in percentuale del PIL, ad un livello che corrisponde alla mediana nel 2014 e a proiezioni per il 2015-2017[21].

L'evoluzione della competitività di costo è generalmente coerente con le necessità di aggiustamento esterno. (*Grafico 4*) Nel 2014 si è registrata la diminuzione dei costi unitari

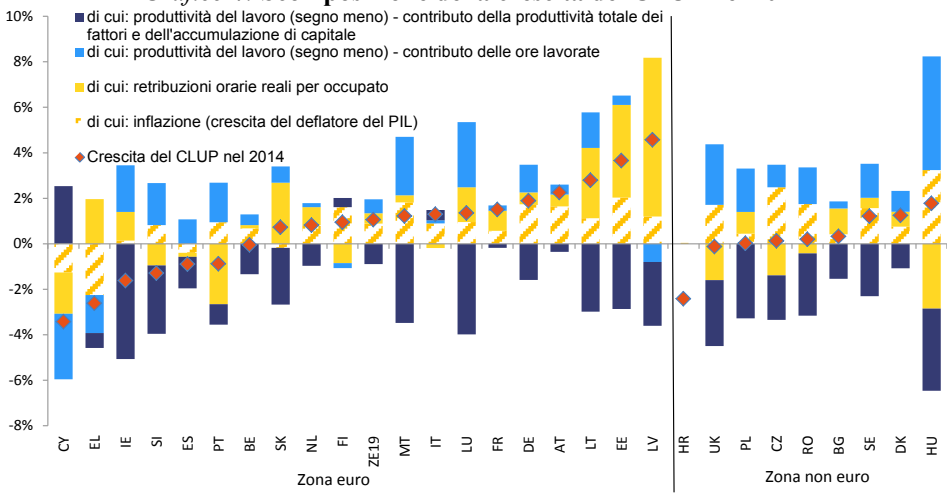
[19] Le stime dei saldi corretti per il ciclo sono basate sulla metodologia descritta in Salto, M. e A. Turrini (2010), «Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment», *European Economy-Economic Papers*, 427.

[20] Per la metodologia T + 10, cfr. Havik, K., K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, A. Rossi, A. Thum-Thysen, and V. Vandermeulen (2014), « The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps», *European Economic Papers* 535.

[21] Per una presentazione dettagliata dei calcoli e delle ipotesi di base, cfr. Loublier, A., Turrini A. and Zeugner, S. (2015), «Methodologies for computing current account benchmarks», European Economy Economic Paper, *di prossima pubblicazione*.

del lavoro in alcuni paesi della zona euro particolarmente colpiti dalla crisi (ad esempio, Cipro, Grecia, Spagna, Slovenia, Portogallo e Irlanda). A Cipro, in Grecia e in Portogallo l'aggiustamento è principalmente il riflesso della moderazione salariale, mentre in Spagna e in Irlanda gli incrementi di produttività rappresentano una quota rilevante della contrazione del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP). Inoltre, nei paesi in cui il mercato del lavoro sta migliorando, le ore lavorate hanno iniziato a contribuire positivamente all'andamento del CLUP (Spagna, Portogallo e Irlanda). Al contrario, in Italia e in Francia i costi unitari del lavoro sono aumentati a un ritmo superiore alla media della zona euro (1,1%), e la Germania e l'Austria hanno registrato aumenti vicini al 2%, soprattutto a causa della dinamica salariale, mentre nel caso dell'Italia vi ha contribuito anche la debole produttività. Gli aumenti più rapidi sono stati registrati negli Stati baltici, grazie a un forte incremento della retribuzione oraria. Nel complesso, tenuto conto degli sviluppi registrati nel corso degli ultimi tre anni, l'indicatore dei costi del lavoro per unità di prodotto supera la soglia in Estonia, Lettonia e Bulgaria. L'aggiustamento al ribasso del CLUP negli Stati membri che hanno maggiori esigenze in tal senso è stato seguito da una flessione più modesta, ancorché ancora visibile, del tasso di cambio effettivo reale, il che fa pensare ad una certa reattività dei margini prezzo-costo alle deboli condizioni economiche. A causa di questi sviluppi relativamente contenuti non si osserva alcuna tendenza allarmante per questo indicatore, ad eccezione del caso della Grecia.

Grafico 4: **Scomposizione della crescita del CLUP nel 2014**



Fonte: AMECO e quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici. Calcoli dei servizi della Commissione.
Note: La scomposizione si basa sul modello normalizzato di ripartizione della crescita del CLUP in inflazione, retribuzione reale oraria e produttività del lavoro, quest'ultima ulteriormente suddivisa in contributo delle ore lavorate, produttività totale dei fattori e accumulazione di capitale utilizzando un quadro contabile di crescita standard.

Il quadro di valutazione registra ancora perdite di quote del mercato delle esportazioni cumulate con superamento della soglia indicativa in diversi Stati membri, ma il miglioramento comincia ad essere visibile. L'indicatore delle variazioni delle quote del mercato delle esportazioni su un periodo di cinque anni mostra perdite cumulate superiori alla soglia in 18 Stati membri dell'UE, il che suggerisce che l'eccedenza delle partite correnti aggregata osservata nella zona euro non sia principalmente imputabile a un ottimo andamento delle esportazioni (*Grafico 5a*)[22]. Tuttavia, l'ulteriore declino nelle quote del mercato delle esportazioni registrato nelle economie dell'UE negli ultimi anni sembra aver subito una

[22] Le esportazioni dalla zona euro, in termini di valore, sono rallentate tra il 2013 e il 2015, mentre le esportazioni verso paesi terzi si sono complessivamente stabilizzate.

battuta d'arresto con incrementi annuali nel 2013 e nel 2014 nella maggior parte degli Stati membri, ad eccezione di Finlandia, Svezia e Malta (*Grafico 5b*). Nel 2014 gli incrementi sono stati, in alcuni casi, relativamente contenuti (Austria, Francia, Paesi Bassi, Spagna, Italia) o in altri casi più significativi (Belgio, Germania, Ungheria, Romania, Grecia, Irlanda). Tuttavia, essi sono in generale di entità molto inferiore rispetto al calo registrato nel periodo 2010-2012. Il recente miglioramento delle quote del mercato delle esportazioni nell'UE è in parte imputabile al fatto che il commercio mondiale si è arrestato nel periodo 2013-2014, attenuando meccanicamente le perdite di quote del mercato delle esportazioni. A tale proposito, i recenti miglioramenti della quota di mercato potrebbero non essere strutturali. Guardando al futuro, è troppo presto per valutare se tali incrementi costituiscono un aumento permanente o solo temporaneo.

Grafico 5a: **Variazione su cinque anni delle quote del mercato delle esportazioni — indicatore del quadro di valutazione nel 2014**

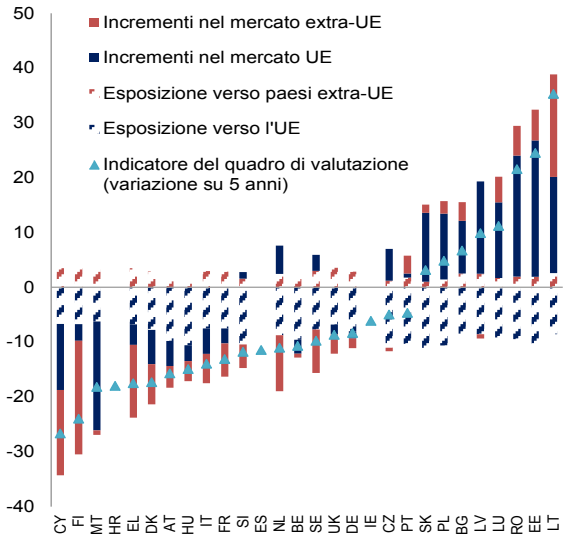
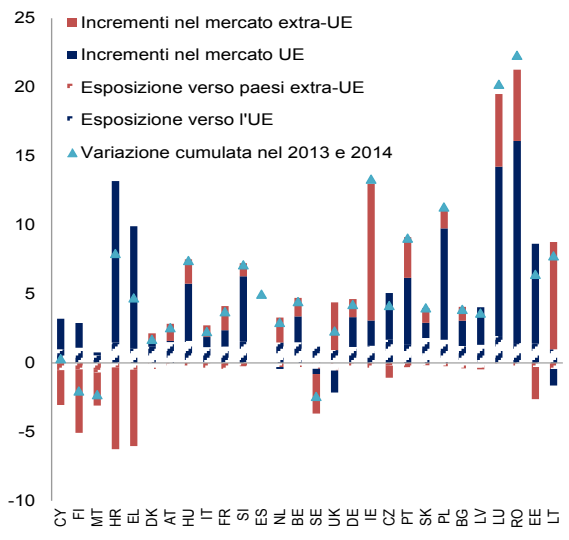


Grafico 5b: **Variazione su due anni delle quote del mercato delle esportazioni nel 2014**



Fonte: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.
Note: La scomposizione si basa sulla metodologia "shift share". Le colonne ombreggiate rappresentano il contributo alle dinamiche della quota di mercato derivante dalle variazioni nell'esposizione a un dato mercato; le colonne solide misurano il contributo alle dinamiche della quota di mercato derivante dalle variazioni delle quote di mercato di un dato mercato[23]. I calcoli si basano sui dati BPM6 tranne per BG, IT, FI e MT nel cui caso le esportazioni verso l'UE sono state ricavate dalla contabilità nazionale; dati parzialmente indisponibili per ES, HR e IE.

[23] Per una presentazione dettagliata della metodologia utilizzata per la scomposizione delle quote del mercato delle esportazioni, si veda «A closer look at some drivers of trade performance at Member State level», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012(2):29-39.

Grafico 6a: **Debito delle famiglie**
(consolidato, in % del PIL)

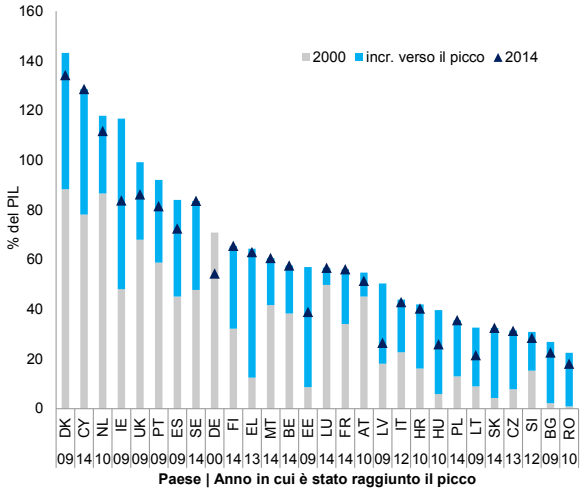
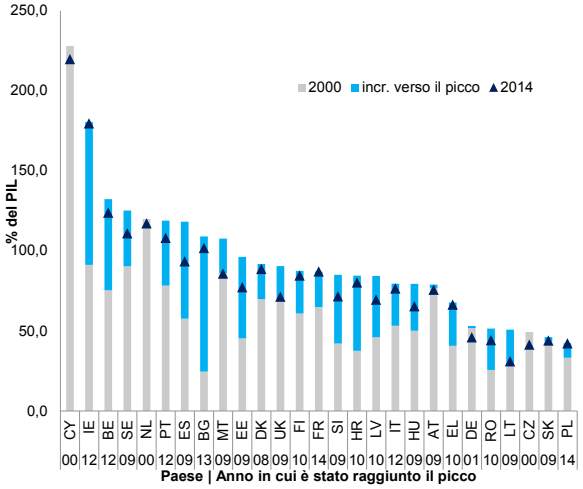


Grafico 6b: **Debito delle società non finanziarie**
(consolidato, in % del PIL)



Fonte: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.

Note: Nel *Grafico 6a*, il picco del rapporto debito/PIL è indicato sull'asse orizzontale. Il primo anno di osservazione è il 2000, ad eccezione di IE, SI, HR (per tutti il 2001), PL (2003), MT, LV, LT (per tutti il 2004). Il valore del 2014, qualora non disponibile, è stato stimato in base a dati trimestrali. Nel *Grafico 6b*, LU non è incluso a motivo delle specificità relative ai motori dell'indebitamento delle imprese. Il picco del rapporto debito/PIL è indicato sull'asse orizzontale. Il primo anno di osservazione è il 2000, ad eccezione di IE, SI, HR (per tutti il 2001), PL (2003), MT, LV, LT (per tutti il 2004). Il valore del 2014, qualora non disponibile, è stato stimato in base a dati trimestrali.

Il debito del settore privato rimane alto e supera la soglia indicativa del quadro di valutazione in diversi Stati membri. L'indebitamento privato varia sensibilmente, in ragione non solo del grado di sviluppo del settore finanziario, ma anche della misura in cui è stato fatto ricorso eccessivo ai prestiti dovuto alla facilità di contrarre prestiti esistente prima della crisi. Vi sono inoltre notevoli differenze per quanto riguarda la composizione del debito privato in tutti i principali settori dell'economia (*Grafici 6a e 6b*). In alcuni paesi, l'elevato livello di indebitamento è in gran parte legato all'accumulo del debito delle famiglie, spesso indotto da una forte crescita dei prezzi delle abitazioni e del valore dello stock ipotecario. In altri paesi l'indebitamento è elevato specialmente fra le società non finanziarie. In alcuni paesi, l'elevato livello di indebitamento riguarda tutti i settori dell'economia. Un debito elevato costituisce una vulnerabilità in quanto amplifica le conseguenze macrofinanziarie di eventi negativi e riduce la capacità di aggiustamento delle economie rendendo meno efficace la trasmissione della politica monetaria giacché le società indebitate raramente beneficiano dei vantaggi apportati da bassi tassi d'interesse[24]. Alla luce della necessità di ridurre ulteriormente l'indebitamento, un aggiustamento al ribasso del debito privato agirebbe da freno sulla crescita riducendo gli investimenti e i consumi. In tale contesto, poter applicare una efficace disciplina in materia di insolvenza contribuirebbe a ridurre l'entità dell'eccesso di debito, trovando soluzioni al debito insostenibile e di conseguenza alleviando il peso esercitato sulla crescita dalla riduzione dell'indebitamento.

[24] Con ogni probabilità, il retaggio dell'elevato debito societario continuerà a pesare sull'economia. Un elevato livello del debito privato è generalmente associato ad un basso tasso di crescita a medio termine, sebbene elaborare specifiche soglie di debito può essere difficile sotto il profilo analitico (per riferimenti cfr. Chen et al. (2015)). «Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts», *Working Paper 15/35, International Monetary Fund*, Washington). Il debito sembra aver nuociuto anche alla performance economica post-crisi (cfr. Bornhorst, F. e Ruiz Arranz, M. (2013). «Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area», *Country Report 13/232, International Monetary Fund*, Washington; e Banca centrale europea (ECB), (2012), «Corporate Indebtedness in the Euro Area», *Monthly Bulletin* (febbraio): 87–103.

I progressi nella riduzione dell'indebitamento sono stati disomogenei, e la riduzione del debito privato è principalmente riconducibile a flussi di credito negativi nella maggior parte degli Stati membri. Secondo i dati Eurostat, nel 2014, a livello UE aggregato, il debito delle famiglie e delle società non finanziarie in termini consolidati ammontava rispettivamente a 64,6% e 77,7% del PIL dell'UE nel 2014, rispetto a 68,0% and 82,5% nel 2009. Da quando i livelli del debito hanno raggiunto l'apice, i progressi compiuti nella riduzione dell'indebitamento sono stati disomogenei, con effettive riduzioni dell'indebitamento osservate più spesso nel settore societario (*Grafici 6a e 6b*). Gli sviluppi più recenti mostrano un quadro molto articolato nella riduzione dell'indebitamento tra i vari paesi e settori (*Grafici 7a e 7b*). Nel corso del 2014 e all'inizio del 2015, un attivo rimborso del debito da parte delle famiglie è stato agevolato da un favorevole contributo della crescita in Irlanda e, in misura minore, in Portogallo, in Spagna e in Ungheria. La riduzione passiva dell'indebitamento è stata conseguita nel Regno Unito e in Danimarca, paesi che hanno ridotto il rapporto debito/PIL grazie ai favorevoli contributi della crescita, mantenendo nel contempo il flusso di credito alle famiglie. Per contro, il debito delle famiglie ha continuato ad aumentare in Svezia, Finlandia, Francia, Belgio, a motivo di flussi di credito positivi. In alcuni casi, anche le imprese hanno proceduto ad una riduzione attiva dell'indebitamento, che ha coinciso con un contributo favorevole della crescita nominale: è il caso di Lettonia, Irlanda, Danimarca, Slovenia e Portogallo. La riduzione passiva dell'indebitamento delle imprese ha avuto luogo soltanto in un numero limitato di paesi (ad esempio, Regno Unito e Repubblica ceca). La riduzione dell'indebitamento delle imprese non ha tuttavia avuto successo in alcuni Stati membri, quali Cipro e la Grecia, con un rapporto debito/PIL in peggioramento nonostante l'aumento dei risparmi, sulla scia di una dinamica negativa del PIL nominale. Il debito societario è aumentato in taluni Stati membri quali Austria, Francia, Slovacchia, Polonia e, in misura minore, Germania, sostenuto da flussi di credito positivi[25].

Grafico 7a: **Fattori di riduzione dell'indebitamento delle famiglie** (variazione annuale nel 1° trimestre 2015)

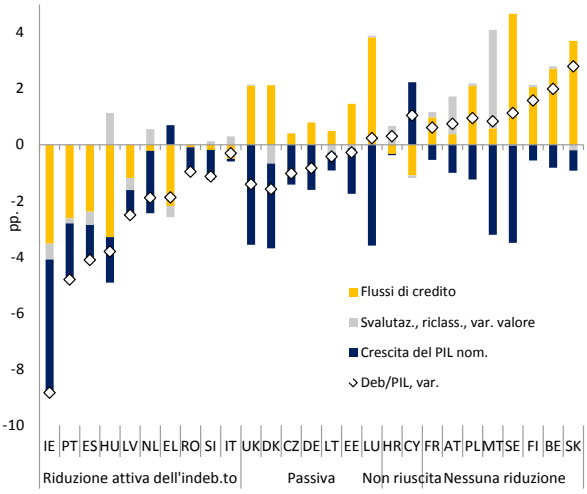
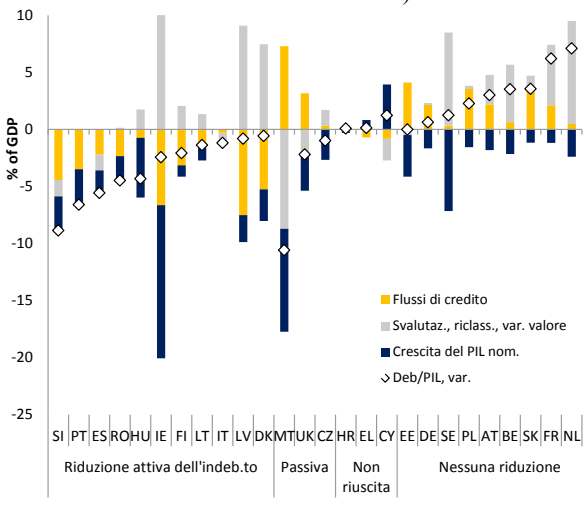


Grafico 7b: **Fattori di riduzione dell'indebitamento delle società non finanziarie** (variazione annuale nel 1° trimestre 2015)



Fonti: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.

Note: I grafici presentano una ripartizione in tre componenti dell'evoluzione del rapporto debito/PIL: flussi di credito, crescita del PIL nominale (effetto di denominatore) e altre variazioni dello stock del debito. Una riduzione dell'indebitamento può essere conseguita attraverso diverse combinazioni di rimborso del debito, crescita dell'economia e altre variazioni dello stock del debito in essere. La riduzione *attiva* dell'indebitamento comporta il rimborso netto del debito (flussi di credito netto negativi), che porta generalmente ad una contrazione nominale del bilancio del settore e che ha, ceteris paribus, conseguenze negative sull'attività

[25] L'andamento dei tassi di cambio, in particolare il deprezzamento dell'euro nella seconda metà del 2014, potrebbe aver avuto notevoli ripercussioni sulla valutazione a motivo dell'aumento dei debiti non espressi in euro, ad esempio in Irlanda o nei Paesi Bassi.

economica e sui mercati mobiliari. D'altro canto, la riduzione *passiva* dell'indebitamento consiste in flussi creditizi netti positivi compensati da una più elevata crescita nominale del PIL, il che ha portato ad una graduale riduzione del rapporto debito/PIL. La riduzione attiva dell'indebitamento può risultare *negativa*, se gli effetti deflazionistici sul PIL portano alla stagnazione o addirittura ad un aumento del rapporto debito/PIL[26].

Le vulnerabilità nel settore bancario di diversi Stati membri indicano che le difficoltà di accesso ai finanziamenti possono continuare a incidere sulla dinamica del debito. La situazione globale del settore bancario ha registrato un miglioramento nella maggior parte degli Stati membri. I livelli di capitale sono stati reintegrati e ora si collocano su rapporti globalmente più sicuri[27]. Inoltre, sono stati compiuti progressi per quanto riguarda il quadro istituzionale per il risanamento e la risoluzione delle banche, il che riduce il rischio di circoli viziosi tra banche e emittenti sovrani. Tuttavia, le vulnerabilità e le pressioni alla riduzione dell'indebitamento nel settore finanziario sono tuttora evidenti in vari Stati membri, come dimostra anche in diversi casi il calo delle passività finanziarie nell'indicatore del quadro di valutazione. In Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Ungheria, Portogallo, Bulgaria, Romania e Slovenia, le banche sono ancora esposte a quote elevate di prestiti in sofferenza nei loro bilanci e, in alcuni casi, i prestiti in sofferenza hanno continuato a crescere nel corso del 2014 (*Grafico 8*). In Austria, l'elevata esposizione agli sviluppi all'estero può anche essere una fonte di vulnerabilità. A partire dalla metà del 2014, il ricorso ai finanziamenti della Banca centrale ha smesso di diminuire, manifestando un potenziale arresto della riduzione della frammentazione finanziaria o un riorientamento dei finanziamenti delle banche verso fondi ufficiali meno costosi[28]. Inoltre, un basso tasso di crescita e un contesto di tassi di interesse bassi gravano sulla redditività delle banche in alcuni Stati membri[29]. In tale contesto, prendendo in considerazione le pressioni alla riduzione dell'indebitamento nei settori finanziari e non finanziari, la contrazione del credito è proseguita nel 2014 nei paesi più vulnerabili.

Nel 2014 l'evoluzione dei prezzi delle abitazioni è stata il riflesso delle diverse posizioni nei cicli immobiliari attraverso l'UE. (*Grafico 9*) La variazione annuale del prezzo degli immobili residenziali corretto per l'inflazione nel 2014 oscilla tra un calo superiore al 5% in Slovenia e Grecia e aumenti al di sopra della soglia indicativa del 6 per cento in Irlanda ed Estonia. Questo ampliamento della distribuzione rispecchia le diverse posizioni nel ciclo immobiliare e rischi diversi[30]. In alcuni Stati membri, i prezzi hanno subito una forte correzione durante la crisi e hanno raggiunto livelli ben al di sotto di quanto ci si potrebbe attendere dagli elementi fondamentali. È il caso dei prezzi delle abitazioni irlandesi, che hanno subito un rapido aumento nel corso dell'ultimo anno. Analogamente, anche Ungheria, Estonia, Lituania e Slovacchia hanno registrato notevoli aumenti dei prezzi reali delle abitazioni. I prezzi delle abitazioni in questi paesi sono ancora considerati sottovalutati, pertanto il ritmo della ripresa potrebbe non indicare un nuovo accumulo di rischi nel prossimo futuro. Per contro, negli Stati membri in cui i prezzi delle abitazioni sono ancora ritenuti

---

[26] Per una presentazione dettagliata, si veda P. Pontuch, «Private sector deleveraging: where do we stand?», Quarterly Report on the Euro Area, 2014 (4): 7-19.

[27] V. Banca centrale europea (2015), «Financial Stability Review», maggio 2015, e Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza (2015), «Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System», JC 2015 007.

[28] Dall'estate scorsa, la generale riduzione dei saldi Target 2 sembra aver subito una battuta d'arresto, grazie soprattutto agli sviluppi registrati in Italia, Grecia e Spagna.

[29] Il contesto di bassi tassi di interesse pesa anche notevolmente sulla redditività del settore dell'assicurazione vita con squilibri emergenti tra i bassi rendimenti dei titoli di Stato e le garanzie offerte ai clienti.

[30] L'evoluzione dei prezzi delle abitazioni deve essere letta congiuntamente alla valutazione del disallineamento dei prezzi delle abitazioni.

sopravvalutati, come la Svezia o il Regno Unito, i prezzi delle abitazioni sono aumentati a partire da livelli già estremamente elevati e richiedono pertanto un attento controllo[31].

Grafico 8: **Quote di prestiti in sofferenza**

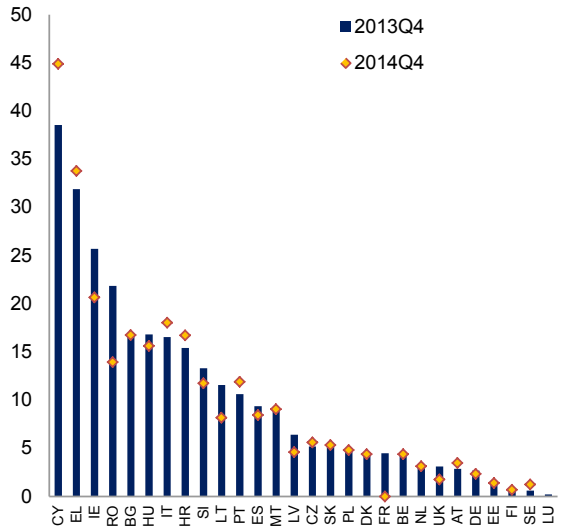
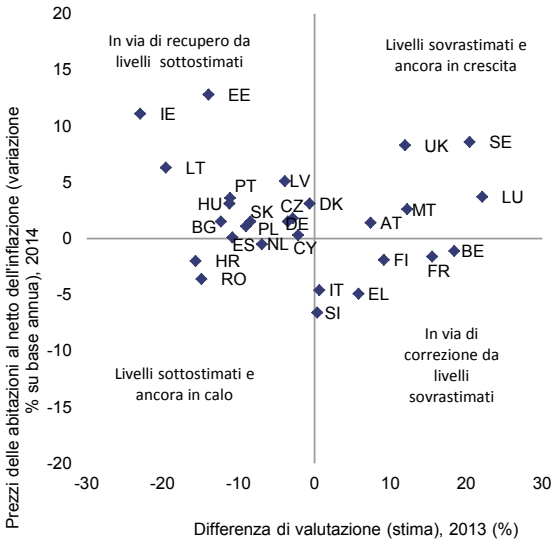


Grafico 9: **Prezzi delle abitazioni: livelli di valutazione nel 2013 e variazioni nel 2014**



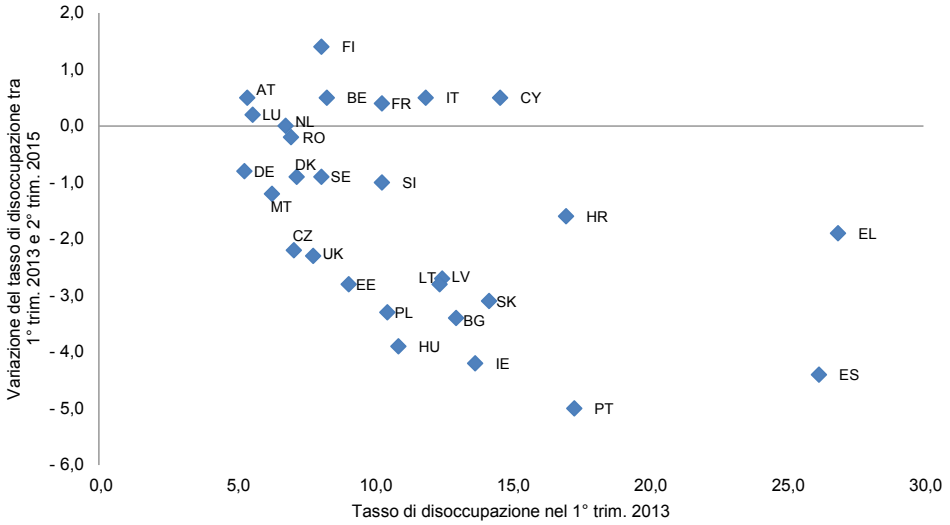
Fonti: Per il Grafico 8: FMI, BCE. Per il Grafico 9: Eurostat, BCE, OCSE, BRI, calcoli dei servizi della Commissione.
Note: Nel *Grafico 8*, i dati provengono tutti dal FMI tranne per la FR, nel cui caso i dati del 4 trimestre 2013 FMI sono estrapolati al 2014 con la variazione del primo semestre 2014 della BCE, e per la FI, per la quale vengono utilizzati i dati della BCE. Per LU, non sono disponibili cifre FMI o BCE per il 2014. Nel *Grafico 9*, il divario di sopravvalutazione è stimato come la media tra prezzo/reddito, prezzo/canone di locazione e divari di valutazione nel modello degli elementi fondamentali[32].

Il livello del debito pubblico, sebbene ancora elevato, ha iniziato a scendere, grazie ai precedenti sforzi di risanamento di bilancio e alla ripresa della crescita. Il debito pubblico, che aveva registrato un aumento a un ritmo sostenuto dal 2007, dovrebbe iniziare a diminuire quest'anno, pur rimanendo a livelli storicamente molto elevati. La riduzione del livello complessivo del debito pubblico deriva sia dalla costante diminuzione del disavanzo pubblico complessivo che dalla ripresa della crescita nominale. Di fatto, corretta per il ciclo, la politica di bilancio per la zona euro e nell'UE è sostanzialmente neutra, e idonea a consentire dinamiche al ribasso del debito, sostenendo nel contempo l'incipiente ripresa economica. Tuttavia, in diversi paesi, tra cui Grecia, Spagna, Francia, Italia, Portogallo, l'aggiustamento di bilancio è destinato a rallentare nonostante i livelli elevati del debito pubblico.

[31] La Svezia e il Lussemburgo sono i soli paesi in cui i prezzi delle abitazioni sono rimasti praticamente non colpiti dalla crisi e hanno registrato un aumento costante sin dalla metà degli anni 1990. Nel Regno Unito i prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione hanno subito una correzione di circa il 18 per cento rispetto al picco del terzo trimestre del 2007 fino al 2012, ma sono aumentati dell'8% nel 2014, e hanno continuato a crescere per tutto il 2015.

[32] Si ottiene una stima del divario del disallineamento dei prezzi delle abitazioni dalla media di tre indicatori di valutazione: i) il divario dell'accessibilità economica (la distanza dalla media a lungo termine del rapporto prezzo/reddito); ii) la differenza di rendimento (la distanza dalla media a lungo termine del rapporto prezzo/canone di locazione); e iii) una stima delle deviazioni dai valori dei prezzi delle abitazioni dai valori di equilibrio giustificati dai fondamentali della domanda e dell'offerta delle abitazioni. Per maggiori dettagli, si veda Commissione europea: «Housing market adjustment in the European Union», riquadro 1.3, in "European Economic Forecast-Spring 2014," *European Economy* 2014(3).

Grafico 10: **Evoluzione del tasso di disoccupazione dal 2013**



Fonte: Eurostat.
Note: Le cifre più recenti sono del 2015Q2 tranne per EE, IT, UK (2015Q1) e IE, NL, FI, SE (2015Q3)

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

Le condizioni del mercato del lavoro dell'UE stanno migliorando e le differenze tra gli Stati membri si stanno attenuando, ma in molti Stati membri la situazione sociale rimane preoccupante.

Messaggi principali del quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta

Nel 2014 i *tassi di disoccupazione* nell'UE erano ancora a livelli molto elevati in molti paesi con una media sul triennio precedente superiore alla soglia (10%) dell'indicatore in 12 Stati membri (Bulgaria, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Croazia, Italia, Cipro, Lettonia, Lituania, Portogallo e Slovacchia). Complessivamente, nel 2014 il tasso di disoccupazione (gruppo di età 15-74) era attestato all'11,6% e al 10,2% nella zona euro e nell'UE rispettivamente. Tuttavia, una flessione relativamente generalizzata del tasso di disoccupazione ha avuto inizio nel 2014 man mano che la ripresa economica si è andata consolidando: tra il 2013 e il 2014 il tasso di disoccupazione è calato su base annua di 0,4 punti percentuali e di 0,7 punti percentuali nella zona euro e nell'UE rispettivamente. In paesi ad alto tasso di disoccupazione, il miglioramento è stato più forte, il che ha contribuito a ridurre la dispersione in tutta l'UE e la zona euro. Il calo della disoccupazione è stato particolarmente marcato in Portogallo, Spagna, Irlanda, Stati baltici ma anche in Ungheria, Bulgaria, Regno Unito e Polonia. Per contro, il tasso di disoccupazione è aumentato in Italia e in Finlandia, mentre è rimasto sostanzialmente stabile in Germania e in Francia. In generale, il miglioramento è stato più marcato rispetto a quanto implicherebbe la crescita del PIL, grazie a una maggiore fiducia, effetti visibili delle riforme strutturali e ridotti costi unitari del lavoro, mentre l'indicatore relativo alle ore lavorate è rimasto contenuto. Nella prima metà del 2015, il tasso di disoccupazione ha continuato a scendere nella maggior parte dei paesi dell'UE. Il calo è stato sostenuto soprattutto nei paesi che avevano registrato un rapido aumento nel tasso di disoccupazione durante la crisi, tra cui Cipro, Spagna, Grecia e Portogallo.

I *tassi di attività* hanno dimostrato resilienza nella maggior parte dei paesi. A livello aggregato, tra il 2013 e il 2014 un aumento di 0,2 punti percentuali è stato registrato nella zona euro (e di 0,3 punti percentuali nell'UE), che può essere in gran parte attribuito all'aumento strutturale della partecipazione delle donne e dei lavoratori più anziani che è continuato in quasi tutti i paesi. Esso, inoltre, riflette in parte il calo della popolazione in età lavorativa, in particolare negli Stati baltici, e, in misura minore, nei paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano. La variazione in punti percentuali su tre anni del tasso di attività supera la soglia (negativa) solo in due Stati membri, segnatamente Portogallo e Danimarca. In entrambi i paesi, questa evoluzione è imputabile soprattutto al calo di partecipazione tra i giovani che non è pienamente compensato dalla crescente partecipazione dei lavoratori più

anziani; tuttavia, tale sviluppo deve essere letto in combinazione con l'osservata diminuzione della percentuale di giovani non occupati, né iscritti a corsi di istruzione o di formazione (NEET), che suggerisce un aumento del tasso di scolarità. La combinazione di tassi di attività resilienti e di crescita dell'occupazione positiva ha provocato il calo dei tassi di disoccupazione nella maggior parte degli Stati membri nel 2014. In generale, la crescita dell'occupazione è stata più pronunciata nel settore dei beni e servizi scambiabili. In particolare ciò riflette un modello settoriale della crescita salariale sostanzialmente favorevole alla riallocazione della produzione dal settore dei beni e servizi non scambiabili a quello dei beni e servizi scambiabili, come richiesto per il riequilibrio esterno dei paesi della zona euro con disavanzi.

Nel complesso, il miglioramento dei tassi di disoccupazione è in gran parte legato a una riduzione dei tassi di licenziamento, mentre i tassi di avviamento al lavoro, seppure in via di miglioramento, rimangono al di sotto dei livelli pre-crisi. In particolare, la ripresa del tasso di avviamento al lavoro non è stata sufficiente a evitare un aumento dei *tassi di disoccupazione di lunga durata*, che è stato particolarmente forte nel corso degli ultimi tre anni in 11 Stati membri, in particolare in Grecia, Spagna, Portogallo, Cipro e Italia; al contrario, la disoccupazione di lungo periodo è diminuita in Germania, Stati baltici, Ungheria e Regno Unito. La persistenza della disoccupazione di lunga durata ha implicazioni per l'efficienza della corrispondenza tra domanda e offerta di lavoro e per il rischio che la disoccupazione diventi cronica («isteresi occupazionale»)[33]. Il suo elevato livello è anche fonte di preoccupazione a causa delle sue gravi implicazioni sociali, come la contrazione del capitale umano e l'aumento della povertà nell'UE in conseguenza della crisi[34].

Sebbene sia sceso a un ritmo più rapido di quello della disoccupazione generale, il *tasso di disoccupazione giovanile* rimane a livelli elevati, pari rispettivamente al 23,7% e al 22,2% nella zona euro e nell'UE rispettivamente nel 2014. Parallelamente alla disoccupazione totale, la disoccupazione giovanile ha iniziato a diminuire nella seconda metà del 2013, con ulteriori miglioramenti nel 2014 e all'inizio del 2015. Tra i paesi con elevati tassi di disoccupazione giovanile, forti riduzioni sono state registrate rispetto al picco del 2013 in Grecia, Croazia, Portogallo, Slovacchia, Bulgaria, Cipro e Spagna. L'Italia è l'unico paese con disoccupazione giovanile elevata la cui situazione ha continuato a deteriorarsi per la maggior parte del 2014. Tuttavia, il recente miglioramento complessivo registrato dall'occupazione giovanile non è sufficiente. L'indicatore relativo alla variazione su 3 anni resta pertanto preoccupante per 13 Stati membri (Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Croazia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia, Finlandia). Il calo della disoccupazione giovanile è accompagnato in gran parte dei paesi da un calo della percentuale di giovani che non sono né occupati né impegnati in corsi di studio o formazione. Il tasso di NEET è sceso al 12,4% nel 2014, ma resta molto al di sopra dei livelli pre-crisi. I più alti tassi di NEET si registrano in Irlanda, Cipro, Spagna, Romania, Croazia, Grecia, Bulgaria e Italia; Italia, Cipro e Croazia hanno registrato i massimi aumenti negli ultimi 3 anni. Il tasso di disoccupazione giovanile è uno dei primi indicatori del peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Esso segnala anche un ridotto potenziale di produzione (dovuto alla perdita di creazione di competenze, effetti permanenti e mancato guadagno in futuro) ed è associato a un livello più elevato di esclusione sociale.

Gli sviluppi sociali e occupazionali negativi ed eccessivamente prolungati possono ripercuotersi negativamente sulla crescita potenziale del PIL in una varietà di modi e rischiano di aggravare gli squilibri macroeconomici.

[33] V. Draghi, M. (2014), "Unemployment in the euro area", Speech at the Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August 2014, and Arpaia, A., Kiss, A. and Turrini, A. (2014) "Is unemployment structural or cyclical? Main features of job matching in the EU after the crisis", *European Economy, Economic Papers 527*, settembre 2014.

[34] V. Duiella, M. and Turrini, A. (2014), "Poverty developments in the EU after the crisis: a look at main drivers", *ECFIN Economic Brief*, Issue 31, May 2014.

Mobilità dei lavoratori

La mobilità dei lavoratori all'interno dell'UE è ulteriormente aumentata nel 2014, sebbene i flussi rimangano al di sotto dei livelli registrati prima del 2008. I flussi da est a ovest continuano a rappresentare la maggior parte degli spostamenti, dovuti a differenze in termini di PIL pro capite e di salari. La mobilità dei lavoratori ha attenuato le disparità sul piano della disoccupazione e si esplica nella crescente importanza della mobilità da sud a nord, dai paesi più colpiti dalla crisi verso paesi in situazione meno difficile. Segnatamente, il numero netto di lavoratori in uscita è aumentato in paesi come Grecia, Cipro e Croazia, mentre gli afflussi netti sono aumentati, fra gli altri, in Germania e in Austria. Il numero delle partenze è calato in Spagna, nei paesi baltici e in Irlanda, in cui la situazione economica è migliorata notevolmente. Nel corso del tempo, i salari sono diventati più rispondenti agli shock asimmetrici avvenuti nei mercati del lavoro nazionali, e anche la reattività dei flussi di mobilità è aumentata. Tuttavia, il loro contributo alla riduzione delle fluttuazioni complessive della disoccupazione resta modesto[35]. Mentre i cittadini mobili dell'UE mostrano tassi di occupazione mediamente più elevati rispetto alla popolazione dei paesi ospitanti[36], il loro capitale umano spesso appare sottoutilizzato, così come quello delle persone nate al di fuori dell'UE[37].

Nel complesso, i rischi derivanti dalle vulnerabilità o tendenze che possono potenzialmente contribuire all'instabilità macrofinanziaria o a correzioni disordinate, sono presenti nella maggior parte degli Stati membri. Il grado di gravità e l'urgenza di proporre un'adeguata risposta politica variano in modo significativo tra gli Stati membri a seconda della natura delle vulnerabilità o tendenze non sostenibili e del fatto che esse siano limitate a uno o più settori dell'economia:

- In alcuni Stati membri, le vulnerabilità sono principalmente presenti in relazione al settore esterno, sotto forma di una *posizione patrimoniale netta sull'estero fortemente negativa*. È questo il caso delle economie in fase di ripresa come la Romania e, in misura minore, Polonia, Lettonia, Lituania, Slovacchia e Repubblica ceca.
- Alcuni paesi sono caratterizzati da *forti e persistenti avanzi delle partite correnti*. È il caso in particolare della Germania e dei Paesi Bassi, il cui avanzo considerevole e lo stock crescente di attività nette sull'estero possono implicare crescenti rischi del creditore e hanno potenziale rilevanza per il resto della zona euro.
- La combinazione di *grandi stock di debito pubblico e una tendenza al ribasso della crescita potenziale o della competitività* è una fonte di preoccupazioni in un certo numero di paesi, nonostante l'assenza di rischi di sostenibilità esterna, in quanto essa aumenta la probabilità di traiettorie instabili debito/PIL e di vulnerabilità agli shock negativi. È questo il caso di paesi di importanza sistemica, come l'Italia o la Francia, ma anche di economie più piccole come il Belgio.

[35] Commissione europea (2015), Mercato del lavoro e andamento delle retribuzioni in Europa 2015, parte II, capitolo 1: mobilità della forza lavoro e adeguamento del mercato del lavoro nell'UE.

[36] Nel 2014, il tasso di occupazione delle persone nate in un altro paese dell'UE era del 67%, mentre il tasso di occupazione delle persone nate nel paese di residenza era del 65%. Il tasso di occupazione delle persone nate al di fuori dell'UE era del 57% (fonte: Eurostat, Statistiche sulle forze di lavoro, gruppo di età: 15-64 anni).

[37] Nel 2014, il tasso di disoccupazione delle persone nate in un altro paese dell'UE era del 13%, mentre il tasso di disoccupazione delle persone nate nel paese di residenza era del 10%. Il tasso di disoccupazione delle persone nate al di fuori dell'UE era del 19%. Il tasso di sovraqualificazione, che si traduce in lavoratori altamente qualificati che accettano posti di lavoro poco o mediamente qualificati, è anche notevolmente più elevato per i cittadini mobili dell'UE rispetto a quello dei residenti, ed anche maggiore per le persone nate al di fuori dell'UE. (Fonte: Eurostat, Statistiche sulle forze di lavoro)

- In alcune economie, *tendenze e vulnerabilità eventualmente non sostenibili* sono *limitate ad un determinato settore dell'economia*. In Svezia la principale fonte di preoccupazione riguarda il continuo aumento dei prezzi delle abitazioni e l'indebitamento delle famiglie. Nei Paesi Bassi il debito delle famiglie è tra i più elevati dell'UE, benché sia in corso una sua riduzione. Ciò contribuisce all'avanzo delle partite correnti dei Paesi Bassi, insieme ad altri fattori strutturali, tra cui gli investimenti modesti. In entrambi i casi, le tendenze interne contribuiscono ad un consistente avanzo delle partite correnti, che altrimenti è il riflesso delle caratteristiche strutturali dell'economia, come la struttura dell'imposizione fiscale o la presenza di un gran numero di imprese multinazionali. Inoltre, il Regno Unito sta anche registrando un aumento dei prezzi delle abitazioni che merita un attento monitoraggio. Il disavanzo delle partite correnti, che riflette in particolare consumi sostenuti, non sembra essere il riflesso di un significativo deterioramento della competitività dei prezzi. Le pressioni sulle fonti di finanziamento per il settore finanziario austriaco possono costituire una vulnerabilità. In Estonia, i rischi legati all'accumulo di pressioni sul lato della domanda nell'economia nazionale potrebbero necessitare un monitoraggio. La Finlandia sta attraversando una difficile transizione strutturale della sua economia dovuta al ridimensionamento del settore dell'elettronica. Anche la Danimarca entra in questa categoria in considerazione dell'elevato debito delle famiglie, anche se l'attuale valutazione dei rischi non evidenzia la necessità di ulteriori indagini. Ciò vale anche per Lussemburgo e Malta in cui i rischi connessi con l'alto livello del debito privato sono contenuti.
- Alcuni Stati membri soffrono di vulnerabilità sotto forma di *grandi stock di passività nette riguardanti un'ampia gamma di settori* sia interni che esterni. È il caso, in particolare, dei paesi che presentavano ampi disavanzi delle partite correnti in associazione con una forte espansione del credito nell'economia nazionale, che hanno alimentato, simultaneamente, una posizione patrimoniale netta sull'estero fortemente negativa e un elevato indebitamento privato. In generale, tali paesi stanno affrontando una forte necessità di ridurre l'indebitamento in un contesto di limitati margini di bilancio, prestiti in grande sofferenza e livelli di disoccupazione inaccettabili. Questo tipicamente riguarda i paesi periferici della zona euro quali Portogallo, Spagna, Cipro, Grecia, Irlanda e Slovenia. I paesi dell'Europa orientale, quali Ungheria, Croazia e Bulgaria incontrano difficoltà anche alla luce delle elevate passività esterne e interne. Ciò rappresenta una sfida in particolare in Ungheria e Bulgaria, in cui il settore bancario deve ancora avviare un processo di ristrutturazione.

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

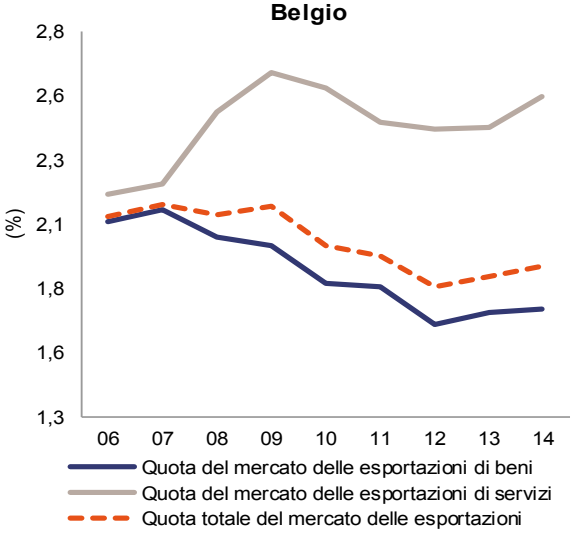
La presente sezione fornisce una breve lettura in chiave economica del quadro di valutazione e delle variabili ausiliarie in ciascuno Stato membro. Insieme all'analisi di questioni trasversali ai vari paesi, aiuta a individuare gli Stati membri per i quali dovrebbero essere preparati esami approfonditi. Come sopra illustrato, sarà in base agli esami approfonditi che la Commissione appurerà se esistono squilibri o squilibri eccessivi.

La procedura per gli squilibri macroeconomici non si applica agli Stati membri che beneficiano di assistenza finanziaria a sostegno dei loro programmi di aggiustamento macroeconomico[38], ossia, attualmente, alla Grecia e a Cipro. Tuttavia, i commenti che seguono riguardano anche Cipro. La situazione di Cipro nel contesto della PSM, compresa la preparazione di un esame approfondito, sarà presa in considerazione al termine dell'attuale assistenza finanziaria.

V. l'allegato statistico per la serie completa di dati statistici sulla cui base sono state preparate questa lettura in chiave economica e la relazione completa.

Belgio: nel febbraio 2015 la Commissione aveva concluso che il Belgio registrava squilibri macroeconomici, in particolare per quanto concerne la competitività. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa: le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato e della pubblica amministrazione, l'aumento della disoccupazione di lunga durata e giovanile.

Grafico A1: ***Quote del mercato delle esportazioni***



Fonte: Eurostat

Grazie a due anni consecutivi di miglioramento delle quote di mercato delle esportazioni tale indicatore è migliorato nel 2014 e si sta gradualmente avvicinando alla soglia. Tale miglioramento coincide con il rafforzamento del saldo delle partite correnti e con un andamento stabile del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP). Per entrambi questi indicatori si prevedono ulteriori miglioramenti nel 2015, date le ragioni di scambio favorevoli e la bassa crescita del costo del lavoro. Complessivamente il quadro di valutazione, pur indicando che esistono ancora problematiche, registra una posizione verso l'estero stabile o perfino in miglioramento. Gli indicatori di indebitamento sono generalmente stabili da diversi anni, per quanto a livelli notevolmente superiori alle rispettive soglie. L'elevato debito delle imprese riflette l'impatto della diffusione dei prestiti infragruppo di cui si deve tenere conto. Il livello del debito delle famiglie resta moderato e i rischi sono parzialmente compensati dall'accumulo di attività finanziarie. Il debito della pubblica amministrazione è stabile e accompagnato da un'ulteriore riduzione delle passività potenziali del settore pubblico nei confronti di istituzioni finanziarie. Il settore finanziario

[38] Quest'impostazione, grazie alla quale si evita la duplicazione delle procedure e degli obblighi di comunicazione, è stata fissata dal regolamento (UE) n. 472/2013 (GU L 140 del 27.5.2013, pag. 1). È altresì in linea con la proposta della Commissione su un meccanismo di assistenza finanziaria per gli Stati membri la cui moneta non è l'euro (COM(2012) 336 del 22.6.2012).

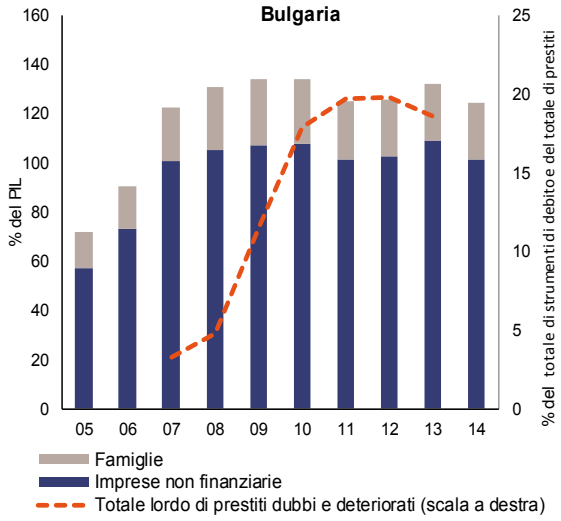
prosegue la riduzione dell'indebitamento nonostante l'aumento delle passività. Il miglioramento riscontrato degli indicatori della disoccupazione, compresa quella di lunga durata e giovanile, si deve principalmente al ciclo economico.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla competitività per le quali si impongono ulteriori analisi prima di concludere se la dinamica in corso si esplica effettivamente nella giusta direzione. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di febbraio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.

Bulgaria: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che la Bulgaria presentava squilibri macroeconomici eccessivi che richiedevano un'azione politica risoluta e un monitoraggio specifico, in relazione soprattutto alle preoccupazioni destate dalle pratiche del settore finanziario, che comportano rilevanti rischi finanziari e macroeconomici. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito del settore privato, il costo del lavoro per unità di prodotto e la disoccupazione, come anche l'aumento della disoccupazione di lunga durata.

Le ingenti passività sull'estero rimangono fonte di vulnerabilità. La posizione netta sull'estero ha però continuato a migliorare grazie al saldo positivo delle partite di conto corrente e conto capitale, nonché alla crescita delle attività estere. L'aumento delle quote di mercato delle esportazioni ha nel frattempo rallentato, ma identico andamento ha avuto la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Se il settore finanziario sembra essersi stabilizzato, restano però ancora da affrontare adeguatamente i problemi istituzionali e di regolamentazione che si sono manifestati con il fallimento della Corporate Commercial Bank. Il debito del settore privato, concentrato nelle imprese non finanziarie, rimane elevato. Le pressioni alla riduzione del debito potrebbero rallentare gli investimenti e la crescita economica nel breve termine e costituire un'altra fonte di vulnerabilità se non gestite in modo ordinato. Nonostante i precedenti sforzi di migliorare il contesto imprenditoriale, lo sviluppo insufficiente dei meccanismi di preinsolvenza e insolvenza in Bulgaria rallenta la riduzione del debito, aumenta l'incertezza tra gli operatori del mercato e riduce l'attrattiva globale del paese per gli investitori. Le problematiche strutturali persistenti del mercato del lavoro in Bulgaria, quali la disoccupazione di lunga durata e l'asimmetria di capacità e qualifiche, ne pregiudicano il funzionamento, portando alla sottoutilizzazione del capitale umano e in ultima analisi a maggiori costi economici e sociali.

Grafico A2: ***Debito privato e prestiti in sofferenza***

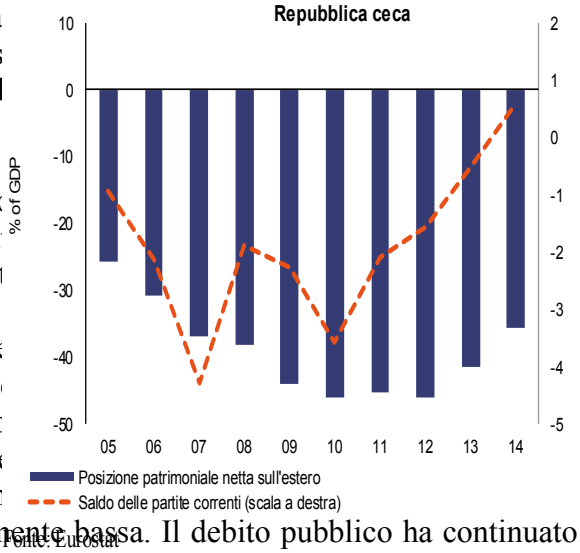


Fonte: Eurostat and ECB

In conclusione sono ancora presenti vulnerabilità esterne ed interne, in particolare nel settore finanziario. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di febbraio, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri eccessivi.

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

Grafico A3: NIIP e saldo delle partite correnti



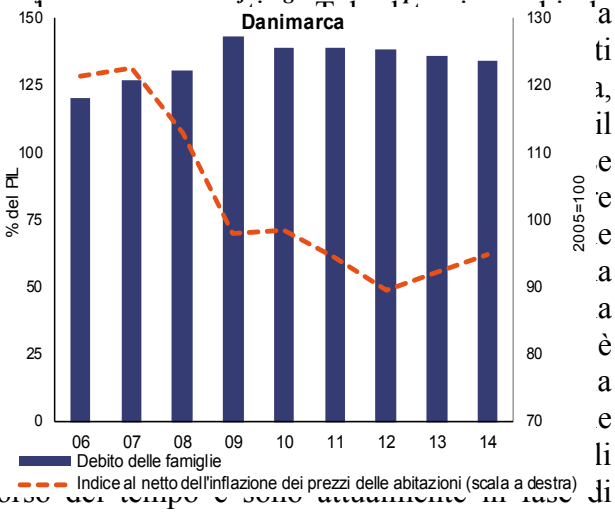
Fonte: Eurostat

Il saldo delle partite correnti è notevolmente migliorato negli ultimi anni: fino a registrare un avanzo annuale nel 2014. La NIIP si è gra superiore alla soglia. I rischi collegati alla pos parte delle passività con l'estero è costituita d estero netto è molto basso. Questa posizione necessitano di continui avanzi commerciali per appare stabile con un aumento contenuto del c Nel 2014 si è avuto un notevole deprezzamen che ha rispecchiato l'introduzione di un limi dell'euro da parte della banca nazionale alla aumento complessivo delle quote di mercato de la tendenza degli anni precedenti. I rischi di s livello relativamente basso dell'indebitamento settore privato. Il settore bancario, in gran parte delle passività del settore finanziario è aun percentuale dei crediti in sofferenza è generalmente bassa. Il debito pubblico ha continuato a diminuire e rimane ben al di sotto della soglia. La disoccupazione si è ridotta nel 2014 e si è registrata una riduzione rapida nella prima metà del 2015; la crescita dei prezzi degli immobili residenziali è diventata moderatamente positiva.

In conclusione la lettura in chiave economica rivela un miglioramento della competitività esterna e bassi rischi interni. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Danimarca: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Danimarca. Nel quadro di valutazione aggiornato, alcuni indicatori superano la soglia indicativa: l'avanzo delle partite correnti, le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato e la diminuzione dei tassi di attività.

Grafico A4: Debito delle famiglie e indice prezzi abitazioni



Fonte: Eurostat

Il saldo delle partite correnti continua a riportare forti avanzi e supera leggermente la soglia superiore del quadro di valutazione per il sec a persistente debolezza della ripresa della dom ti degli investimenti all'estero. La posizion a, principalmente a causa della crescita net il consolidamento della ripresa dovrebbe dimin e perdite di quote del mercato delle esportazior e consistenti a livello aggregato e rispetto agli e perdite cumulative rispecchiano gli alti salar a della crisi e continuano ad ostacolare la ripr a competitività di prezzo sono stati stabili neg è molto elevato mentre i rischi macroeconomici a reale sia alla stabilità finanziaria. In particola e famiglie che è connesso al sistema di credito li residenziali hanno subito adeguamenti nel corso del tempo e sono attualmente in fase di ripresa. Le famiglie sono state in grado di far fronte agli adeguamenti dei prezzi degli

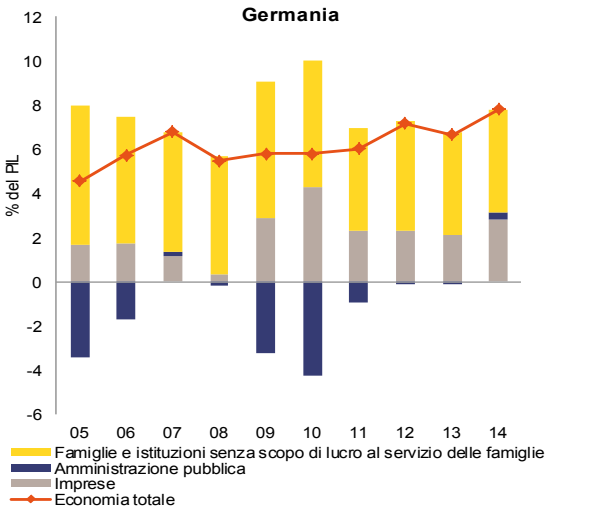
immobili residenziali verificatisi a partire dal 2007, con alti livelli di indebitamento controbilanciati da alti livelli di attività. Le misure regolamentari e di vigilanza introdotte nell'ultimo anno sembrano aver rafforzato la stabilità del settore finanziario. Dopo la crisi la situazione occupazionale si è stabilizzata, con un livello di disoccupazione basso e in diminuzione, compresa la disoccupazione di lunga durata; anche se i tassi di attività si sono leggermente ridotti, ciò è avvenuto a partire da livelli elevati e nel contesto di una riduzione dei tassi di NEET.

In conclusione, la lettura in chiave economica indica alcune problematiche relative all'andamento delle esportazioni ma rischi esterni limitati e rischi connessi al debito del settore privato di portata contenuta. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Germania: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che la Germania presentava squilibri macroeconomici che richiedevano un'azione risoluta e monitoraggio, in particolare per l'intensificarsi dei rischi dovuti alla persistente insufficienza degli investimenti privati e pubblici, che hanno effetti negativi sulla crescita e contribuiscono all'elevatissimo avanzo delle partite correnti. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori supera la soglia indicativa: l'avanzo delle partite correnti, le perdite di quote del mercato delle esportazioni e il debito pubblico.

L'attuale avanzo delle partite correnti ha continuato ad aumentare, stimolato anche dal calo dei prezzi petroliferi e da un'evoluzione favorevole del tasso di cambio, e si prevede che rimanga elevato anche negli anni futuri. Nel 2014 è rimasta fondamentalmente stabile l'importanza relativa della zona euro e del resto del mondo per l'avanzo con l'estero. La posizione patrimoniale netta sull'estero è cospicua ed in rapida crescita. Gli investimenti fissi lordi sono rimasti fondamentalmente allo stesso livello dal 2011. L'indicatore della perdita di quote di mercato delle esportazioni è migliorato a partire dai limitati incrementi del 2014 ma rimane superiore alla soglia in termini cumulativi. Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato più della media della zona euro ma in termini cumulativi sussistono divari negativi rispetto ai partner della zona euro. La riduzione dell'indebitamento del settore privato è proseguita e i flussi di credito del settore privato sono stati positivi anche se modesti. Sebbene i prezzi degli immobili residenziali al netto dell'inflazione siano aumentati negli ultimi anni, con forti disparità regionali, l'indicatore resta entro la soglia ma si ravvisa la necessità di un attento monitoraggio. Il rapporto debito pubblico/PIL in Germania è superiore alla soglia, per quanto abbia continuato a diminuire nel 2014. I tassi di disoccupazione molto bassi e in diminuzione rispecchiano la robustezza del mercato del lavoro in Germania.

Grafico A5: ***Accreditamento/indebitamento netto per settore***



Fonte: servizi della Commissione

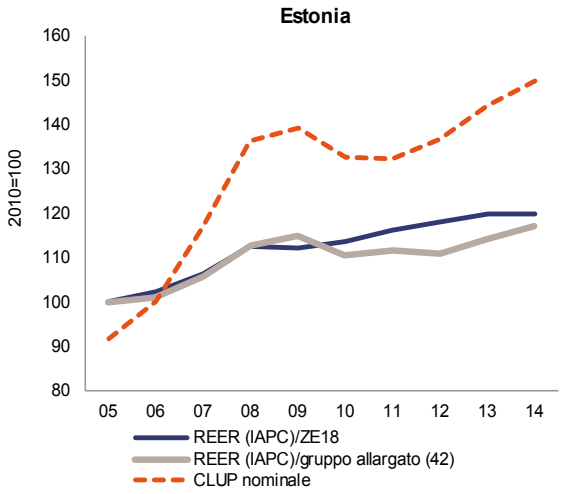
In conclusione, l'ampio e crescente avanzo con l'estero e la forte dipendenza dalla domanda esterna espongono rischi correlati alla crescita ed evidenziano la necessità di proseguire nel

riequilibrio a favore delle fonti nazionali. Pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio che richiedevano un'azione risoluta e monitoraggio, la Commissione ritiene utile esaminare ulteriormente i rischi insiti nella persistenza degli squilibri o la loro correzione.

Estonia: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per l'Estonia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il costo del lavoro per unità di prodotto e i prezzi degli immobili residenziali.

La NIIP negativa resta superiore alla soglia ma è migliorata e i rischi sono ridotti dal fatto che le passività esterne consistono per oltre la metà di investimenti diretti esteri. Il saldo delle partite correnti riporta un avanzo a partire dal 2014 grazie anche alla maggiore esportazione di servizi. Sebbene si riscontrino forti aumenti cumulativi delle quote di mercato delle esportazioni, gli incrementi annuali nel 2014 sono stati marginali. Il notevole aumento del costo nominale del lavoro per unità di prodotto riflette una limitata offerta di manodopera e una crescita economica trainata dalla domanda interna, ma anche effetti di recupero. Il persistente elevato aumento dei salari potrebbe ripercuotersi negativamente sulla competitività di costo.

Grafico A6: ***Tasso di cambio effettivo reale e CLUP***



Fonte: Eurostat, servizi della Commissione

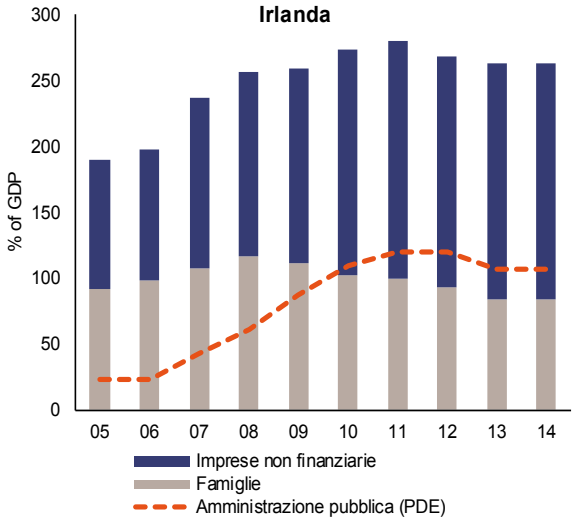
I prezzi degli immobili residenziali, in rapido aumento dopo lo scoppio della bolla creditizia nel periodo 2008-2009, rispecchiano il forte aumento recente dei salari, le condizioni favorevoli di finanziamento e la prevalenza di transazioni effettuate nella regione metropolitana in cui i prezzi sono più elevati. Il debito del settore privato è inferiore alla soglia e in via di diminuzione, grazie anche alla robusta crescita nominale del PIL e all'aumento moderato del credito del settore privato, ma rimane relativamente elevato rispetto ai paesi comparabili. Il debito pubblico è invece il più basso dell'UE. I tassi che esprimono la disoccupazione di lunga durata, la disoccupazione giovanile e la deprivazione materiale grave hanno riportato notevoli miglioramenti.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche connesse a un nuovo accumularsi della pressione nell'economia nazionale. Pertanto la Commissione ritiene utile procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi in un'analisi approfondita per verificare l'esistenza di squilibri.

Irlanda: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che l'Irlanda stava registrando squilibri macroeconomici che richiedevano un'azione risoluta e un monitoraggio specifico, soprattutto per quanto riguarda l'andamento del settore finanziario, l'indebitamento del settore privato e di quello pubblico, le consistenti passività nette e lorde con l'estero e il mercato del lavoro. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito privato e pubblico, i prezzi degli immobili residenziali e la disoccupazione.

Continua l'adeguamento della posizione delle partite correnti e si registra ora un avanzo consistente che rispecchia anche la forte crescita delle esportazioni. La NIIP è rimasta fortemente negativa nel 2014 ma è migliorata significativamente rispetto al 2013 e si mantiene improntata alla crescita. La posizione netta cela importanti cambiamenti della composizione delle attività e passività esterne. L'Irlanda ha perso quote del mercato delle esportazioni nei cinque anni fino al 2014 ma è ora molto prossima alla soglia grazie al forte miglioramento riportato nel 2014. Tale fattore rispecchia una forte crescita delle esportazioni favorita dal recupero di una notevole competitività di prezzo e di costo negli anni precedenti; la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto resta moderata in un contesto di aumento della produttività e l'evoluzione del tasso di cambio effettivo reale agevola tale sviluppo. Il debito del settore pubblico in percentuale sul PIL è diminuito nettamente nel 2014 a seguito della crescita del PIL e della contrazione dei flussi creditizi, per quanto il rapporto resti elevato, anche a causa della presenza dei debiti delle imprese nei bilanci delle società irlandesi dipendenti da società multinazionali. Anche il tasso dei prestiti in sofferenza mostra una tendenza alla diminuzione per quanto si mantenga a livello elevato.

Grafico A7: ***Debito dei settori economici***



Fonte: Eurostat

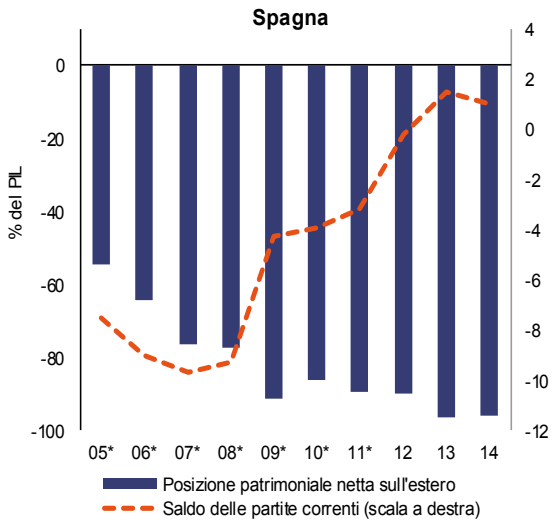
L'incremento medio dei prezzi degli immobili residenziali ha superato la soglia nel 2014 ma tale aumento fa seguito ad una netta correzione al ribasso nei cinque anni precedenti. Le pressioni recenti rispecchiano in gran parte la limitatezza dell'offerta, in particolare nelle grandi aree urbane. Si sta accumulando pressione anche sul mercato della locazione. Il debito del settore pubblico in percentuale sul PIL si è ridotto per la prima volta nel 2014, pur rimanendo molto elevato. Una parte significativa della riduzione del 2014 è stata dovuta a fattori tecnici ma si prevede che la traiettoria discendente continui. L'indicatore della disoccupazione rimane superiore alla soglia con livelli ancora elevati di disoccupazione di lunga durata e giovanile, ma ciò cela un declino persistente del tasso di disoccupazione a partire dall'inizio del 2013.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche che riguardano la NIIP, la dinamica del settore finanziario, il debito privato e pubblico e il mercato immobiliare. Pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati a febbraio che richiedevano un'azione risoluta e un monitoraggio specifico, la Commissione ritiene utile esaminare ulteriormente i rischi insiti nella persistenza degli squilibri o la loro correzione. Tale analisi sarà coordinata con la persistente sorveglianza post-programma.

Spagna: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che la Spagna presentava squilibri macroeconomici che richiedevano un'azione politica risoluta e un monitoraggio specifico, in particolare per i rischi dovuti agli elevati livelli di indebitamento privato, pubblico ed esterno in un contesto di disoccupazione molto elevata.

Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito privato e pubblico, la disoccupazione e l'aumento della disoccupazione di lunga durata e giovanile.

Grafico A8: ***NIIP e saldo delle partite correnti***



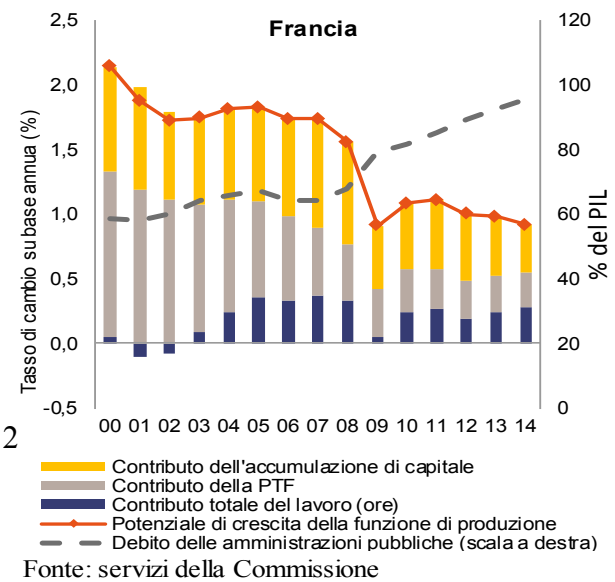
Fonte: Eurostat. Nota: * indica dati BMP5 e SEC95

Il riequilibrio esterno è proseguito e per l'attuale saldo delle partite correnti si prevede il mantenimento di un moderato avanzo a medio termine. La NIIP tuttavia non è ancora migliorata in misura significativa, soprattutto a causa di effetti di valutazione negativi. La perdita cumulativa di quote del mercato delle esportazioni resta superiore alla soglia ma l'indicatore è in ripresa grazie ai miglioramenti annuali degli ultimi due anni. Il miglioramento dell'andamento delle esportazioni è in parte attribuibile alla recuperata competitività di costo, che si evince dal segno negativo della crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto e dal deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale. La riduzione dell'indebitamento del settore privato è continuata per tutto il 2014 sulla scia di una crescita negativa del credito. I dati più aggiornati indicano un rallentamento in coincidenza con la ripresa dei flussi di credito, specialmente verso le imprese. È invece proseguita la crescita del debito pubblico, che rispecchia un disavanzo di bilancio importante anche se in miglioramento. I prezzi degli immobili residenziali, al netto dell'inflazione, sembrano aver ripreso a salire dopo aver toccato il minimo. Sebbene in rapida riduzione, la disoccupazione rimane molto elevata, in particolare tra i giovani e i disoccupati di lunga durata. I progressi ottenuti sul mercato del lavoro non si sono peraltro ancora tradotti in una riduzione degli indicatori di povertà, che restano tra i più elevati nell'UE.

In conclusione, la lettura in chiave economica rivela alcune problematiche che riguardano la sostenibilità esterna, il debito privato e pubblico e l'aggiustamento del mercato del lavoro. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri eccessivi riscontrati che richiedevano un'azione risoluta e un monitoraggio specifico, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri eccessivi. Tale analisi sarà coordinata con la persistente sorveglianza post-programma (PPS).

Francia: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che la Francia presentava squilibri macroeconomici eccessivi che richiedevano un'azione politica decisa e un monitoraggio specifico, in particolare per i rischi dovuti al deterioramento della competitività e all'elevato livello del debito pubblico. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa, in particolare le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito privato, il debito della pubblica amministrazione, la disoccupazione e l'aumento della disoccupazione di lunga durata.

Grafico A9: ***Crescita potenziale e debito pubblico***



Fonte: servizi della Commissione

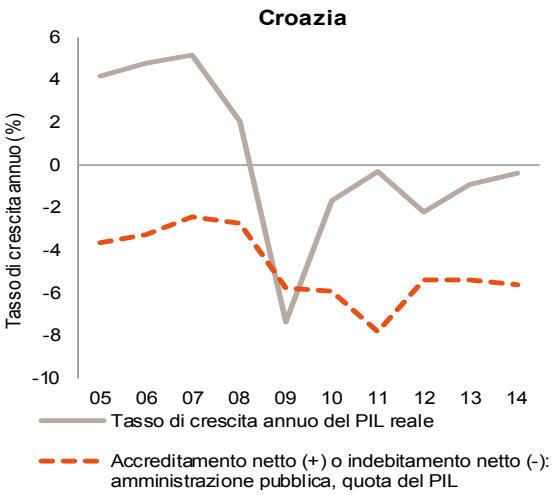
Il saldo delle partite correnti è rimasto stabile riportando un disavanzo moderato, mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero è rimasta negativa e peggiorata ulteriormente nel 2014. Le perdite

accumulate di quote del mercato delle esportazioni restano molto al di sopra della soglia, nonostante miglioramenti annuali limitati nel 2014 che hanno posto le premesse per valori più positivi dell'indicatore negli anni futuri. Il costo del lavoro rimane elevato e continua a pesare sulla competitività di costo delle imprese. Il debito privato è superiore alla soglia, ma le pressioni alla riduzione del debito sono limitate in un contesto di crescita del credito leggermente positiva. L'indebitamento generale del settore pubblico, estremamente elevato, è aumentato ancora nel 2014 e permangono rischi derivanti dall'andamento del debito pubblico in un contesto di bassa crescita e bassa inflazione. I prezzi reali degli immobili residenziali si stanno lentamente adeguando. Resta problematico l'adeguamento del mercato del lavoro dove si è riportato un aumento della disoccupazione, il cui indicatore è ora superiore alla soglia, accompagnata da crescita della disoccupazione di lunga durata e di quella giovanile.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche connesse alla dinamica della competitività e al livello elevato del debito della pubblica amministrazione in un contesto di bassa crescita e bassa inflazione. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di febbraio, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri.

Croazia: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che la Croazia presentava squilibri macroeconomici eccessivi che richiedevano un'azione politica risoluta e un monitoraggio specifico, in particolare per rischi connessi alla scarsa competitività, alle ingenti passività esterne e al debito pubblico in aumento, associati a una debole governance del settore pubblico e a un andamento deludente dell'occupazione in un contesto di crescita modesta. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito pubblico, la disoccupazione e l'aumento della disoccupazione di lunga durata e giovanile.

Grafico A10: ***Crescita del PIL e indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche***



Fonte: Eurostat

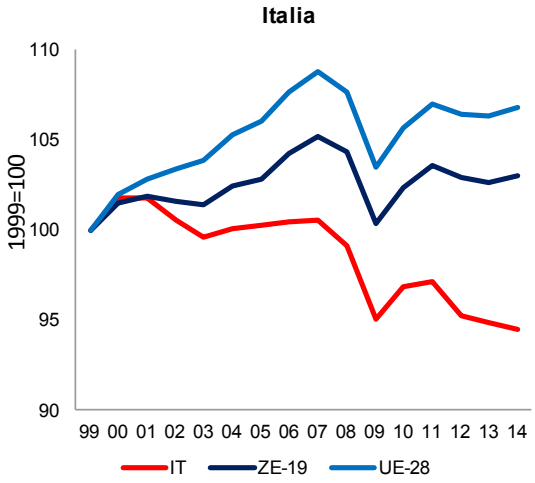
Il saldo delle partite correnti è diventato positivo nel 2013, in quanto la crescita dei volumi delle esportazioni ha raggiunto e superato quella delle importazioni. La NIIP negativa, insieme all'elevato debito esterno, non è migliorata e si mantiene a livelli elevati. Nonostante le quote del mercato delle esportazioni siano migliorate di recente, le perdite cumulative restano molto consistenti. Gli indicatori di competitività di costo indicano un certo grado di adeguamento, poiché l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto è negativo mentre il tasso di cambio effettivo reale è stabile. Sebbene inferiore alla soglia, il debito del settore privato è elevato rispetto ai paesi comparabili. Anche se le banche sono ben capitalizzate la crescita del credito rimane debole in un contesto di pressioni alla riduzione del debito, di ingenti crediti in sofferenza e di prospettive macroeconomiche deboli. Il debito del settore pubblico aumenta costantemente a ritmo sostenuto dal 2008, spinto da disavanzi elevati e della previsione di passività potenziali. La precedente compressione dell'attività economica, associata ad un adeguamento limitato dei salari, ha avuto ripercussioni negative sull'occupazione, anche di lunga durata e giovanile. Le persone a rischio di povertà o

esclusione sociale continuano a rappresentare una quota relativamente ampia della popolazione. Ciò detto, vi sono sviluppi economici recenti di segno positivo e le prospettive economiche sono migliorate.

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

Italia: nel febbraio del 2015 la Commissione ha concluso che l'Italia presentava squilibri macroeconomici eccessivi che richiedevano un'azione politica risoluta e un monitoraggio specifico, in particolare per rischi dovuti all'altissimo debito pubblico e alla debolezza della competitività di costo e non di costo in un contesto di bassa crescita e andamento debole della produttività. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa: le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito della pubblica amministrazione, la disoccupazione e l'aumento della disoccupazione di lunga durata e giovanile.

Grafico A11: ***Produttività totale del lavoro***



Fonte: servizi della Commissione

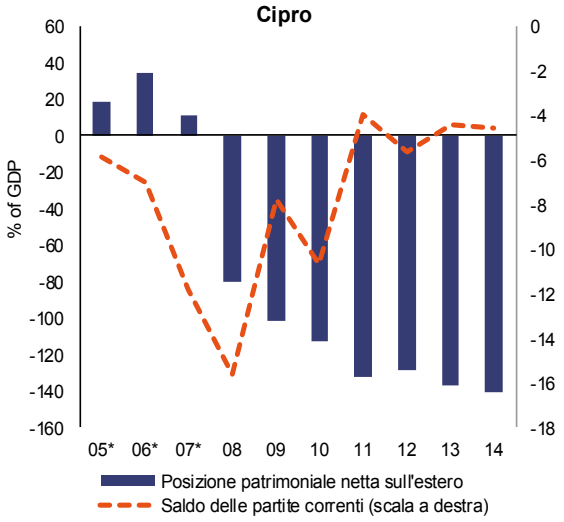
L'avanzo delle partite correnti è aumentato ulteriormente nel 2014, contribuendo a ridurre la posizione patrimoniale netta negativa sull'estero, grazie all'espansione delle esportazioni e alla debolezza della domanda interna che è però in ripresa nel 2015. Le perdite di quote del mercato delle esportazioni sono state parzialmente riassorbite grazie al miglioramento contenuto degli indicatori della competitività di costo. Il calo della produttività del lavoro e il contesto di bassa inflazione frenano però ulteriori miglioramenti della competitività. Se il rapporto tra debito privato e PIL è rimasto stabile, per quanto riguarda il debito pubblico il rapporto è aumentato ulteriormente nel 2014, spinto da crescita reale negativa, bassa inflazione e persistenti disavanzi di bilancio. La debolezza economica si è riflessa anche nel calo della quota degli investimenti sul PIL, a causa anche dell'ulteriore modesta contrazione del credito al settore privato nel 2014. Le condizioni di finanziamento, nonostante alcuni miglioramenti a partire dalla metà del 2014, continuano a risentire del vasto stock di debiti in sofferenza delle banche. Il tasso di disoccupazione ha raggiunto il valore più alto nel 2014, così come i tassi di disoccupazione di lunga durata e giovanile, in un contesto caratterizzato da alti tassi di NEET. Gli indicatori di povertà e sociali sono stati fondamentalmente stabili nel 2014, per quanto a livelli elevati che destano preoccupazione.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative a una crescita modesta della produttività, che rallenta le prospettive di crescita e i miglioramenti della competitività, complicando ulteriormente la riduzione del debito pubblico. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto degli squilibri eccessivi riscontrati in

febbraio, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri.

Cipro: dal marzo 2013 Cipro attua un programma di aggiustamento macroeconomico con assistenza finanziaria. Pertanto la sorveglianza degli squilibri si è svolta nel contesto di tale programma e non nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici. Nell'ambito del programma Cipro ha attuato diverse misure importanti finalizzate alla correzione degli squilibri eccessivi; l'economia è ora in ripresa e il sistema bancario è in corso di stabilizzazione. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono tuttavia al di sopra della soglia indicativa: il disavanzo delle partite correnti, la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito privato, il debito pubblico, la disoccupazione e l'aumento della disoccupazione di lunga durata e giovanile.

Grafico A12: ***NIIP e saldo delle partite correnti***



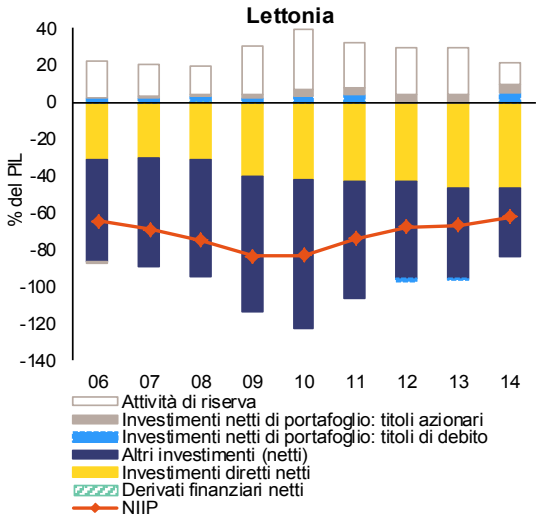
Fonte: Eurostat. Nota: * indica dati BMP5 e SEC95

L'attuale disavanzo delle partite correnti resta elevato malgrado un certo grado di aggiustamento e insufficiente a stabilizzare le forti passività nette esterne in essere. Oltre a ciò il riassestamento delle partite correnti è stato dovuto in primo luogo alla contrazione delle importazioni, mentre le perdite cumulative di quote di mercato delle esportazioni restano ingenti anche se si è assistito ad un limitato miglioramento su base annua nel 2014. Si è registrato un miglioramento della competitività di costo, riflesso in una notevole riduzione del costo del lavoro per unità di prodotto e nel calo del tasso di cambio effettivo reale basato sullo IACP. Il debito del settore privato rimane molto elevato; la riduzione del debito si sta rivelando un processo lento sia per le famiglie sia per le imprese, nonostante importanti riforme volte ad affrontare il problema del tasso eccessivo di debiti in sofferenza nel sistema bancario. Mentre prosegue l'aggiustamento del mercato immobiliare, i prezzi degli immobili residenziali continuano a diminuire, ma a ritmo meno veloce. Il debito pubblico è molto elevato e sono presenti rischi per la sostenibilità di bilancio. Il tasso di disoccupazione è aumentato in misura significativa in seguito alla dinamica economica negativa, che ha toccato anche la disoccupazione di lunga durata e giovanile.

In conclusione, il programma di aggiustamento economico ha aiutato Cipro a ridurre gli squilibri macroeconomici eccessivi e gestirne i rischi. La situazione di Cipro nel contesto della procedura per gli squilibri macroeconomici sarà valutata alla scadenza dell'attuale programma di assistenza finanziaria, e dipenderà dagli accordi post-programma che devono ancora essere definiti.

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

Grafico A13: ***Posizione patrimoniale netta sull'estero***



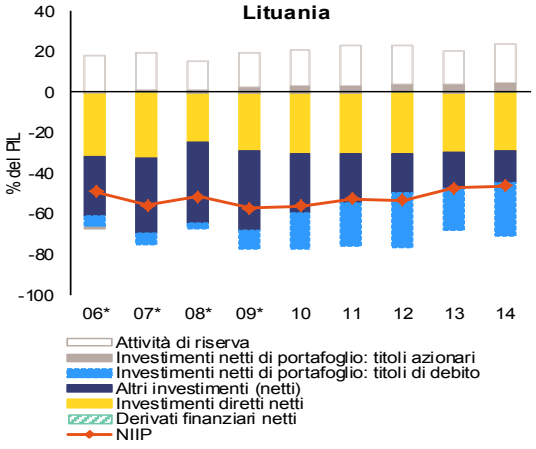
Fonte: Eurostat

La bilancia delle partite correnti rimane in disavanzo e la NIIP negativa è notevolmente superiore alla soglia, per quanto in miglioramento nel tempo. Una parte molto importante però di tale passività riflette la presenza di investimenti diretti esteri e il debito netto sull'estero è a livello moderato e in diminuzione. Si registrano miglioramenti delle quote di mercato delle esportazioni, per quanto a ritmo decrescente. Il miglioramento della bilancia commerciale contribuisce a limitare il disavanzo delle partite correnti. Nel frattempo le esportazioni hanno registrato aggiustamenti significativi in termini di prodotti e mercati, nel contesto di un ambiente esterno volatile e di forti perturbazioni del commercio con la Russia. Il costo del lavoro per unità di prodotto ha continuato a risalire dopo il brusco crollo durante la crisi, e il relativo indicatore è ora appena al di sopra della soglia. I prezzi degli immobili residenziali hanno ripreso a crescere a partire da un livello basso. Il settore finanziario rimane solido e il processo di riduzione dell'indebitamento è ancora in corso nonostante i bassi tassi di interesse. I rapporti del debito pubblico e privato rimangono significativamente al di sotto delle soglie. La disoccupazione mostra una tendenza decrescente per quanto ancora al di sopra della soglia. La disoccupazione di lunga durata e quella giovanile sono diminuite sostanzialmente negli ultimi due anni.

In conclusione la lettura in chiave economica evidenzia rischi esterni, per quanto limitati, in un contesto di progressivo riequilibrio interno. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

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

Grafico A14: ***Posizione patrimoniale netta sull'estero***



Fonte: Eurostat

Nota: * *indica discontinuità della serie BMP5 e SEC95 nel 2009.*

Sullo sfondo di un aggiustamento delle partite correnti la NIIP netta negativa ha continuato a migliorare negli ultimi anni. Gli investimenti diretti esteri in entrata implicano un debito esterno netto sostanzialmente inferiore. Si registrano miglioramenti cumulativi quanto alle quote di mercato delle esportazioni, ma ad un ritmo fortemente diminuito a causa della riduzione delle esportazioni principalmente verso la Russia. Vi sono state perdite limitate di competitività di costo, con un tasso di cambio reale effettivo in leggero apprezzamento e il costo nominale del lavoro per unità di prodotto cresciuto ad un ritmo appena inferiore alla soglia. I rapporti di debito del settore privato

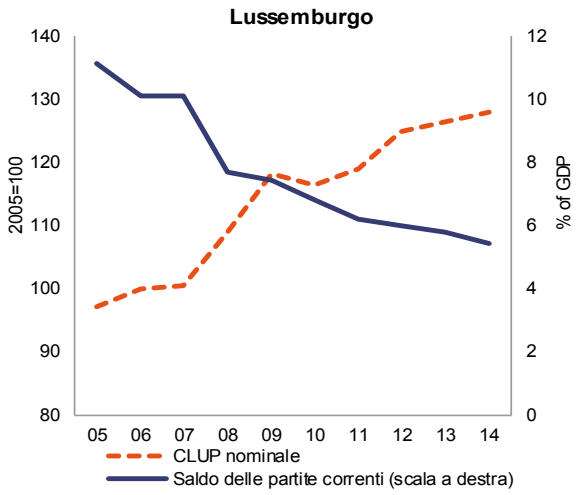
e di quello pubblico sono rimasti relativamente bassi mentre è proseguita la riduzione dell'indebitamento del settore privato. Le passività del settore finanziario sono aumentate e i flussi di credito a società non finanziarie hanno riportato un piccolo incremento nel 2014. I prezzi degli immobili residenziali al netto dell'inflazione si sono stabilizzati dopo le brusche correzioni del passato. La disoccupazione ha continuato a ridursi avvicinandosi alla soglia; la disoccupazione di lunga durata e quella giovanile mostrano notevoli miglioramenti.

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

Lussemburgo: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per il Lussemburgo. Nel quadro di valutazione aggiornato, alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il debito del settore privato, il tasso di crescita delle passività del settore finanziario e il tasso di disoccupazione giovanile.

Il consistente avanzo delle partite correnti del Lussemburgo si è ridotto ulteriormente sullo sfondo del netto aumento del disavanzo del reddito primario, il quale ha più che compensato il miglioramento della bilancia dei beni e dei servizi. Grazie in parte al contributo positivo della produttività, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto ha rallentato nel 2014, favorendo un notevole miglioramento delle quote di mercato delle esportazioni. L'indebitamento del settore pubblico (dati consolidati ma che non comprendono gli elevati prestiti infrasocietari transfrontalieri) è rimasto molto superiore alla soglia nel 2014. Nonostante il livello elevato dell'indebitamento non si registra una sua diminuzione. Il debito pubblico è basso. Sebbene le passività del settore finanziario siano cresciute notevolmente, il ricorso al debito del settore finanziario rimane basso e gli eventuali rischi sono limitati a causa delle dimensioni del settore. L'aumento dei prezzi reali degli immobili residenziali ha continuato ad accelerare nel 2014 in quanto permangono asimmetrie dell'offerta e della domanda, che riducono la probabilità di una correzione importante dei prezzi. La disoccupazione giovanile è aumentata, in un contesto tuttavia di disoccupazione bassa.

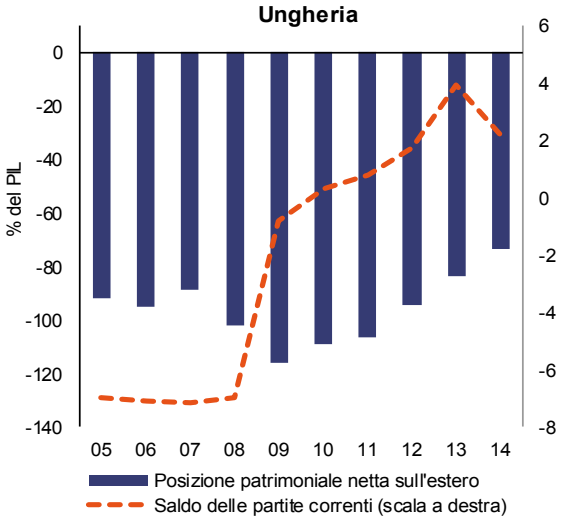
Grafico A15: ***CLUP e saldo delle partite correnti***



Fonte: Eurostat, servizi della Commissione
Nota: dati SEC 2010 e BPM6

In conclusione, la lettura in chiave economica indica un ambiente economico in graduale miglioramento con rischi contenuti. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Grafico A16: ***NIIP e saldo delle partite correnti***



Fonte: Eurostat

Ungheria: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che l'Ungheria presentava squilibri macroeconomici che richiedevano un'azione politica risoluta, in particolare in

relazione all'aggiustamento continuo della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) negativa e del debito pubblico relativamente elevato. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori supera la soglia indicativa, ossia la posizione patrimoniale netta sull'estero, le perdite di quote del mercato delle esportazioni e il debito pubblico.

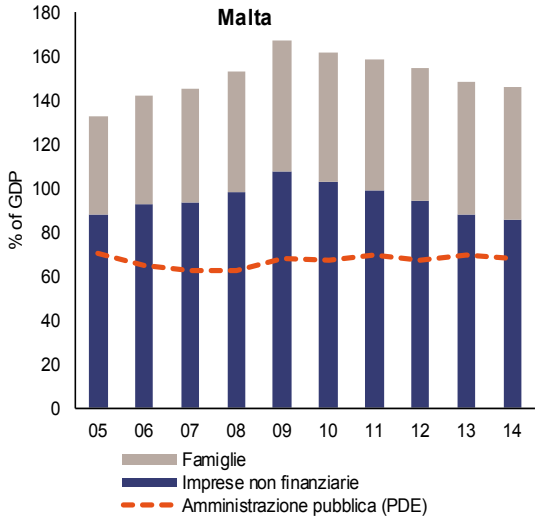
Il miglioramento del saldo delle partite correnti fino a raggiungere un avanzo a partire dal 2010 ha assicurato una diminuzione molto rapida e sostenuta della NIIP, per quanto questa rimanga ad un livello elevato. Tale miglioramento delle partite correnti è stato causato essenzialmente da una domanda interna debole. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stata relativamente dinamica ma ha rispecchiato principalmente un effetto delle ragioni di scambio, mentre il tasso di cambio effettivo reale si è deprezzato. Sono continuati nel 2014 i miglioramenti annuali delle quote di mercato delle esportazioni, riducendo le perdite cumulative. Il debito del settore privato è in riduzione e il livello dei prestiti in sofferenza rimane elevato, gravando sul settore finanziario e contribuendo a flussi di credito negativi. A partire dalla metà del 2013 la crescita si è manifestata con vigore. Il ritmo di riduzione del debito ha rallentato, anche per effetto di regimi di credito sovvenzionati della banca centrale. Il calo dei prezzi reali degli immobili residenziali pare essersi arrestato. Il debito pubblico ha continuato a diminuire gradualmente, anche se a ritmo piuttosto modesto. Il limitato potenziale di crescita dell'economia potrebbe aggravare ancora le vulnerabilità del paese. L'indicatore di disoccupazione è disceso al di sotto della soglia grazie alla crescita dell'occupazione. Gli indicatori di povertà mostrano che il tasso complessivo di persone a rischio di povertà o di esclusione sociale si è ridotto, pur rimanendo elevato.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia rischi esterni, per quanto contenuti, mentre la ripresa interna è ostacolata da pressioni alla riduzione del debito in un contesto di potenziale di crescita modesto. Pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati in febbraio che richiedono un'azione risoluta, la Commissione ritiene utile esaminare ulteriormente i rischi insiti nella persistenza degli squilibri o la loro correzione.

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

Il saldo delle partite correnti e la posizione patrimoniale netta sull'estero sono notevolmente migliorati nel 2014. Il miglioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero riflette anche sviluppi favorevoli per il conto finanziario dell'economia, assistito da un cambiamento delle valutazioni del mercato e da movimenti del tasso di cambio. Sono state però perdute alcune quote di mercato delle esportazioni negli anni recenti, che potrebbero, se prolungate, indicare rischi di erosione della competitività, anche se l'andamento della competitività di costo ha rallentato nel 2014, in quanto la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto ha decelerato mentre il tasso di cambio effettivo reale è rimasto immutato.

Grafico A17: ***Debito dei settori economici***



Fonte: Eurostat

Il debito privato è ancora elevato, in particolare a causa del settore delle imprese, ma il

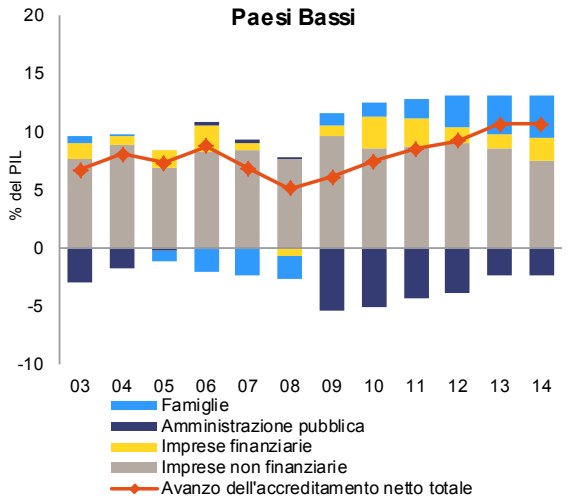
rapporto debito/PIL è in corso di correzione, riflettendo una forte crescita economica e una crescita modesta del credito. Il debito delle pubbliche amministrazioni sta rientrando lentamente a misura che il bilancio si consolida, soprattutto grazie a maggiori entrate di bilancio, che riflettono inoltre un ambiente macroeconomico favorevole. La capacità di riassorbimento dell'economia è accompagnata dall'andamento fortemente positivo del mercato del lavoro, in particolare da una robusta crescita dell'occupazione e da un basso tasso di disoccupazione, anche giovanile.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenza rischi legati alla debolezza delle esportazioni, rischi esterni limitati e una riduzione in corso dell'indebitamento a livello nazionale. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Paesi Bassi: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che i Paesi Bassi presentavano squilibri macroeconomici, in particolare correlati a rischi dovuti all'alto livello del debito privato, mentre l'elevato avanzo delle partite correnti potrebbe riflettere un'allocazione inefficiente del capitale. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa, ossia l'avanzo delle partite correnti, le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato, il debito della pubblica amministrazione, l'aumento della disoccupazione di lunga durata e giovanile.

L'attuale avanzo delle partite correnti, che è in aumento dal 2013 sullo sfondo della riduzione del debito delle famiglie, resta notevolmente al di sopra della soglia. L'avanzo è dovuto in parte a caratteristiche strutturali dell'economia, quali una bilancia delle riesportazioni strutturalmente elevata e i flussi di capitale delle società multinazionali, ma rispecchia anche un elevato livello di utili non distribuiti, e quindi di risparmio delle imprese, al confronto con investimenti relativamente deboli. Complessivamente però l'attività di investimento, anche in immobili residenziali, sembra aver ripreso vigore nel 2015 e si prevede che si irrobustisca ulteriormente. Le quote di mercato delle esportazioni registrano ancora perdite cumulative ma gli incrementi annuali nel 2013/2014 suggeriscono miglioramenti in futuro. Gli indicatori della competitività di costo sono stabili. Il debito del settore privato resta notevolmente al di sopra della soglia ma complessivamente stabile anche se, data la forte quota di famiglie il cui patrimonio immobiliare netto è negativo, vi sono pressioni alla riduzione dell'indebitamento delle famiglie. Misure politiche come la riduzione della deducibilità degli interessi sui mutui ipotecari e l'abbassamento del rapporto prestito/valore dovrebbero contribuire, secondo le previsioni, alla riduzione graduale ma lenta dell'indebitamento delle famiglie nonché a una maggiore resilienza del settore finanziario. Il debito pubblico è moderatamente superiore alla soglia e stabile. La disoccupazione è relativamente contenuta. La disoccupazione giovanile è aumentata a partire da livelli modesti ma sta migliorando. La disoccupazione di lunga durata ha registrato un aumento dovuto principalmente alla disoccupazione dei lavoratori anziani.

Grafico A18: ***Accreditamento netto/indebitamento netto per settore***



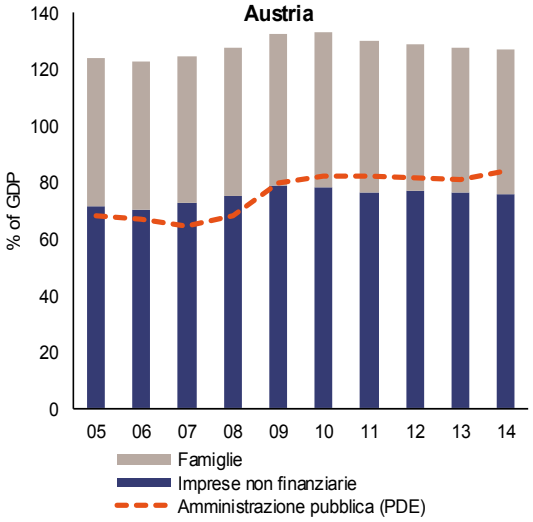
Fonte: Ameco

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative ai livelli elevati di debito privato e ai persistenti differenziali di risparmio e investimenti che si riflettono nell'elevato avanzo delle partite correnti. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di febbraio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.

Austria: nella tornata precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per l'Austria. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa, ossia le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito della pubblica amministrazione e l'aumento della disoccupazione giovanile.

Il saldo delle partite correnti e la posizione patrimoniale netta sull'estero restano positivi. Restano però consistenti le perdite accumulate delle quote di mercato delle esportazioni, mentre risultano contenute le preoccupazioni per la competitività di costo: il costo del lavoro per unità di prodotto cresce moderatamente e il tasso di cambio effettivo reale si apprezza leggermente. Nel 2014 il debito della pubblica amministrazione è aumentato considerevolmente, rispecchiando il persistente forte impatto sulle finanze pubbliche della ristrutturazione e della chiusura di istituzioni finanziarie in sofferenza e rivelando reciproche ricadute ancora importanti tra il settore finanziario e la pubblica amministrazione. La prolungata ristrutturazione delle banche in questione è connessa anche ad incertezze sul quadro legislativo. Le pressioni relative ai costi di finanziamento sono aumentate in connessione con il declassamento del rating delle banche austriache e con i rischi derivanti dall'esposizione all'Europa centrale, orientale e sudorientale, in particolare alla luce dei recenti sviluppi in Russia e Ucraina. Tali sviluppi, unitamente alla ristrutturazione degli attivi per rispettare i requisiti normativi, costituiscono un freno potenziale alla capacità delle banche di concedere credito e potrebbero avere ricadute negative sulla crescita del credito e sull'attività economica nel paese e all'estero. Il debito del settore privato resta leggermente al di sotto della soglia ad un livello relativamente stabile mentre i flussi di credito al settore privato si sono ridotti in misura contenuta. I prezzi degli immobili residenziali hanno rallentato il ritmo di crescita. Il tasso di disoccupazione rimane stabile a livelli relativamente modesti mentre la disoccupazione giovanile è aumentata ma è anch'essa a livelli bassi.

Grafico A19: ***Debito dei settori economici***

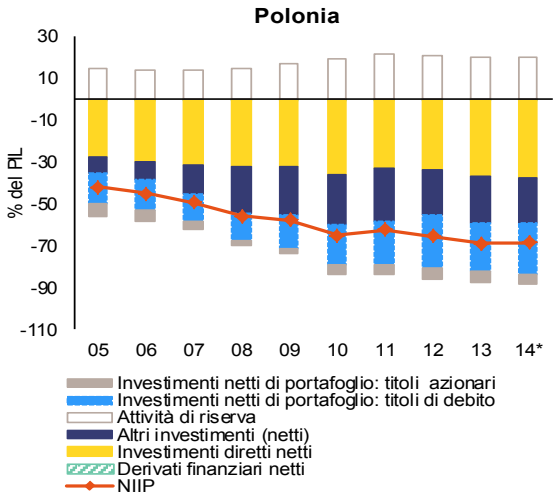


Fonte: Eurostat

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche concernenti il settore finanziario, in particolare la sua alta esposizione ad avvenimenti esterni, le ricadute effettive e potenziali tra il settore finanziario e le finanze pubbliche e l'impatto sul credito fornito al settore privato. Pertanto la Commissione ritiene utile procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi in un'analisi approfondita per verificare l'esistenza di squilibri.

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

Grafico A20: ***Posizione patrimoniale netta sull'estero***



Fonte: Eurostat

Da alcuni anni è in corso un aggiustamento del saldo delle partite correnti, che mostra ora un disavanzo stabile ma moderato. Tale miglioramento si spiega in primo luogo con maggiori esportazioni di beni e con un minore disavanzo dei redditi. Mentre la NIIP fortemente negativa è migliorata marginalmente, la vulnerabilità esterna è contenuta in quanto gli investimenti diretti esteri costituiscono una gran parte delle passività verso l'estero. Le quote del mercato delle esportazioni hanno registrato miglioramenti in termini cumulativi che sono piuttosto consistenti anno su anno per il 2013 e il 2014. Gli indicatori della competitività di costo sono anch'essi favorevoli con una riduzione del costo del lavoro per unità di prodotto. Il debito del settore privato è stato fondamentalmente stabile ad un livello ben inferiore alla soglia indicativa. Anche il debito del settore pubblico è nettamente al di sotto della soglia e si è ridotto nel 2014 grazie al trasferimento una tantum di attività dal secondo pilastro, privato, del fondo pensioni al pilastro pubblico in seguito ad un riordino parziale della riforma pensionistica sistemica del 1999. Il settore bancario si conferma ben capitalizzato, liquido e redditizio, nonostante uno stock ingente di prestiti denominati in valuta estera. Dopo cinque anni di decremento i prezzi reali degli immobili residenziali hanno ripreso a crescere nel 2014. Al confronto con l'anno precedente il tasso di disoccupazione si è portato al di sotto della soglia indicativa.

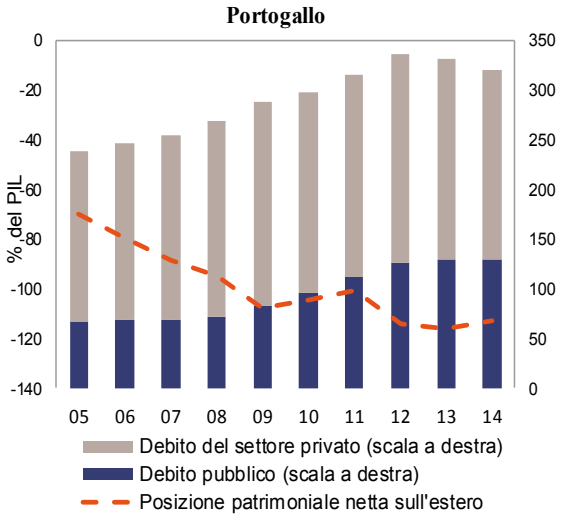
In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia alcune problematiche concernenti la posizione sull'estero ma con rischi contenuti. Pertanto la Commissione non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Portogallo: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che il Portogallo presentava squilibri macroeconomici eccessivi che richiedevano un'azione politica risoluta e un monitoraggio specifico, in particolare per i rischi dovuti agli elevati livelli di debito esterno, pubblico e privato, a pressioni alla riduzione dell'indebitamento e alla disoccupazione elevata. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra della soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito del settore privato, il

debito del settore pubblico, la disoccupazione e la riduzione del tasso di attività, l'aumento della disoccupazione di lunga durata e giovanile.

La posizione patrimoniale netta sull'estero è fortemente negativa ma la sostenibilità esterna è in lento miglioramento grazie ad un netto aggiustamento del saldo delle partite correnti, che ha portato a modesti avanzi, e in un contesto di condizioni migliori per la crescita. Le perdite cumulative di quote del mercato delle esportazioni si sono ridotte e rientrano nella soglia, il che si spiega con i consistenti miglioramenti annuali del 2013 e 2014, corroborati dall'adeguamento della competitività di costo. Il debito del settore privato è molto alto. La riduzione dell'indebitamento delle imprese ha però accelerato nel 2014 e la crescita del credito si mantiene negativa. Un alto livello di prestiti in sofferenza pesa sui bilanci dei settori finanziario e non finanziario. Il debito del settore pubblico è anch'esso molto elevato ma comincia ora a ridursi. Il tasso di occupazione è elevato e destano preoccupazioni il basso tasso di attività e gli alti livelli di disoccupazione di lunga durata e giovanile. La disoccupazione è però in calo dal 2014, anche tra i giovani e i disoccupati di lunga durata.

Grafico A21: ***NIIP, debito privato e debito pubblico***



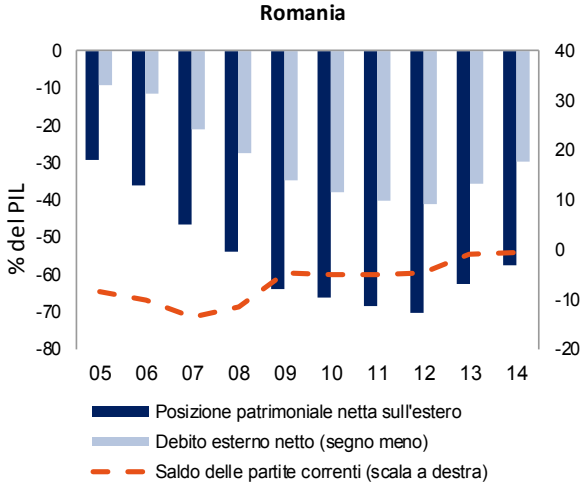
Fonte: Eurostat

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche connesse all'altissimo indebitamento in diversi settori ma anche progressi nella riduzione del debito in un contesto di condizioni economiche in lento miglioramento. Pertanto la Commissione ritiene utile, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel mese di febbraio, esaminare ulteriormente la persistenza dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione degli squilibri. Tale analisi sarà coordinata con la persistente sorveglianza post-programma.

Romania: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che la Romania presentava squilibri macroeconomici che richiedevano un'azione politica e un monitoraggio, in particolare per quanto atteneva ai rischi dovuti alla posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) relativamente consistente e negativa, alla debole capacità di esportazione a medio termine e, per quanto fosse stata salvaguardata la stabilità del settore finanziario, alle persistenti vulnerabilità esterne ed interne del settore bancario. Nel quadro di valutazione aggiornato la posizione patrimoniale netta sull'estero è superiore alla soglia indicativa.

La NIIP fortemente negativa riflette l'accumulo di disavanzi delle partite correnti nel periodo precedente alla crisi ma mostra un andamento in diminuzione. Il debito estero netto costituisce circa la metà della NIIP. I flussi netti di investimenti diretti esteri in entrata sono aumentati negli ultimi due anni. Il saldo delle partite correnti si è ridotto nel 2014 ad un modesto disavanzo, grazie in particolare a una forte crescita delle

Grafico A22: ***NIIP e saldo delle partite correnti***



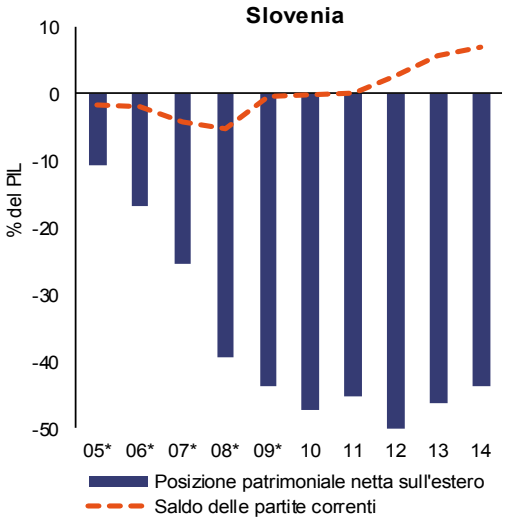
Fonte: servizi della Commissione

esportazioni, ma potrebbe tornare a crescere negli anni a venire. La bilancia commerciale si è mantenuta positiva nel 2014 e le quote di mercato delle esportazioni hanno riportato aumenti su base annua. Gli indicatori della competitività di costo sono stati stabili nel 2014 e il tasso di cambio reale effettivo si è apprezzato solo leggermente. Il debito del settore privato si mantiene relativamente basso mentre la crescita del credito privato è ripresa di recente. Il settore bancario appare ben capitalizzato mentre la quota di prestiti in sofferenza è diminuita in misura consistente. Nel luglio del 2015 sono stati portati a termine una valutazione dei bilanci e una prova di stress del settore assicurativo, e sono stati lanciati un'analisi della qualità degli attivi e una prova di stress del settore bancario. Il debito pubblico si mantiene modesto ma le misure di bilancio concordate di recente e aumenti salariali ad hoc per alcune categorie di dipendenti pubblici indicano un notevole rilassamento della politica di bilancio. Gli indicatori della disoccupazione di lunga durata e giovanile sono migliorati in misura modesta nel 2014.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla posizione sull'estero, alla competitività e alla sostenibilità di bilancio. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.

Slovenia: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che la Slovenia presentava squilibri macroeconomici che richiedevano un'azione politica risoluta e un monitoraggio specifico, in particolare per rischi dovuti al livello crescente del debito pubblico, all'interazione della ristrutturazione delle imprese e del settore bancario e al riassorbimento dei prestiti in sofferenza sottostanti, all'efficienza delle imprese statali e alla netta debolezza degli investimenti. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori sono al di sopra della soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito pubblico e l'aumento della disoccupazione di lunga durata e giovanile.

Grafico A23: ***NIIP e saldo delle partite correnti***



Fonte: Eurostat

Il proseguimento della forte correzione delle partite correnti ha consentito di raggiungere un avanzo consistente nel 2014, coincidente con l'aumento delle esportazioni e la debolezza della domanda interna. Di conseguenza, la posizione patrimoniale netta sull'estero è migliorata, restando tuttavia leggermente superiore alla soglia. La competitività di prezzo e di costo è ulteriormente migliorata in contemporanea alla riduzione del costo del lavoro, e tali fattori hanno permesso incrementi annuali delle quote di mercato delle esportazioni negli anni 2013 e 2014, sebbene le perdite accumulate si mantengano al di sopra della soglia. Il debito del settore privato è diminuito nel 2014, spinto dalla riduzione dell'indebitamento delle imprese, in gran parte grazie alla crescita negativa del credito. La riduzione dell'indebitamento del settore finanziario è proseguita ed è stata agevolata da ulteriori trasferimenti di prestiti in sofferenza alla società di gestione degli attivi bancari (Bank Asset Management Company - BAMC) di proprietà statale, nonché dall'ulteriore ricapitalizzazione di alcune banche da parte del governo. Di conseguenza, il debito complessivo del settore pubblico è aumentato ancora e si mantiene notevolmente al di sopra della soglia. Il tasso di disoccupazione è diminuito

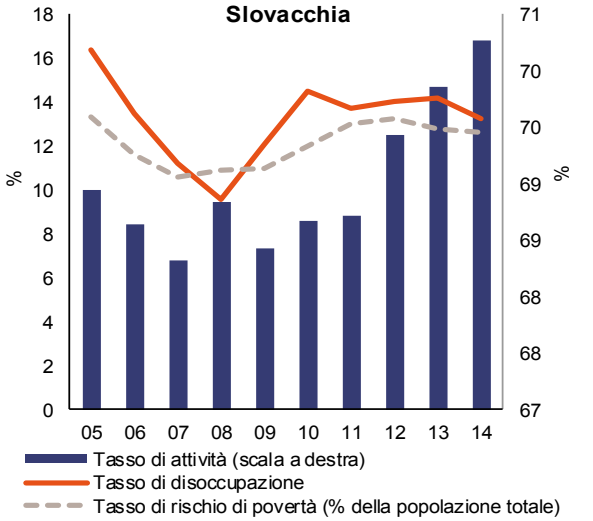
nel 2014 dopo il picco registrato nell'anno precedente. Mentre l'occupazione ha ripreso a crescere nel 2014 dopo 5 anni di contrazione, la disoccupazione di lunga durata si è mantenuta molto elevata e il tasso di disoccupazione giovanile si è ridotto solo marginalmente; entrambi si mantengono al di sopra delle rispettive soglie.

In conclusione, la lettura in chiave economica rivela alcune problematiche che riguardano la sostenibilità di bilancio a lungo termine, la riduzione dell'indebitamento del settore privato e l'aggiustamento del mercato del lavoro. Pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio che richiedevano un'azione risoluta e un monitoraggio specifico, la Commissione ritiene utile esaminare ulteriormente i rischi insiti nella persistenza degli squilibri o la loro correzione.

Slovacchia: nei cicli precedenti della PSM non sono stati riscontrati squilibri macroeconomici per la Slovacchia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori sono ancora sopra la soglia indicativa, ossia la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) e la disoccupazione.

Il saldo delle partite correnti indica un avanzo a partire dal 2012 ma la NIIP ha continuato a peggiorare, alla pari degli investimenti diretti esteri in entrata che riguardano in larga misura l'industria automobilistica. Per le quote del mercato delle esportazioni si registrano alcune perdite su base annua che riflettono un modesto apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale ed alcuni aumenti nominali, sebbene contenuti, del costo del lavoro per unità di prodotto. In termini cumulativi le quote di mercato registrano ancora miglioramenti. I flussi di credito del settore privato hanno accelerato negli anni recenti, contribuendo all'aumento del rapporto di indebitamento del settore privato, che però si mantiene ben al di sotto della soglia indicativa. Il settore bancario, in gran parte a proprietà straniera, è ben capitalizzato e si valuta che le sue passività totali siano aumentate solo moderatamente. Il rapporto debito pubblico/PIL è diminuito marginalmente nel 2014 e si mantiene al di sotto della soglia indicativa. Sebbene il tasso di attività sia migliorato gradualmente negli anni recenti, la disoccupazione strutturale rappresenta il problema politico più urgente.

Grafico A24: ***Mercato del lavoro e indicatori sociali***

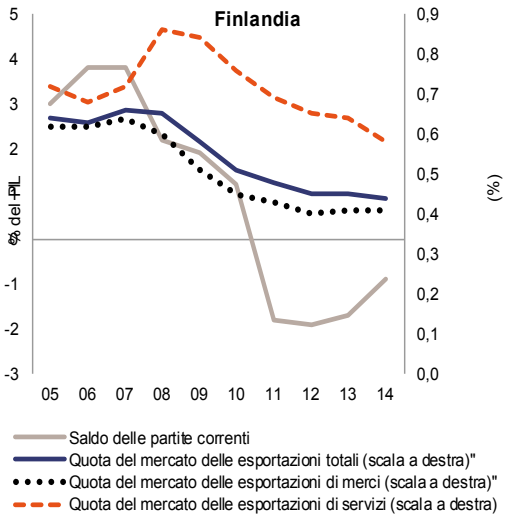


Fonte: Eurostat

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

Finlandia: nel febbraio 2015 la Commissione aveva concluso che la Finlandia presentava squilibri macroeconomici, in particolare in relazione alla competitività. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono al di sopra delle rispettive soglie indicative, ossia le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato e l'aumento della disoccupazione giovanile.

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



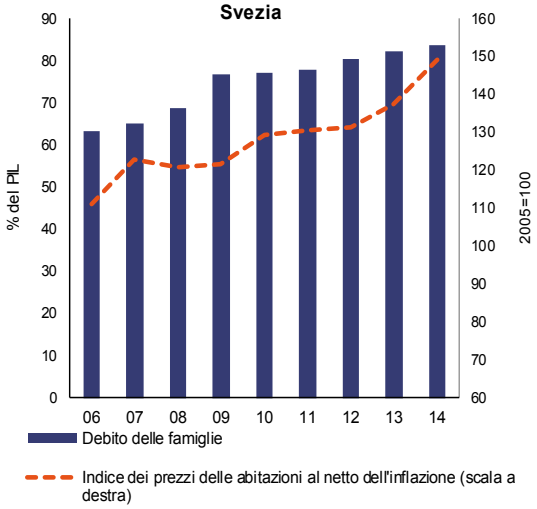
Fonte: Eurostat

Il saldo delle partite correnti si è stabilizzato a partire dal 2011 al livello di un disavanzo moderato, riflettendo il fatto che le importazioni si sono adattate alla diminuzione delle esportazioni. Allo stesso tempo la quota degli investimenti rispetto al PIL si è ridotta al minimo storico. La posizione patrimoniale netta sull'estero è leggermente positiva. Si registrano perdite cumulative consistenti delle quote del mercato delle esportazioni, comprese perdite su base annua in tutti gli anni a partire dal 2008. Nel 2013 e 2014 le perdite sono state meno gravi che negli anni precedenti ma nello stesso periodo la maggior parte degli altri paesi UE realizzavano già modesti miglioramenti delle quote del mercato delle esportazioni. Tali sviluppi indicano difficoltà del processo di ristrutturazione economica che ha fatto seguito al declino di industrie manifatturiere prima fiorenti, quali l'industria elettronica e la silvicoltura. Sebbene l'indicatore della variazione del costo nominale per unità di prodotto sia ora inferiore alla soglia, la perdita cumulativa di competitività di costo resta consistente. Il rapporto debito privato/PIL resta elevato, in gran parte per la persistenza di un forte indebitamento delle imprese, sebbene il flusso netto di credito verso il settore privato si sia praticamente interrotto nel 2014 malgrado condizioni di credito favorevoli. Per quanto riguarda le famiglie i prezzi degli immobili residenziali sono calati moderatamente nel periodo 2012-2014, correggendo gli aumenti precedenti e limitando in tal modo i rischi per la stabilità finanziaria. Il tasso di disoccupazione è inferiore alla soglia ma in aumento e attualmente al di sopra dei livelli degli anni 2009 e 2010. Anche la disoccupazione giovanile è aumentata.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche connesse alla competitività di prezzo e non di prezzo in un contesto di ristrutturazione. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di febbraio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.

Svezia: nel febbraio 2015 la Commissione è giunta alla conclusione che la Svezia presentava squilibri macroeconomici, in particolare in termini di indebitamento delle famiglie, associato ad inefficienze del mercato degli immobili residenziali. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano le rispettive soglie indicative, ossia l'avanzo delle partite correnti, le perdite di quote del mercato delle esportazioni, i prezzi degli immobili residenziali e il debito del settore privato.

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



Fonte: Eurostat

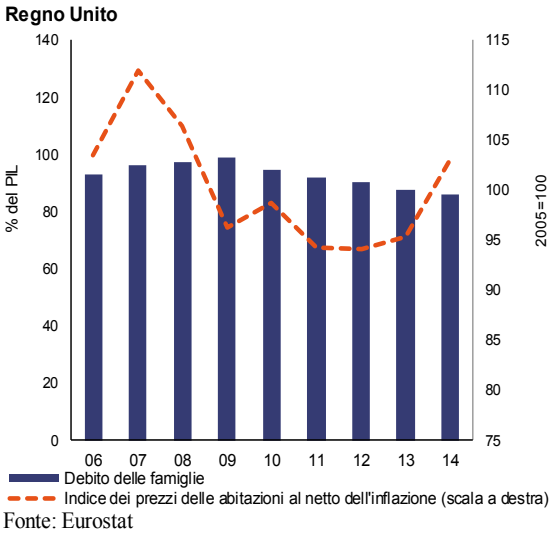
L'avanzo delle partite correnti si mantiene leggermente al di sopra della soglia, riflettendo soprattutto un livello elevato del risparmio privato. La posizione patrimoniale netta sull'estero è migliorata rapidamente ma registra ancora un piccolo disavanzo. Le perdite di quote del mercato delle esportazioni si mantengono ben al di sopra della soglia ma hanno rallentato a partire dal 2013. Le perdite possono essere connesse alla debole domanda mondiale. L'aumento del costo del lavoro per

unità di prodotto è contenuto e il tasso di cambio effettivo reale si è deprezzato nel 2014. L'alto livello di debito privato continua a richiedere attenzione. L'indebitamento delle imprese ha ricominciato a crescere dopo essersi stabilizzato a livelli elevati. La crescita del credito alle famiglie ha rallentato temporaneamente dopo l'introduzione di un massimale del rapporto tra prestito ipotecario e valore dell'immobile nel 2010 e il debito delle famiglie si è stabilizzato. Da allora però il debito delle famiglie ha ripreso a crescere e i prezzi degli immobili residenziali sono stati molto dinamici fin dalla metà del 2013; nel 2014 la crescita è stata superiore alla soglia, presentando rischi potenziali per la stabilità macroeconomica. La disponibilità di abitazioni è limitata e dal lato della domanda i prezzi degli immobili e l'indebitamento delle famiglie sono stimolati dalla fiscalità favorevole al debito, da tassi di interessi ipotecari eccezionalmente bassi e dall'assenza di prescrizioni per l'ammortamento. I rischi bancari appaiono comunque contenuti perché la qualità delle loro attività e la redditività restano elevate, sebbene le riserve di capitale siano relativamente basse rispetto alle dimensioni dei portafogli di prestiti.

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

Regno Unito: nel febbraio 2015 la Commissione ha concluso che il Regno Unito presentava squilibri macroeconomici che richiedevano un'azione politica e un monitoraggio, in particolare per i rischi dovuti agli elevati livelli di indebitamento delle famiglie, anche in relazione alle caratteristiche strutturali del mercato abitativo. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori supera la soglia indicativa: il disavanzo delle partite correnti, le perdite di quote del mercato delle esportazioni, i prezzi degli immobili residenziali, il debito del settore privato e il debito pubblico.

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



Fonte: Eurostat

Il disavanzo delle partite correnti ha continuato a crescere nel 2014, spinto da un crescente disavanzo del reddito primario, e l'indicatore triennale è attualmente superiore alla soglia. La posizione patrimoniale netta sull'estero è negativa e si è deteriorata a velocità relativamente sostenuta negli ultimi anni, pur trovandosi ancora ben al di sotto della soglia. Le perdite cumulate di quote del mercato delle esportazioni si sono ridotte nel 2014 grazie ad un miglioramento annuale ma restano superiori alla soglia. Se la crescita del costo di lavoro per unità prodotta è stata moderata e stabile, il tasso di cambio reale effettivo si è apprezzato, in particolare nel 2014. Il rapporto debito del settore privato/PIL è in graduale diminuzione, spinto dalla crescita nominale, ma si mantiene complessivamente elevato. I prezzi degli immobili residenziali continuano a crescere e il tasso di crescita è stato superiore alla soglia nel 2014. Una caratteristica importante degli ultimi due anni è tuttavia che l'aumento dei prezzi degli immobili residenziali non si è riflesso in un aumento dell'indebitamento delle famiglie. L'elevato debito pubblico continua a destare preoccupazione. L'occupazione continua a

crescere a un ritmo promettente, mentre la disoccupazione giovanile e la percentuale di NEET sono diminuiti.

In conclusione, la lettura in chiave economica rivela alcune problematiche connesse al mercato abitativo e ai rapporti con l'estero dell'economia. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.

Tabella 1.1: Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici 2014

Anno 2014	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni						Nuovi indicatori dell'occupazione[1]		
	Saldo delle partite correnti (% del PIL) (media su 3 anni)	**Posizione patrimoniale netta sull'estero** (% del PIL)	**Tasso di cambio effettivo reale (42 IC - deflatore IAPC)** (variazione % su 3 anni)	**Quote del mercato delle esportazioni (% delle esportazioni mondiali)** (variazione % su 5 anni)	**CLUP nominale - indice (2010=100)** (variazione % su 3 anni)	**Prezzi delle abitazioni - indice (2010=100) al netto dell'inflazione** (var. % annua)	**Flussi di credito al settore privato, dati consolidati** (% del PIL)	**Debito del settore privato, dati consolidati** (% del PIL)	**Debito pubblico lordo** (% del PIL)	**Tasso di disoccupazione** (media su 3 anni)	**Totale delle passività del settore finanziario, dati non consolidati** (var. % annua)	**Tasso di attività - % della popolazione totale di età 15-64** (variazione in p.p. su 3 anni)	**Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva di età 15-74** (variazione in p.p. su 3 anni)	**Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva di età 15-24** (variazione in p.p. su 3 anni)
Soglie	-4/6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (Non-ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (Non-ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2%	0.5%	0.2%
BE	-0,1	57,2	-0,5	-10,7	5,6	-1,1p	1,0	181,4	106,7	8,2	4,9	1,0	0,8	4,5
BG	0,9	-73,4	-2,6	6,7	12,5p	1.5p	-0,3	124,3	27,0	12,2	7,2	3,1	0,6	-1,2
CZ	-0,5	-35,6	-10,0	-5,0	3,8	1,8	1,8	72,7	42,7	6,7	4,4	3,0	0,0	-2,2
DK	6,9	47,0	-1,2	-17,3	5,1	3,1	1,7	222,8	45,1	7,0	6,6	-1,2	-0,1	-1,6
DE	6,9	42,3	-0,3	-8,3	7,6	1,5p	1,1	100,4	74,9	5,2	4,2	0,4	-0,6	-0,8
EE	-0,5	-43,6	4,7	24,5	13,0	12,8	6,4	116,1	10,4	8,7	12,2	0,5	-3,8	-7,4
IE	1,8	-106,7	-3,5	-6,1	-2,2	11,1	13,7	263,3	107,5	13,0	16,0	0,6	-2,0	-5,2
EL	-2,6	-124,1	-5,6	-17,5	-11,6p	-4,9s	-2,7	130,5	178,6	26,2	-7,6	0,1	10,7	7,7
ES	0,7	-94,1	-1,0	-11,5	-4,1p	0,1	-7,1	165,8	99,3	25,1	-1,9	0,3	4,0	7,0
FR	-1,0	-19,5	-1,2	-13,1	4,8	-1,6	3,3	143,2	95,6	10,1	5,4	1,3	0,6	1,5
HR	0,5	-88,6	-0,9	-18,0	-5,9	-2,0p	0,3	120,6	85,1	16,9	0,9	2,0	1,7	8,8
IT	0,8	-27,9	0,2	-14,0	3,6	-4,6p	-0,9	119,3	132,3	11,8	-0,7	1,8	3,5	13,5
CY	-4,9	-139,8	-1,4	-26,7	-7,7p	0,3p	-8,5	348,3	108,2	14,6	0,7	0,8	6,1	13,6
LV	-2,5	-60,9	0,4	9,9	12,9	5,1	-11,9	96,4	40,6	12,6	10,4	1,8	-4,1	-11,4
LT	1,3	-46,4	1,4	35,3	8,3	6,3	-1,2	52,5	40,7	12,0	16,3	2,3	-3,2	-13,3
LU	5,8	36,0	0,5	11,2	7,6	3,7	0,5	342,2	23,0	5,7	21,5	2,9	0,3	5,9
HU	2,7	-73,8	-7,0	-14,9	6,7	3,1	-0,5	91,3	76,2	9,6	8,5	4,6	-1,5	-5,6
MT	2,6	39,5	0,0	-18,2	7,0	2,6	7,8	146,4	68,3	6,2	5,8	4,5	-0,4	-1,5
NL	10,9	60,8	0,8	-11,0	5,4p	-0,5	-1,6p	228,9p	68,2	6,8	8,2p	0,9	1,3	2,7
AT	1,8	2,2	1,9	-15,7	7,8	1,4	0,2	127,1	84,2	5,3	-1,5	0,8	0,3	1,4
PL	-2,3	-68,3	-1,3	4,8	2,5p	1,1	4,7	77,9	50,4	9,8	0,6	2,2	0,2	-1,9
PT	0,0	-113,3	-1,8	-4,7	-2,3s	3,6	-8,7	189,6	130,2	15,4	-6,1	-0,4	2,2	4,5
RO	-2,1	-57,2	-1,1	21,5	2,3p	-3.6p	-2,4	62,2	39,9	6,9	1,1	1,6	-0,1	0,1
SI	5,1	-43,7	1,2	-11,8	-0,2	-6,6	-4,6	100,1	80,8	9,6	-0,4	0,6	1,7	4,5
SK	1,0	-69,4	1,3	3,2	2,2	1,5	3,9	76,2	53,5	13,8	7,0	1,6	0,0	-4,0
FI	-1,5	-0,7	2,7	-24,0	8,0	-1,9	0,4	150,0	59,3	8,2	8,7	0,5	0,2	0,4
SE	6,5	-6,5	-3,7	-9,8	7,1	8,6	6,5	194,4	44,9	8,0	13,4	1,6	0,0	0,1
UK	-4,3	-25,3	10,2	-8,7	1,9	8,3	3,4	157,7	88,2	7,2	4,4	1,2	-0,5	-4,4

Indicatori: s: stimato. p: provvisorio.

Note: 1) Cfr. pagina 2 della relazione sul meccanismo di allerta 2016. 2) La posizione patrimoniale sull'estero di LU è stata rivista al ribasso a seguito delle modifiche nel trattamento delle banconote in euro nelle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti nazionale/Posizione patrimoniale sull'estero.
3) Prezzi degli immobili: s = stime della BCN per EL.

Fonte: Commissione europea, Eurostat e DG ECFIN (per gli indicatori sul tasso di cambio effettivo reale), e Fondo monetario internazionale

Tabella 2.1: Indicatori ausiliari, 2014

Anno 2014	Variazione in % su base annua del PIL reale	Investimenti fissi lordi (% del PIL)	Spesa nazionale lorda per R&S (% del PIL)	Accreditamento/indebitamento netto (% del PIL)	Debito estero netto (% del PIL)	Afflussi di IDE (% del PIL)	Stock di IDE (% del PIL)	Bilancia commerciale netta dei prodotti energetici (% del PIL)	Variazione in % (su 3 anni) del tasso di cambio effettivo reale rispetto alla zona euro	Variazione in % (su 5 anni) del livello delle esportazioni rispetto alle economie avanzate	Variazione in % (su 5 anni) in termini commerciali	Variazione in % su base annua delle quote del mercato delle esportazioni, volumi	Variazione in % su base annua della produttività del lavoro	Variazione in % (su 10 anni) del CLUP nominale	Variazione in % (su 10 anni) dell'andamento del CLUP in relazione alla zona euro	Variazione in % (su 3 anni) del prezzo delle abitazioni	Edilizia residenziale (% del PIL)	Debito del settore privato (% del PIL), dati non consolidati	Indebitamento del settore finanziario, dati non consolidati (debito/patrimonio netto)
BE	1,3	23,3	n/d	-0,1	-79,7	-3,5	216,0	-3,9	-0,1	-4,6	-3,0	2,2	1,0	22,6	6,0	2,9p	5,9	207,6	176,9
BG	1,5	21,1	0,8p	3,5	19,0	3,5	92,7	-5,7	-2,9	14,0	3,3	-3,3	1,2p	78,3p	54,1	-2,7p	1,6	137,5	452,2
CZ	2,0	25,0	2p	1,4	-7,1	2,4	76,3	-4,1	-10,1	1,5	-1,4	5,7	1,4	13,8	-2,2	1,0	3,2	85,1	503,5
DK	1,1	18,7	3,08sp	7,8	0,7	1,1	46,6	0,0	-1,4	-11,7	2,2	-0,6	0,3	27,6	8,2	4,9	4,0	227,6	173,6
DE	1,6	20,1	2,84sp	7,5	-6,7	0,2	40,1	-2,9	-0,1	-2,1	-2,6	0,8	0,7	13,0	-5,8	9,3p	5,9	108,9	395,5
EE	2,9	25,2	1,46p	2,2	-11,0	6,0	100,9	-2,1	3,1	33,0	0,2	-1,4	2,1	68,9	40,5	35,0	3,2	135,3	370,6
IE	5,2	19,3	n/d	3,8	-477,2	36,0	385,5	-2,8	-1,8	0,3	-3,7	8,9	3,4	-1,5	-3,9	2,1	2,2	284,2	78,2
EL	0,7p	11,6p	0,83p	-0,7	132,3	0,7	12,2	-3,2p	-5,6	-11,9	1,4p	4,3p	0,5p	10,3p	-5,5	-27,1s	1,0p	130,5	1083,8
ES	1,4p	19,6p	n/d	1,4	94,7	2,3	55,7	-2,9p	-0,6	-5,4	-7,8p	1,9p	0,4p	11,7p	-4,2	-22,3	4,4p	185,5	444,9
FR	0,2	21,7	2,26p	-0,8	38,1	0,3	41,8	-2,5	-0,7	-7,2	-1,6	-0,8	-0,1	20,3	1,7	-4,0	5,9	180,9	384,3
HR	-0,4	18,6	0,8	0,9	n/d	6,7	7,6	-4,0	-1,5	-12,4	0,8	3,1	-3,0	26,4	4,8	-17,7p	n/d	141,9	460,6
IT	-0,4	16,6	n/d	2,2	61,1	0,6	24,8	-2,6	0,4	-8,1	-4,5	-0,1	-0,5	21,0	4,6	-12,4p	4,7	121,2	754,3
CY	-2,5p	11,5p	n/d	-3,7	128,4	-5,1	710,3	-5,9p	0,0	-21,7	0,4p	-3,7	-0,6p	19,3p	-13,0	-8,7p	3,3p	349,8	116,8
LV	2,4	22,9	0,68p	1,2	31,4	2,7	54,4	-4,2	-1,3	17,3	0,0	-0,1	3,8	82,7	53,9	16,6	2,3	104,7	642,6
LT	3,0	18,9	1,02p	6,3	28,8	0,7	39,0	-5,9	-0,1	44,5	-0,8	-0,2	1,0	36,8	11,2	7,5	2,5	56,7	445,3
LU	4,1	18,6	n/d	3,5	-2204,6	200,0	6369,7	-4,5	0,8	18,8	0,9	3,6	1,5	36,6	17,8	14,2	3,4	402,7	63,6
HU	3,7	21,7	1,4	6,0	53,3	9,3	220,5	-6,1	-7,2	-9,1	-1,1	4,4	-0,9	26,5	10,0	-2,2	1,6	116,5	123,0
MT	3,5	18,9	0,85p	4,5	-325,7	1,6	1964,6	-15,8	0,7	-12,6	1,7	-3,5	-1,0	27,7	10,3	5,3	2,7	221,3	42,0
NL	1,0p	18,2p	n/d	10,6	41,5	5,3	547,8	-1,6p	1,3	-5,0	-1,8p	0,8p	1,2p	17,2p	-0,2	-11,6	3,1p	240,7p	118,9p
AT	0,4	22,4	2,99sp	1,8	20,1	1,9	80,2	-3,0	1,6	-10,0	-3,0	-1,1	-0,5	22,9	4,1	16,8	4,3	147,1	197,3
PL	3,3	19,6	n/d	0,4	37,2	3,1	50,7	-2,6	-1,7	12,0	-1,8	3,2	1,6p	20,0p	-1,0	-6,8	2,4	81,4	287,3
PT	0,9s	14,9s	n/d	2,0	104,4	5,4	69,5	-3,5s	-1,2	1,8	0,4s	0,7s	-0,5s	4,9s	-9,3	-5,0	2,3s	206,2	340,3
RO	2,8p	22,0p	n/d	2,2	29,8	1,9	41,9	-1,4p	-1,3	29,8	4,5p	4,9p	1,7p	72,7p	46,6	-8,9	n/d	63,3	388,9
SI	3,0	19,6	n/d	6,5	39,2	2,0	31,6	-4,1	0,4	-5,8	-4,5	2,6	2,5	21,2	3,0	-17,6	2,2	110,1	448,1
SK	2,5	20,9	0,9	1,1	27,0	0,0	65,6	-4,3	0,5	10,2	-3,5	0,4	1,1	19,7	4,3	-0,4	2,6	78,9	756,8
FI	-0,4	20,3	3,2	-0,8	46,2	5,5	53,1	-2,4	2,0	-18,8	-3,4	-3,9	0,4	29,9	10,1	3,2	5,6	172,9	368,4
SE	2,3	23,5	3,16p	6,1	54,3	-0,6	83,6	-1,4	-3,7	-3,6	-0,6	0,3	0,9	24,9	5,4	16,8	4,1	234,8	196,0
UK	2,9	16,9	1,72sp	-5,3	n/d	1,6	76,7	-0,7	10,2	-2,5	3,8	-1,4	0,7	21,8	6,3	15,8	3,8	161,3	765,1

Indicatori: s: stimato. p: provvisorio. n/d: non disponibile.

Note: 1) Il debito estero netto di LU è stata rivista al ribasso a seguito delle modifiche nel trattamento delle banconote in euro nelle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti nazionale/Posizione patrimoniale sull'estero. 3) Prezzi degli immobili: s = stime della BCN per EL.
3) La scadenza ufficiale di comunicazione dei dati 2014 sulla spesa nazionale lorda per R&S è il 31 ottobre 2015, mentre sono stati estratti il 26 ottobre 2015.

Fonte: Eurostat, DG ECFIN (per gli indicatori relativi al tasso di cambio effettivo reale) e dati dell'FMI, WEO (per le serie delle esportazioni mondiali)

Tabella 2.1 (continua): Indicatori ausiliari, 2014

Anno 2014	Tasso di occupazione (variazione % su base annua)	Tasso di attività - % della popolazione totale di età 15-64 (%)	Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva di età 15-74 (%)	Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva di età 15-24 (%)	Giovani disoccupati e al di fuori di ogni ciclo di istruzione e formazione - % della popolazione totale di età 15-24		Persone a rischio di povertà o esclusione sociale - % della popolazione totale		Tasso di rischio di povertà dopo i trasferimenti sociali - % della popolazione totale		Tasso di grave privazione materiale - % della popolazione totale		Persone che vivono in famiglie con un'intensità di lavoro molto bassa - % della popolazione totale di età 0-59	
					%	variazione in p.p. su 3 anni	%	variazione in p.p. su 3 anni	%	variazione in p.p. su 3 anni	%	variazione in p.p. su 3 anni	%	variazione in p.p. su 3 anni
BE	0,3	67,7	4,3	23,2	12,0	0,2	21,2	0,2	15,5	0,2	5,9	0,2	14,6	0,8
BG	0,4p	69,0	6,9	23,8	20,2	-1,6	40,1d	-9,0d	21,8	-0,4	33,1d	-10,5d	12,1	1,1
CZ	0,6	73,5	2,7	15,9	8,1	-0,2	14,8	-0,5	9,7	-0,1	6,7	0,6	7,6	1,0
DK	0,8	78,1	1,7	12,6	5,8	-0,5	17,8d	-1,1d	11,9d	-1,1d	3,2	0,6	12,1	0,4
DE	0,9	77,7	2,2	7,7	6,4	-1,1	20,6	0,7	16,7	0,9	5,0	-0,3	10,0	-1,2
EE	0,8	75,2	3,3	15,0	11,7	0,1	n/d	n/d	n/d	n/d	6,2p	-2,5p	n/d	n/d
IE	1,7	69,8	6,7	23,9	15,2	-3,6	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
EL	0,1p	67,4	19,5	52,4	19,1	1,7	36,0	5,0	22,1	0,7	21,5	6,3	17,2	5,2
ES	0,9p	74,2	12,9	53,2	17,1d	-1,1d	29,2	2,5	22,2	1,6	7,1	2,6	17,1	3,7
FR	0,3	71,4	4,4	24,2	11,4d	-0,9d	18,6	-0,7	13,3	-0,7	4,8	-0,4	9,7	0,3
HR	2,7	66,1	10,1	45,5	19,3	3,1	29,3	-3,3	19,4	-1,5	13,9	-1,3	14,7	-1,2
IT	0,1	63,9	7,8	42,7	22,1	2,4	28,1p	-0,1p	19,6p	0,0p	11,5p	0,3p	12,0p	1,6p
CY	-1,9p	74,3	7,7	36,0	17,0	2,4	27,4	2,8	14,4	-0,4	15,3	3,6	9,7	4,8
LV	-1,3	74,6	4,7	19,6	12,0	-4,0	32,7	-7,4	21,2	2,2	19,2	-11,8	9,6	-3,0
LT	2,0	73,7	4,8	19,3	9,9	-1,9	27,3	-5,8	19,1	-0,1	13,6	-5,4	8,8	-3,9
LU	2,5	70,8	1,7	22,3	6,3	1,6	19,0	2,2	16,4	2,8	1,4	0,2	6,1	0,3
HU	4,6	67,0	3,7	20,4	13,6	0,4	31,1	0,1	14,6	0,8	23,9	0,8	12,2	0,0
MT	4,5	66,3	2,7	11,8	10,5	0,3	23,8	1,7	15,9	0,3	10,2	3,6	9,8	0,9
NL	-0,2p	79,0	3,0	12,7	5,5	1,2	16,5	0,8	11,6	0,6	3,2	0,7	10,2	1,3
AT	0,9	75,4	1,5	10,3	7,7	0,4	19,2	0,0	14,1	-0,4	4,0	0,0	9,1	0,5
PL	1,7p	67,9	3,8	23,9	12,0	0,5	24,7	-2,5	17,0	-0,7	10,4	-2,6	7,3	0,4
PT	1,4s	73,2	8,4	34,7	12,3	-0,3	27,5	3,1	19,5	1,5	10,6	2,3	12,2	3,9
RO	1,1p	65,7	2,8	24,0	17,0	-0,5	40,2	-0,1	25,4	3,2	26,3	-3,1	6,4	-0,3
SI	0,6	70,9	5,3	20,2	9,4	2,3	20,4	1,1	14,5	0,9	6,6	0,5	8,7	1,1
SK	1,4	70,3	9,3	29,7	12,8	-1,0	18,4	-2,2	12,6	-0,4	9,9	-0,7	7,1	-0,6
FI	-0,8	75,4	1,9	20,5	10,2	1,8	17,3	-0,6	12,8	-0,9	2,8	-0,4	10,0	0,0
SE	1,4	81,5	1,5	22,9	7,2	-0,3	16,9	0,8	15,1	1,1	0,7	-0,5	6,4	-0,5
UK	2,3	76,7	2,2	16,9	11,9	-2,3	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d

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

Note: 1) Giovani disoccupati e al di fuori di ogni ciclo di istruzione e formazione: per ES modifica nella classificazione delle attività di istruzione non formale; per FR i dati 2014 sono ulteriormente influenzati dalle modifiche nei questionari introdotte nel 2013 e dall'inclusione dei dipartimenti francesi d'oltremare (DOM). 2) EE, IE e UK: la scadenza ufficiale della comunicazione dei dati 2014 sulle persone a rischio di povertà o esclusione sociale è il 30 novembre 2015, mentre i dati sono stati estratti il 26 ottobre 2015.

Fonte: Commissione europea, Eurostat