COMMISSIONE
EUROPEA

Strasburgo, 17.12.2019
COM(2019) 651 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE

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

Relazione 2020 sul meccanismo di allerta

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

{SWD(2019) 630 final}

La relazione sul meccanismo di allerta è il punto di partenza del ciclo annuale della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM), il cui obiettivo è individuare e sanare gli squilibri che ostacolano il "corretto funzionamento dell'economia di uno Stato membro, dell'Unione economica e monetaria o dell'intera Unione" (articolo 2, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 1176/2011)[1].

Sulla base di una lettura in chiave economica degli indicatori prescelti che compongono il quadro di valutazione, integrata da una serie di indicatori ausiliari, da strumenti di valutazione e ulteriori informazioni pertinenti, la relazione sul meccanismo di allerta passa al vaglio la situazione degli Stati membri alla ricerca di potenziali squilibri economici che richiedano un intervento politico. La relazione individua gli Stati membri per i quali è necessario un esame approfondito volto a valutare in che modo i rischi macroeconomici si stiano accumulando o stemperando e a stabilire se sussistano squilibri o squilibri eccessivi. Nella preparazione dell'esame approfondito degli Stati membri interessati la Commissione terrà conto delle discussioni concernenti la relazione tenute in sede di Parlamento europeo, Consiglio e Eurogruppo. Secondo una prassi consolidata, vengono in ogni caso sottoposti a un esame approfondito quegli Stati membri per i quali sono stati individuati squilibri durante la precedente tornata di esami approfonditi. Gli esami approfonditi saranno integrati nelle relazioni per paese. I risultati dell'esame approfondito serviranno ad elaborare le raccomandazioni specifiche per paese nel quadro del semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche.

1. SINTESI

La presente relazione avvia la nona tornata annuale della procedura per gli squilibri macroeconomici.[2] La procedura mira a individuare gli squilibri che intralciano il buon funzionamento delle economie degli Stati membri, dell'Unione economica e monetaria o dell'intera Unione e a sollecitare risposte politiche adeguate. La sua attuazione è integrata nel semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche al fine di assicurarne la coerenza con le analisi e le raccomandazioni formulate nell'ambito di altri strumenti di sorveglianza economica. La strategia annuale per la crescita sostenibile, che viene adottata contestualmente alla presente relazione, fa il punto della congiuntura economica e della situazione sociale in Europa e definisce nelle grandi linee le priorità strategiche dell'Unione.

La presente relazione individua gli Stati membri che dovrebbero essere sottoposti a esami approfonditi al fine di stabilire se presentino squilibri tali da richiedere un intervento politico.[3] Pubblicata all'inizio di ogni ciclo annuale di coordinamento delle politiche economiche, la relazione sul meccanismo di allerta funge da vaglio degli squilibri economici. L'analisi ivi svolta si basa sulla lettura in chiave economica del quadro di valutazione costituito da indicatori con soglie indicative e integrato da una serie di indicatori ausiliari. Alla sezione 2, la relazione sul meccanismo d'allerta comprende anche un'analisi delle implicazioni a livello di zona euro degli squilibri nazionali ed esamina in quale

[1] [Nel caso in cui il Regno Unito lasci l'Unione sulla base dell'accordo sul recesso del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord dall'Unione europea e dalla Comunità europea dell'energia atomica ("l'accordo di recesso", GU C 384 I del 12.11.2019, pag.1), il diritto dell'Unione continuerà ad applicarsi nei confronti del Regno Unito e al suo interno per tutta la durata del periodo di transizione stabilito dall'accordo di recesso.]

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

[3] Cfr. l'articolo 5 del regolamento (UE) n. 1176/2011.

misura è necessario un approccio coordinato alle risposte di natura politica in considerazione delle interdipendenze all'interno della zona euro[4]. A tale proposito, l'analisi svolta nella presente relazione integra la valutazione fornita nel documento di lavoro dei servizi della Commissione dal titolo "Analisi dell'economia della zona euro" che accompagna la raccomandazione della Commissione di raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro.

L'analisi della relazione sul meccanismo di allerta è condotta in un contesto economico in evoluzione caratterizzato dall'indebolimento dell'espansione economica e da aspettative di inflazione riviste al ribasso. Le previsioni economiche d'autunno 2019 della Commissione europea stimano la crescita del PIL reale per il 2019 all'1,4 " nell'UE e all'1,1 % nella zona euro, valori che indicano un rallentamento rispetto al 2 % e all'1,9 % registrati nel 2018 per gli stessi parametri. Per il 2020 si prevede una crescita del PIL dell'1,4 % nell'UE e dell'1,2 % nella zona euro. I dati registrati dalla fine del 2018 evidenziano una perdita di slancio, in particolare delle esportazioni nette e della produzione manifatturiera. Il rallentamento è particolarmente evidente nei grandi Stati membri della zona euro con una maggior apertura agli scambi commerciali, a causa di un contesto caratterizzato da maggiore incertezza per quanto riguarda la politica commerciale[5]. Le aspettative di inflazione sono scese notevolmente, inducendo le autorità monetarie ad adottare misure nella seconda metà del 2019 per contrastare l'incipiente rallentamento della produzione e dei prezzi. I rendimenti delle obbligazioni sono scesi, soprattutto per le scadenze più lunghe. Nonostante la recente riduzione dell'inflazione complessiva e della crescita della produttività, dal 2018 la crescita salariale è stata in certa misura rafforzata nell'ambito di mercati del lavoro più tesi.

Gli squilibri macroeconomici esistenti sono stati corretti gradualmente nel contesto di condizioni economiche favorevoli. A seguito di un diffuso processo di riduzione dell'indebitamento nel periodo successivo alla crisi, sono stati corretti alcuni squilibri "di flusso" e tendenze non sostenibili (segnatamente i forti disavanzi delle partite correnti, l'eccessiva crescita del credito che alimenta i prezzi degli immobili residenziali, il forte costo del lavoro per unità di prodotto che comporta perdite di competitività in termini di costi). La correzione delle vulnerabilità legate a squilibri di stock (elevati livelli di debito pubblico, privato e estero) è iniziata più tardi ed è progredita più lentamente, ma il rapporto debito/PIL ha intrapreso più saldamente una traiettoria discendente di pari passo con l'espansione economica e la ripresa della crescita dei prezzi negli ultimi anni. Allo stesso tempo l'accelerazione dell'attività economica è stata di recente accompagnata da una forte crescita sia del costo del lavoro per unità di prodotto che dei prezzi delle abitazioni in alcuni Stati membri.

Il mutamento delle prospettive può comportare un aggiustamento più lento degli squilibri esistenti o l'insorgere di nuovi rischi in un contesto di contrazione del margine di manovra di cui le politiche dispongono per affrontare gli shock. Nello specifico, i rischi al ribasso che pesano sulle prospettive economiche sono correlati alle tensioni commerciali e all'interruzione delle catene globali del valore, a un rallentamento più forte del previsto nei mercati emergenti e all'aggravarsi delle tensioni

[4] Una maggiore attenzione alla dimensione "zona euro" degli squilibri macroeconomici è stata proposta nella relazione del 22 giugno 2015 sul tema "Completare l'Unione economica e monetaria" di Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz. Il ruolo delle interdipendenze e delle implicazioni sistemiche degli squilibri è riconosciuto nel regolamento (UE) n. 1176/2011, che definisce gli squilibri facendo riferimento a "sviluppi macroeconomici che hanno, o potrebbero avere, effetti negativi sul corretto funzionamento dell'economia di uno Stato membro, dell'Unione economica e monetaria o dell'intera Unione".

[5] Il "World Trade Uncertainty Index" indica aumenti significativi nelle grandi economie europee e in altre grandi regioni economiche: https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

geopolitiche[6]. Si prevede un indebolimento della crescita nominale e di conseguenza un contesto meno favorevole alla riduzione del debito. Il forte calo dei tassi di interesse riduce il costo del debito, ma crea anche sfide legate, tra l'altro, a incentivi più deboli per la riduzione dell'indebitamento, a un'eccessiva assunzione di rischi indotta dalla ricerca di rendimento e a una redditività ridotta degli istituti finanziari in un contesto di curve di rendimento più piatte[7]. Il margine di manovra di cui la politica monetaria dispone per far fronte agli shock si sta riducendo e la possibilità di attenuarli ricorrendo ai risparmi pubblici e privati varia notevolmente all'interno dell'UE ed è limitata dagli elevati rapporti debito/PIL in un numero rilevante di Stati membri.

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

- **I saldi delle partite correnti hanno registrato un leggero calo in tutta l'UE nel 2018, i disavanzi rimangono l'eccezione e permangono forti avanzi.** Con alcune eccezioni, i paesi che in precedenza avevano registrato avanzi elevati delle partite correnti hanno adesso saldi sostanzialmente in equilibrio, mentre alcuni Stati membri hanno continuato ad accumulare avanzi elevati e persistenti al di sopra dei livelli giustificati dai fondamentali. Il rallentamento degli scambi commerciali, la resilienza della domanda interna e l'aumento dei prezzi del petrolio hanno inciso negativamente sui saldi delle partite correnti in tutti i settori.

- **Le posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) migliorano a un ritmo più sostenuto, ma in diversi Stati membri persistono ingenti stock di passività verso l'estero.** Posizioni prudenti delle partite correnti e una continua crescita nominale negli ultimi anni hanno sostenuto la riduzione del rapporto tra passività finanziarie verso l'estero e PIL. Le NIIP dei debitori netti sono migliorate più rapidamente rispetto al passato anche grazie a effetti di valutazione positivi che tuttavia non possono durare. Le NIIP restano decisamente negative in una serie di Stati membri e alcuni degli ultimi risultati effettivi delle partite correnti rischiano di non essere sufficienti a garantire il miglioramento delle posizioni degli stock verso l'estero a un ritmo adeguato. Parallelamente, i grandi creditori netti registrano delle NIIP sempre più positive per effetto di elevati avanzi delle partite correnti.

- **In molti Stati membri il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è cresciuto a un ritmo più sostenuto a seguito dell'accelerazione salariale e di un calo della crescita della produttività.** In tutta l'UE si registra un rafforzamento della crescita salariale in un contesto di mercati del lavoro più tesi. L'accelerazione del CLUP è sempre più collegata a un rallentamento della crescita della produttività. In alcuni casi, in particolare nei paesi dell'Europa centrale e orientale e nei paesi baltici, il forte aumento del CLUP è il risultato di una tendenza che si protrae da alcuni anni, rafforzata dall'aumento della domanda di manodopera associato alla carenza di personale qualificato e a strozzature nell'offerta di manodopera in economie con livelli salariali inferiori alla media. Più di recente la crescita del CLUP si è rafforzata anche nei paesi della zona euro, benché in misura minore. Sebbene la crescita del CLUP sia stata più elevata nei paesi creditori netti rispetto ai paesi debitori netti, questa differenza si sta riducendo e ciò comporta che l'evoluzione della competitività di costo sta diventando meno favorevole a un riequilibrio più simmetrico.

[6] Cfr. anche le prospettive economiche mondiali dell'ottobre 2019 del Fondo monetario internazionale e le previsioni economiche d'autunno 2019 della Commissione europea documento istituzionale 115, novembre 2019).

[7] Cfr. anche la relazione economica annuale della Banca dei regolamenti internazionali (giugno 2019) e la relazione sulla stabilità finanziaria mondiale del Fondo monetario internazionale (aprile 2019).

- **I tassi di cambio effettivi reali registrano un apprezzamento.** Dal 2016 i tassi di cambio effettivi reali registrano un apprezzamento in un certo numero di paesi nel quadro di un'accelerazione del costo per unità di prodotto e di apprezzamenti nominali. Tale situazione fa seguito ad anni in cui, in molti Stati membri, i costi e i prezzi relativi erano diminuiti grazie al deprezzamento dei tassi di cambio nominale e alla modesta inflazione dei costi e dei prezzi rispetto ai concorrenti. La riallocazione settoriale delle attività non commerciabili internazionalmente verso attività commerciabili internazionalmente, registrata nei paesi debitori netti per diversi anni dopo la crisi, sta decelerando, cessando o invertendo di tendenza.

- **La riduzione dell'indebitamento del settore privato sta procedendo soprattutto per effetto della crescita del PIL nominale mentre il debito delle famiglie si riduce a un ritmo rallentato.** I risparmi netti nel settore privato sono diminuiti e il calo del rapporto debito/PIL è sempre più il risultato della crescita nominale del PIL. Il ritmo della riduzione dell'indebitamento è sceso ed è il riflesso sia di una riduzione dei risparmi che di un rallentamento del PIL. Nello specifico, l'indebitamento delle famiglie è in aumento in un numero crescente di Stati membri. Sebbene la maggior parte dei paesi con un rapporto debito/PIL elevato abbia registrato una riduzione dell'indebitamento, in alcuni di tali paesi è tuttavia aumentato il rapporto debito privato/PIL. Il debito pubblico ha continuato a diminuire nella maggior parte degli Stati membri, ma in alcuni paesi fortemente indebitati le riduzioni sono state nulle o limitate. Nel 2019 i rendimenti dei titoli di Stato si sono comunque contratti notevolmente, anche per gli emittenti sovrani più indebitati.

- **La resilienza del settore bancario dell'UE è migliorata, ma permangono alcune sfide.** I coefficienti di capitalizzazione hanno smesso di crescere attestandosi su livelli comunque superiori alle norme di regolamentazione. Anche la redditività del capitale proprio si è stabilizzata dopo i miglioramenti degli ultimi anni. L'incidenza dei crediti deteriorati è diminuita considerevolmente negli ultimi anni e cali consistenti di crediti in sofferenza sono attualmente limitati a quei paesi che hanno elevate quote di crediti deteriorati. Sussistono tuttavia sfide in alcuni paesi dell'UE che presentano ancora una capitalizzazione e una redditività relativamente ridotte e quote elevate di crediti deteriorati. A tali sfide vanno ad aggiungersi prospettive mutate, caratterizzate da tassi a lungo termine a livelli minimi e una crescita economica indebolita.

- **Nel 2018 i prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto, ma le dinamiche dei prezzi sono rallentate laddove vi sono segnali evidenti di sopravvalutazione.** I prezzi delle abitazioni hanno continuato ad aumentare nel 2018 e in un numero crescente di paesi le valutazioni del prezzo delle abitazioni sono superiori ai picchi registrati dalla metà degli anni 2000 e sono probabilmente sovrastimate. La maggiore crescita dei prezzi delle abitazioni è stata tuttavia registrata in alcuni paesi dell'UE in cui finora vi sono stati solo pochi segnali di sopravvalutazione dei prezzi. Per contro, nei paesi con problemi più accentuati di sopravvalutazione e un debito elevato delle famiglie, i prezzi hanno spesso subito una flessione. In alcuni paesi il credito ipotecario per nuovi acquisti immobiliari appare in aumento, il che potrebbe portare a un'ulteriore accelerazione dei prezzi degli immobili residenziali.

- **I mercati del lavoro hanno continuato a migliorare e la disoccupazione è diminuita in tutti gli Stati membri dell'UE.** La disoccupazione si è ulteriormente ridotta in tutta l'UE, in particolare per i giovani e i disoccupati di lunga durata. Mercati del lavoro sempre più tesi sono in certa misura all'origine di un'accentuata crescita salariale che ha interessato anche i paesi della zona euro. Tuttavia, dalla ripresa e fino al 2017, la crescita dei salari reali era stata inferiore alla crescita della produttività del lavoro e un'inversione di tendenza ha avuto luogo solo a partire dal 2018. Sebbene l'aumento del reddito da lavoro, grazie alla crescita salariale e dell'occupazione, abbia contribuito

all'espansione della domanda interna, non risulta che l'aumento dei salari abbia innescato l'inflazione dei prezzi[8].

Nell'attuale contesto economico, il riequilibrio sia degli avanzi che dei disavanzi nella zona euro è urgente e sarebbe vantaggioso per tutti gli Stati membri. Secondo le previsioni, l'avanzo delle partite correnti nella zona euro diminuirà nel quadro di un rallentamento della domanda di esportazioni, pur rimanendo prossimo ai livelli massimi e al di sopra di livelli coerenti con i fondamentali dell'economia. L'avanzo della zona euro è cresciuto sulla scia di un ottimo andamento delle esportazioni e di importanti processi di riduzione dell'indebitamento che hanno interessato diversi settori dell'economia, anche in paesi in cui la necessità di ridurre l'indebitamento è modesta o inesistente. La moderazione più recente è collegata soprattutto all'indebolimento del commercio mondiale e a un maggiore disavanzo della bilancia dell'energia. Nell'attuale contesto economico occorre assolutamente portare avanti il riequilibrio degli avanzi e dei disavanzi delle partite correnti a livello di zona euro per contribuire a superare una situazione caratterizzata da bassa inflazione e bassi tassi di interesse e ridurre la dipendenza dalla domanda estera. Alla luce di queste considerazioni è necessario un'adeguata combinazione di politiche tra i membri della zona euro che tenga conto delle interdipendenze e delle ricadute. Sebbene importanti disavanzi delle partite correnti di paesi debitori netti siano stati corretti in passato, le posizioni delle partite correnti di tali paesi si stanno indebolendo e i loro ingenti stock di debito estero e nazionale impongono che i saldi delle partite correnti siano mantenuti a un livello prudente e che sia assicurato un ritmo adeguato di riduzione del debito, perseguendo al contempo riforme che innalzano il potenziale di crescita del PIL. Nei paesi creditori netti dovrebbe essere sfruttata la finestra di finanziamento a bassi tassi di interesse per continuare ad incrementare gli investimenti pubblici e privati. In questi paesi, un impiego della posizione favorevole di bilancio a sostegno degli investimenti e di altre spese produttive contribuirebbe inoltre a rendere le prospettive di crescita meno dipendenti dalla domanda estera e a sostenere il riequilibrio nella zona euro.

Nel complesso, le fonti di squilibri potenziali corrispondono in larga misura a quelle individuate nella relazione sul meccanismo di allerta 2019, ma le prospettive sembrano peggiorare sotto vari aspetti. Le posizioni degli stock verso l'estero sono migliorate a un ritmo più rapido grazie a condizioni economiche favorevoli, ma ulteriori miglioramenti sono messi in discussione dal deterioramento dei saldi delle partite correnti e dalla minore crescita del PIL nominale. Permangono forti avanzi delle partite correnti, mentre l'andamento della competitività è divenuto meno favorevole al riequilibrio e gli apprezzamenti reali effettivi sono più diffusi. La riduzione dell'indebitamento del settore privato avviene a un ritmo più lento, anche in alcuni casi in cui il debito è già elevato, e dipende sempre di più dalla crescita del PIL nominale. L'indebolimento delle prospettive di crescita nominale solleva la questione se la riduzione dell'indebitamento nei paesi ad alto debito possa continuare senza maggiori risparmi nel settore privato o pubblico o un rafforzamento del potenziale di crescita del PIL. Dopo anni di notevoli miglioramenti, la situazione del settore finanziario si è stabilizzata, ma possono emergere nuove sfide legate al contesto di bassi tassi di interesse. La crescita dei prezzi delle abitazioni resta forte, con valutazioni immobiliari che raggiungono livelli massimi in un numero crescente di paesi dell'UE. Nei mercati sopravvalutati si assiste a decelerazioni, ma una ripresa del credito ipotecario in alcuni paesi potrebbe alimentare una forte crescita dei prezzi delle abitazioni a prescindere da altri fattori.

Potenziali fonti di squilibri sono combinate tra loro secondo varie tipologie. Un certo numero di Stati membri risente di vulnerabilità multiple e interconnesse legate al debito che potrebbero riflettere in certa misura le condizioni del settore finanziario. In alcuni Stati membri le vulnerabilità sono

[8] Cfr. il riquadro 1 per una panoramica dei principali sviluppi recenti dell'UE nel campo dell'occupazione e in quello sociale.

principalmente connesse a un debito pubblico elevato e persistente, cui si aggiungono una produttività e competitività deboli che incidono sul potenziale di crescita. Certi Stati membri sono caratterizzati da forti e persistenti avanzi delle partite correnti. Per determinati Stati membri, i problemi sono legati all'evoluzione della competitività di costo, eventualmente associata a un deterioramento delle posizioni del bilancio estero. Infine, in alcuni Stati membri le principali sfide derivano dall'andamento dei prezzi delle abitazioni talvolta associato a un forte indebitamento delle famiglie.

Le sfide future richiedono un orientamento lungimirante della sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici. Alla luce della correzione della maggior parte degli squilibri di flusso e della progressiva riduzione degli squilibri di stock, la sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici sta gradualmente prestando maggiore attenzione al monitoraggio delle tendenze potenzialmente non sostenibili che potrebbero cristallizzarsi nel medio termine. Allo stesso tempo, l'evoluzione della situazione economica, compresi i rischi derivanti principalmente dal contesto economico esterno alla zona euro e all'UE, evidenzia l'importanza di valutare anche gli squilibri derivanti dalla zona euro e le prospettive dell'UE.

Per un certo numero di Stati membri individuati nella relazione sul meccanismo di allerta, analisi più dettagliate e complete saranno fornite negli esami approfonditi. Come nei recenti cicli annuali, gli esami approfonditi saranno integrati nelle relazioni per paese. Per preparare gli esami approfonditi la Commissione baserà la propria analisi su un'ampia gamma di dati e informazioni pertinenti e sui quadri di valutazione sviluppati dalla Commissione in collaborazione con i comitati e i gruppi di lavoro del Consiglio. L'analisi contenuta negli esami approfonditi costituirà la base per individuare gli squilibri o gli squilibri eccessivi negli Stati membri e per formulare eventuali aggiornamenti delle raccomandazioni specifiche per paese[9]. I paesi per i quali sono stati individuati squilibri o squilibri eccessivi sono, e continueranno ad essere, soggetti a un monitoraggio specifico, così da garantire una sorveglianza continua delle politiche adottate nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Saranno preparati esami approfonditi per gli Stati membri per i quali sono già stati individuati squilibri o squilibri eccessivi. In linea con la prassi prudenziale, saranno pubblicati esami approfonditi per valutare se gli squilibri esistenti sono in via di correzione, persistono o si stanno aggravando, prestando al contempo la dovuta attenzione alle politiche correttive attuate. La preparazione di esami approfonditi è pertanto prevista per i 13 Stati membri per i quali i risultati degli esami approfonditi del febbraio 2019 hanno individuato squilibri o squilibri eccessivi[10]. Per dieci Stati membri sono stati attualmente individuati squilibri (**Bulgaria, Croazia, Francia, Germania, Irlanda, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Spagna**, e **Svezia**), mentre per **Cipro, Grecia**, e **Italia** sono stati individuati squilibri eccessivi.

Sulla base dell'analisi svolta nella presente relazione sul meccanismo di allerta, la Commissione non ritiene necessario preparare esami approfonditi per altri Stati membri. La valutazione della relazione sul meccanismo di allerta non indica rischi aggiuntivi significativi che giustificherebbero un nuovo esame approfondito per gli Stati membri per i quali non sono stati individuati squilibri o squilibri eccessivi nell'ultimo ciclo annuale di attuazione della procedura per gli squilibri macroeconomici. La relazione sottolinea tuttavia la necessità di **monitorare attentamente nelle prossime relazioni per paese** una serie di sviluppi che, se protratti, potrebbero comportare rischi macroeconomici. Tali sviluppi

[9] Articolo 6 del regolamento (UE) n. 1176/2011.

[10] Cfr. "Semestre europeo 2019: valutazione dei progressi in materia di riforme strutturali, prevenzione e correzione degli squilibri macroeconomici e risultati degli esami approfonditi a norma del regolamento (UE) n. 1176/2011", COM(2019) 150 final del 27.2.2019.

riguardano il costo del lavoro per unità di prodotto e le conseguenze che ne derivano per la competitività esterna in una serie di Stati membri (Estonia, Lettonia, Lituania, Repubblica ceca, Slovacchia e Ungheria) e i mercati dell'edilizia abitativa e il debito delle famiglie (Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Lussemburgo, Regno Unito, Repubblica ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria)[11].

2. LA DIMENSIONE "ZONA EURO" DEGLI SQUILIBRI MACROECONOMICI

Dopo aver raggiunto il picco, il saldo delle partite correnti della zona euro continua a registrare livelli ancora molto elevati. Il saldo delle partite correnti della zona euro è passato da una posizione pre-crisi nel complesso equilibrata al picco del 3,2 % del PIL raggiunto nel 2016. Da allora il suo valore è sceso leggermente, attestandosi al 3,1 % del PIL nel 2018 (grafico 1)[12]. L'avanzo delle partite correnti della zona euro resta il più elevato a livello mondiale e, secondo le stime, è superiore al livello raccomandato dai fondamentali dell'economia (circa l'1,7 % del PIL del 2018 della zona euro)[13]. L'avanzo riflette principalmente le ingenti eccedenze registrate in Germania e nei Paesi Bassi, i cui saldi con l'estero combinati rappresentavano il 2,8 % del PIL della zona euro nel 2018. A politiche invariate, secondo le previsioni d'autunno 2019 della Commissione europea, l'avanzo delle partite correnti diminuirà nel 2019, raggiungendo il 2,7 % del PIL, per scendere ulteriormente al 2,5 % del PIL entro il 2020.

La riduzione in corso dell'avanzo della zona euro è dovuta principalmente all'indebolimento della bilancia commerciale. Il saldo del settore energetico è il fattore che ha contribuito maggiormente alla riduzione del saldo delle partite correnti tra il 2016 e il 2018 nel contesto dell'aumento dei prezzi del petrolio. Il saldo del settore energetico ha registrato un disavanzo pari a -1,7 % del PIL nel 2017, salito a -2,1 % del PIL nel 2018, mentre il saldo dei rimanenti scambi commerciali è rimasto sostanzialmente stabile al 4,6 % del PIL. I fattori alla base del ridotto tasso di crescita delle importazioni e delle esportazioni della zona euro sono il rallentamento degli scambi e della crescita registrato a livello mondiale a partire dalla metà del 2018, il persistere di una situazione di maggiore incertezza in relazione al contesto delle politiche commerciali e l'apprezzamento dell'euro in termini effettivi nel 2018. I dati mensili mostrano un'ulteriore riduzione delle esportazioni e delle importazioni di beni tra la zona euro e il resto del mondo nel corso del 2019 (grafico 2). Una serie di fattori potrebbe contribuire a un ulteriore

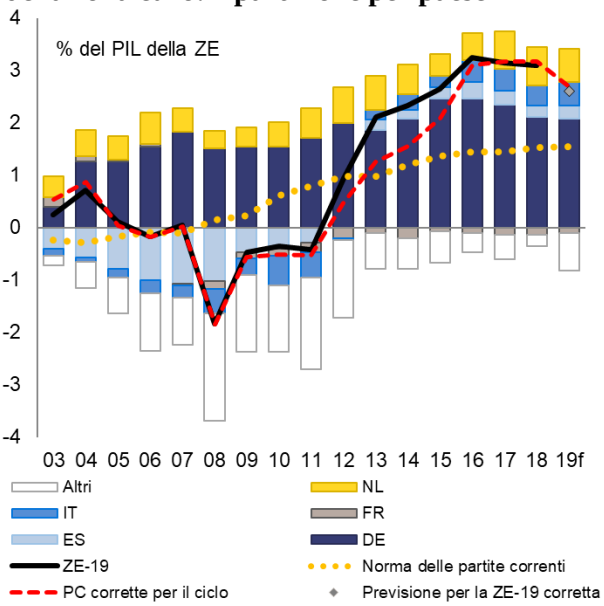
[11] Nel settembre 2019 il comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) ha emesso avvertimenti e raccomandazioni sulle vulnerabilità a medio termine specifiche per paese nel settore degli immobili residenziali per nove Stati membri: raccomandazioni per Belgio, Danimarca, Finlandia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Svezia, e avvertimenti per Francia, Germania e Repubblica ceca. Tutti i paesi di questo gruppo erano già stati destinatari di avvertimenti da parte del CERS nel novembre 2016 come pure l'Austria e il Regno Unito. Il regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici (regolamento (UE) n. 1176/2011) invita la Commissione a tenere conto degli eventuali avvertimenti o raccomandazioni indirizzati dal CERS agli Stati membri soggetti a un esame approfondito.

[12] Le cifre relative alle partite correnti della zona euro qui menzionate e utilizzate si riferiscono al saldo "aggiustato" delle partite correnti della zona euro rispetto al resto del mondo (dalle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti della zona euro); tali cifre indicano un saldo aggregato delle partite correnti della zona euro pari al 3,1 % del PIL per il 2018, un valore in linea con la relazione degli Stati membri sul saldo delle partite correnti (secondo il cosiddetto "concetto comunitario"). A causa delle asimmetrie dei saldi nella zona euro comunicati dalle diverse autorità statistiche nazionali, i saldi nominali delle partite correnti degli Stati membri ammontano tuttavia al 4 % del PIL della zona euro (dati sulla bilancia dei pagamenti) e al 3,8 % del PIL (statistiche sui conti nazionali). Le cifre relative alla zona euro riportate dalle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e alla contabilità nazionale sono state rivedute nell'ottobre 2019, il che non ha inciso sui dati del 2018, ma ha comportato un'ampia revisione al ribasso del saldo delle partite correnti della zona euro per il periodo 2009-2015.

[13] L'FMI (rapporto sul settore esterno 2019) suggerisce un valore pari a circa l'1,6 % del PIL per la norma delle partite correnti della zona euro.

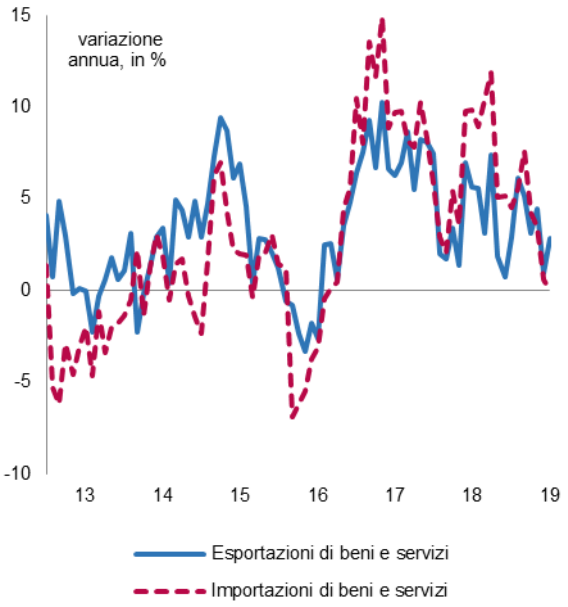
deterioramento delle partite correnti della zona euro, compreso un indebolimento relativo delle condizioni cicliche in altri settori dell'economia mondiale, il diffondersi degli effetti delle politiche commerciali restrittive o il rincaro del petrolio dovuto alle tensioni geopolitiche.

Grafico 1: Evoluzione delle partite correnti della zona euro: ripartizione per paese



Fonte: Eurostat, bilancia dei pagamenti, Previsioni economiche d'autunno 2019 della Commissione europea.

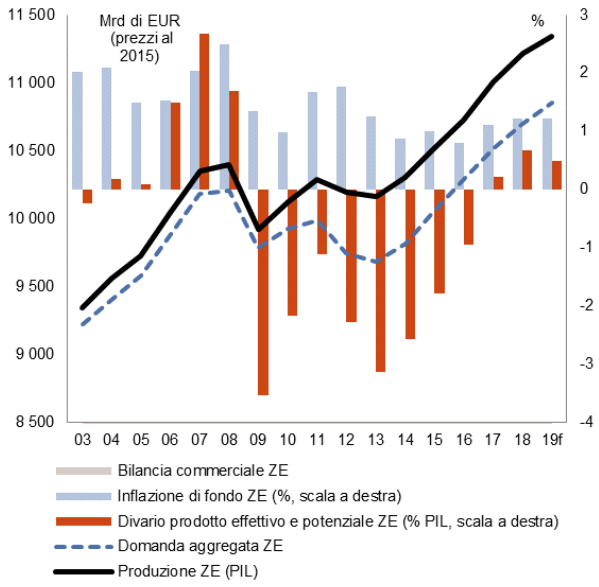
Grafico 2: Evoluzione dell'interscambio della zona euro con il resto del mondo



Fonte: Eurostat, statistiche del commercio estero
Nota: Dati destagionalizzati, prezzi correnti.

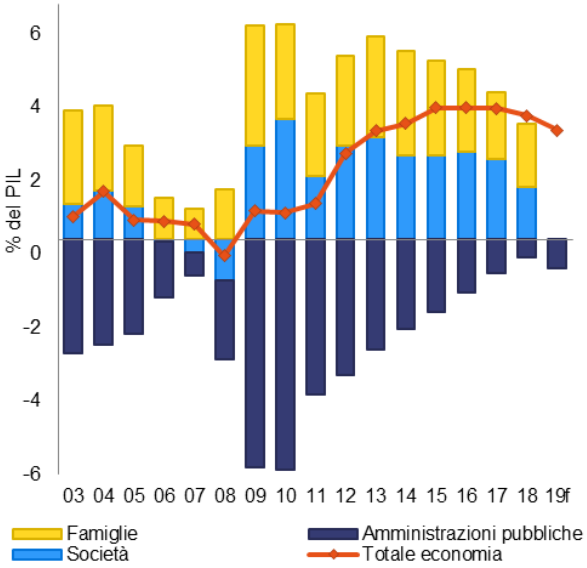
I fattori alla base della recente leggera riduzione dell'avanzo delle partite correnti della zona euro differiscono da quelli all'origine del suo precedente aumento. La posizione delle partite correnti della zona euro è passata in avanzo dopo la crisi finanziaria del 2008 a causa della forte correzione dei disavanzi elevati a seguito di un'inversione dei flussi finanziari transfrontalieri, e si è ulteriormente rafforzata con l'allargarsi della crisi del debito a Spagna e Italia e la conseguente compressione della domanda interna di questi due paesi. Parallelamente si è registrato anche un graduale aumento dell'ingente avanzo delle partite correnti della Germania in un contesto di crescita della domanda interna a un ritmo più debole rispetto a quello della produzione e di riduzione dell'indebitamento in tutti i settori dell'economia. Nel complesso, l'aumento dell'avanzo della zona euro tra la crisi finanziaria e il 2016 è da ascriversi in primo luogo a un ampio processo di riduzione dell'indebitamento che ha interessato il settore privato, cui si è aggiunto il settore pubblico dopo l'aggravarsi della crisi del debito nel 2011. La contrazione dell'avanzo della zona euro a partire dal 2017 è dovuta principalmente alla riduzione dell'avanzo in Germania e, in misura minore, in Italia e Spagna, che sono esportatori relativamente grandi di prodotti manufatti e dipendono dall'energia generata da idrocarburi importati. Le recenti dinamiche delle partite correnti della zona euro non sembrano collegate a un processo di significativa ripresa dell'indebitamento, ma piuttosto al calo delle esportazioni nette sulla scia del rallentamento del commercio mondiale e di una bolletta dell'energia più costosa. La riduzione dell'avanzo della zona euro tra il 2017 e il 2018 si riflette principalmente nel calo della posizione di accreditamento netto delle società non finanziarie, che registrano valori positivi dal 2013. La recente moderazione dei risparmi netti delle imprese ha compensato il miglioramento della posizione di indebitamento netto del settore pubblico nello stesso periodo (grafico 4).

Grafico 3: Produzione, domanda interna, esportazioni nette e inflazione di fondo nella zona euro



Fonte: AMECO[14]

Grafico 4: Accreditamento/indebitamento netto per settore nella zona euro



Fonte: Eurostat

Un contesto di bassa inflazione e di bassi tassi di interesse pone una serie di sfide. Le autorità monetarie della zona euro e delle altre principali regioni del mondo hanno adottato misure per contrastare il rallentamento incipiente della produzione e il calo delle aspettative di inflazione nel 2019, invertendo il percorso verso condizioni più rigorose annunciato in precedenza. I rendimenti obbligazionari sono passati a livelli negativi, con un calo soprattutto nella parte lunga delle curve di rendimento e la riduzione degli spread dei tassi di interesse sulle obbligazioni più rischiose. L'inflazione di fondo rimane al di sotto dell'obiettivo delle autorità monetarie; il divario tra prodotto effettivo e potenziale della zona euro è stimato al ribasso dopo la traiettoria positiva intrapresa nel 2017, che aveva fatto seguito a un periodo prolungato di domanda modesta e di divari negativi tra prodotto effettivo e potenziale (grafico 3). Sebbene nel prossimo futuro il calo della crescita nominale renderà più difficile ridurre l'indebitamento, il contesto di bassi tassi di interesse ridurrà il costo del debito. Tuttavia, tassi di interesse a lungo termine a livelli storicamente molto bassi comportano anche una serie di sfide potenziali: rappresentano un incentivo a eludere i vincoli regolamentari e stimolano la ricerca di profitto in investimenti rischiosi; contribuiscono a sottovalutare il rischio di credito, mentre la compressione degli spread indebolisce gli incentivi a ridurre il forte debito; riducono la redditività delle istituzioni finanziarie regolamentate, in particolare banche e assicurazioni, in considerazione di curve del rendimento piatte[15].

Il riequilibrio all'interno della zona euro è ancora incompleto e gli sviluppi della competitività stanno diventando meno favorevoli a tale riequilibrio. Mentre la maggior parte dei disavanzi elevati delle partite correnti è stata corretta, alcuni paesi della zona euro continuano a registrare avanzi consistenti. I paesi che in passato hanno registrato un disavanzo elevato continuano ad essere

[14] Si noti che, mentre la differenza tra il PIL e la domanda interna dovrebbe essere, per definizione, uguale alla bilancia commerciale, i dati non sono del tutto allineati a causa delle discrepanze all'interno della zona euro nei dati comunicati (cfr. la nota 12).

Ad es. BCE, "Rapporto sulla stabilità finanziaria, maggio 2018, maggio 2019".

caratterizzati sia da una posizione patrimoniale netta sull'estero molto negativa sia, in genere, da grandi stock di debito privato o pubblico che rappresentano una vulnerabilità. Dopo la crisi finanziaria, un processo di aggiustamento dei costi e dei prezzi relativi ha contribuito al riequilibrio. Il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto a un ritmo più sostenuto nei paesi creditori netti rispetto ai paesi debitori netti, invertendo così la tendenza precedente alla crisi finanziaria. Questo andamento persiste, ma con differenze che appaiono meno marcate tra i diversi gruppi di paesi (grafico 5)[16]. I mercati del lavoro in crescente tensione che si osservano anche nei paesi debitori netti inducono un'accelerazione della crescita salariale, mentre la competitività di costo è ancora ridimensionata da una minor crescita della produttività associata a sua volta al rallentamento o al calo del rapporto capitale/lavoro. I livelli di competitività, misurati dai deflatori del PIL espressi in parità di potere d'acquisto rispetto a quello dei concorrenti (grafico 6), mostrano una debole correlazione con i saldi dei conti con l'estero e con le esigenze di riequilibrio[17]. La quota di beni scambiabili sul valore aggiunto totale corrisponde all'aggiustamento dei prezzi relativi: dopo la crisi, tale quota è in crescita nei paesi che in passato presentavano disavanzi elevati, ma il processo è in fase di rallentamento o di inversione di tendenza[18].

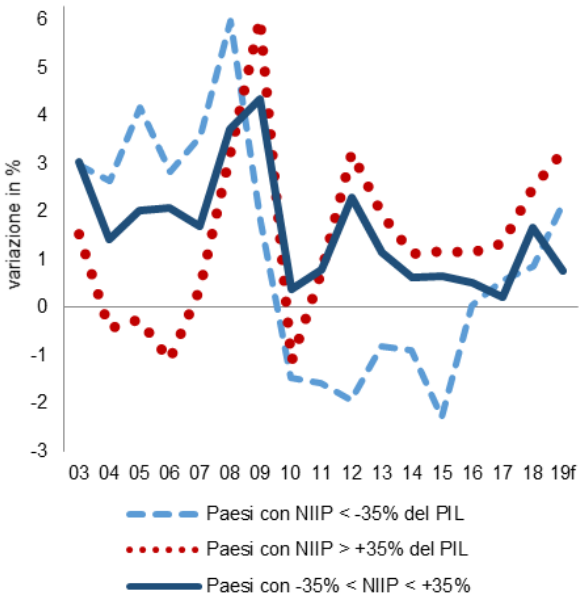
Nell'attuale contesto economico, il riequilibrio sia degli avanzi che dei disavanzi della zona euro è urgente e sarebbe vantaggioso per tutti gli Stati membri. Per ridurre i loro grandi stock di debito estero e nazionale, i paesi debitori netti devono mantenere i saldi delle partite correnti a un livello prudente e assicurare un ritmo adeguato di riduzione del debito, pur continuando a perseguire l'obiettivo di accrescere il potenziale di crescita del PIL. Il miglioramento delle prospettive in termini di produttività, in particolare mediante investimenti e riforme mirati a promuovere la produttività totale dei fattori, è una necessità sentita a livello della zona euro in generale, che è però ancora più accentuata nei paesi debitori netti, in quanto tale miglioramento è fondamentale sia per la sostenibilità del debito sia per fare in modo che l'andamento della competitività relativa sia più favorevole al riequilibrio. Per contro, nei paesi creditori netti un ulteriore aumento degli investimenti nel settore pubblico e privato rafforzerebbe la crescita potenziale, renderebbe le prospettive di crescita di questi paesi meno dipendenti dalla domanda estera e sosterrebbe la domanda interna, promuovendo in tal modo il riequilibrio della zona euro. Nell'attuale contesto economico, gli impulsi di bilancio nei paesi con avanzi consistenti e una posizione di bilancio favorevole contribuirebbero anche a superare una situazione caratterizzata da bassa inflazione e bassi tassi di interesse nonché a sostenere la crescita nominale, favorendo in tal modo la riduzione dell'indebitamento e il riequilibrio delle posizioni dei debitori netti.

[16] Nel 2019 il credito d'imposta francese per l'occupazione e la competitività ("CICE") è stato sostituito da una riduzione permanente dei contributi sociali a carico dei datori di lavoro nel primo trimestre, comportando un calo considerevole dei costi del lavoro in Francia, come mostra la variazione del costo del lavoro per unità di prodotto per il gruppo di paesi con una NIIP intermedia nel grafico 5.

[17] Il grafico 6 presenta i paesi in base alle loro partite correnti.

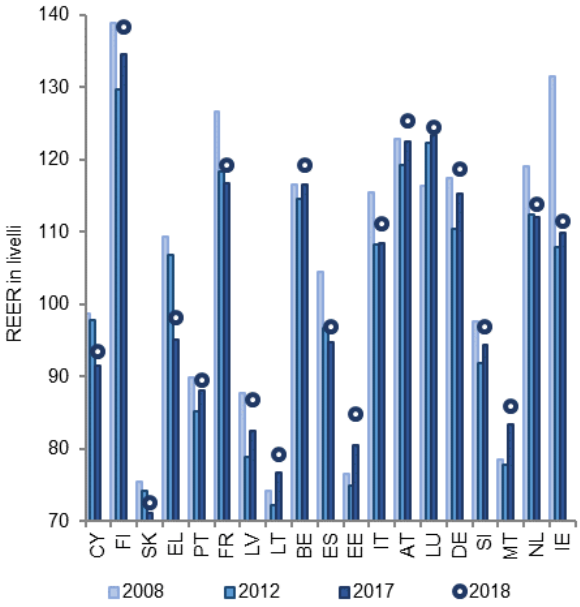
[18] I dati si basano sulla quota dell'agricoltura, del settore manifatturiero e dei servizi di commercio, di trasporto e di comunicazione sul valore aggiunto totale. L'indicatore non tiene conto del fatto che i servizi stanno diventando sempre più commerciabili e rappresentano una quota crescente del valore aggiunto totale.

Grafico 5: Aumento del costo del lavoro per unità di prodotto nella zona euro



Fonte: AMECO
Nota: i paesi con NIIP superiore a +35 % del PIL sono DE, LU, NL, BE, MT. I paesi con NIIP tra 35 % e -35 % del PIL sono FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. I paesi restanti rientrano nel gruppo con NIIP inferiore a -35 % del PIL. La ripartizione dei paesi si basa sui valori medi della NIIP nel periodo 2016-2018. I paesi creditori netti hanno registrato un avanzo medio delle partite correnti nello stesso periodo. Le cifre si riferiscono alle medie ponderate in rapporto al PIL per i tre gruppi di paesi.

Grafico 6: Livelli dei tassi di cambio effettivi reali basati sui deflatori del PIL



Fonte: calcoli dei servizi della Commissione sui dati di Eurostat e dell'FMI.
Nota: i livelli dei tassi di cambio effettivi reali sono calcolati sulla base del rapporto deflatore/PIL espresso in parità di potere d'acquisto (supponendo USA = 100). Le ponderazioni per paese sono quelle utilizzate per elaborare gli indici del tasso di cambio effettivo reale (gruppo di 42 concorrenti).

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

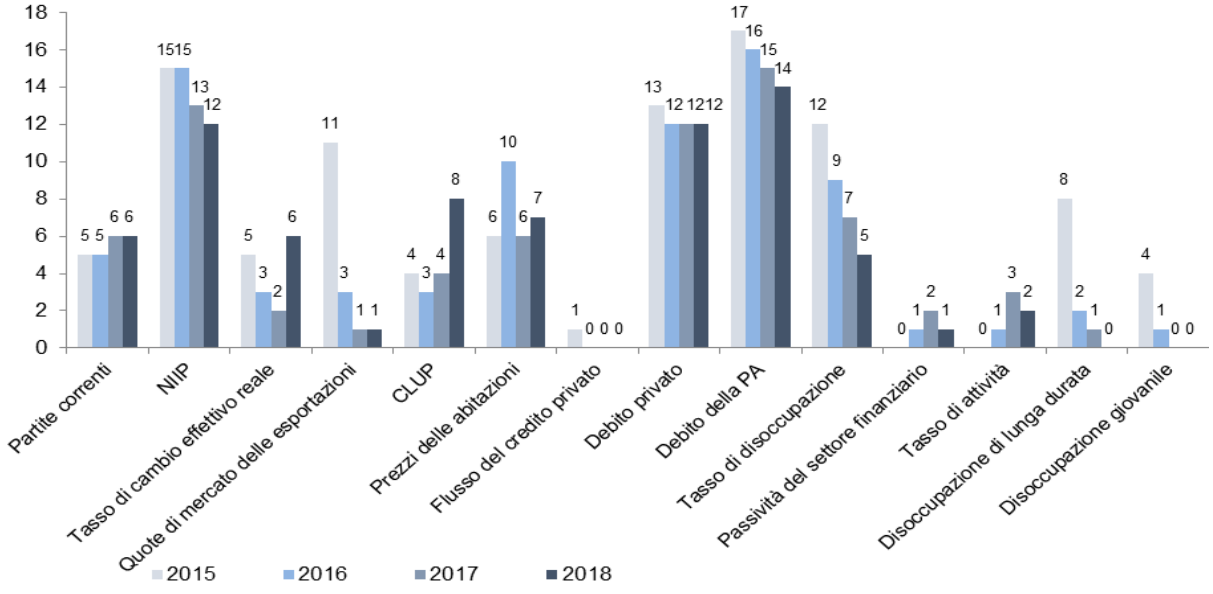
La relazione sul meccanismo di allerta si basa su una lettura in chiave economica degli indicatori del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, che costituisce un filtro per individuare indizi di possibili rischi e vulnerabilità. Il quadro di valutazione comprende 14 indicatori con soglie indicative nei seguenti settori: posizioni sull'estero, competitività, debito privato, mercati immobiliari, settore bancario e occupazione. Esso si basa su dati effettivi con una buona qualità statistica per garantire la stabilità dei dati e la coerenza tra paesi. Il quadro di valutazione utilizzato per la presente relazione si basa pertanto sui dati fino al 2018. In conformità con il regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici (regolamento (UE) n. 1176/2011), i valori del quadro di valutazione non sono letti meccanicamente nelle valutazioni contenute nella relazione sul meccanismo di allerta, ma sono sottoposti a una lettura economica che permette di comprendere meglio il contesto economico globale e di tener conto delle considerazioni specifiche per paese[19]. Una serie di indicatori ausiliari integra la lettura del quadro di valutazione. La valutazione della relazione sul meccanismo di allerta prende in considerazione anche dati più recenti e informazioni aggiuntive,

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

informazioni provenienti dai quadri di valutazione, i risultati degli esami approfonditi esistenti e le relative analisi, e le previsioni d'autunno 2019 della Commissione.

I dati del quadro di valutazione indicano l'emergere di problemi potenziali relativi alla competitività di costo e alla dinamica dei prezzi delle abitazioni, in aggiunta al persistere di elevati livelli di debito che si stanno aggiustando solo gradualmente. Il debito pubblico, le posizioni patrimoniali nette sull'estero e il debito privato continuano a registrare la più di frequente valori superiori alla soglia nel quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta (grafico 7)[20]. L'espansione economica e il miglioramento delle partite correnti e del saldo di bilancio hanno tuttavia contribuito a ridurre le passività nette verso l'estero e il debito pubblico in percentuale del PIL, con la conseguente riduzione del numero di Stati membri che superano le relative soglie del quadro di valutazione. Per contro, il numero di paesi che superano la soglia è invariato per il debito privato nel contesto di un allentamento delle posizioni di risparmio che mitiga l'impatto della crescita sul rapporto debito/PIL. In alcuni paesi l'espansione economica si manifesta anche con la rapida crescita dei costi salariali e dei prezzi delle abitazioni. Il numero di Stati membri con un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto superiore alla soglia è più che raddoppiato rispetto ai precedenti dati del quadro di valutazione, e un numero maggiore di paesi supera la soglia relativa al tasso di cambio effettivo reale a causa di rivalutazioni. Il dinamismo dei prezzi delle abitazioni degli ultimi anni si riflette nell'aumento marginale del numero di paesi che hanno superato di recente la relativa soglia. I saldi delle partite correnti superiori alle soglie continuano a essere connessi soprattutto alle eccedenze. Il prolungarsi di una crescita economica propizia all'occupazione ha per effetto la diminuzione del numero di paesi dell'UE con un elevato tasso di disoccupazione e minori problemi in relazione alla disoccupazione giovanile e di lunga durata e ai tassi di attività.

Grafico 7: Numero di paesi che presentano variabili del quadro di valutazione superiori alla soglia



Fonte: Eurostat

[20] Gli indicatori del quadro di valutazione dettagliati e le rispettive soglie indicative sono riportati nella tabella 1.1 in allegato; gli indicatori ausiliari sono riportati nella tabella 2.1. Come spiegato nella nota al grafico 9, la lettura dell'evoluzione dei dati del quadro di valutazione si basa sui dati disponibili al momento della redazione di ciascuna relazione sul meccanismo di allerta. La data limite per i dati da considerare ai fini della relazione sul meccanismo di allerta 2019 era il 25 ottobre 2019.

Nota: il numero di paesi che presentano variabili del quadro di valutazione superiori alla soglia è basato sull'edizione del quadro di valutazione pubblicata con la rispettiva relazione annuale sul meccanismo di allerta. Eventuali revisioni ex-post possono comportare una differenza tra il numero di paesi che superano la soglia calcolato utilizzando le cifre più recenti per le variabili del quadro di valutazione e il numero riportato in questo grafico.

La maggior parte degli Stati membri dell'UE ha registrato una leggera tendenza al ribasso delle posizioni delle partite correnti nel 2018. Il rallentamento degli scambi commerciali, la resilienza della domanda interna e l'aumento dei prezzi del petrolio hanno inciso sui saldi delle partite correnti nella maggior parte degli Stati membri. Nella maggioranza dei casi, i saldi delle partite correnti rimangono al di sopra dei livelli che potrebbero essere attesi in base ai fondamentali economici specifici per paese ("norme delle partite correnti") e superiori a quanto necessario per correggere ingenti passività nette verso l'estero (grafico 8)[21]. Sebbene il deterioramento delle partite correnti che ha avuto luogo tra il 2017 e il 2018 sia stato spesso superiore a quello risultante unicamente dai fattori congiunturali (grafico 9), in generale le partite correnti corrette per il ciclo indicano che le posizioni sull'estero sono più forti dei dati nominali poiché i divari tra prodotto effettivo e potenziale sono quasi ovunque positivi[22].

- **Solo due Stati membri registrano disavanzi delle partite correnti che vanno oltre la soglia minima del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici.** Cipro registra il maggiore disavanzo delle partite correnti nell'UE in base alla media dei dati su 3 anni del quadro di valutazione, dati che, seppur migliorati nel 2018, non hanno raggiunto un livello che garantirebbe un miglioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero a un ritmo adeguato[23]. Anche il disavanzo delle partite correnti del Regno Unito va oltre la soglia del quadro di valutazione. La Romania ha registrato nel solo 2018 un disavanzo delle partite correnti visibili pari a -4,6 % del PIL, un deciso peggioramento rispetto agli anni precedenti; tale valore è inferiore alla norma e una buona parte del deterioramento non è giustificata dal ciclo economico.
- **Le partite correnti sono in flessione in una serie di paesi che sono grandi debitori netti.** Nel 2018 i risultati delle partite correnti sono diminuiti in Grecia, Portogallo e Spagna. Il disavanzo delle partite correnti della Grecia è superiore al valore spiegabile in base ai fondamentali e non è sufficiente a correggere la NIIP verso livelli prudenti su un orizzonte temporale di 10 anni[24]. In

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

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

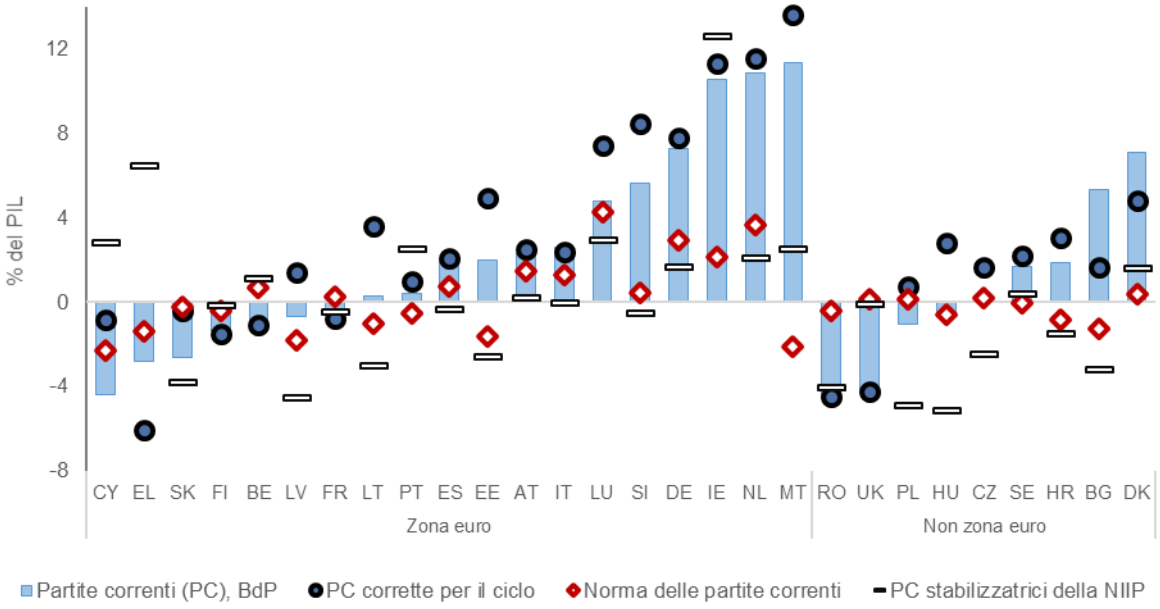
[23] I dati relativi alle partite correnti di Cipro sono stati rivisti a seguito della relazione sul meccanismo di allerta dello scorso anno e mostrano ora un disavanzo delle partite correnti che rientra nella soglia inferiore per quanto riguarda i tre anni fino al 2017, contrariamente allo scorso anno.

[24] Per la metodologia relativa alle soglie prudenziali della NIIP specifiche per paese, cfr. la nota 25. Il divario tra le partite correnti effettive e quelle necessarie per stabilizzare la NIIP dipende in misura determinante dal lasso di tempo considerato. Ad esempio, il saldo delle partite correnti necessario per stabilizzare la NIIP della Grecia al di sopra della soglia prevista dal quadro di valutazione del -35 % del PIL entro un orizzonte temporale di 20 anni

Portogallo gli ultimi dati sono inferiori al livello che garantirebbe una correzione della NIIP negativa a un ritmo adeguato. Per contro, gli attuali sviluppi delle partite correnti in Spagna sono coerenti con un miglioramento della NIIP a un ritmo adeguato. Nel 2018 le partite correnti dell'Irlanda hanno registrato un forte aumento, rispecchiando in larga misura le operazioni transfrontaliere effettuate dalle società multinazionali.

- **Quattro paesi dell'UE hanno continuato a registrare avanzi delle partite correnti oltre la soglia superiore del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici**. È il caso di Danimarca, Germania e Paesi Bassi dall'inizio di questo decennio e, più recentemente, di Malta. Nel 2018 l'avanzo è diminuito in Germania di 0,7 punti percentuali del PIL e di poco meno in Danimarca, mentre è rimasto pressoché invariato a Malta e nei Paesi Bassi. Negli ultimi due paesi la dinamica delle eccedenze è stata influenzata dalle operazioni transfrontaliere connesse alle attività delle multinazionali e dei settori dei servizi a orientamento internazionale che incidono sia sulla bilancia commerciale che sul saldo dei redditi.
- **Ingenti avanzi continuano a contribuire al conseguimento di consistenti NIIP positive.** Ad eccezione di Malta, gli avanzi delle partite correnti superiori alla soglia del quadro di valutazione sono anche superiori ai livelli giustificati dai fondamentali (grafico 8). In tutti i casi, gli avanzi superiori alla soglia del quadro di valutazione sono superiori anche ai livelli che consentirebbero di stabilizzare NIIP già molto positive al livello attuale su un orizzonte temporale di 10 anni.

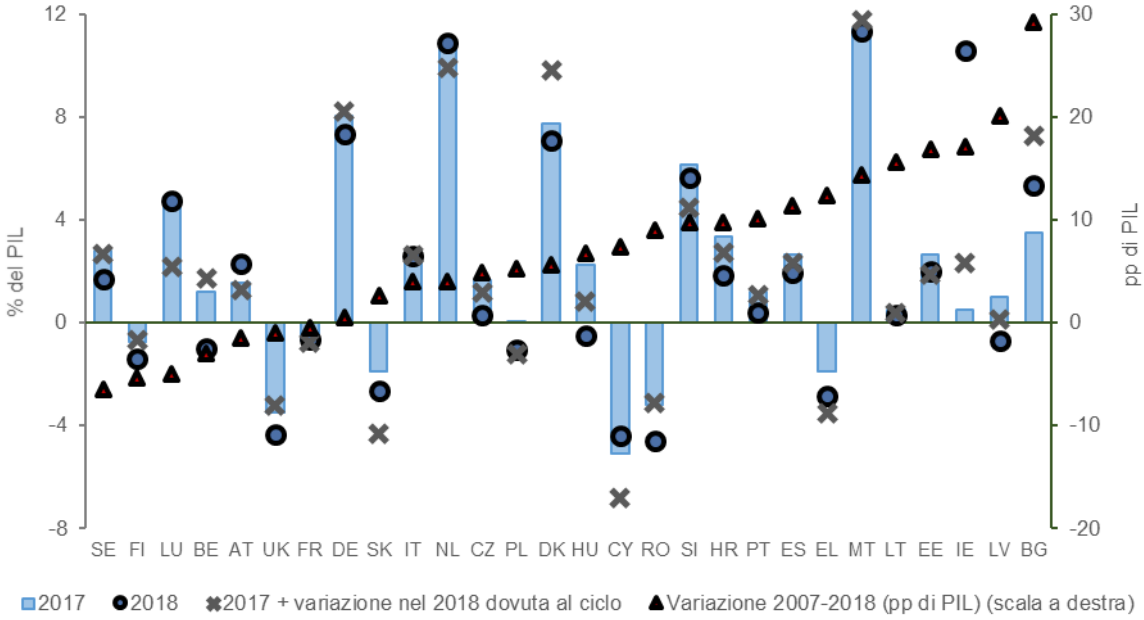
Grafico 8: Saldi delle partite correnti e parametri di riferimento nel 2018



Fonte: Eurostat (dati BPM6), calcoli dei servizi della Commissione.
Nota: i paesi sono classificati in base al saldo delle partite correnti nel 2018. *Saldi delle partite correnti corretti per il ciclo*: cfr. nota 22. *Norme delle partite correnti*: cfr. nota 21. Il parametro di riferimento delle *partite correnti stabilizzatrici della NIIP* è definito come il saldo delle partite correnti necessarie per stabilizzare la NIIP al livello attuale nei prossimi 10 anni oppure, se la NIIP attuale è inferiore alla rispettiva soglia prudenziale specifica per paese, come il saldo delle partite correnti necessarie per raggiungere la soglia prudenziale della NIIP nei prossimi 10 anni (cfr. nota 26).

corrisponderebbe a un avanzo prossimo all'1 % del PIL; cfr. Commissione europea (2019), "Relazione sulla sorveglianza rafforzata: Grecia, novembre 2019", European Economy, Institutional Paper n. 116, novembre 2019.

Grafico 9: Evoluzione dei saldi delle partite correnti



Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione.
Nota: i paesi sono presentati in ordine crescente in termini di variazione del rapporto NIIP-PIL nel periodo compreso tra il 2007 e il 2018. La *variazione dovuta al ciclo* è calcolata come la variazione del saldo di cui la variazione del saldo delle partite correnti corretto per il ciclo non tiene conto.

Nel 2018 la NIIP è migliorata a un ritmo più rapido nella maggior parte degli Stati membri, ma alcuni paesi registrano ancora grandi stock di passività verso l'estero. I miglioramenti della NIIP sono proseguiti nel 2018 grazie alle posizioni prudenti delle partite correnti, alla crescita del PIL e a consistenti effetti di valutazione positivi in alcuni paesi (grafici 10 e 11). Tuttavia la NIIP resta ampiamente negativa in un certo numero di paesi dell'UE. Nel 2018 12 Stati membri (uno in meno rispetto al 2017) hanno registrato NIIP inferiori alla soglia del quadro di valutazione di -35 % del PIL. Nei paesi con NIIP fortemente negativa, i valori sono inferiori a quelli giustificabili dai principi fondamentali ("norme della NIIP") e, in alcuni casi, inferiori alle soglie prudenziali[25]. In alcuni paesi, lo stock di passività verso l'estero è elevato anche se calcolato al netto degli investimenti diretti esteri e di altri strumenti non esposti al rischio di default (NENDI)[26].

- Alcuni paesi della zona euro, quali Cipro, Grecia, Irlanda e Portogallo, continuano ad avere **NIIP fortemente negative** al di sotto del -100 % del PIL. Le NIIP di questi paesi sono ben al di sotto dei

[25] Valori della NIIP in linea con i fondamentali ("norme della NIIP") sono ottenuti come il cumulo nel tempo delle norme delle partite correnti (cfr. anche la nota 21). Le soglie prudenziali della NIIP sono determinate dalla massimizzazione della potenza del segnale nel quadro della previsione di una crisi della bilancia dei pagamenti, tenendo conto delle informazioni specifiche per paese sintetizzate in base al reddito pro capite. Per informazioni sulla metodologia di calcolo degli stock della NIIP in linea con i fondamentali, cfr. A. Turrini and S. Zeugner (2019), "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper 097/2019.
[26] La NENDI è un sottoinsieme della NIIP dal quale sono escluse le componenti puramente connesse al capitale proprio - vale a dire gli investimenti diretti esteri sotto forma di capitale e di partecipazioni in capitale, e il debito da investimenti diretti esteri transfrontaliero intrasocietario - e rappresenta la NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default. Cfr. Commissione europea, "Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard", Technical note; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

parametri di riferimento, per quanto riguarda sia le norme della NIIP che le soglie prudenziali. A Cipro e in Irlanda i livelli della NIIP riflettono anche la rilevanza dei bilanci delle società multinazionali e delle relazioni finanziarie transfrontaliere delle imprese. Nei quattro paesi suddetti e in Spagna, le passività del debito incidono in larga misura sulla NIIP, come indica la NENDI (NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default) decisamente negativa. In Grecia l'ingente debito pubblico estero, spesso contratto a condizioni estremamente agevolate, rappresenta la parte più consistente della NIIP[27]. Gran parte della NIIP di Cipro è legata alle posizioni in bilancio di società veicolo non finanziarie di armamento.

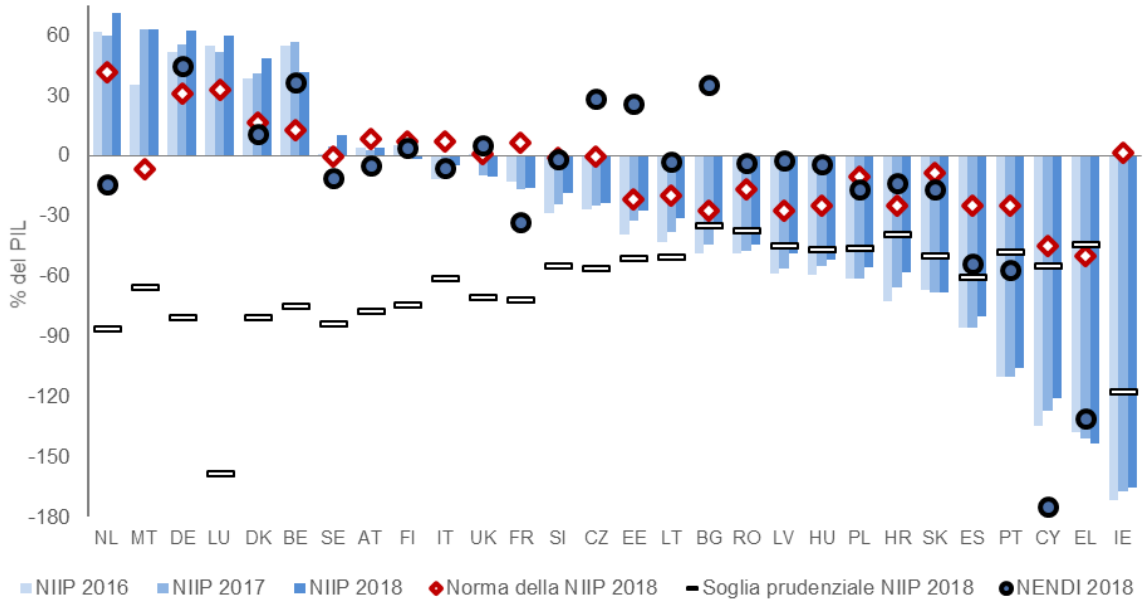
- In paesi con NIIP **più moderatamente negative**, ma sempre peggiore di -35 % del PIL, le NIIP tendono anche a essere al di sotto di quanto ipotizzabile in base ai fondamentali specifici per paese. È questo il caso di Bulgaria, Croazia, Lettonia, Polonia, Romania, Slovacchia e Ungheria. In alcuni casi le NIIP sono peggiori anche delle soglie prudenziali. Tuttavia, poiché molti di questi paesi dell'Europa centrale e orientale e del Baltico sono grandi destinatari di investimenti diretti esteri, le loro NIIP migliorano notevolmente se calcolate al netto degli strumenti non esposti al rischio di default (NENDI)[28]. Altri paesi dell'UE registrano NIIP negative al di sopra di -35 % del PIL ma sono al di sotto delle rispettive norme (Estonia, Lituania, Repubblica ceca e Slovenia), il che anche in questo caso rispecchia stock di IDE in entrata. All'interno di questo gruppo, la Francia si contraddistingue per la forte rilevanza di strumenti esposti al rischio di default nella sua NIIP negativa.
- La maggior parte delle **NIIP decisamente positive** ha registrato un ulteriore aumento nel 2018. Germania, Lussemburgo, Malta e Paesi Bassi hanno una NIIP positiva pari o superiore al 60 % del PIL e la Danimarca a quasi il 50 % del PIL[29]. Ciò è dovuto al persistere di forti avanzi delle partite correnti per un certo numero di anni con il conseguente accumulo di un'ingente posizione patrimoniale netta nei confronti del resto del mondo. Il Belgio ha invece registrato un drastico calo della sua NIIP molto positiva a seguito di effetti di valutazione negativi. In tutti questi casi, i valori delle NIIP sono decisamente superiori alle rispettive norme, vale a dire ben oltre quanto potrebbe essere giustificato o previsto sulla base dei fondamentali specifici per ciascun paese.

[27] Esaminando i dati per settore istituzionale, la NIIP dell'amministrazione pubblica costituisce tutta la parte fortemente negativa della NIIP in Grecia - poiché il debito pubblico è in gran parte di proprietà straniera, compresi i fondamentali finanziatori istituzionali - mentre il resto dell'economia, ossia le famiglie, le società non finanziarie e le società finanziarie, incluse le istituzioni finanziarie monetarie, registra una NIIP positiva. A Cipro, in Portogallo e in Spagna la NIIP dell'amministrazione pubblica costituisce un'ampia quota della NIIP, ma anche il resto dell'economia presenta una NIIP chiaramente negativa.

[28] Gli sviluppi delle partite correnti sono coerenti con la stabilità della posizione sull'estero di questi paesi, ad eccezione della Romania, in cui l'ulteriore deterioramento delle partite correnti previsto in futuro è tale da comportare anche un peggioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero.

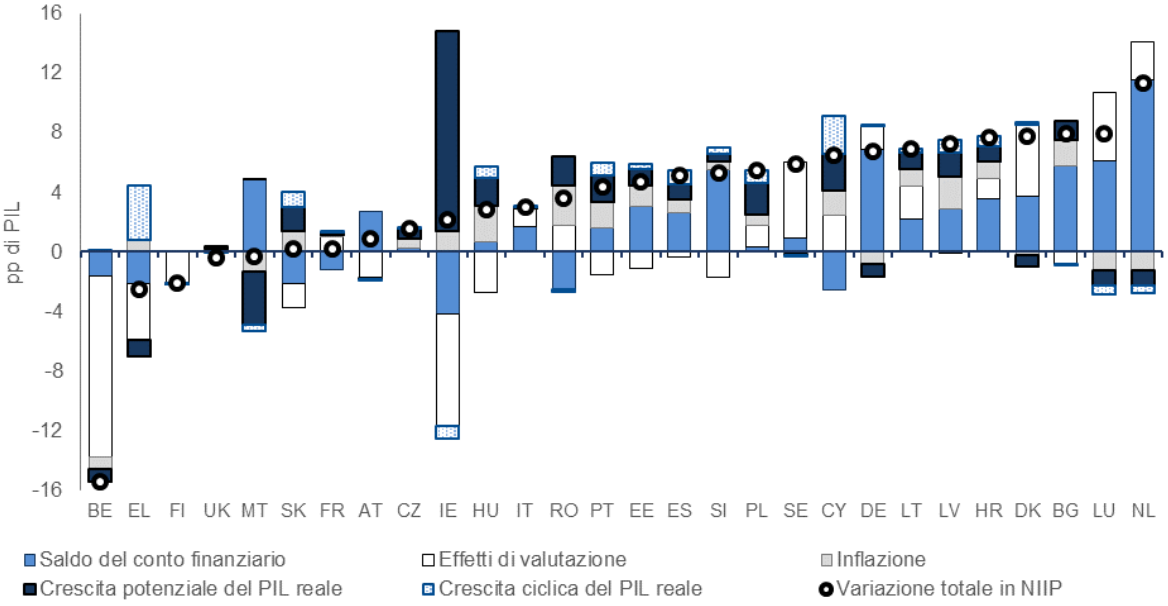
[29] La rilevanza della NENDI varia considerevolmente in questo gruppo di paesi e riflette anche l'importanza dei loro centri finanziari (come in Lussemburgo e a Malta) e le passività del debito estero delle banche e delle multinazionali (ad esempio nei Paesi Bassi).

Grafico 10: Posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) e parametri di riferimento nel 2018



Fonte: Eurostat (BPM6, ESA10), calcoli dei servizi della Commissione.
Nota: i valori della NENDI per l'Irlanda, il Lussemburgo e Malta sono fuori scala. I paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto NIIP-PIL nel 2018. La NENDI corrisponde alla NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default. Per i concetti di norma della NIIP e soglia prudenziale della NIIP, cfr. la nota 26.

Grafico 11: Posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) e dinamiche nel 2018



Fonte: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.
Nota: i paesi sono elencati in ordine decrescente in termini di variazione del rapporto NIIP-PIL nel 2018. Il grafico presenta una scomposizione in cinque componenti dell'evoluzione su base annua del rapporto NIIP/PIL: il saldo del conto finanziario, che dovrebbe essere pari alla somma dei saldi delle partite correnti e del conto capitale; la crescita potenziale e ciclica del PIL reale; l'inflazione; le variazioni di valutazione. La componente ciclica della crescita del PIL è calcolata come la differenza tra crescita effettiva e potenziale.

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) aumenta a un ritmo accelerato in diversi Stati membri dell'UE. Nel 2018 il quadro di valutazione indica una crescita del CLUP in 8 paesi, un numero doppio rispetto agli anni precedenti. L'accelerazione del CLUP ha avuto inizio intorno al 2013, dapprima nelle economie baltiche e in un secondo momento in un certo numero di paesi dell'Europa centrale e orientale, con alcuni segnali di accelerazione che si sono manifestati anche in tutta la zona euro. I dati previsionali per il 2019 suggeriscono una certa moderazione della crescita del CLUP nei paesi in cui le perdite di competitività di costo sono state più consistenti negli ultimi anni, ma vi sono anche casi in cui la crescita del CLUP sembra continuare ad aumentare leggermente (grafico 12).

- **Un'accelerazione del CLUP è stata osservata in un numero crescente di Stati membri.** La crescita del CLUP è stata particolarmente forte in alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale e nei paesi baltici, in particolare in Romania e anche in Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Repubblica ceca, Slovacchia e Ungheria. In tutti questi paesi il quadro di valutazione indica una crescita del CLUP superiore alla soglia. Nel 2019, nella maggior parte dei paesi suddetti, si prevede una decelerazione del CLUP, mentre in Ungheria e Slovacchia è attesa un'ulteriore accelerazione nell'anno in corso. Nei paesi debitori netti della zona euro, in particolare Cipro, Grecia e Spagna, la crescita del CLUP è rimasta relativamente moderata, anche se più elevata rispetto agli anni precedenti. Il Portogallo ha registrato una crescita del CLUP superiore alla media della zona euro. Il CLUP è infine cresciuto anche nei grandi paesi creditori netti. La Germania ha registrato la più forte accelerazione del CLUP tra le grandi economie della zona euro.

- **La forte crescita del CLUP è in gran parte il risultato della ripresa della crescita salariale in un contesto di tensione del mercato del lavoro**. Nel 2018 la crescita nominale dei salari è il fattore più importante ai fini della crescita del CLUP (grafico 13). Dopo la ripresa economica, alla crescita dell'occupazione e al calo dei tassi di disoccupazione ha fatto seguito l'accelerazione della crescita salariale, secondo le dinamiche della curva di Phillips. Tuttavia, dalla ripresa e fino al 2017, la crescita dei salari reali era stata inferiore alla crescita della produttività del lavoro e un'inversione di tendenza ha avuto luogo solo a partire dal 2018. Tra i paesi, la crescita del CLUP tende ad essere più forte laddove la disoccupazione è più bassa, ma anche la carenza di manodopera qualificata, le strozzature dell'offerta di lavoro e le dinamiche della ripresa economica hanno contributo in tal senso, specialmente nell'Europa centrale e orientale[30]. La tempistica delle accelerazioni del CLUP è inoltre connessa ai miglioramenti del mercato del lavoro: i paesi che hanno registrato prima di altri un'accelerazione del CLUP sono quelli che avevano risentito meno della recessione legata alla crisi del debito della zona euro del 2011 e in cui la disoccupazione ha iniziato prima a diminuire.

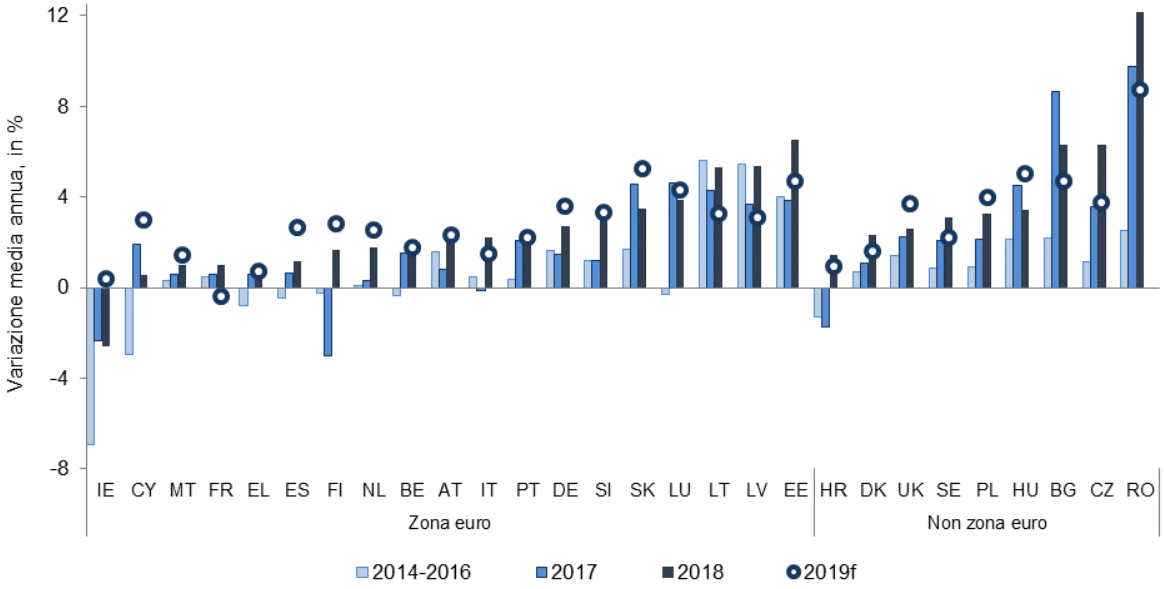
- **La debole crescita della produttività del lavoro è un fattore sempre più importante delle accelerazioni del CLUP**. Il calo della crescita della produttività del lavoro è all'origine di una parte considerevole dell'accelerazione del CLUP tra il 2017 e il 2018. Nella maggior parte dei paesi dell'UE, la crescita della produttività del lavoro è ripartita con la ripresa economica, dopo il forte rallentamento registrato negli anni di picco della crisi finanziaria (grafico 14). La ripresa della produttività del lavoro è andata di pari passi soprattutto con la crescita della produttività totale dei fattori (PTF), mentre l'intensificazione del capitale ha contribuito in misura minore alla crescita della produttività del lavoro rispetto al periodo precedente la crisi. Questo minor contributo riflette il fatto che il capitale medio per lavoratore cresce a ritmo lento o è addirittura in calo a motivo del

[30] Ad es.: G. Brunello, P. Wruuck, "Skill mismatch in Europe: A survey of the literature", IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss, A. Vandeplas, "Measuring skills mismatch. DG EMPL Analytical webnote 7/2015, Commissione europea, 2015; Commissione europea (2018), "Labour Market and Wage Developments in Europe; Annual Reviews 2018 and 2019".

forte aumento dell'occupazione e di investimenti modesti. Negli ultimi anni la produttività del lavoro è cresciuta a tassi inferiori a quelli registrati nel periodo precedente la crisi, a causa sia di una crescita più moderata della PTF sia di una minore intensità di capitale.

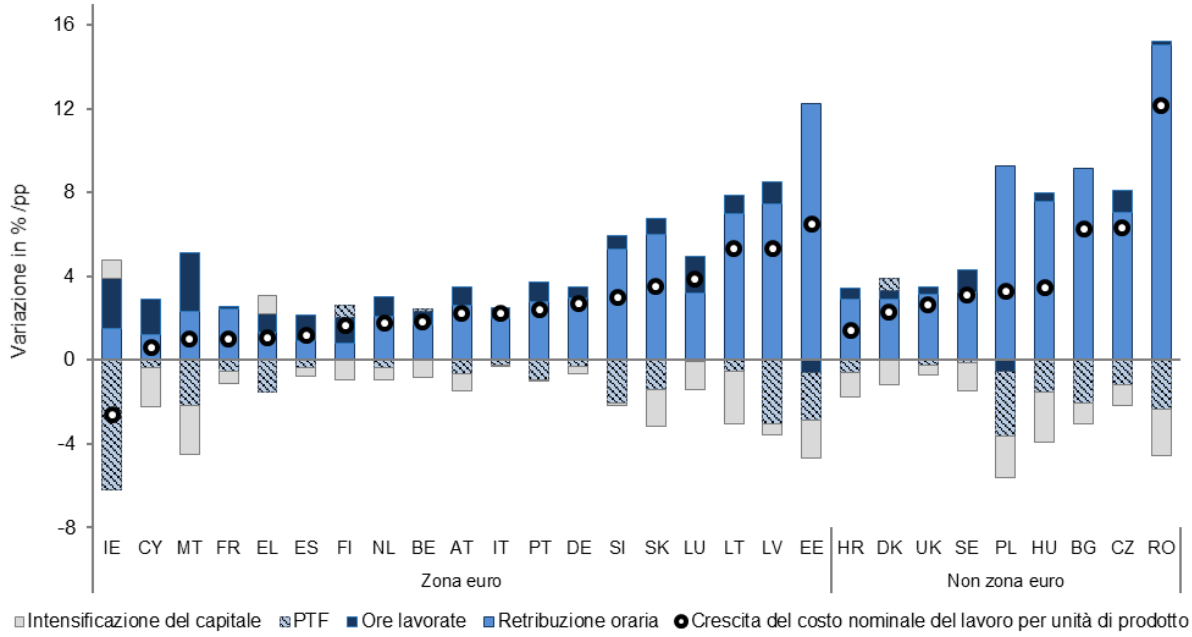
- **Il modello della crescita del CLUP è sempre più slegato dalle esigenze di riequilibrio.** Nel 2018 il CLUP ha registrato un aumento in tutti i paesi della zona euro con differenziazioni modeste tra paesi creditori netti e paesi debitori netti, contrariamente agli anni successivi alla crisi, quando il CLUP aveva registrato un'accelerazione più marcata nei paesi creditori netti. Man mano che i mercati del lavoro hanno cominciato a registrare una graduale carenza di manodopera anche nei paesi che hanno subito una correzione delle partite correnti, i costi del lavoro hanno iniziato ad aumentare anche in questi paesi, e il divario nei confronti dei paesi creditori netti ha iniziato a contrarsi (cfr. anche la sezione 2). In futuro, come è già il caso nei paesi debitori netti nei quali vi è maggior spazio per un ulteriore aumento della tensione del mercato del lavoro, le dinamiche della competitività potrebbero diventare sempre meno favorevoli al riequilibrio, a causa sia di una crescita salariale relativamente più forte sia di una crescita più contenuta della produttività dovuta a un più debole contributo dell'intensificazione di capitale.

Grafico 12: Crescita del costo del lavoro per unità di prodotto negli ultimi anni



Fonte: AMECO; i dati per il 2019 provengono dalle previsioni economiche d'autunno 2019 dei servizi della Commissione europea.
Nota: i paesi sono presentati in ordine crescente in termini di aumento del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2018.

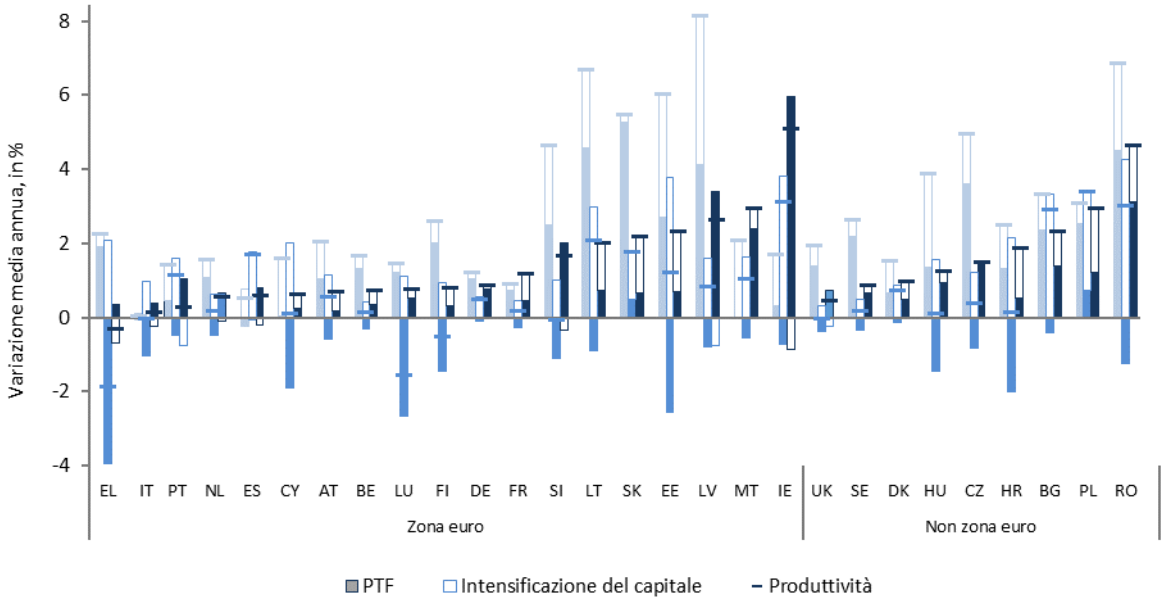
Grafico 13: Crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e fattori di crescita, 2018



Fonte: AMECO, calcoli dei servizi della Commissione

Nota: i paesi sono presentati in ordine crescente in termini di aumento del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2018. La scomposizione si basa sul modello normalizzato di ripartizione dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto in retribuzione oraria nominale e produttività del lavoro, quest'ultima ulteriormente suddivisa in contributo delle ore lavorate, produttività totale dei fattori e accumulazione di capitale, utilizzando un quadro contabile di crescita standard.

Grafico 14: Ripartizione della crescita della produttività, 2002-2018



Fonte: AMECO

Nota: produttività del lavoro misurata in base al PIL per persona occupata. I dati relativi alla produttività e alle sue subcomponenti (produttività totale dei fattori e consolidamento del capitale) fanno riferimento a tre periodi, indicati da sinistra a destra: 2002-2007 (barre blu chiaro e marcatore), 2007-2012 (blu medio) e 2012-2018 (blu scuro).

Le perdite di competitività di costo hanno iniziato a incidere anche sui valori del tasso di cambio effettivo reale, che riflette in parte gli apprezzamenti nominali. Fino a poco tempo fa, la crescita del CLUP si traduceva solo marginalmente in un apprezzamento dei tassi di cambio effettivi reali basati sul CLUP, essenzialmente a causa della crescita relativamente sostenuta dei costi e dei prezzi nei paesi terzi partner e del deprezzamento dell'euro verificatosi al volgere del decennio e nel 2015. Più di recente, i tassi di cambio effettivi reali basati sul CLUP hanno iniziato a registrare un deterioramento, in parte riflesso anche nei valori del tasso di cambio effettivo reale calcolati in base a diversi deflatori (PIL o consumi), dovuto alla crescita sostenuta del CLUP e all'apprezzamento dell'euro tra il 2016 e il 2018. Ciò ha portato nel 2018 a un numero più elevato di Stati membri per i quali il quadro di valutazione indica una crescita del tasso di cambio effettivo reale superiore alla soglia. Attualmente solo uno Stato membro è al di sotto della soglia inferiore per effetto del deprezzamento (Regno Unito), mentre altri cinque hanno superato la soglia a motivo dell'apprezzamento (Belgio, Estonia, Germania, Lituania e Repubblica ceca).

- **I tassi di cambio effettivi reali basati sul CLUP registrano una crescita in una maggioranza degli Stati membri a un ritmo accelerato rispetto agli ultimi anni.** Alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale, in particolare quelli non appartenenti alla zona euro, registrano la crescita maggiore dal 2016 ma si osserva una crescita considerevole anche in diversi paesi della zona euro, in particolare nei paesi baltici, così come in Germania, Lussemburgo, Portogallo e Slovacchia (grafico 15).

- **Gli apprezzamenti in termini nominali, in particolare dell'euro, costituiscono una parte degli apprezzamenti in termini reali registrati tra il 2016 e il 2018.** Tale tendenza si è tuttavia arrestata, invertendosi lievemente nel 2019. Tra il 2016 e il 2018 la Bulgaria e la Repubblica ceca hanno registrato i maggiori apprezzamenti dei tassi di cambio effettivi nominali, che si sono invece deprezzati in Svezia e nel Regno Unito.

- **Potrebbe essersi verificata una certa compressione dei margini prezzo-costo**, in quanto in linea generale il tasso di cambio effettivo reale basato sul CLUP si è rivalutato di più dei tassi basati sul deflatore del PIL o IAPC. Soprattutto in Bulgaria, Lettonia, Lituania, Repubblica ceca, Romania e Slovacchia si è osservato un notevole divario tra i tassi di cambio effettivi reali basati sul CLUP e sui deflatori del PIL[31]. Nonostante dinamiche dell'inflazione moderate dovute ad apprezzamenti nominali, **la maggior parte dei paesi dell'UE ha riportato perdite di competitività misurate dal tasso di cambio effettivo reale basato sullo IAPC**.

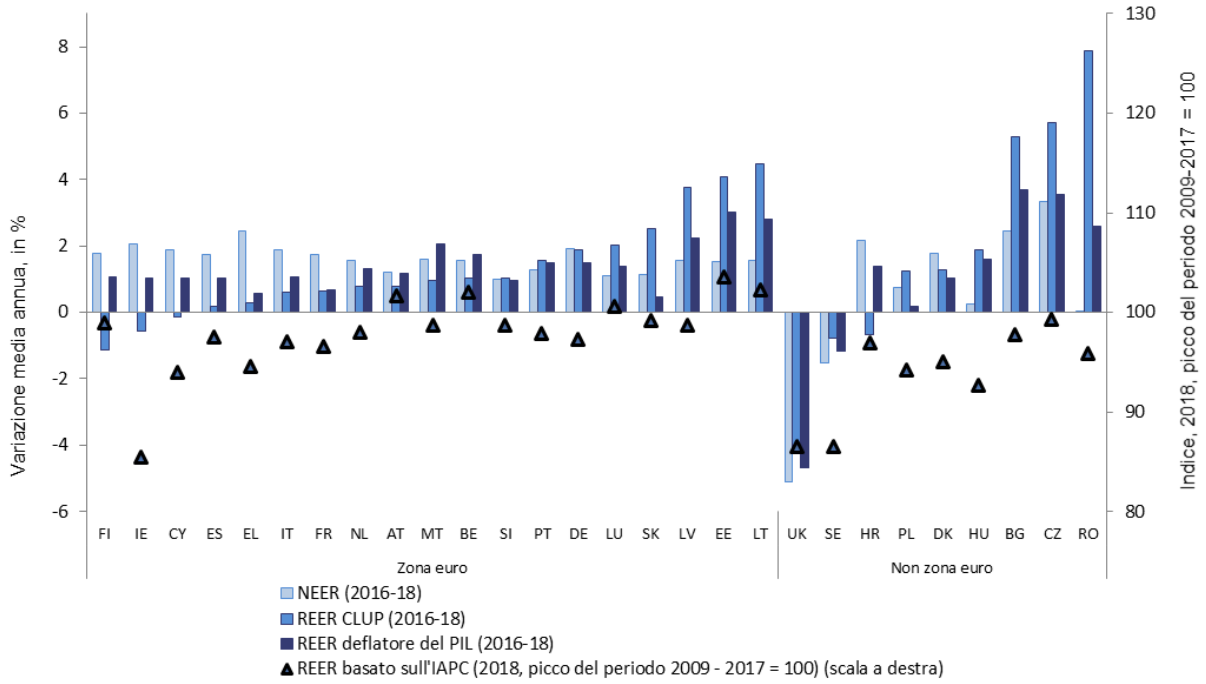
- Malgrado le recenti perdite, **nella maggior parte dei paesi dell'UE, la situazione attuale della competitività continua ad essere più favorevole che nel periodo precedente la crisi**, poiché il tasso di cambio effettivo reale basato sullo IAPC è spesso inferiore a quello registrato in occasione dei recenti picchi. Tuttavia, in alcuni paesi (Austria, Belgio, Estonia e Lituania), gli attuali valori relativi al tasso di cambio effettivo reale basato sullo IAPC superano i precedenti picchi, il che riflette apprezzamenti prolungati.

    - I deprezzamenti reali tendono a coincidere con una riduzione del prezzo relativo dei beni e servizi non commerciabili internazionalmente e un **aumento della quota di beni e servizi commerciabili nell'economia**, il che migliora le possibilità che si inneschino dinamiche di crescita trainata dalle esportazioni. I dati confermano spesso tale tendenza, che tuttavia sembra

[31] Mentre la compressione dei margini impedisce alla competitività di costo di incidere sulle condizioni degli scambi, contenendo così l'impatto sui flussi commerciali nei settori caratterizzati dalla differenziazione dei prodotti e dal *pricing-to-market*, una persistente ridotta redditività potrebbe nel tempo comportare una contrazione del settore dei beni e servizi commerciabili.

rallentare o perfino invertirsi in un certo numero di paesi dell'UE, in particolare i paesi baltici (grafico 16).

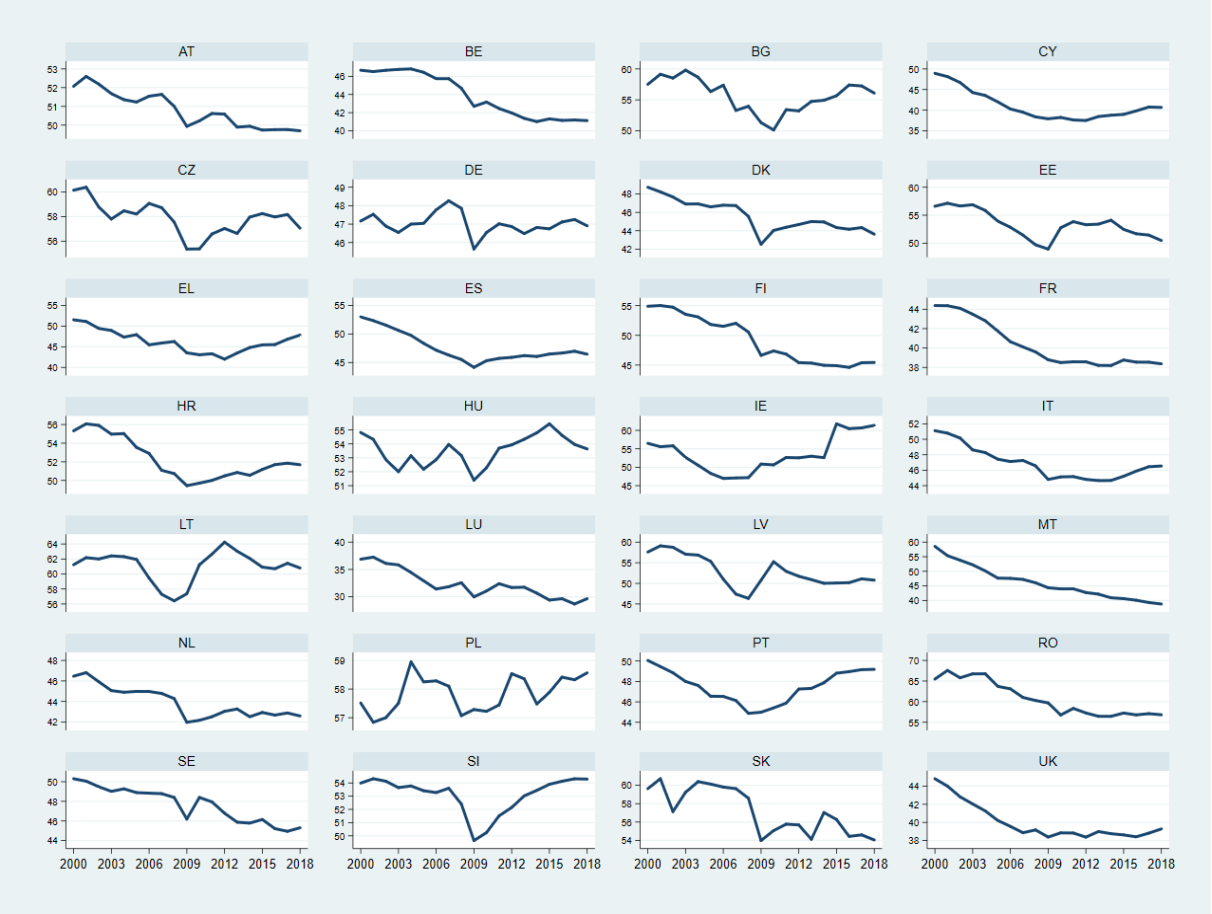
Grafico 15: Dinamica del tasso di cambio effettivo nominale e reale (NEER e REER)



Fonte: AMECO

Nota: i paesi sono presentati in ordine crescente in termini di variazione media annuale del tasso di cambio effettivo reale basato sulla crescita del CLUP negli anni tra il 2016 e il 2018. I tassi di cambio effettivi reali basati sul CLUP e sul deflatore del PIL e il tasso di cambio effettivo nominale sono calcolati con riferimento a 37 partner commerciali mentre il tasso di cambio effettivo reale basato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è calcolato con riferimento a 42 partner commerciali.

Grafico 16: Quota di beni e servizi commerciabili nell'economia



Fonte: AMECO

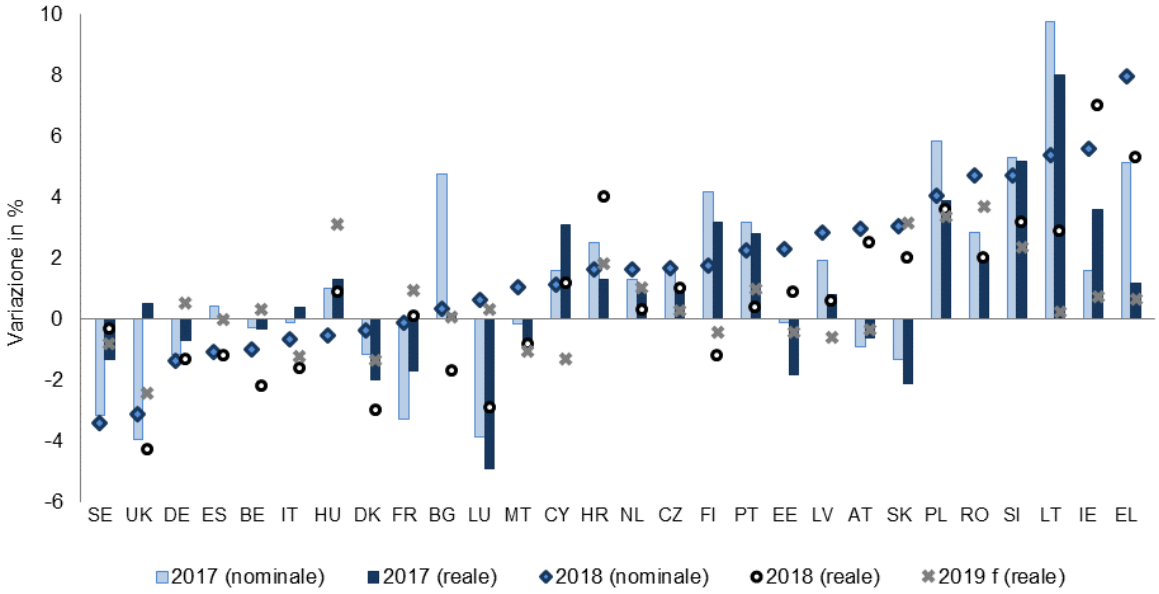
Nota: la quota dei beni e dei servizi commerciabili nell'economia (agricoltura, industria manifatturiera e i servizi nei settori del commercio, dei trasporti e delle comunicazioni) è calcolata come la quota del valore aggiunto dei beni e servizi commerciabili nel valore aggiunto totale dell'economia (%).

Nel 2018 la maggior parte degli Stati membri ha registrato una crescita della quota di mercato delle esportazioni. Le variazioni delle quote del mercato delle esportazioni cumulate nell'arco di cinque anni e riportate nel quadro di valutazione mostrano valori positivi nella maggior parte dei paesi dell'UE. Solo uno Stato membro (la Svezia) ha accusato perdite al di là della soglia del quadro di valutazione. I dati recenti su base annua indicano tassi di crescita della quota del mercato delle esportazioni generalmente positivi (grafico 17).

- I recenti incrementi della quota di mercato degli Stati membri dell'UE sono ancora in parte collegati a una domanda di esportazioni relativamente sostenuta proveniente da zone che hanno stretti rapporti commerciali con i paesi dell'UE. È probabile che abbiano inciso anche i recenti deprezzamenti del tasso di cambio effettivo reale. Le quote di mercato dei paesi dell'UE sono diminuite nel corso degli anni successivi alla crisi e hanno iniziato a migliorare con la ripresa della domanda di esportazioni all'interno dell'UE. Più di recente, il **rallentamento degli scambi in un certo numero di economie emergenti** rispetto al commercio intra-UE spiegherebbe la crescita della quota del mercato delle esportazioni registrata nei paesi dell'UE negli ultimi anni. Ciò è confermato da aumenti più limitati delle quote del mercato delle esportazioni rispetto ai paesi OCSE (cfr. tabella 2.1 dell'allegato). A causa dell'apprezzamento dei tassi di cambio effettivi reali, gli incrementi della quota di mercato delle esportazioni sembrano essere più modesti se misurati in termini reali.

- **Nel 2018 gli Stati membri dell'Europa centrale e orientale hanno riportato i maggiori incrementi della quota di mercato delle esportazioni, sebbene spesso con notevoli decelerazioni.** Tra i paesi che hanno registrato perdite figurano alcuni creditori netti, tra cui la Germania. Quanto ai paesi debitori netti, le quote del mercato delle esportazioni sono diminuite in Spagna e in Bulgaria e stanno rallentando in Portogallo, mentre si osservano miglioramenti in Grecia (il cui maggiore incremento è stato osservato nel 2018), in Romania e a Cipro.

Grafico 17: Variazione delle quote del mercato delle esportazioni



Fonte: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.
Nota: i paesi sono presentati in ordine crescente in termini di variazione annuale delle quote nominali del mercato delle esportazioni nel 2018. Le quote nominali del mercato delle esportazioni sono calcolate dividendo le esportazioni di un paese ai prezzi correnti per le esportazioni mondiali anch'esse a prezzi correnti. La crescita reale delle quote del mercato delle esportazioni è calcolata sottraendo il tasso di crescita delle esportazioni mondiali (in volume) dal tasso di crescita del paese (in volume).

Secondo i parametri di riferimento disponibili, **il rapporto debito/PIL del settore privato resta elevato in diversi Stati membri**.

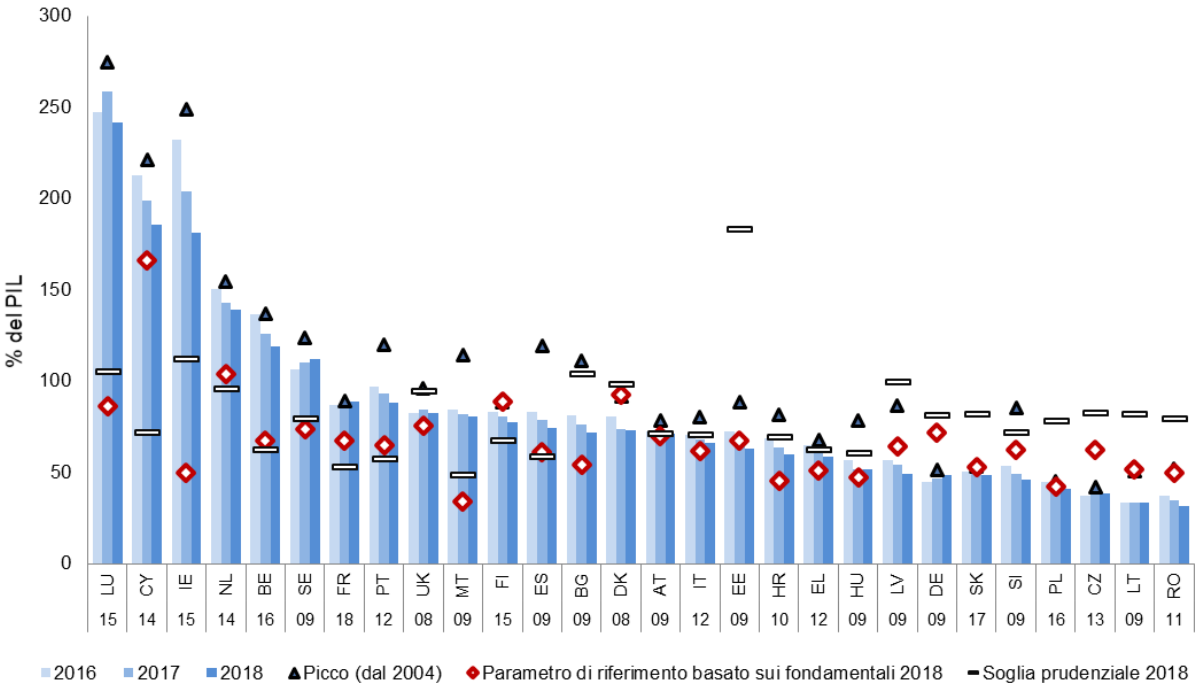
- **Nel 2018 la soglia del quadro di valutazione per il debito privato è stata superata da 12 Stati membri, lo stesso numero che nel 2016 e 2017.** Il rapporto debito privato/PIL supera il 200 % del PIL in Lussemburgo, a Cipro, nei Paesi Bassi e in Irlanda. I dati relativi al debito in tali paesi sono influenzati da operazioni transfrontaliere intrasocietarie, connesse all'attività delle società multinazionali e delle società veicolo. In Danimarca e in Svezia il rapporto debito privato/PIL è pari al 200 % del PIL o si aggira intorno a questa percentuale; in Belgio, Francia, Portogallo e Regno Unito si avvicina al 150 % del PIL o lo supera.

- A Cipro, in Francia, nei Paesi Bassi, in Portogallo, in Spagna e in Svezia **sia le famiglie che le società non finanziarie** contribuiscono all'elevato rapporto debito/PIL del settore privato (grafici 18 e 19). In Irlanda e in Lussemburgo, il forte indebitamento delle **società** è all'origine dei livelli elevati di debito privato, mentre in Danimarca, Finlandia e Regno Unito si tratta piuttosto del debito delle **famiglie**.

- **Le differenze in termini di entità del debito privato tra i vari paesi** sono ascrivibili in gran parte a differenze nei fattori fondamentali che giustificano l'accumulo del debito, comprese le prospettive

di crescita e investimento e lo sviluppo finanziario. La valutazione dei livelli di debito dovrebbe quindi tener conto di questi fattori e di altri elementi che incidono sui rischi posti dal forte indebitamento in una prospettiva futura[32]. Sulla base dei dati del 2018, tutti i paesi con un debito privato al di sopra della soglia del quadro di valutazione si trovano anche al di sopra dei parametri di riferimento prudenziali e basati sui fondamentali specifici per paese.

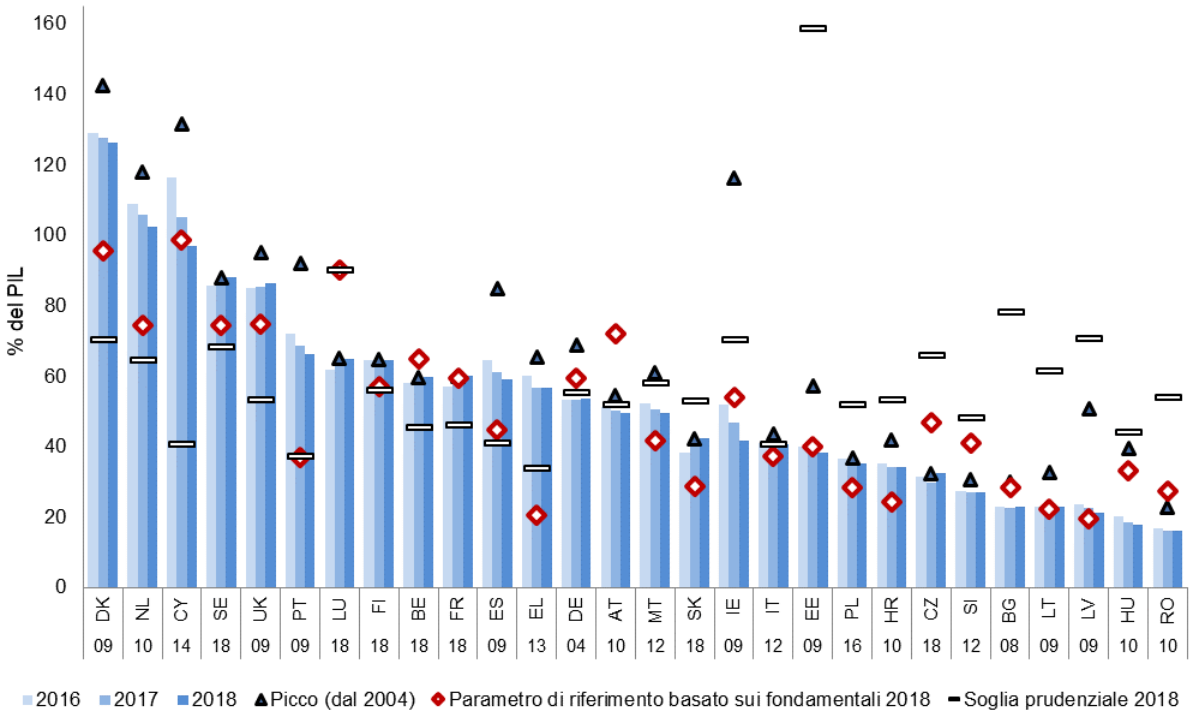
Grafico 18: Debito delle società non finanziarie



Fonti: conti trimestrali per settore non consolidati di Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.
Note: i paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto debito/PIL delle società non finanziarie nel 2018. I numeri sotto i codici dei paesi indicano l'anno in cui tale rapporto debito/PIL ha raggiunto il picco.

[32] Tali fattori sono presi in considerazione nei parametri di riferimento specifici per paese elaborati dalla Commissione europea in collaborazione con il Gruppo di lavoro LIME del CPE (Commissione europea, "Benchmarks for the assessment of private debt", nota per il Comitato di politica economica, ARES (2017) 4970814) e successivi aggiornamenti. I *parametri di riferimento basati sui fondamentali* consentono di valutare il debito privato rispetto a valori che possono essere spiegati sulla base dei fondamentali economici e sono derivati da regressioni che catturano i principali fattori determinanti per la crescita del credito e tenendo conto di un determinato stock iniziale di debito. Le *soglie prudenziali* rappresentano il livello di debito al di là del quale la probabilità di una crisi bancaria è relativamente alta; tali livelli sono basati sulla massimizzazione della potenza del segnale nel quadro della previsione delle crisi bancarie, riducendo al minimo la probabilità di "crisi mancate" e di falsi allarmi e integrando informazioni specifiche a livello di paese sulla capitalizzazione delle banche, sul debito pubblico e sul livello di sviluppo economico.

Grafico 19: Debito delle famiglie



Fonti: conti trimestrali per settore non consolidati di Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.
Note: i paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto debito/PIL delle famiglie nel 2018. I numeri sotto i codici dei paesi indicano l'anno in cui tale rapporto debito/PIL ha raggiunto il picco.

La riduzione dell'indebitamento del settore privato, attribuibile essenzialmente alla crescita del PIL nominale, registra un ritmo più lento e in alcuni casi il forte indebitamento sta crescendo invece di ridursi. Negli anni scorsi il debito delle società non finanziarie e delle famiglie nei paesi fortemente indebitati come Cipro, Irlanda, Portogallo e Spagna ha registrato una contrazione di almeno 25 punti percentuali di PIL rispetto ai picchi corrispondenti (grafici 18 e 19). Anche l'Estonia, la Lettonia, la Slovenia e l'Ungheria hanno subito un netto calo, soprattutto del tasso di indebitamento delle imprese. Negli ultimi anni il tasso di riduzione del debito è rallentato, con una tendenza più spiccata per quanto riguarda il debito delle famiglie. Se da un lato la maggior parte delle economie dell'UE ha continuato a registrare una diminuzione del rapporto debito/PIL, in alcuni casi si è assistito anche a una tendenza a indebitarsi, soprattutto da parte delle famiglie.

- **La riduzione dell'indebitamento dipende sempre più dalla crescita del PIL nominale.** I flussi di credito del settore privato restano modesti e nel 2018 nessuno Stato membro ha superato la soglia prevista dal quadro di valutazione per questa variabile. La crescita del PIL nominale degli ultimi anni ha consentito a diversi paesi di avviare un processo di riduzione "passiva" dell'indebitamento, ossia una riduzione del rapporto debito/PIL nonostante i flussi creditizi positivi. Il protrarsi della crescita del PIL ha allentato la pressione sulla riduzione "attiva" dell'indebitamento, grazie ad una diminuzione dei livelli nominali del debito. Infatti, il numero di paesi con flussi di credito negativi verso imprese o famiglie è diminuito rispetto al 2017 (grafici 20 e 21). Tuttavia, poiché il ciclo economico ha raggiunto l'apice, il contributo della ripresa ciclica del PIL sta diventando più limitato o segna persino un'inversione, il che significa che la possibilità di portare avanti un'ulteriore riduzione passiva dell'indebitamento dipenderà in larga misura dalla crescita del PIL potenziale.

- Per quanto riguarda il **debito delle imprese**, la riduzione dell'indebitamento si è confermata nella maggior parte dei paesi dell'UE, facendo sempre più affidamento sulla crescita del PIL. Tra il primo trimestre del 2018 e il primo trimestre del 2019, si è osservata una riduzione attiva dell'indebitamento delle società non finanziarie solo in Belgio, Danimarca, Italia, Lussemburgo, Portogallo e Slovenia (grafico 20, basato su dati non consolidati). In Bulgaria, a Cipro e a Malta i flussi creditizi netti verso il settore delle imprese hanno superato il 5 % del PIL, nonostante l'indebitamento già elevato delle società finanziarie. L'aumento del debito delle società non finanziarie in Francia, Germania e Svezia è da attribuire a flussi di credito relativamente dinamici. Di fatto, Francia e Svezia si sono ulteriormente indebitate, nonostante l'indebitamento delle società finanziarie fosse superiore ai valori di riferimento[33].
- Per quanto riguarda il **debito delle famiglie**, la riduzione dell'indebitamento ha subito un rallentamento più marcato. In Belgio, in Francia, nel Regno Unito e in Svezia, nel 2018 il debito delle famiglie in percentuale del PIL è aumentato, pur avendo già raggiunto livelli relativamente elevati (vicini o superiori ai valori di riferimento). Solo in pochi Stati membri (Grecia e Irlanda) si osserva una riduzione attiva dell'indebitamento (grafico 21). Laddove si è verificata, la riduzione dell'indebitamento è avvenuta a un ritmo rallentato, in particolare a Cipro, in Portogallo e in Spagna.

Grafico 20: Scomposizione della variazione nel rapporto debito/PIL delle società non finanziarie (2018T1- 2019T1)

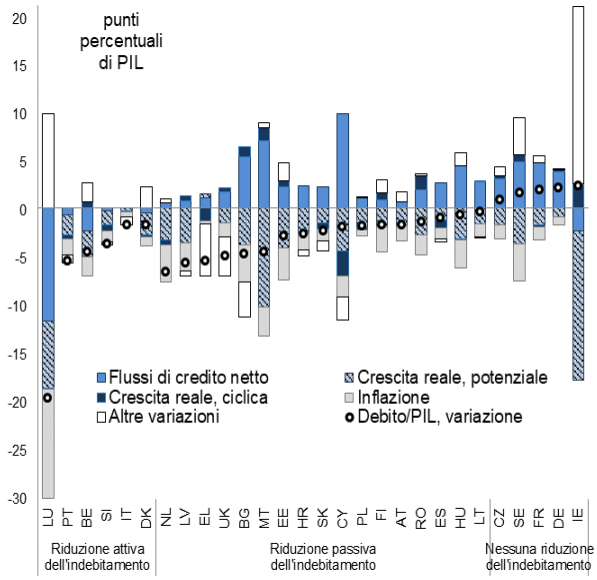
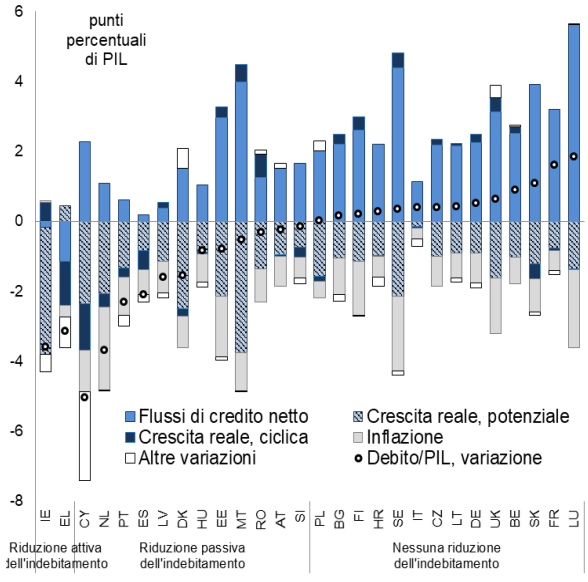


Grafico 21: Scomposizione della variazione nel rapporto debito/PIL delle famiglie (2018T1-2019T1)



Fonti: conti trimestrali per settore non consolidati di Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.
Note: i grafici presentano una scomposizione in cinque componenti dell'evoluzione su base annua del rapporto debito/PIL non consolidato: flussi di credito, crescita potenziale e ciclica del PIL reale, inflazione e altre variazioni. La componente ciclica della crescita del PIL è calcolata come la differenza tra crescita effettiva e potenziale. La "riduzione attiva dell'indebitamento" comporta il rimborso netto del debito (flussi di credito netto negativi), che porta generalmente a una contrazione nominale del bilancio del settore. Dall'altro lato, la "riduzione passiva dell'indebitamento" consiste in flussi creditizi netti positivi compensati da una più elevata crescita del PIL nominale, con conseguente riduzione del rapporto debito/PIL.

[33] In Irlanda, malgrado i flussi creditizi netti siano risultati negativi e la crescita nominale del PIL favorevole, le variazioni positive di valutazione hanno superato questi effetti, vanificando la riduzione (non consolidata) dell'indebitamento nel periodo tra il primo trimestre del 2018 e il primo trimestre del 2019, probabilmente per effetto dell'attività delle imprese multinazionali.

Dopo un notevole miglioramento negli ultimi anni, le condizioni del settore bancario dell'UE si sono sostanzialmente stabilizzate. Il settore bancario rimane esposto soprattutto a bassi livelli di redditività e all'elevato stock di crediti deteriorati in alcuni Stati membri. I coefficienti di capitale di classe 1 hanno smesso di crescere dopo aver raggiunto livelli al di sopra dei requisiti regolamentari in tutti gli Stati membri, con variazioni sostanziali tra i vari paesi. Negli ultimi anni si è osservata una notevole ripresa dei rendimenti del capitale proprio per il settore bancario, che però di recente ha segnato una battuta d'arresto. Alcuni paesi, in particolare la Grecia, l'Italia e il Portogallo (grafici 22 e 23), devono far fronte alle sfide derivanti da una combinazione di tassi di redditività relativamente bassi, coefficienti di capitalizzazione inferiori alla media e quote di crediti deteriorati relativamente elevate.

- **L'aumento delle passività del settore finanziario resta limitato, ben al di sotto della soglia del quadro di valutazione**, fatta eccezione per la Finlandia. Rispetto al 2017, nel 2018 l'aumento delle passività del settore finanziario ha segnato un lieve rallentamento in una maggioranza di Stati membri[34]. Tuttavia, nel 2018 i flussi di credito bancario sono cresciuti a un ritmo leggermente superiore rispetto al 2017, in particolare per quanto riguarda il credito alle famiglie, e si sono stabilizzati nei primi mesi del 2019 a fronte di un incipiente inasprimento delle condizioni di credito[35].

- **I coefficienti di capitalizzazione si sono stabilizzati nella maggior parte degli Stati membri, mentre, per un motivo o per l'altro, il rendimento del capitale proprio è peggiorato in diversi casi nel 2018.** Nel 2018 i rendimenti del capitale proprio sono rimasti negativi in Grecia e in Portogallo, mentre sono diventati positivi a Cipro. Le valutazioni del capitale azionario delle banche sono aumentate nel corso del 2017 mentre nel 2018 e nella maggior parte del 2019 sono diminuite, malgrado un risultato positivo dell'insieme degli indici azionari europei che riflette, tra l'altro, un cambiamento nelle aspettative del mercato riguardo alle prospettive di redditività del settore.

- **Alcuni Stati membri dell'UE si distinguono per la loro combinazione di coefficienti di redditività e di capitalizzazione relativamente bassi e di percentuali elevate di crediti deteriorati**[36]**.** In Grecia la quota di crediti deteriorati è ancora superiore al 40 %. Dopo che a Cipro la percentuale di crediti deteriorati si è considerabilmente ridotta, principalmente a seguito delle cessioni di prestiti e della liquidazione di una grande banca nel 2018, la redditività è diventata positiva. In Portogallo e Italia la percentuale di crediti deteriorati è nettamente diminuita dal 2016 e gli ultimi dati indicano ulteriori, seppur modeste, riduzioni nel 2018. La percentuale di crediti deteriorati è scesa al di sotto del 10 % in entrambi i paesi. Nel 2018 la Bulgaria, la Croazia,

[34] In Finlandia nel 2018 questo aumento ha coinciso con il trasferimento della sede di una banca dalla Svezia verso questo paese.

[35] Come riferito dall'indagine sul credito bancario della zona euro, cfr. BCE, Bollettino economico, agosto 2019.

[36] I crediti deteriorati nella serie di indicatori ausiliari del quadro di valutazione sono definiti come il totale degli anticipi e dei crediti deteriorati lordi in percentuale del totale degli anticipi e dei crediti lordi (valore contabile lordo), per il settore "gruppi bancari e singole banche nazionali, controllate estere e filiali estere, tutti gli istituti". Per i valori, cfr. la tavola 2.1 in allegato. Le percentuali di crediti deteriorati armonizzate sono disponibili solo a partire dal 2014. Pertanto, per i dati relativi al 2008 e "all'incremento verso il picco", il grafico 23 mostra il rapporto tra strumenti di debito deteriorati lordi e totale degli strumenti di debito lordi, che è disponibile in serie temporali più lunghe e che fa riferimento, oltre che ai crediti, anche ad altri strumenti di debito detenuti dal settore bancario. Questi ultimi sono in genere leggermente inferiori alle percentuali di crediti deteriorati, soprattutto in quanto il denominatore è maggiore, vale a dire che il totale degli strumenti di debito lordo è superiore al totale dei prestiti. La differenza massima tra le due percentuali attualmente è di quattro punti percentuali (per la Grecia), mentre per la maggior parte dei paesi è inferiore a un punto percentuale.

l'Irlanda, la Romania, la Slovenia e l'Ungheria hanno registrato una diminuzione delle loro quote di crediti deteriorati che risultano sopra la media UE.

- **Le attuali prospettive economiche, caratterizzate da tassi bassi per lungo tempo, si sommano alle altre sfide.** Il calo dei tassi di interesse si percepisce principalmente nelle scadenze più lunghe, il che comporta un appiattimento delle curve di rendimento e un'ulteriore compressione dei margini di interesse. Questo appiattimento ostacola la trasformazione delle scadenze da parte delle banche, con il rischio di una ricaduta sulla loro redditività. Poiché l'ambiente a basso rendimento riguarda soprattutto le attività finanziarie a basso rischio, esso potrebbe in particolare mettere a dura prova la redditività e il bilancio degli istituti finanziari non bancari che detengono portafogli di attività ampiamente investiti in attività a basso rischio, come le compagnie di assicurazione (in particolare il comparto delle assicurazioni sulla vita) e i fondi pensione[37].

Grafico 22: Redditività e coefficienti patrimoniali del settore bancario

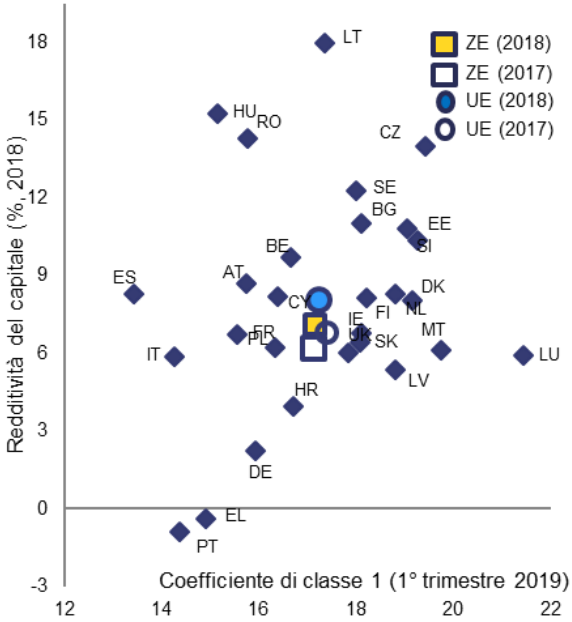
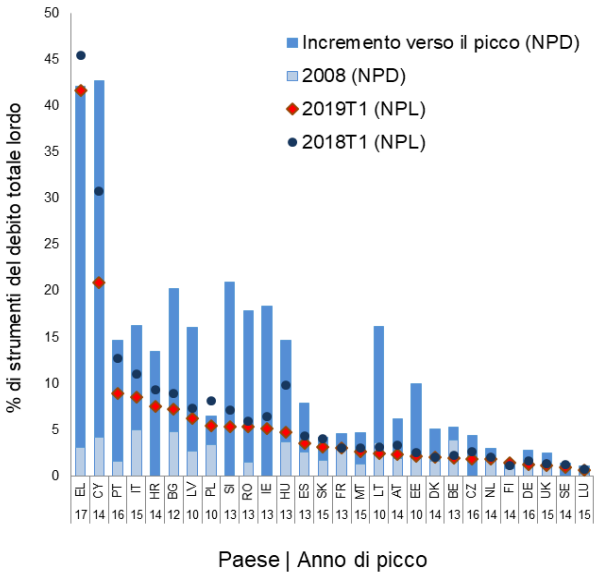


Grafico 23: Crediti deteriorati



Fonte: non sono disponibili dati sugli strumenti di debito deteriorato lordo per il 2008 per Croazia, Irlanda, Repubblica ceca, Slovenia e Svezia.
Nota: nel grafico 23, i dati relativi al 2008 e l'"incremento verso il picco" si riferiscono al rapporto tra strumenti di debito deteriorati lordi e totale degli strumenti di debito lordi; le percentuali dei crediti deteriorati si riferiscono al primo trimestre del 2018 e al primo trimestre del 2019; i numeri sotto i codici dei paesi indicano l'anno in cui i crediti deteriorati hanno raggiunto il picco.

Nel 2018 i prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto, ma le dinamiche dei prezzi sono rallentate laddove vi sono segnali evidenti di sopravvalutazione. Con l'accelerazione dell'aumento dei prezzi delle abitazioni, un numero crescente di mercati immobiliari si sta avvicinando ai valori precedenti alla crisi o li sta superando (grafico 26). Nel 2018, sette Stati membri hanno registrato un aumento dei prezzi reali delle abitazioni al di sopra della soglia del quadro di valutazione (Irlanda, Lettonia, Paesi Bassi, Portogallo, Repubblica ceca, Slovenia e Ungheria), un paese in più rispetto al 2017. L'aumento dei prezzi delle abitazioni è stato particolarmente forte nei paesi dell'UE in cui non vi sono segnali di sopravvalutazione o in cui sono limitati, mentre si osserva un

[37] BCE, Rapporto sulla stabilità finanziaria, maggio 2019.

rallentamento nei paesi caratterizzati da maggiori segnali di sopravvalutazione. I dati fino al secondo trimestre del 2019 suggeriscono che, se tali tendenze si confermano nella seconda metà dell'anno, la soglia del quadro di valutazione può essere superata quest'anno dalla Croazia, dalla Polonia, dal Portogallo, dalla Repubblica ceca e dall'Ungheria. Nel primo semestre di quest'anno, e rispetto al 2018, l'aumento dei prezzi delle abitazioni ha registrato un'accelerazione notevole a Cipro, in Croazia e in Svezia e decelerazioni in Danimarca, Irlanda, Lettonia, Romania e Slovenia.

- **Parte dell'accelerazione dei prezzi delle abitazioni è collegata ai fondamentali economici.** I prezzi delle abitazioni hanno ricominciato a crescere per effetto della ripresa economica iniziata nel 2013 e della riduzione dei tassi di interesse. A tale riguardo, questo fenomeno può essere spiegato mediante i fondamentali economici[38]. Nonostante l'accelerazione, l'aumento dei nuovi crediti ipotecari non ha però svolto finora alcun ruolo autonomo sull'aumento dei prezzi, diversamente da quanto avvenuto nel periodo precedente la crisi. Potrebbe tuttavia contribuire a sostenere l'attuale accelerazione dei prezzi delle abitazioni.

- **Il forte aumento dei prezzi delle abitazioni ha ripercussioni sui livelli di valutazione.** In Irlanda, in Lettonia, nei Paesi Bassi, in Portogallo, in Slovenia e in Ungheria, l'aumento dei prezzi reali delle abitazioni era già elevato nel 2017 e si è ulteriormente accelerato nel 2018 (grafico 24 e grafico 25, quadrante in alto a destra). Il protrarsi della forte crescita in alcuni paesi sta gradualmente aumentando i rischi di sopravvalutazione: negli ultimi anni si è assistito a un aumento del numero di paesi dell'UE caratterizzati da una sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni. In paesi come la Germania o il Portogallo si è recentemente registrato un aumento dei segnali di sopravvalutazione (misurati sulla base di un crescente divario di valutazione). Dalla metà degli anni 2000 i prezzi delle abitazioni hanno raggiunto o superato i picchi in diversi paesi (Austria, Belgio, Germania, Lussemburgo, Malta, Portogallo, Repubblica ceca, cfr. il grafico 26). Come evidenziato dal rapporto tra i livelli dei prezzi delle abitazioni e il reddito disponibile pro capite, in diversi paesi i livelli dei prezzi delle abitazioni si stanno scontrando con i limiti di accessibilità economica. Secondo le stime, in circa la metà dei paesi dell'UE sono necessari più di 10 anni di reddito per acquistare un'abitazione di 100 m^2[39]. Analogamente, un europeo su dieci appartiene a un nucleo familiare che nel 2017 ha speso almeno il 40 % del suo reddito per l'abitazione[40].

- **I prezzi delle abitazioni hanno subito un certo rallentamento in diversi paesi con segnali di sopravvalutazione e un forte indebitamento delle famiglie ed è iniziata una correzione al ribasso nel mercato immobiliare svedese.** I recenti tassi di crescita dei prezzi delle abitazioni hanno mostrato una tendenza al ribasso che è inversamente proporzionale all'entità della sopravvalutazione. Questo schema, non visibile negli anni precedenti, si è manifestato chiaramente

[38] I valori di riferimento per i prezzi delle abitazioni consentono di valutare l'entità della sopravvalutazione o della sottovalutazione dei prezzi immobiliari sulla base delle caratteristiche specifiche di ciascun paese. I divari di valutazione sintetici si basano sul divario ottenuto da diversi valori di riferimento: i) lo scostamento del rapporto prezzo/reddito dalla rispettiva media a lungo termine; ii) lo scostamento del rapporto prezzo dell'immobile/canone di locazione dalla rispettiva media a lungo termine; iii) lo scostamento dai valori di riferimento basati su regressioni tenendo conto dei fondamentali economici della domanda e dell'offerta (cfr. N. Philiponnet e A. Turrini (2017), "Assessing House Price Developments in the EU", European Commission Discussion Paper 048, maggio 2017). Nel calcolo dei valori di riferimento basati sulla regressione, le variabili esplicative cicliche sono smussate con il filtro HP per ridurne la volatilità.

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

[40] Commissione europea, (2019), "Employment and Social Developments in Europe" (ESDE) 2019, capitolo 4.

nel 2018 nei paesi in cui si stimava una sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni. Nel 2018 l'Austria, il Belgio, la Francia e il Regno Unito hanno registrato, ciascuno a livelli diversi, una combinazione di prezzi delle abitazioni sopravvalutati e un forte indebitamento delle famiglie, nonché un aumento dei prezzi delle abitazioni nel 2018 inferiore a quello del 2017 (grafico 25). Questo rallentamento potrebbe indicare limiti di accessibilità economica, ripresa dell'offerta di abitazioni e politiche messe in atto a livello nazionale, compreso in ambito macroprudenziale[41]. Inoltre, in Svezia i prezzi delle abitazioni sono diminuiti nel 2018 su base annuale, sia in termini nominali che reali, ma i dati relativi ai primi due trimestri del 2019 indicano una certa stabilizzazione. Non si è invece verificato alcun aggiustamento in Lussemburgo, paese in cui le vulnerabilità e i rischi di sopravvalutazione hanno continuato a crescere.

- **In un certo numero di Stati membri, la sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni va di pari passo con alti livelli di indebitamento delle famiglie.** I paesi interessati sono segnatamente la Danimarca, il Lussemburgo, il Regno Unito e la Svezia. I Paesi Bassi sono caratterizzati da un forte indebitamento delle famiglie e da un livello di prezzi elevato rispetto al reddito. Nel 2018 la crescita dei crediti ipotecari è stata particolarmente rapida in Bulgaria, Romania e Slovacchia (oltre il 10 % rispetto all'anno precedente), e in Austria, Belgio, Estonia, Francia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Repubblica ceca e Ungheria (oltre il 5 % rispetto all'anno precedente). In alcuni casi la forte crescita partiva già da livelli relativamente elevati, come in Belgio o in Francia. Il quadro cambia lievemente se si tiene conto della variazione del debito associato solo ai nuovi crediti ipotecari, vale a dire escludendo l'incidenza dei rimborsi (grafico 27). La relazione, nei diversi paesi, tra il prezzo delle abitazioni e i nuovi flussi di credito ipotecario sembra alquanto debole e non c'è alcuna indicazione chiara del fatto che i prezzi aumentino più rapidamente laddove i nuovi prestiti ipotecari sono più consistenti. Sembrerebbe quindi che il credito non abbia svolto un ruolo così significativo nell'accelerazione dei prezzi delle abitazioni[42]. Tuttavia, in diversi paesi la forte crescita dei prezzi delle abitazioni è stata associata a una forte crescita dei mutui ipotecari, in particolare in Slovacchia, Lussemburgo, Germania e Paesi Bassi.

[41] Dal 2015 gli investimenti nel settore delle costruzioni sono aumentati a un ritmo più rapido in tutta l'UE, registrando tassi di crescita più elevati nei paesi in cui l'aumento del prezzo delle abitazioni era maggiore. Anche le licenze edilizie sono in aumento nella maggior parte dei paesi dell'UE. Una serie di politiche macroprudenziali varate di recente in tutta l'UE potrebbe aver avuto ripercussioni sul ritmo al quale sono aumentati i prezzi delle abitazioni. Ciò vale, in particolare, per i massimali del rapporto prestito/valore e del rapporto servizio del debito/reddito. Negli ultimi anni la tassazione degli alloggi è stata riformata in diversi Stati membri dell'UE, in particolare al fine di limitare la portata della detrazione degli interessi sul mutuo.

[42] Nella maggior parte dei paesi della zona euro, le accelerazioni dei prezzi delle abitazioni osservate dopo la crisi erano antecedenti all'accelerazione della crescita dei mutui ipotecari. Cfr., ad esempio, Commissione europea, "Euro-area housing markets: ongoing trends, challenges, and policy responses", nota per il Comitato di politica economica della zona euro, Ares(2019)922432, febbraio 2019 e Commissione europea, "Euro-area housing markets: ongoing trends, challenges, and policy responses", nota tecnica all'Eurogruppo, febbraio 2019: https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Grafico 24: Variazioni dei prezzi delle abitazioni e divari di valutazione nel 2018

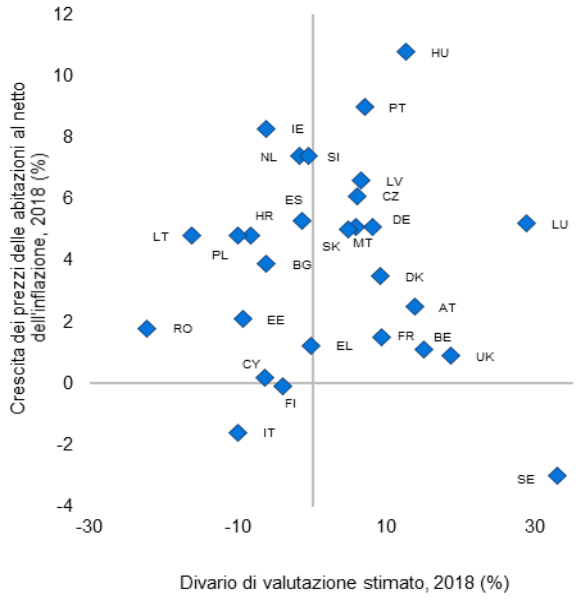
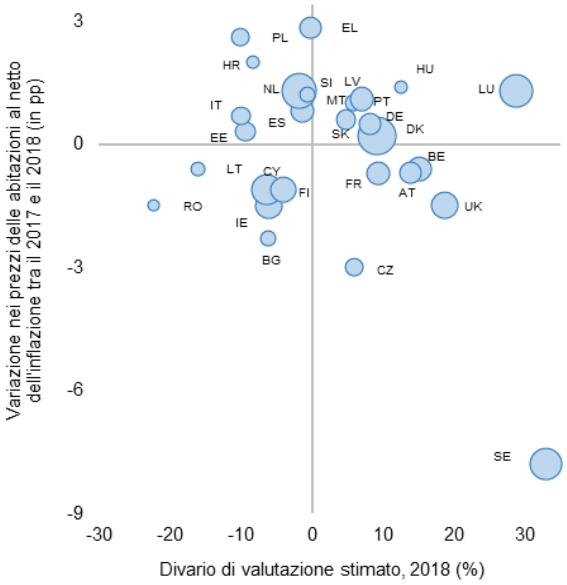


Grafico 25: Divari di valutazione, variazioni della crescita dei prezzi tra il 2017 e il 2018, e debito delle famiglie (% del reddito delle famiglie)



Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione.

Nota: la stima del divario di sopravvalutazione è la media di tre parametri: lo scostamento del rapporto prezzo/reddito e del rapporto prezzo/canone di locazione dalle rispettive medie a lungo termine e i risultati di un modello dei divari di valutazione basato sui fondamentali; cfr. nota 39. La dimensione dei cerchi nel grafico 25 corrisponde al rapporto tra il debito delle famiglie in termini di reddito lordo disponibile delle famiglie. Per la Croazia, mancano i dati relativi al reddito lordo disponibile delle famiglie dopo il 2012: essi sono stati estrapolati sulla base della crescita del reddito disponibile lordo dell'economia; mancano anche i dati relativi al reddito lordo disponibile delle famiglie a Malta: sono stati stimati al 56 % del reddito nazionale lordo.

Grafico 26: Livelli dei prezzi delle abitazioni in rapporto al reddito e indici dei prezzi reali delle abitazioni in rapporto ai picchi, 2018

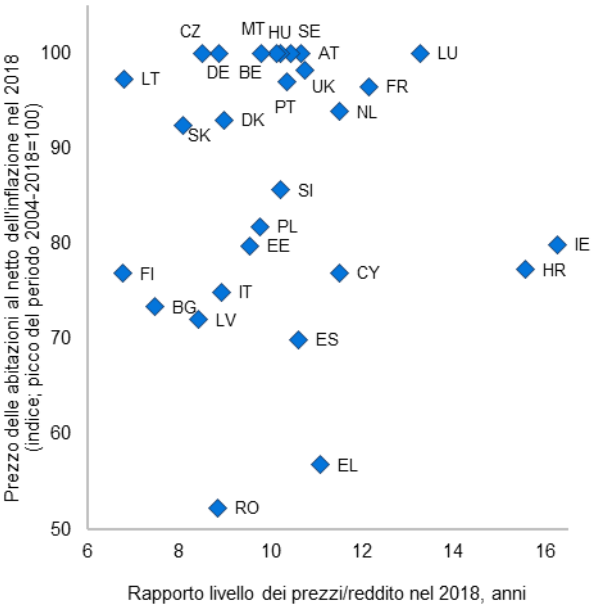
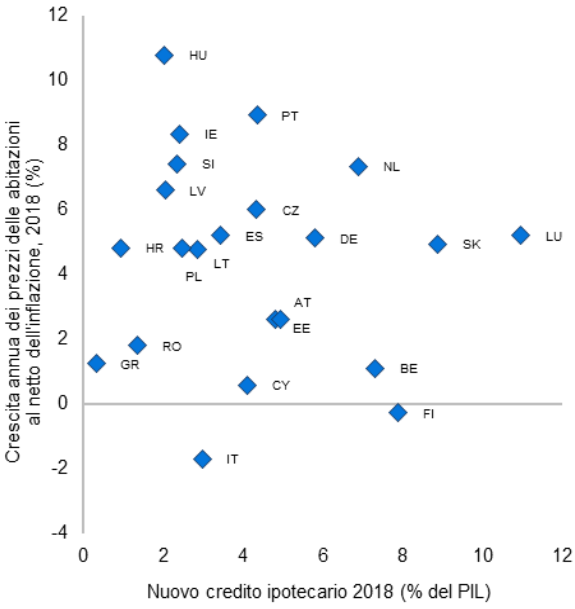


Grafico 27: Crescita dei prezzi delle abitazioni e nuovi crediti ipotecari nel 2018



Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione.

Nota: per quanto riguarda i nuovi crediti ipotecari mancano i dati relativi a sei paesi (Bulgaria, Danimarca, Francia, Malta, Regno Unito e Svezia). Il rapporto prezzo/reddito è misurato come il rapporto tra il prezzo di un alloggio di 100 metri quadri e il reddito medio disponibile delle famiglie. Per la Croazia mancano i dati relativi al reddito lordo disponibile delle famiglie dopo il 2012: essi sono stati estrapolati sulla base della crescita del reddito disponibile lordo dell'economia; mancano anche i dati relativi al reddito lordo disponibile delle famiglie a Malta: sono stati stimati al 56 % del reddito nazionale lordo.

Il rapporto debito pubblico/PIL si è ulteriormente ridimensionato nella maggior parte dell'UE, tranne in alcuni dei paesi in cui è più elevato. Il rapporto debito/PIL ha superato la soglia del quadro di valutazione in 14 Stati membri nel 2018 (erano 15 nel 2017). Belgio, Cipro, Grecia, Italia e Portogallo presentano un debito pari o superiore al 100 % del PIL, mentre Francia e Spagna sono appena al di sotto di tale percentuale. In sette paesi (Belgio, Cipro, Francia, Irlanda, Portogallo, Regno Unito e Spagna), il debito pubblico è superiore al 60 % del PIL ed è accompagnato da un indebitamento del settore privato superiore alla rispettiva soglia del quadro di valutazione. Nel 2018 il rapporto debito pubblico/PIL è diminuito ulteriormente, ma spesso in misura leggermente inferiore rispetto all'anno precedente, il che indica un certo allentamento delle posizioni di bilancio e l'inizio di un rallentamento della crescita del PIL nominale. Tuttavia, alcuni dei più elevati rapporti debito pubblico/PIL non sono migliorati, ma si sono persino aggravati nel 2018: il debito pubblico è rimasto invariato in Francia ed è aumentato a Cipro, in Grecia e in Italia. Se in alcuni casi ciò è dipeso da aggiustamenti stock/flussi di portata eccezionale che hanno incrementato il debito, in altri riflette un insufficiente risanamento del bilancio. I rendimenti dei titoli di Stato hanno tuttavia registrato una flessione e nel corso del 2019 hanno continuato a ridursi anche per gli emittenti sovrani più indebitati, continuando a toccare i minimi storici. In futuro si prevede un aumento del rapporto debito/PIL nel periodo 2019-2021, in particolare in Romania, ma anche in Italia e, in misura minore, in Finlandia e Francia, mentre nella maggior parte degli altri paesi dell'UE ci si aspetta una diminuzione leggermente inferiore a quella registrata negli ultimi tempi.

Riquadro 1: Andamento dell'occupazione ed evoluzione della situazione sociale

Nel 2018 i mercati del lavoro dell'UE hanno continuato a migliorare nonostante il rallentamento dell'attività economica nella seconda metà dell'anno. L'occupazione è ulteriormente aumentata nell'UE, stabilendo un nuovo record nel numero di persone occupate. La disoccupazione è diminuita in tutti gli Stati membri dell'UE, in particolare in quelli in cui era più elevata, il che ha contribuito a ridurre le disparità tra i vari paesi, anche se in alcuni di essi il numero di disoccupati è ancora alto. I miglioramenti hanno segnato una battuta d'arresto nella prima metà del 2019, segnale forse anche di una diminuzione delle riserve di manodopera rimanenti. La ripresa ha contribuito anche al miglioramento della maggior parte degli indicatori di povertà, ma in alcuni Stati membri la situazione sociale continua a destare preoccupazione. Dal 2008 il rischio di povertà e di esclusione sociale è diminuito nella maggior parte dell'UE (7 milioni di persone in meno rispetto al 2008, circa 13 milioni rispetto al 2012), così come la deprivazione materiale, in particolare nei paesi dell'Europa centrale e orientale che partivano da un livello elevato. Tuttavia, in molti Stati membri il rischio di povertà relativa è ancora al di sopra dei livelli precedenti la crisi. Nel complesso, la correzione di gravi fragilità macroeconomiche ha avuto ripercussioni sulla situazione occupazionale e sociale dei paesi interessati. In particolare, gli Stati membri che risentono di squilibri eccessivi hanno continuato ad essere caratterizzati da una situazione occupazionale e uno sviluppo sociale più deboli; la situazione dei paesi che registrano squilibri è maggiormente diversificata e riflette la diversa natura degli squilibri e la loro gravità.

Nel 2018 il *tasso di disoccupazione* è ulteriormente diminuito in tutti gli Stati membri, ma resta elevato in alcuni di essi. I miglioramenti sono stati più marcati nei paesi con elevati livelli di disoccupazione (riduzione di oltre 2 punti percentuali in Croazia, Cipro e Grecia). Tuttavia, nel 2018 cinque Stati membri (Grecia, Spagna, Croazia, Cipro e Italia) superavano ancora la soglia dell'indicatore del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici (una media del 10 % degli ultimi tre anni). Nel 2018 i tassi di disoccupazione sono stati notevolmente inferiori, di circa quattro punti percentuali, ai picchi raggiunti nel 2013, ma comunque ancora superiori a quelli del 2008 in circa la metà degli Stati membri. Nel primo semestre del 2019 i tassi di disoccupazione hanno continuato a calare, attestandosi, nel secondo trimestre dello stesso anno, al 6,3 % e al 7,5 %, rispettivamente nell'UE e nella zona euro.

I *tassi di occupazione sono ulteriormente migliorati* in tutti gli Stati membri. Il tasso di occupazione dell'UE (fascia 20-64 anni) ha registrato nel 2018 il suo tasso più elevato con il 73,2 % (72,0 % nella zona euro) e ha continuato ad aumentare nel secondo trimestre del 2019 fino alla cifra record del 73,9 %, ben al di sopra del picco del 70,2 % registrato nel 2008, precedentemente alla crisi. L'aumento più marcato del numero degli occupati rispetto al 2017 è stato registrato a Malta (5,4 %), seguita da Cipro (4,1 %), Lussemburgo (3,7 %) e Irlanda (3,2 %), mentre gli aumenti più contenuti sono stati osservati in Polonia (0,3 %), Romania (0,2 %) e Italia (0,9 %).

I *tassi di attività* hanno continuato ad aumentare quasi ovunque nell'UE. Negli ultimi tre anni solo due paesi hanno registrato un calo del tasso di attività (nella fascia 15-64 anni), la Croazia e la Spagna, e, in entrambi i casi, il calo è stato superiore alla soglia del quadro di valutazione pari a -0,2 punti percentuali (-0,6 punti percentuali in entrambi i casi). Per quanto riguarda i dati aggregati, nel 2018 il tasso di attività ha raggiunto cifre record, con il 73,7 % per l'UE e il 73,4 % per la zona euro, vale a dire, rispettivamente, 3,5 e 2,5 punti percentuali in più rispetto ai livelli precedenti alla crisi, in gran parte per effetto dell'aumento della partecipazione dei lavoratori più anziani e delle donne al mercato del lavoro.

La *disoccupazione di lunga durata* e la *disoccupazione giovanile* sono migliorate in misura maggiore rispetto al resto del mercato del lavoro, ma rimangono elevate in una serie di paesi dell'UE. Nel 2018 la *disoccupazione di lunga durata* è diminuita in tutti gli Stati membri e tutti i paesi hanno registrato tassi inferiori a quelli del triennio precedente. I tassi più elevati di disoccupazione di lunga durata si sono osservati in Grecia (13,6 %), Spagna (6,4 %), Italia (6,2 %) e Slovacchia (4 %), ma tutti questi paesi, tranne l'Italia, hanno riportato un significativo ridimensionamento rispetto al 2015 (circa 5 punti percentuali in Spagna, 4,6 in Grecia e 3,6 in Slovacchia). Nel triennio precedente il 2018 il *tasso di disoccupazione giovanile* è diminuito in tutti i paesi dell'UE. In quel periodo si è registrato un calo pari o superiore a 10 punti percentuali in Croazia, Portogallo, Slovacchia, Spagna e a Cipro. Percentuali ancora superiori al 30 %, tuttavia, riguardano la Grecia, l'Italia e la Spagna, mentre in tutta l'UE nel 2018 la percentuale di giovani (15-24 anni) non occupati né inseriti in un percorso di istruzione o formazione (i cosiddetti NEET) è del 9,6 %, con cifre record superiori al 12 % in diversi Stati membri (Bulgaria, Cipro, Croazia, Grecia, Italia, Romania e Spagna).

La povertà e l'esclusione sociale si sono ulteriormente ridimensionate ma restano elevate in diversi Stati membri. Nell'UE la percentuale delle persone a rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE) è diminuita ulteriormente passando nel 2018 al 21,9 %: si tratta di circa tre punti percentuali al di sotto del picco osservato nel 2012[43]. Mentre la maggior parte dei paesi ha registrato diminuzioni nel triennio fino al 2018, l'Estonia, il Lussemburgo, i Paesi Bassi e il Regno Unito hanno subito un incremento, anche se in alcuni casi (Lussemburgo e Paesi Bassi) rispetto a livelli di partenza relativamente bassi. Nonostante un calo significativo del tasso di rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE) dal 39 % circa al 32,8 %, la Bulgaria continua a registrare il livello più elevato nell'UE, seguita da Romania e Grecia, entrambe con oltre il 30 %, e Lettonia e Lituania appena sotto tale livello. I più bassi tassi AROPE si riscontrano nella Repubblica ceca (12,2 %), seguita dalla Slovenia (16,2 %), dalla Slovacchia (16,3 %), dalla Finlandia (16,5 %) e dai Paesi Bassi (16,8 %). Nonostante questi sviluppi complessivamente positivi per quanto riguarda la povertà e l'esclusione sociale, alcune delle loro componenti presentano evoluzioni diverse che destano preoccupazione in alcuni paesi dell'UE, in particolare:

- negli ultimi anni la percentuale delle persone a rischio di povertà (AROP) è aumentata in un terzo degli Stati membri: gli aumenti più rilevanti, in un triennio, si sono avuti in Lussemburgo (3 punti percentuali), nel Regno Unito (2,3 punti percentuali), nei Paesi Bassi (1,7 punti percentuali) e in Belgio (1,5 punti percentuali), mentre in Grecia, in Ungheria, in Polonia e in Portogallo si è registrato un calo sensibile, compreso tra 2 e 3 punti percentuali.
- La deprivazione materiale grave si è invece ridotta in un triennio (e anche nel 2018) nella maggior parte degli Stati membri dell'UE; è diminuita di oltre 13 punti percentuali in un triennio in Bulgaria, mentre Cipro, Croazia, Grecia, Lettonia, Malta, Romania e Ungheria hanno osservato un calo di 5 punti percentuali o più.

[43] L'indicatore del *rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE)* corrisponde alla percentuale di persone che si trovano in condizioni di vulnerabilità in base ad almeno uno dei tre indicatori sociali seguenti: 1) il *rischio di povertà (AROP)*, che misura la povertà di reddito rispetto alla distribuzione del reddito nazionale ed è calcolato come la quota di persone che dispongono di un reddito (corretto in funzione della composizione del nucleo familiare) inferiore al 60 % della mediana nazionale; 2) la *deprivazione materiale grave*, che comprende indicatori relativi alla mancanza di risorse e indica la quota di persone che si trovano in almeno 4 delle 9 condizioni di deprivazione previste, basate sull'impossibilità di far fronte ad alcuni tipi specifici di spesa; 3) le *persone che vivono in una famiglia ad intensità di lavoro molto bassa*, vale a dire coloro che hanno un'età compresa tra 0 e 59 anni e vivono in una famiglia in cui, nell'anno precedente, gli adulti (18-59 anni) hanno lavorato meno del 20 % del loro potenziale lavorativo totale. Per i dati alla base di tali misure, il periodo di riferimento del reddito corrisponde, per tutti i paesi, ad un arco di tempo fisso di 12 mesi, ad esempio l'anno civile o fiscale che precede quello al quale si riferiscono i dati, ad eccezione del Regno Unito, per il quale il periodo di riferimento del reddito è l'anno in corso, e dell'Irlanda, per la quale l'indagine è continua e il reddito è quello percepito negli ultimi dodici mesi.

- Infine, per quanto riguarda la percentuale di persone (di età inferiore ai 60 anni) che vivono in una famiglia ad intensità di lavoro molto bassa, la ripresa ha portato a una contrazione in quasi tutti i paesi dell'UE, ad eccezione del Lussemburgo e della Svezia, in cui questa percentuale è aumentata, e in Finlandia, in cui è rimasta stabile nei tre anni precedenti al 2018. Parallelamente, la povertà lavorativa è leggermente aumentata al 9,5 % nel 2018 in tutta l'UE nel suo complesso e rimane vicina al picco del 9,6 % risalente al 2016.

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

Il riequilibrio all'interno della zona euro è ancora incompleto e, nell'attuale contesto economico, il riequilibrio dei disavanzi e degli avanzi delle partite correnti è urgente e sarebbe vantaggioso per tutti gli Stati membri. Mentre la maggior parte dei forti disavanzi delle partite correnti è stata corretta, diversi paesi della zona euro continuano a registrare elevati avanzi di bilancio. La zona euro si è gradualmente spostata verso una posizione di avanzo che ha iniziato a ridursi leggermente, soprattutto a seguito del calo della domanda estera di esportazioni. Si inizia a intravedere un aggiustamento degli squilibri degli stock che tuttavia rimangono cospicui, in un contesto in cui alcuni paesi della zona euro presentano ancora una posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) ampiamente negativa, mentre in altri la NIIP è ampiamente positiva e in aumento. I costi del lavoro per unità di prodotto sono aumentati a un ritmo più sostenuto nei paesi creditori netti rispetto ai debitori netti, invertendo quindi i modelli osservati prima della crisi finanziaria. Tale tendenza persiste, ma si è indebolita rispetto a primi anni successivi alla crisi in quanto mercati del lavoro più tesi nei paesi debitori netti provocano una crescita salariale più elevata a fronte di una bassa produttività, mentre le fluttuazioni salariali nei paesi creditori netti sono state limitate anche dopo anni di bassa disoccupazione. Un riequilibrio simmetrico delle posizioni delle partite correnti contribuirebbe a superare l'attuale contesto di ridotta inflazione e di bassi tassi d'interesse, sostenendo al contempo la crescita nominale e promuovendo quindi la riduzione dell'indebitamento e il riequilibrio delle posizioni dei paesi debitori netti.

Nel complesso, in vari Stati membri permangono sfide di diversa entità e attribuibili a motivi differenti. Il livello di gravità delle sfide alla stabilità macroeconomica varia sensibilmente da uno Stato membro all'altro, in funzione sia della natura e della portata delle vulnerabilità e delle tendenze non sostenibili, sia del modo in cui queste interagiscono tra loro. Le principali fonti di potenziali squilibri si combinano secondo una serie di tipologie descritte sinteticamente qui di seguito.

- Un certo numero di Stati membri continua a presentare principalmente *vulnerabilità molteplici ed interconnesse relative agli stock*. Si tratta, in genere, dei paesi interessati da cicli di forte espansione e repentina contrazione del credito, cui si somma un'inversione delle partite correnti che ha avuto un impatto anche sul settore bancario e sul debito pubblico.
    - Nel caso di Cipro e della Grecia, un livello di debito elevato e ingenti posizioni patrimoniali nette sull'estero negative si associano a problematiche tuttora presenti nel settore finanziario, sebbene a Cipro si osservino miglioramenti dal punto di vista dei crediti deteriorati e della redditività e in Grecia la riduzione dei crediti deteriorati, i cui livelli rimangono molto alti, abbia registrato un'accelerazione dal 2018. Nel caso della Grecia, la crescita del prodotto potenziale è modesta, a fronte di un tasso di disoccupazione elevato (anche se in diminuzione).

- In Croazia, Irlanda, Portogallo e Spagna le vulnerabilità ereditate da problemi pregressi riguardanti gli stock sono anch'esse rilevanti, molteplici e interconnesse. In Bulgaria l'indebitamento delle imprese si somma a criticità tuttora presenti nel settore finanziario, la cui soluzione è cercata a livello politico. In questi paesi, gli squilibri di stock si sono attenuati per effetto della ripresa della crescita nominale e si associano, in certi casi, al riemergere di una crescita sostenuta dei prezzi delle abitazioni (in Irlanda e, più di recente, in Portogallo), nonché a una ripresa della crescita del CLUP e a una situazione di stallo quanto al miglioramento della competitività in Portogallo e Spagna e a forti aumenti del CLUP in Bulgaria.

- In alcuni Stati membri le vulnerabilità sono connesse principalmente ai *grandi stock del debito pubblico* e si sommano a preoccupazioni relative alla *crescita del prodotto potenziale* e alla *competitività*. Ciò vale, soprattutto, per l'Italia, in cui le vulnerabilità riguardano anche il settore bancario e l'ingente quantità, seppure in rapida diminuzione, di crediti deteriorati, in un contesto di debole prestazione del mercato del lavoro. Il Belgio e la Francia devono principalmente far fronte a un debito pubblico elevato e a problemi riguardanti la crescita potenziale, peraltro in un contesto di competitività sotto pressione. In Francia il debito privato relativamente elevato è in aumento, mentre in Belgio il debito relativamente elevato e in aumento delle famiglie è associato a prezzi delle abitazioni probabilmente sovrastimati; le posizioni sull'estero, pur leggermente indebolite, restano solide.

- Alcuni Stati membri presentano *avanzi considerevoli e persistenti delle partite correnti* che derivano anche, in misura variabile, da consumi privati e investimenti modesti, ben oltre quanto ritenuto giustificabile dai fondamentali economici. È il caso, in particolare, della Germania e dei Paesi Bassi. Nei Paesi Bassi, l'avanzo elevato è associato a un alto livello di indebitamento delle famiglie e a una forte crescita dei prezzi delle abitazioni. Recentemente sono state registrate pressioni sui prezzi delle abitazioni anche in Germania, in cui però i livelli del debito sono comparativamente bassi. Il persistere di avanzi elevati può significare opportunità di crescita e di investimento nazionale mancate, con conseguenze sul resto della zona euro in un contesto di inflazione prolungata e ancora inferiore all'obiettivo e di un deterioramento della domanda estera.

- In alcuni Stati membri *l'evoluzione delle variabili dei prezzi o dei costi mostra segnali di potenziale surriscaldamento, in particolare per quanto riguarda il mercato immobiliare o il mercato del lavoro*.

  - In Svezia e, in misura minore, in Austria, Danimarca, Lussemburgo e Regno Unito i prezzi delle abitazioni hanno continuano negli ultimi anni ad aumentare a ritmo sostenuto, in un contesto di probabile divario di sopravvalutazione e di forte indebitamento delle famiglie. I dati recenti indicano un aggiustamento verso il basso in termini di prezzi e di sopravvalutazioni in Svezia e un rallentamento dei prezzi negli altri casi (escluso il Lussemburgo). In Lettonia, nella Repubblica ceca, in Slovacchia, in Slovenia e in Ungheria, un maggiore ma più recente aumento dei prezzi delle abitazioni si associa a minori segnali di sopravvalutazione, che nel caso della Repubblica ceca e della Slovacchia sono associati alla costante assunzione di prestiti ipotecari e all'aumento dell'indebitamento delle famiglie. La Finlandia sembra al riparo dalla forte crescita dei prezzi delle abitazioni o dal rischio di una sopravvalutazione, ma l'indebitamento delle famiglie è elevato e sta crescendo.

  - In Estonia, in Lettonia, in Lituania, in Slovacchia, nella Repubblica ceca, in Romania e in Ungheria, il costo del lavoro continua ad aumentare a ritmo piuttosto sostenuto, mentre la competitività dei prezzi diminuisce. Negli ultimi anni la forte crescita del CLUP è andata di pari passo con una netta riduzione dell'avanzo delle partite correnti in Ungheria e da un disavanzo

contenuto ma persistente delle partite correnti in Slovacchia. Nel caso della Romania, si registra il protrarsi di una crescita molto forte del CLUP a fronte di un ulteriore peggioramento del disavanzo delle partite correnti e di politiche di bilancio espansionistiche.

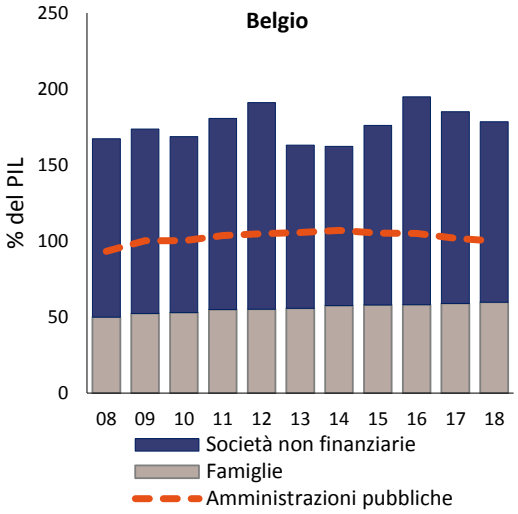
In conclusione, occorrerà effettuare esami approfonditi per 13 Stati membri: Bulgaria, Cipro, Croazia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Spagna e Svezia. Tutti questi Stati membri sono stati oggetto di un tale esame nel precedente ciclo annuale di attuazione della PSM, che ha attestato la presenza di squilibri o di squilibri eccessivi. I nuovi esami approfonditi contribuiranno ad analizzare queste sfide in modo più dettagliato e a valutare le esigenze di intervento sul piano politico. In particolare, i prossimi esami approfonditi serviranno a valutare se questi squilibri sono in via di peggioramento o di correzione, ai fini di un aggiornamento della precedente valutazione. Il presente meccanismo di allerta evidenzia inoltre la possibilità che si accumulino rischi in diversi altri Stati membri che, sulla base delle informazioni attuali, non sembrano giustificare un esame approfondito nella fase attuale, ma che comunque richiedono un attento monitoraggio, in particolare nelle prossime relazioni per paese. Tali rischi riguardano in particolare gli sviluppi relativi alla competitività (Estonia, Lettonia, Lituania, Repubblica ceca, Slovacchia e Ungheria) e ai prezzi delle abitazioni, ai mercati dell'edilizia abitativa e all'andamento del debito delle famiglie (Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Lussemburgo, Regno Unito, Repubblica ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria).

5. SQUILIBRI, RISCHI E AGGIUSTAMENTO: OSSERVAZIONI SPECIFICHE PER STATO MEMBRO

Belgio: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per il Belgio. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la variazione del tasso di cambio effettivo reale, il debito privato e il debito pubblico.

Nel 2018 il disavanzo delle partite correnti è stato limitato, mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero è risultata elevata. Sebbene la crescita della produttività sia modesta, l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasto contenuto, a fronte di un aumento salariale moderato. La variazione su tre anni del tasso di cambio effettivo reale si è ulteriormente apprezzata e ha superato la soglia, mentre la variazione a un anno ha mostrato solo una modesta accelerazione. La quota del mercato delle esportazioni è rimasta sostanzialmente stabile. L'elevato rapporto debito/PIL delle imprese si sta riducendo, sebbene i dati risultino gonfiati dai prestiti transfrontalieri infragruppo, ampiamente diffusi. Il debito delle famiglie, per lo più connesso a mutui ipotecari, è relativamente elevato e in crescita, mentre i prezzi reali delle abitazioni hanno continuato ad aumentare a un ritmo moderato negli ultimi anni e vi sono segnali di una potenziale sopravvalutazione. Il debito pubblico è elevato e si sta riducendo solo lentamente. La creazione di posti di lavoro ha continuato ad essere positiva e il tasso di disoccupazione è sceso a livelli record. Il tasso di inattività è elevato.

Grafico A1: ***Debito dei settori economici***



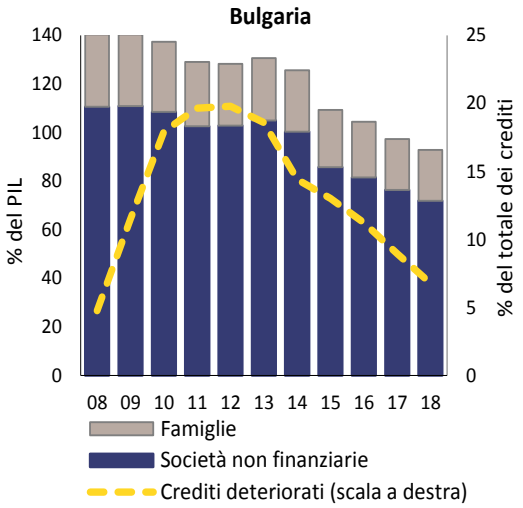
Fonte: Eurostat

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative al debito pubblico ma anche a quello privato, sebbene i rischi rimangano contenuti. La Commissione, pertanto, non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Bulgaria: nel febbraio del 2019 la Commissione aveva concluso che la Bulgaria presentava *squilibri* riguardanti, in particolare, le vulnerabilità del settore finanziario associate all'indebitamento elevato e ai crediti deteriorati delle imprese. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) e l'aumento del costo nominale del lavoro per unità di prodotto.

La posizione sull'estero dell'economia si è ulteriormente rafforzata con un aumento dell'avanzo delle partite correnti e un rapido miglioramento della negativa posizione patrimoniale netta sull'estero che si sta avvicinando alla soglia. Se da un lato si sono registrati incrementi cumulati delle quote del mercato delle

Grafico A2: ***Debito privato e crediti deteriorati***



Fonte: Eurostat e BCE

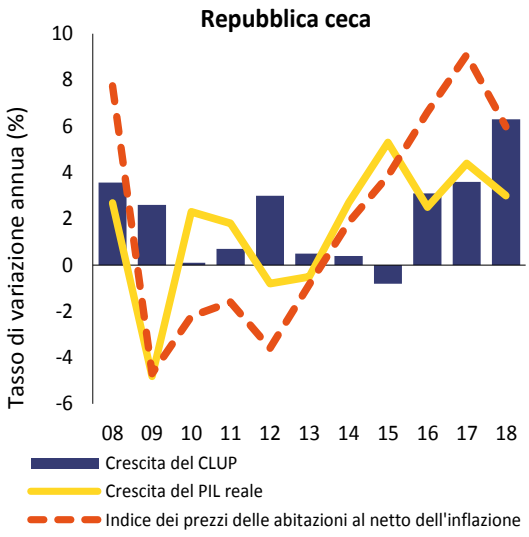
esportazioni, dall'altro il mercato del lavoro teso e la carenza di competenze hanno determinato una crescita salariale. Di conseguenza, l'aumento del costo nominale del lavoro per unità di prodotto è notevolmente superiore alla soglia e merita attenzione. In un contesto di condizioni economiche e finanziarie favorevoli, il settore bancario ha globalmente rafforzato i propri coefficienti patrimoniali e di liquidità. L'espansione del credito è forte e viene interamente finanziata mediante l'allargamento della base dei depositi. I crediti deteriorati continuano a diminuire, ma rimangono relativamente elevati per quanto riguarda le imprese non finanziarie e le banche di proprietà nazionale. Sono già state introdotte alcune misure per rafforzare la vigilanza nel settore bancario e non bancario, ed altre sono in fase di adozione. Tuttavia, alcune sfide e vulnerabilità rimangono in relazione alle carenze di capitale di alcuni istituti bancari e alle problematiche irrisolte nel settore delle assicurazioni. Pur essendo notevolmente diminuito, il debito delle imprese è ancora relativamente elevato. Il debito pubblico è basso e in diminuzione. I prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere, anche se a un ritmo più lento e in linea con i fondamentali. Si è registrata una forte ripresa dei crediti ipotecari e delle licenze edilizie e gli sviluppi in questi settori meritano un'attenzione particolare. La disoccupazione è calata a livelli molto bassi e il tasso di attività, sebbene relativamente basso, conferma la sua tendenza al rialzo.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative a vulnerabilità residue nel settore finanziario. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

Repubblica ceca: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Repubblica ceca. Nel quadro di valutazione aggiornato diversi indicatori superano la soglia indicativa: il tasso di cambio effettivo reale, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e la crescita dei prezzi reali delle abitazioni.

Il saldo delle partite correnti presenta un avanzo modesto ma in diminuzione, mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero negativa ha continuato a ridursi. La scadenza dell'impegno riguardante il tasso di cambio nell'aprile del 2017 ha portato a un apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, in particolare nel 2018. I costi nominali del lavoro per unità di prodotto sono aumentati in misura significativa per effetto della forte crescita dei salari e della grave carenza di manodopera, sebbene si prospetti un rallentamento. Finora le quote del mercato delle esportazioni hanno registrato un incremento. Allo stesso tempo, il paese è esposto a rischi legati al contesto della politica commerciale e alla possibile perturbazione delle catene globali del valore. Nel 2018, pur rimanendo elevati, i prezzi reali delle abitazioni hanno registrato un rallentamento rispetto al 2017. Inoltre, il debito del settore privato, compreso quello delle famiglie, è relativamente basso. Il settore bancario si dimostra molto solido, con una percentuale bassissima di crediti deteriorati. Con un bilancio pubblico in attivo dal 2016, il debito pubblico continua a diminuire. Il tasso di disoccupazione si è ulteriormente ridotto e il mercato del lavoro rimane molto teso.

Grafico A3: ***PIL, CLUP e prezzi delle abitazioni***



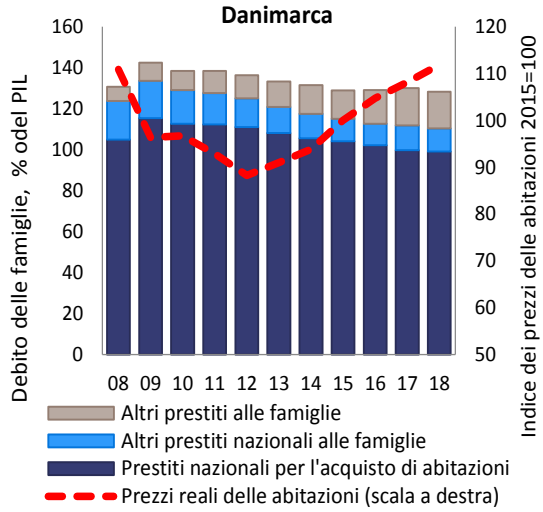
Fonte: Eurostat

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla competitività e alle pressioni nel mercato immobiliare, sebbene i rischi siano ampiamente contenuti. La Commissione, pertanto, 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: il saldo delle partite correnti e il debito del settore privato.

Il saldo delle partite correnti continua a registrare avanzi significativi, seppur in calo. L'avanzo si è recentemente ridotto poiché le imprese hanno risparmiato di meno e investito di più a livello nazionale. Gli avanzi consecutivi hanno reso fortemente positiva la posizione patrimoniale netta sull'estero, generando un reddito primario netto anch'esso positivo che, a sua volta, va a rafforzare il saldo attivo delle partite correnti. La crescita modesta della produttività ha inciso sugli indicatori della competitività di costo e le quote del mercato delle esportazioni hanno subito perdite limitate. Il risparmio delle famiglie è aumentato, il che riflette la necessità di ridurre l'indebitamento e le misure di politica macroprudenziale miranti a limitare la sottoscrizione di prestiti rischiosi. Al contempo, l'accumularsi del debito continua a essere favorito dai bassi costi di finanziamento e da un regime fiscale agevolato. Nel complesso, il debito delle famiglie in percentuale del PIL è ancora il più elevato dell'UE, sebbene si noti in alcuni casi una lenta tendenza al calo, mentre per le imprese l'indebitamento è modesto. I prezzi reali delle abitazioni sono in aumento costante ma moderato, ma dagli indicatori emergono segni di sopravvalutazione. Il mercato del lavoro continua a migliorare e la crescita dell'occupazione resta sostenuta. La carenza di manodopera è diffusa, ma è di recente diminuita, attenuando la spinta al rialzo sui salari.

Grafico A4: ***Debito famiglie e indice prezzi abitazioni***



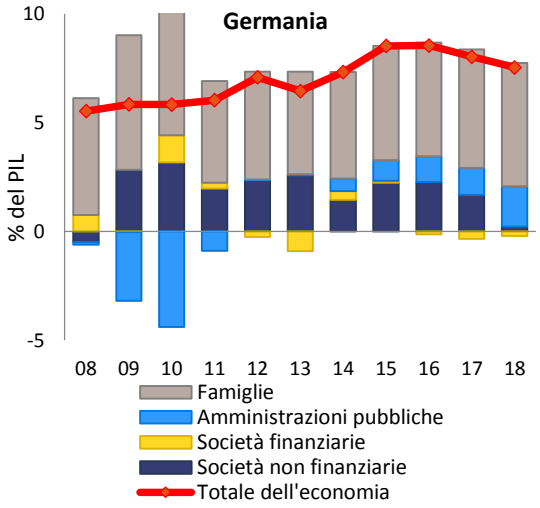
Fonte: Eurostat e BCE

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative all'avanzo con l'estero e al debito elevato delle famiglie, anche nel settore immobiliare, ma i rischi appaiono contenuti. In questa fase, pertanto, la Commissione non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Germania: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che la Germania presentava *squilibri macroeconomici* dovuti, in particolare, a un avanzo elevato delle partite correnti che riflette investimenti modesti rispetto al risparmio, nel settore sia privato che pubblico. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il saldo delle partite correnti, il tasso di cambio effettivo reale e il debito pubblico.

Il saldo delle partite correnti continua a registrare un avanzo molto consistente, pur essendosi leggermente ridotto nel 2018. Con l'indebolimento del commercio estero, si sta passando ad una crescita maggiormente trainata dalla domanda interna. Di conseguenza, l'avanzo delle partite correnti continuerà presumibilmente a ridursi, pur restando elevato, e porterà a un ulteriore rafforzamento della posizione patrimoniale netta sull'estero, di per sé già consistente. La debole crescita della produttività ha contribuito all'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il tasso di cambio effettivo reale ha continuato ad apprezzarsi. L'aumento dei salari nominali ha registrato un'accelerazione anche grazie agli effetti una tantum delle politiche attuate, in un contesto di mercato del lavoro teso, ma secondo le previsioni è destinato nel breve periodo a rallentare. Nel 2018 la crescita delle esportazioni ha subito una drastica decelerazione, accompagnata da perdite limitate di quote di mercato su base annua. I prezzi reali delle abitazioni e i costi di costruzione hanno continuato a salire creando una situazione meritevole di attenzione, anche per quanto riguarda le disparità regionali a livello di prezzi e di disponibilità di alloggi. Prosegue inoltre la crescita degli investimenti nel settore immobiliare, seppur con ritardo nelle aree metropolitane rispetto alle esigenze abitative. La crescita del credito si sta gradualmente rafforzando. Il debito pubblico, che ha continuato a contrarsi, scenderà presumibilmente al di sotto della soglia del 60 % del PIL entro il 2019. Al tempo stesso, il ritardo nel settore degli investimenti pubblici rimane significativo nonostante gli investimenti siano in aumento da qualche anno. La disoccupazione generale, insieme a quella giovanile e di lunga durata, è a un livello storicamente molto basso, anche se la situazione del mercato del lavoro non ha più registrato ulteriori miglioramenti.

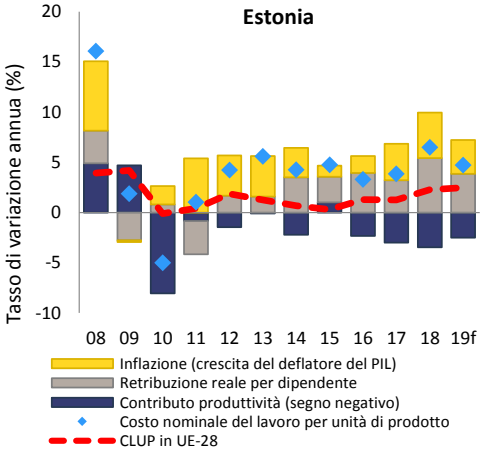
Grafico A5: ***Accreditamento/indebitamento netto per settore***



Fonte: Eurostat

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla persistente eccedenza del risparmio rispetto agli investimenti, che si riflette in un ingente avanzo delle partite correnti seppur in graduale in calo, e sottolinea la necessità di proseguire il processo di riequilibrio. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

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



Fonte: servizi della Commissione

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: il tasso di cambio effettivo reale e la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto.

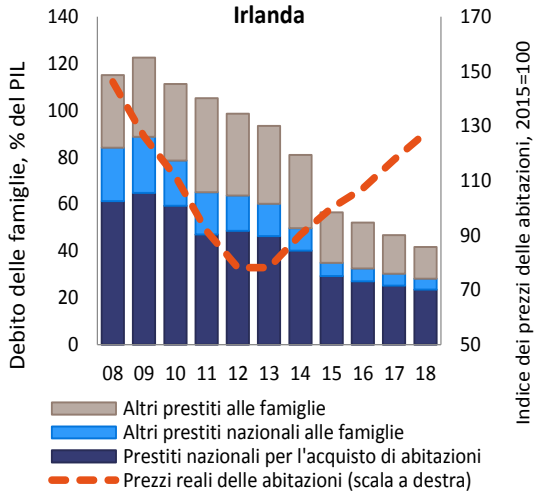
Il saldo delle partite correnti presenta un avanzo stabile, mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero negativa è migliorata. Nel 2018 l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale ha subito un'accelerazione che ha portato l'indicatore oltre la soglia. Un'ulteriore accelerazione si è registrata anche nella crescita del costo del lavoro per unità di prodotto per effetto delle pressioni interne sui prezzi e

sui salari, in particolare nel settore pubblico, imputabili a un mercato del lavoro teso. Gli incrementi cumulati delle quote del mercato delle esportazioni sono stati modesti. Il ricorso al prestito e i livelli del debito del settore sia pubblico che privato sono relativamente bassi. Il debito del settore privato ha continuato peraltro a calare, il che riflette il persistere di dinamiche di riduzione dell'indebitamento. La crescita dei prezzi reali delle abitazioni è rallentata, attestandosi su livelli moderati. Il mercato del lavoro teso si traduce in un livello di disoccupazione relativamente basso e in un tasso di attività molto elevato rispetto agli altri paesi dell'UE.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative al costo nominale del lavoro per unità di prodotto e al tasso di cambio effettivo reale, ma i rischi appaiono contenuti. In questa fase, pertanto, la Commissione non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Irlanda: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che l'Irlanda presentava *squilibri macroeconomici* relativi, in particolare, alle vulnerabilità derivanti da ingenti stock del debito pubblico e privato e da passività nette verso l'estero. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito privato, il debito pubblico e la crescita dei prezzi reali delle abitazioni.

Grafico A7: ***Debito famiglie e indice prezzi abitazioni***



Fonte: Eurostat e BCE

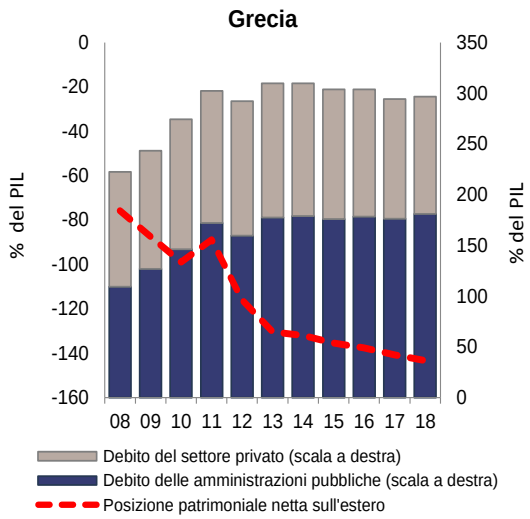
Le partite correnti sono passate da una posizione di sostanziale equilibrio nel 2017 ad un ingente avanzo nel 2018. Questa forte variazione è connessa principalmente alle attività delle imprese multinazionali. Modificando il metodo di quantificazione del saldo delle partite correnti così che questo rispecchi più fedelmente l'attività economica nazionale, l'avanzo registrato nel 2018 risulta inferiore. La NIIP resta fortemente negativa, anche a causa delle attività delle imprese multinazionali e della presenza di un grande centro finanziario offshore poco collegato all'economia nazionale. Grazie alla forte crescita economica il rapporto debito pubblico/PIL è in flessione, ma il livello del debito resta elevato. Pur continuando a scendere, il debito del settore privato è ancora molto ingente. Le famiglie hanno proseguito la riduzione del debito e le banche irlandesi hanno alleggerito la loro esposizione verso le imprese nazionali, il che fa pensare ad un processo di costante riduzione del loro livello di indebitamento. La crescita dei prezzi reali delle abitazioni è continuata nel 2018, ma ha subito un notevole rallentamento nel corso dell'anno. L'accessibilità economica degli alloggi, tuttavia, è ancora fonte di preoccupazione. In questi ultimi anni l'incidenza dei crediti deteriorati è andata diminuendo in misura costante e ora le banche sono ben capitalizzate, ma con livelli di accantonamento relativamente bassi. La redditività delle banche, benché ancora modesta, è in via di graduale miglioramento. La disoccupazione continua a calare, avvicinandosi ai livelli precedenti alla crisi.

In conclusione, la lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia problematiche relative alla volatilità della posizione sull'estero, agli stock del debito pubblico e privato e al mercato immobiliare. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

Grecia: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che la Grecia presentava *squilibri macroeconomici eccessivi* relativi, in particolare, a un debito pubblico elevato, a una posizione esterna negativa e a un volume ingente di crediti deteriorati, in un contesto di forte disoccupazione, seppur in calo, e di debole crescita potenziale. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito lordo delle amministrazioni pubbliche e il tasso di disoccupazione.

La posizione patrimoniale sull'estero della Grecia, decisamente negativa, consiste in gran parte in passività nette del debito, in particolare debito pubblico estero, detenuto per lo più da creditori istituzionali e contratto a condizioni estremamente agevolate. Al momento, la crescita moderata del PIL nominale e il saldo negativo delle partite correnti, ampliatosi nel corso del 2018, impediscono al paese di rientrare più celermente dall'elevato stock di passività nette verso l'estero. Nel 2018 il costo nominale del lavoro per unità di prodotto ha registrato una crescita positiva, nel contesto di una dinamica stagnante della produttività del lavoro. Gli aumenti salariali hanno portato ad un ulteriore rialzo del tasso di cambio effettivo reale e nel 2018, per il secondo anno consecutivo, si sono osservati alcuni incrementi delle quote del mercato delle esportazioni. Il debito pubblico è molto elevato, sebbene si preveda un graduale calo nei prossimi anni, mentre la sua sostenibilità fa leva sulle misure di riduzione del debito approvate dai partner europei nel 2018. In tale anno i prezzi reali delle abitazioni, in flessione per un decennio, hanno iniziato a risalire. La crescita del credito del settore privato è negativa poiché continua il processo di riduzione dell'indebitamento, mentre parallelamente si assiste ad un lento rientro dall'elevato stock di crediti deteriorati. La disoccupazione è in calo, ma resta molto elevata, in particolare quella giovanile e quella di lungo periodo.

Grafico A8: ***NIIP, debito privato e debito delle PA***



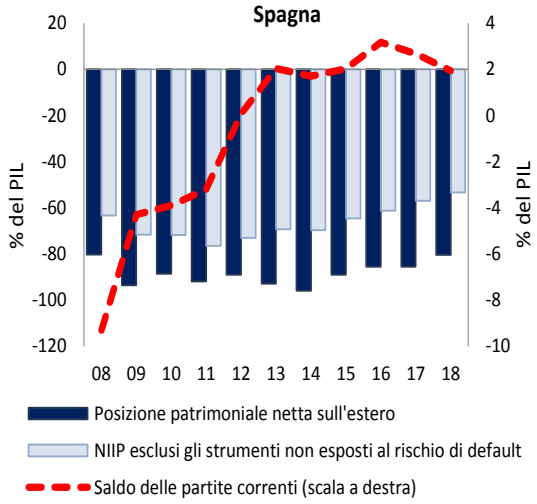
Fonte: Eurostat

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative a un debito pubblico elevato, a una posizione patrimoniale sull'estero negativa e a uno stock ingente di crediti deteriorati, in un contesto di forte disoccupazione, modesta crescita della produttività e fiacchezza degli investimenti. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri eccessivi riscontrati nel mese di febbraio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare il persistere dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione dei suddetti squilibri.

Spagna: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che la Spagna presentava *squilibri macroeconomici* connessi, in particolare, ai livelli elevati del debito estero e interno, sia pubblico che privato, in un contesto di forte disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il rapporto debito pubblico/PIL, il debito privato, il tasso di disoccupazione e il calo del tasso di attività.

Il saldo delle partite correnti è risultato costantemente in avanzo, pur registrando una flessione nel 2018. La NIIP negativa ha continuato a migliorare, ma resta molto consistente. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è aumentato marginalmente in un contesto di crescita della produttività pressoché nulla. Gli incrementi relativi della competitività di costo sono stati il motore principale degli incrementi della competitività nel periodo post-crisi. Nonostante una leggera flessione nel 2018, in parte dovuta a fattori transitori, le esportazioni hanno registrato una modesta crescita e le relative quote di mercato sono rimaste sostanzialmente stabili. Anche se per tutto l'anno il debito del settore privato ha continuato a scendere, permane l'esigenza di alleggerire l'indebitamento. Nonostante un rallentamento dovuto alla crescita lievemente positiva dei nuovi crediti, è proseguito anche il calo del rapporto del debito delle imprese sul PIL. Lo stesso calo si è avuto nel rapporto debito delle famiglie sul PIL, sebbene nel 2018 l'andamento del credito sia passato al segno positivo. I prezzi reali delle abitazioni hanno continuato ad aumentare e la sottovalutazione sembra essersi ormai arrestata. La forte crescita economica degli ultimi anni è stata il motore principale della riduzione del disavanzo pubblico, ma a causa dei persistenti disavanzi il rapporto debito pubblico/PIL, ancora elevato, si sta riducendo solo lentamente. La disoccupazione sta scendendo rapidamente, ma è molto elevata e al di sopra dei livelli pre-crisi, in particolare tra i giovani e i lavoratori non qualificati.

Grafico A9: ***NIIP e saldo delle partite correnti***



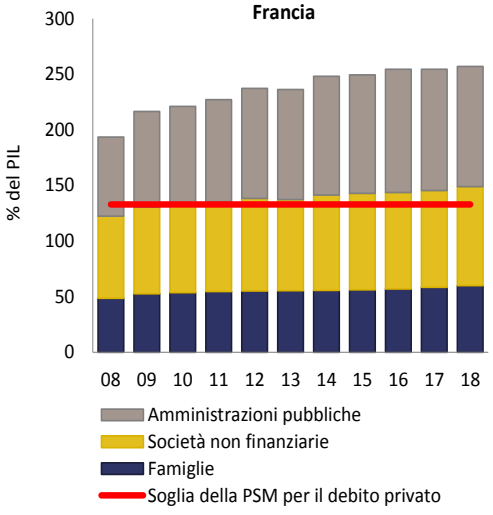
Fonte: servizi della Commissione

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla sostenibilità esterna e al debito pubblico e privato, in un contesto di forte disoccupazione e debole crescita della produttività. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

Francia: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che la Francia presentava *squilibri macroeconomici* connessi, in particolare, a un debito pubblico elevato e a una debole dinamica della competitività, in un contesto di modesta crescita della produttività. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il debito pubblico e il debito privato.

Le partite correnti registrano un disavanzo contenuto e stabile, mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero è lievemente negativa. Nel 2018 le quote del mercato delle esportazioni sono rimaste stabili, sia su base annua che rispetto all'indicatore quinquennale. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stata contenuta e inferiore alla media della zona euro, anche se la crescita della produttività del lavoro è attualmente modesta.

Grafico A10: ***Debito dei settori economici***



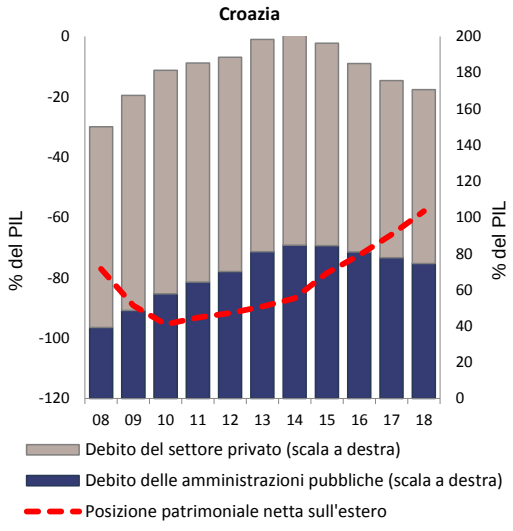
Fonte: Eurostat

Nel 2018 il debito pubblico si è stabilizzato su un massimo storico, confermando la limitatezza del margine di bilancio disponibile per rispondere agli shock futuri. I flussi del credito privato sono rimasti relativamente dinamici e, in tal modo, il rapporto debito privato/PIL, di per sé già elevato, è aumentato leggermente. Il debito delle società non finanziarie è stato superiore al livello suggerito dai fondamentali, mentre l'indebitamento delle famiglie è stato più contenuto. Negli ultimi anni i prezzi reali delle abitazioni sono saliti a ritmo moderato ma costante e si notano tuttora segnali di potenziale sopravvalutazione. Il settore bancario appare resiliente, ma la combinazione dei rapporti del debito pubblico e del debito privato sul PIL, entrambi elevati, può rivelarsi rischiosa. I bassi tassi di interesse attualmente praticati possono inoltre incidere sulla redditività delle banche. Il tasso di disoccupazione è ulteriormente diminuito ed è ora inferiore alla soglia. La disoccupazione di lunga durata e quella giovanile hanno continuato a migliorare.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative ad un elevato indebitamento e ad una debole seppur stabile competitività, in un contesto di modesta crescita della produttività. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

Croazia: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che la Croazia presentava *squilibri macroeconomici* connessi a livelli elevati di debito pubblico, privato ed estero, in un contesto di scarsa crescita potenziale. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito pubblico, il tasso di disoccupazione e il calo del tasso di attività.

Grafico A11: ***NIIP, debito privato e debito delle PA***



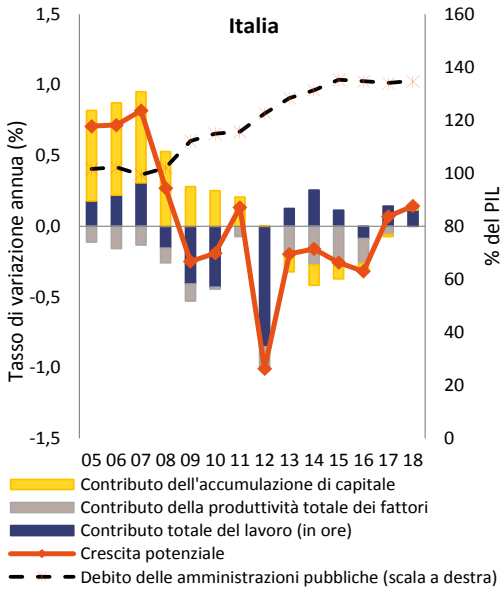
Fonte: Eurostat

In presenza di avanzi costanti delle partite correnti, la NIIP negativa si è notevolmente ridotta ma resta consistente. Nel 2018 la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è passata al segno positivo, dal momento che la crescita della produttività del lavoro è stata molto modesta. In costante aumento dal 2013, le quote del mercato delle esportazioni sono attualmente in calo. Anche se elevato, il debito pubblico tende a diminuire, sostenuto da modesti avanzi di bilancio. Il debito delle famiglie e delle imprese continua a scendere, ma resta relativamente elevato. In generale, il fatto che una quota sostanziale del debito sia denominata in valuta estera determina rischi di cambio. Se, da un lato, la modesta crescita del credito contribuisce a ridurre i livelli del debito privato, dall'altro il maggior ricorso delle famiglie ai prestiti in contanti per scopi generici desta preoccupazione. Contemporaneamente, il settore finanziario è gravato da volumi elevati di crediti deteriorati, seppur in via di contrazione, e da un certo grado di esposizione in valuta estera. Il tasso di disoccupazione è andato rapidamente diminuendo, ma è ancora relativamente elevato. Il tasso di attività continua ad essere basso e, al contempo, la popolazione in età da lavoro diminuisce. Questa situazione, associata a una modesta crescita della produttività, soprattutto per un'economia in ripresa, ostacola la crescita potenziale.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative allo stock di passività verso l'estero, al debito pubblico e privato e a un ingente volume di crediti deteriorati, in un contesto di disoccupazione tuttora elevata e di modesta crescita della produttività. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

Italia: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che l'Italia presentava *squilibri macroeconomici eccessivi* connessi, in particolare, ai rischi derivanti dal debito pubblico molto elevato e dal protrarsi di una situazione di debole crescita della produttività, nel contesto di un volume tuttora rilevante di crediti deteriorati e di una forte disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato il debito pubblico e il tasso di disoccupazione sono ancora superiori alla soglia indicativa.

Grafico A.12: ***Crescita potenziale e debito pubblico***



Fonte: servizi della Commissione

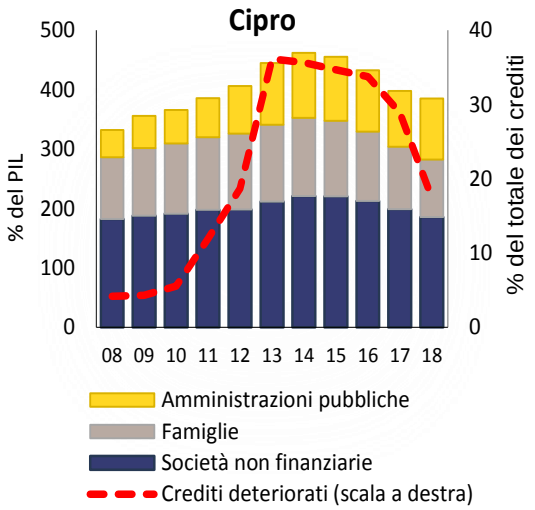
Con una posizione patrimoniale netta sull'estero prossima al pareggio, la posizione sull'estero è stabile e le partite correnti registrano un avanzo. Tale avanzo è in parte legato alla debolezza della domanda interna e alla bassa crescita dei salari. La stagnazione della crescita della produttività incide sulla competitività non di costo e sulla crescita del PIL potenziale, il che, a sua volta, ostacola la riduzione del debito pubblico. La modesta crescita della produttività è dovuta alla scarsità sia di investimenti che di innovazione, a un contesto non favorevole alle imprese, a difficoltà di finanziamento, a una carenza di lavoratori altamente qualificati e a riallocazioni tra settori. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è contenuta e le quote del mercato delle esportazioni sono sostanzialmente stabili. Il rapporto debito pubblico/PIL è aumentato nel 2018 e rischia di aumentare ulteriormente nel 2019 a causa di prospettive economiche labili e di un deterioramento del saldo primario. Sul versante positivo, i rendimenti dei titoli di Stato sono considerevolmente diminuiti. Grazie alla riduzione dello stock di crediti deteriorati, il risanamento dei bilanci delle banche ha registrato notevoli progressi, ma i prestiti alle società non finanziarie restano scarsi. Permangono le vulnerabilità del settore finanziario, in particolare per le banche di piccole e medie dimensioni, ancora gravate da uno stock elevato di crediti deteriorati pregressi e più esposte al rischio sovrano rispetto alle grandi banche. La disoccupazione e i livelli occupazionali si sono evoluti positivamente. Il tasso di disoccupazione, tuttavia, resta elevato, soprattutto per i giovani e per i disoccupati di lunga durata, mentre la partecipazione al mercato del lavoro, in particolare delle donne, è ancora scarsa, con conseguenti rischi per l'occupabilità e la crescita future.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative al livello elevato del debito pubblico, alla debole crescita della produttività, agli scarsi risultati del mercato del lavoro e alle vulnerabilità del settore bancario. Tali fattori contribuiscono a una crescita potenziale debole che, a sua volta, ostacola la riduzione del debito pubblico. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri eccessivi riscontrati nel mese di febbraio, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare il persistere dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione dei suddetti squilibri.

Cipro: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che Cipro presentava *squilibri macroeconomici eccessivi* connessi, in particolare, a un volume molto consistente di crediti deteriorati e ad ingenti stock di debito privato, pubblico ed estero, in un contesto di disoccupazione ancora relativamente elevata e di debole crescita potenziale. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il saldo delle partite correnti, la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito privato, il debito pubblico e il tasso di disoccupazione.

Nel 2018 le partite correnti hanno continuato a registrare un disavanzo decisamente negativo per effetto di una forte domanda interna e dei risparmi negativi delle famiglie. La dinamica delle partite correnti non favorisce una posizione patrimoniale netta prudente sull'estero, anche tenendo conto della presenza di società veicolo. Nel 2018 la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stata contenuta, mentre le quote del mercato delle esportazioni sono state sostanzialmente stabili. Il debito privato è tra i più elevati dell'UE sia per le famiglie che per le imprese e i flussi di credito rimangono positivi. Il volume dei crediti deteriorati nel settore bancario è notevolmente diminuito, ma è tuttora molto elevato. Il sostegno del governo alla vendita della Cyprus Cooperative Bank ha avuto un effetto una tantum di incremento del debito pubblico nel 2018. In prospettiva, si prevede che il debito pubblico riprenderà a scendere, sulla scia di risultati di bilancio costantemente favorevoli. La disoccupazione continua a diminuire e continuerà presumibilmente a farlo, in un contesto di forte crescita economica.

Grafico A13: ***Debito e crediti deteriorati***



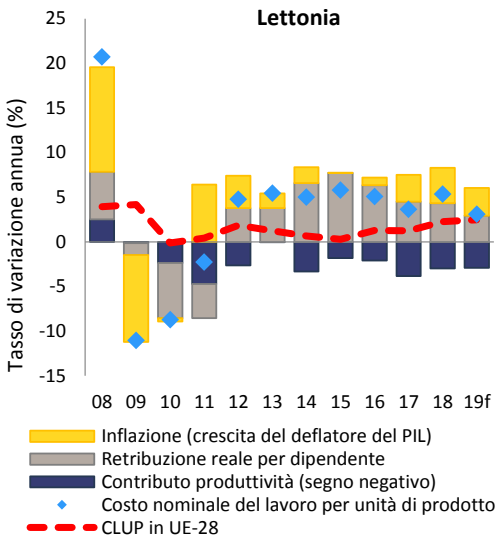
Fonte: Eurostat e BCE

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla sostenibilità del debito estero, al debito pubblico e privato e alle vulnerabilità del settore finanziario. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri eccessivi riscontrati nel mese di febbraio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare il persistere dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti verso la correzione dei suddetti squilibri.

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: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il costo del lavoro per unità di prodotto e la crescita dei prezzi reali delle abitazioni.

Nel 2018 le partite correnti sono tornate lievemente in disavanzo, ma la NIIP negativa, principalmente per effetto del debito pubblico e degli investimenti diretti esteri, ha continuato a migliorare in modo relativamente rapido. Gli indicatori della competitività di costo sembrano indebolirsi a fronte di un apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale e di un costo del lavoro per unità di prodotto che ha continuato a salire in misura relativamente sostenuta sotto la spinta di una crescita costante dei salari. Secondo le previsioni, la pressione salariale continuerà a causa della contrazione della forza lavoro. Parallelamente, la crescita della quota del mercato delle esportazioni è rallentata, ma gli incrementi cumulati restano positivi. La crescita dei prezzi reali delle abitazioni è dinamica e ha subito una certa accelerazione nel 2018, il che rende necessario prestare attenzione alle pressioni esercitate sul mercato immobiliare, anche se ancora non vi sono segnali evidenti di sopravvalutazione. La riduzione del debito privato continua, a fronte di una crescita del credito tuttora modesta, mentre il debito pubblico è basso e in leggero calo. Quanto al mercato del lavoro, la disoccupazione sta scendendo ulteriormente e il tasso di attività ha continuato a crescere.

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



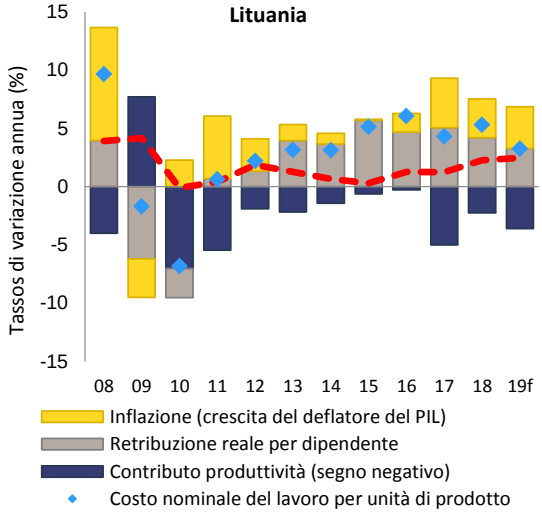
Fonte: servizi della Commissione

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alle pressioni derivanti dall'offerta di manodopera e alla competitività di costo, ma i rischi appaiono contenuti. In questa fase, pertanto, la Commissione non condurrà 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: il tasso di cambio reale e la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto.

Le partite correnti sono sostanzialmente in equilibrio, mentre la NIIP, che è il principale riflesso del debito pubblico e degli investimenti diretti esteri, ha continuato a migliorare ed è ora all'interno della soglia. Il costo del lavoro per unità di prodotto ha continuato a crescere a ritmo piuttosto sostenuto, sotto la spinta del forte incremento dei salari dovuto a un mercato del lavoro teso e ad alcune modifiche normative, tra cui l'aumento relativamente rapido del

Grafico A15: ***Scomposizione del costo del lavoro per unità di prodotto***



Fonte: servizi della Commissione

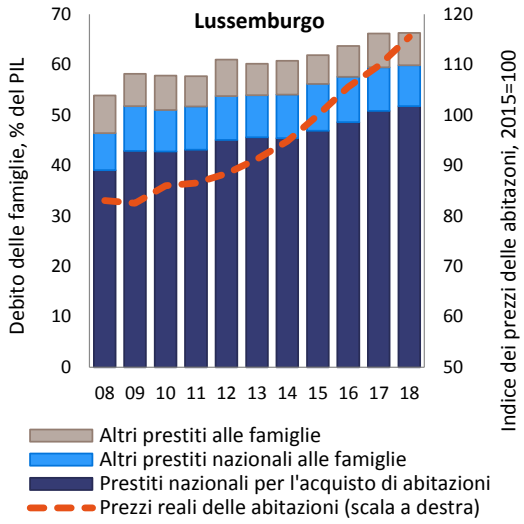
salario minimo dopo il 2016. Nel 2018, inoltre, il tasso di cambio effettivo reale si è apprezzato in misura alquanto sensibile, attestandosi oltre la soglia. Per il futuro, tuttavia, sembrano esserci minori rischi poiché la crescita dei salari nominali sta rallentando, mentre la produttività mantiene una sana dinamica di crescita. L'incremento delle quote del mercato delle esportazioni è proseguito a ritmo sostenuto. I livelli del debito, sia pubblico che privato, continuano ad essere relativamente bassi e stabili, parallelamente a una crescita positiva del credito. Gli aumenti dei prezzi reali delle abitazioni sono stati rilevanti, ma restano entro la soglia del quadro di valutazione. Il tasso di disoccupazione è ancora basso.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla competitività di costo, ma in questa fase i rischi restano contenuti. In questa fase, pertanto, la Commissione non condurrà 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 il debito del settore privato supera la soglia indicativa.

La posizione sull'estero è caratterizzata da avanzi sostanzialmente stabili delle partite correnti e da una posizione patrimoniale netta sull'estero positiva. Gli incrementi cumulati delle quote del mercato delle esportazioni si sono ridimensionati, mentre la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è risultata relativamente elevata. Particolare attenzione merita l'aumento dei prezzi reali delle abitazioni, che per molti anni consecutivi è proseguito a ritmo piuttosto sostenuto. Tale aumento è frutto di un mercato del lavoro dinamico associato a grossi flussi migratori netti e a condizioni di finanziamento favorevoli, a fronte di un'offerta che, invece, è rimasta relativamente limitata. L'indebitamento elevato delle imprese è legato principalmente ai prestiti transfrontalieri intrasocietari. Il debito delle famiglie, per lo più ipotecario, ha raggiunto livelli piuttosto alti a causa dell'aumento dei prezzi delle abitazioni. I rischi per la stabilità finanziaria sono mitigati da un settore bancario in buona salute. Il mercato del lavoro è inoltre solido e si associa a una forte creazione di posti di lavoro e a una disoccupazione che si sta stabilizzando su livelli relativamente bassi. Il debito pubblico resta molto basso.

Grafico A16: ***Debito famiglie e indice prezzi abitazioni***

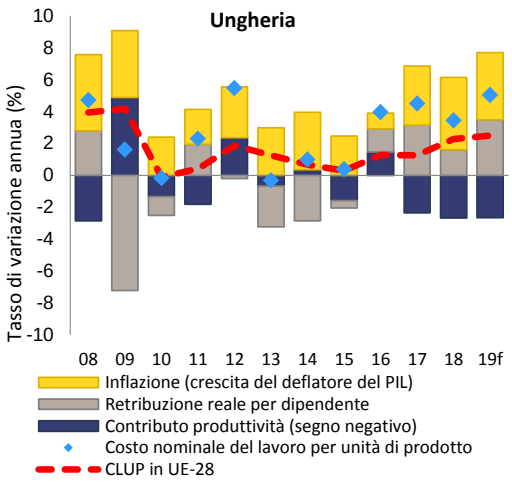


Fonte: Eurostat e BCE

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia soprattutto problematiche relative all'aumento dei prezzi delle abitazioni e del debito delle famiglie, sebbene in questa fase i rischi appaiano contenuti. In questa fase, pertanto, la Commissione non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Ungheria: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per l'Ungheria. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, l'aumento dei prezzi reali delle abitazioni e il debito pubblico.

Grafico A17: ***Scomposizione del costo del lavoro per unità di prodotto***



Fonte: servizi della Commissione

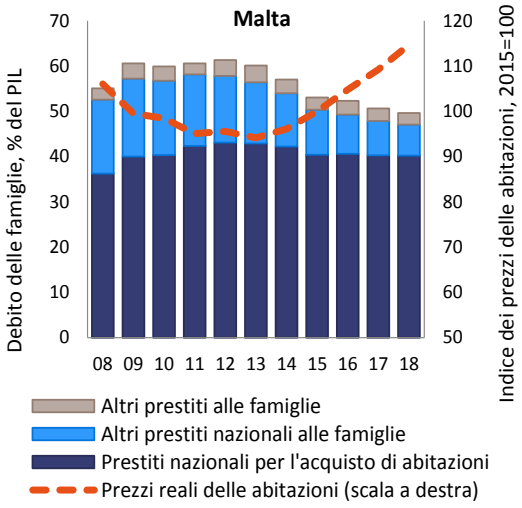
La NIIP negativa appare in costante miglioramento, ma l'avanzo delle partite correnti è attualmente eroso dalla forte crescita delle importazioni. I rischi derivanti dalle pressioni della domanda interna meritano attenzione. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stata molto dinamica, tenuto conto del ritardo della crescita della produttività rispetto ai cospicui aumenti delle retribuzioni derivanti da un mercato del lavoro teso e da misure amministrative. L'apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale è stato finora mitigato dal graduale deprezzamento della valuta nominale. Negli ultimi anni, tuttavia, le difficoltà temporanee dell'industria automobilistica e della sua catena del valore hanno fermato la crescita della quota del mercato delle esportazioni e, a più lungo termine, l'importante ruolo di questo settore potrebbe rappresentare un rischio. I prezzi reali delle abitazioni hanno continuato a salire rapidamente. Il volume delle nuove operazioni di prestito si sta ampliando, ma il debito privato in percentuale del PIL continua a diminuire grazie al graduale ammortamento degli stock precedentemente accumulati. Il debito pubblico si sta riducendo solo lentamente a causa della tendenza prociclica della politica di bilancio di questi ultimi anni. Nel 2018 la disoccupazione è ulteriormente diminuita grazie ad un mercato del lavoro ancora in tensione.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative al costo del lavoro per unità di prodotto, al mercato immobiliare e ai rischi potenzialmente connessi alla dipendenza nei confronti dell'industria automobilistica. I rischi a breve termine appaiono tuttavia contenuti. Pertanto, pur continuando a monitorare la situazione, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Malta: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per Malta. Nel quadro di valutazione aggiornato l'indicatore dell'avanzo delle partite correnti supera la soglia indicativa.

L'avanzo delle partite correnti è rimasto molto elevato nel 2018, analogamente a quanto osservato nel 2017. La posizione patrimoniale netta sull'estero è diminuita in misura marginale, ma resta fortemente positiva per effetto della presenza di un'attività finanziaria e di un'industria del gioco d'azzardo online rivolte verso l'estero. La moderata dinamica salariale è il fattore principale alla base della costante debolezza della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Il

Grafico A18: ***Debito famiglie e indice prezzi abitazioni***



Fonte: Eurostat e BCE

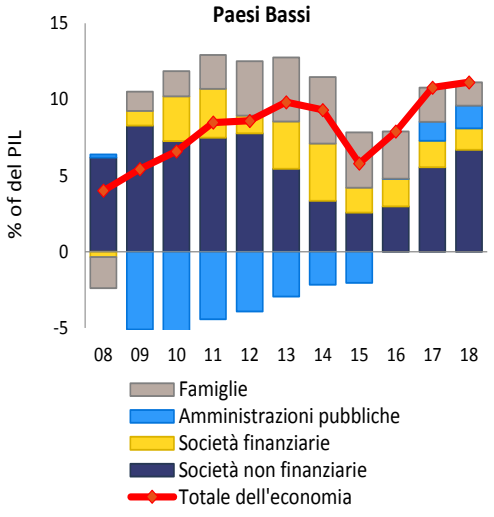
tasso di cambio effettivo reale si è lievemente apprezzato. Nel 2018 il debito del settore privato ha continuato a ridursi, sostenuto da una forte crescita del PIL nominale. Mentre il flusso di credito verso il settore non finanziario è in espansione, il credito alle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile fino al 2018. Il rapporto debito pubblico/PIL ha continuato a ridursi. Nel 2018 l'aumento costante dei prezzi delle abitazioni ha registrato una lieve accelerazione, ma non vi sono ancora segnali coerenti di sopravvalutazione. Le passività del comparto finanziario sono inoltre diminuite e non vi sono segni evidenti di fragilità del settore bancario, tenuto conto delle riserve di capitale esistenti. Il mercato del lavoro continua a registrare risultati positivi, con una disoccupazione in calo, tra cui quella di lunga durata, e tassi di attività in rialzo.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia un saldo delle partite correnti molto elevato e una crescita relativamente dinamica dei prezzi delle abitazioni, sebbene in questa fase i rischi appaiano contenuti. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Paesi Bassi: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che i Paesi Bassi presentavano *squilibri macroeconomici* connessi, in particolare, all'ingente stock del debito privato e all'elevato avanzo delle partite correnti. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il saldo delle partite correnti, il debito del settore privato e la crescita dei prezzi reali delle abitazioni.

L'avanzo delle partite correnti, al quale concorrono tutti i settori economici (famiglie, amministrazioni pubbliche e imprese), è molto elevato e rimane ben al di sopra della soglia del quadro di valutazione. L'aumento di questi ultimi anni è stato innescato essenzialmente da società non finanziarie aventi un'eccedenza di risparmio derivante da una redditività d'impresa piuttosto elevata e da un tasso d'investimento interno comparativamente basso. L'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto è stato contenuto poiché la crescita dei salari, pur compiendo un balzo in avanti, è rimasta moderata, mentre la crescita della produttività ha subito una battuta d'arresto. Il debito privato in percentuale del PIL continua a scendere progressivamente, ma rimane ben al di sopra della soglia del quadro di valutazione.

Grafico A19: ***Accreditamento/indebitamento netto per settore***



Fonte: Eurostat

L'elevato livello di debito delle imprese è dovuto principalmente ai debiti infragruppo delle multinazionali, ma ad essere molto elevato è soprattutto il debito delle famiglie, principalmente legato al trattamento fiscale agevolato per i mutui ipotecari gravanti sugli immobili ad uso dei proprietari e al funzionamento subottimale del mercato delle locazioni. Sebbene il debito delle famiglie in percentuale del PIL sia in calo, il debito nominale ha continuato a crescere nel 2018, dal momento che la ripresa del mercato immobiliare, di per sé già sostenuta, ha subito un'ulteriore accelerazione. Di conseguenza, nel 2018 la crescita dei prezzi reali delle abitazioni è aumentata e ha raggiunto un livello superiore alla soglia del quadro di valutazione. Il rapporto debito pubblico/PIL, relativamente basso, è in calo. Anche la disoccupazione si è ridotta grazie a una forte crescita dell'occupazione.

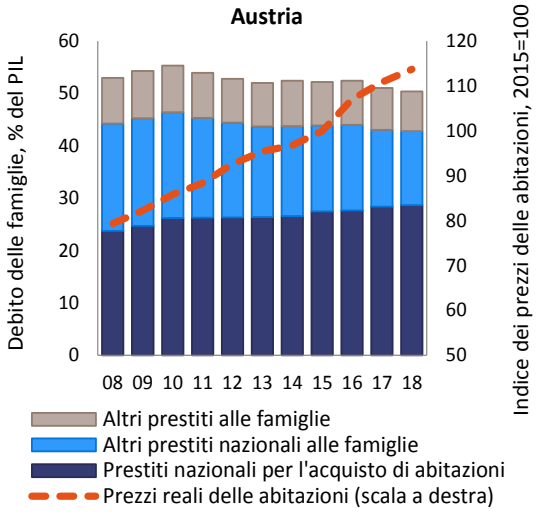
In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative al debito elevato delle famiglie, a sua volta correlato al mercato immobiliare, e alla forte eccedenza del risparmio interno. La

Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

Austria: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per l'Austria. Nel quadro di valutazione aggiornato, l'indicatore del debito pubblico supera la soglia indicativa.

Nel 2018 l'avanzo delle partite correnti si è attestato su livelli ancora modesti e sostanzialmente stabili e la posizione patrimoniale netta sull'estero è rimasta marginalmente positiva. Le quote del mercato delle esportazioni hanno registrato alcuni incrementi. Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato, poiché i salari, pur rimanendo nel complesso relativamente contenuti, sono cresciuti più della produttività del lavoro. La tendenza al rialzo dei prezzi reali delle abitazioni è proseguita, pur subendo un'ulteriore decelerazione. Anche se la situazione va monitorata, l'aumento dei prezzi non sembra riconducibile al credito. Parallelamente, il rapporto del debito sia delle imprese che delle famiglie sul PIL continua a ridursi. È proseguita anche la traiettoria discendente del debito pubblico, sulla scia di una forte crescita economica e del processo di liquidazione delle attività degli istituti finanziari nazionalizzati attualmente in corso. La situazione del settore bancario è ulteriormente migliorata anche grazie alla ripresa nei paesi vicini. Alla luce di queste condizioni economiche favorevoli e della forte crescita dell'occupazione, il tasso di disoccupazione si è notevolmente ridotto.

Grafico A20: ***Debito famiglie e indice prezzi abitazioni***



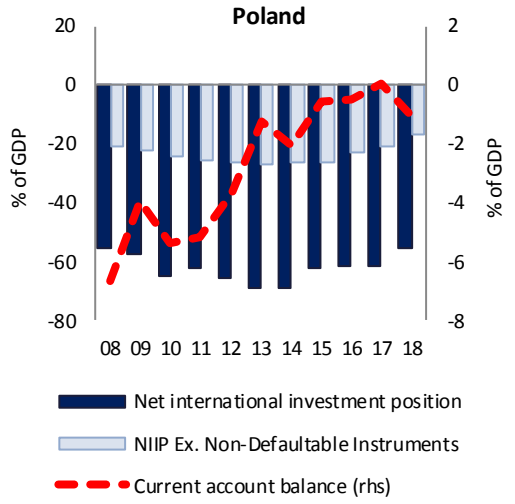
Fonte: Eurostat e BCE

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative al settore immobiliare, ma i rischi appaiono contenuti. In questa fase, pertanto, la Commissione non ritiene necessario condurre un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Polonia: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Polonia. Nel quadro di valutazione aggiornato la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) supera la soglia indicativa.

Il saldo delle partite correnti è passato da un lieve avanzo nel 2017 a un lieve disavanzo nel 2018, mentre la NIIP negativa si è visibilmente ridotta, attestandosi oltre la soglia. Le vulnerabilità esterne sono ancora contenute dal momento che gran parte delle passività verso l'estero sono costituite da investimenti diretti esteri. Nel 2018 si sono registrati ulteriori incrementi delle quote del mercato delle esportazioni. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è aumentato a ritmo modesto, poiché la consistente impennata dei salari è stata controbilanciata da una forte crescita della produttività. La crescita dei prezzi delle abitazioni si è rafforzata nel 2018, rimanendo inferiore ma pur sempre vicina alla soglia. Nel 2018 il rapporto debito privato/PIL è stato sostanzialmente stabile. Su livelli già relativamente bassi, il debito pubblico espresso in percentuale del PIL si è ulteriormente ridotto grazie a una rapida crescita del PIL nominale e a un disavanzo nominale modesto. Il settore bancario è relativamente ben capitalizzato, liquido e redditizio, sebbene lo stock ancora ingente, seppur in diminuzione, dei crediti denominati in valuta estera resti un fattore di vulnerabilità. L'andamento fortemente positivo del mercato del lavoro è proseguito, con un conseguente ulteriore calo del tasso di disoccupazione ad un livello molto basso.

Graph A21: ***NIIP and CA balance***

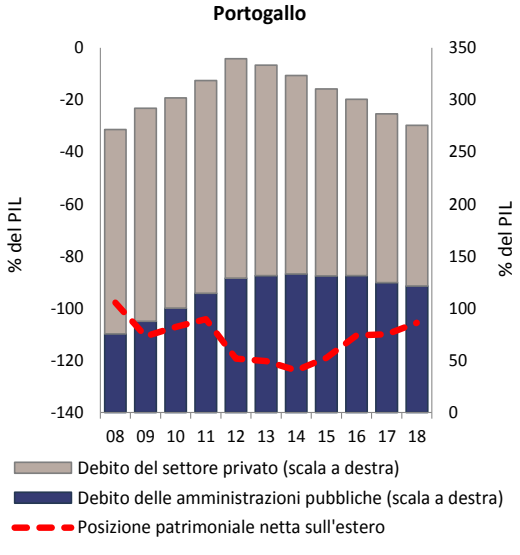


Source: Commission services

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla posizione patrimoniale netta sull'estero, ma i rischi sono limitati. In questa fase, pertanto, la Commissione non ritiene necessario condurre un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Grafico A22: ***NIIP, debito privato e debito pubblico***

Portogallo: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che il Portogallo presentava *squilibri macroeconomici* connessi, in particolare, agli ingenti stock di passività nette verso l'estero, al debito sia pubblico che privato e all'elevato volume di crediti deteriorati, in un contesto di modesta crescita della produttività. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), il debito pubblico, il debito privato e la crescita dei prezzi reali delle abitazioni.



Fonte: Eurostat

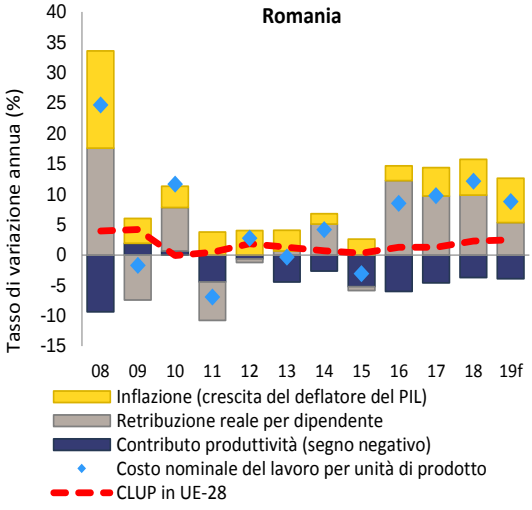
La posizione esterna è vulnerabile poiché la NIIP è decisamente negativa e il ritmo di aggiustamento è molto lento, mentre il saldo delle partite correnti si è

deteriorato. La competitività dei prezzi è leggermente peggiorata negli ultimi anni a causa dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, mentre gli esportatori continuano a guadagnare quote di mercato, anche se a ritmo via via più lento. L'allineamento alle economie più avanzate della zona euro è ostacolato da una produttività del lavoro ancora modesta e di cui, nei prossimi anni, si prevede un miglioramento solo marginale. La riduzione dell'indebitamento del settore privato prosegue, anche se i livelli del debito, sia delle imprese che delle famiglie, sono relativamente elevati. Secondo le previsioni, il debito pubblico, pur essendo ancora molto elevato, si manterrà su una traiettoria progressivamente discendente. Aumenta la resilienza del settore bancario, anche se lo stock dei crediti deteriorati è tuttora motivo di preoccupazione nonostante il notevole calo registrato nel 2017 e nel 2018. I prezzi delle abitazioni continuano a crescere considerevolmente dopo aver subito un'accelerazione, in particolare nei segmenti di mercato interessati dalle attività legate al turismo. Lo stock dei crediti ipotecari, tuttavia, è sostanzialmente stabile e l'edilizia sta colmando gradualmente il divario tra la domanda e l'offerta di alloggi. Il mercato del lavoro ha continuato a migliorare e il tasso di disoccupazione è ora all'interno della soglia.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative agli squilibri delle variabili di stock, in particolare il debito estero, pubblico e privato, le vulnerabilità del settore bancario e la debole crescita della produttività. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

Romania: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che la Romania presentava *squilibri macroeconomici* connessi, in particolare, al rischio di perdite di competitività di costo, a un costante deterioramento della posizione sull'estero e a rischi per la stabilità finanziaria. Nel quadro di valutazione aggiornato due indicatori superano la soglia: la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) e la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto.

Grafico A23: ***Scomposizione del costo del lavoro per unità di prodotto***



Fonte: servizi della Commissione

Nel 2018 il forte disavanzo delle partite correnti ha continuato ad ampliarsi a causa del volume elevato delle importazioni e del rallentamento della crescita delle esportazioni. La NIIP negativa, costituita principalmente da investimenti diretti esteri, è migliorata grazie alla forte crescita del PIL nominale. Il settore delle esportazioni ha continuato a registrare buoni risultati, con ulteriori incrementi delle quote di mercato. La crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, tuttavia, ha subito una sensibile accelerazione a causa del forte aumento dei salari, in particolare nel settore pubblico. L'esperienza passata sta ad indicare come l'aumento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici possa esercitare un effetto di trascinamento sul settore privato, causando perdite di competitività di costo. Il debito privato è basso e ha continuato a ridursi, mentre la crescita del credito al settore privato è modesta. Modifiche normative frequenti e imprevedibili, spesso adottate senza procedere a valutazioni d'impatto né a consultazioni con i portatori di interessi, incidono negativamente sul contesto imprenditoriale. Il debito pubblico in percentuale del PIL è relativamente basso, ma non è

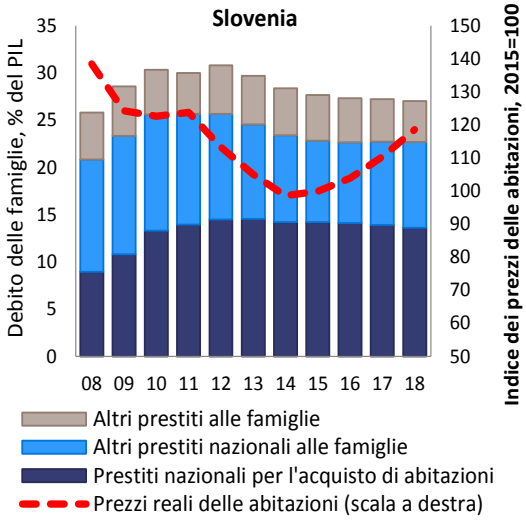
più in fase discendente. Per quanto riguarda il mercato immobiliare, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni ha continuato a decelerare nel 2018 e rimane modesta. Le banche sono ben capitalizzate e liquide. I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dalla legislazione pregressa sembrano essersi attenuati, sebbene l'instabilità politica e legislativa continui a destare preoccupazione. Il calo del tasso di disoccupazione nel 2018 rispecchia la situazione di costante tensione del mercato del lavoro, mentre il tasso di attività, seppur molto basso, ha continuato a migliorare.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative al forte incremento del costo del lavoro per unità di prodotto e al deteriorarsi della posizione esterna. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

Slovenia: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Slovenia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il debito del settore pubblico e l'aumento dei prezzi delle abitazioni.

Le partite correnti continuano a registrare un forte avanzo, il che contribuisce a ridurre ulteriormente la posizione patrimoniale netta sull'estero negativa. Poiché gli aumenti salariali sono stati relativamente bassi e la produttività del lavoro è migliorata, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stata contenuta, mentre gli incrementi delle quote del mercato delle esportazioni sono proseguiti. Il debito del settore privato è relativamente basso e in calo. La crescita del credito del settore privato è diventata positiva nel 2017, ma è ancora modesta. Gli investimenti sono inferiori alla media dell'UE, in particolare per quanto riguarda l'edilizia residenziale. L'aumento dei prezzi delle abitazioni, che resta elevato in un contesto di carenza di offerta, è meritevole di attenzione. Benché elevato, il rapporto debito pubblico/PIL tende decisamente al ribasso. La sostenibilità di bilancio a medio e lungo termine, tuttavia, è messa sotto pressione dai costi previsti dell'invecchiamento demografico. Il settore bancario è stabile e la quota dei crediti deteriorati continua tendenzialmente a contrarsi. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, la disoccupazione continua a diminuire e il tasso di attività non è mai stato così elevato.

Grafico A24: ***Debito famiglie e indice prezzi abitazioni***



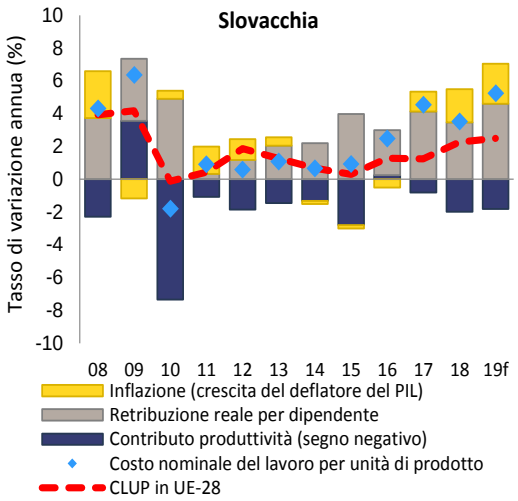
Fonte: Eurostat e BCE

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative soprattutto alla sostenibilità di bilancio e all'aumento dei prezzi delle abitazioni, sebbene i rischi, in questa fase, appaiano contenuti. In questa fase, pertanto, la Commissione non ritiene necessario condurre un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

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

Ampliatosi lievemente nel 2018, il disavanzo delle partite correnti resta comunque modesto. La NIIP è fortemente negativa ma stabile, mentre i rischi sono limitati tenuto conto degli ingenti stock di investimenti diretti esteri in entrata provenienti da un'industria automobilistica in espansione e dal settore finanziario. Tuttavia, le perturbazioni temporanee dell'industria automobilistica e l'importante ruolo di questo settore possono rappresentare un rischio a più lungo termine. Le quote del mercato delle esportazioni hanno registrato alcuni miglioramenti e il tasso di cambio effettivo reale si è leggermente apprezzato dopo anni di moderazione. La crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto ha registrato una vigorosa accelerazione, trainata da un forte aumento dei salari in un contesto di mercato del lavoro molto teso e di notevole carenza di manodopera, e si attesta ora al di sopra della soglia. Nel 2018 i prezzi delle abitazioni sono considerevolmente aumentati, sebbene non vi siano ancora segnali evidenti di sopravvalutazione. Il dinamismo del mercato immobiliare ha contribuito ad aumentare costantemente il debito delle famiglie, anche se a partire da livelli relativamente bassi. Il settore bancario, in gran parte sotto controllo straniero, è ben capitalizzato. L'ulteriore calo del tasso di disoccupazione, sia generale che di lunga durata, è stato accompagnato da un aumento del tasso di partecipazione.

Grafico A25: ***Scomposizione del costo del lavoro per unità di prodotto***



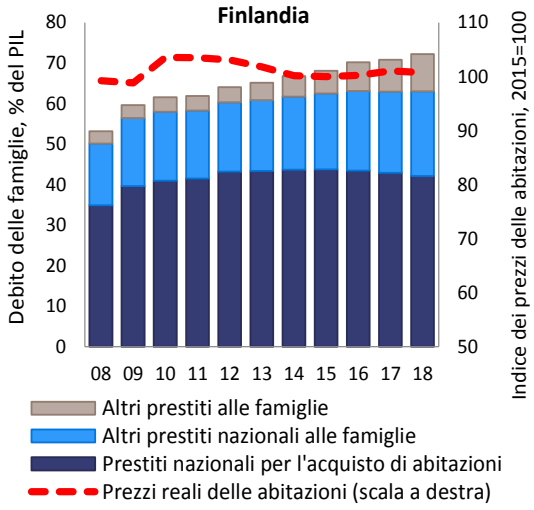
Fonte: servizi della Commissione

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla sostenibilità esterna, alle pressioni salariali interne e ai potenziali rischi connessi alla dipendenza nei confronti dell'industria automobilistica. I rischi a breve termine appaiono tuttavia contenuti. In questa fase, pertanto, la Commissione non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Finlandia: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Finlandia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il debito del settore privato e l'evoluzione delle passività totali del settore finanziario.

Nel 2018 il disavanzo delle partite correnti si è ampliato poiché la bilancia commerciale è tornata su valori negativi, mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero risulta equilibrata. Le quote del mercato delle esportazioni hanno recuperato terreno per il terzo anno consecutivo, riducendo le perdite cumulate. Il costo del lavoro per unità di prodotto ha registrato una crescita positiva nel 2018 e il tasso di cambio effettivo

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



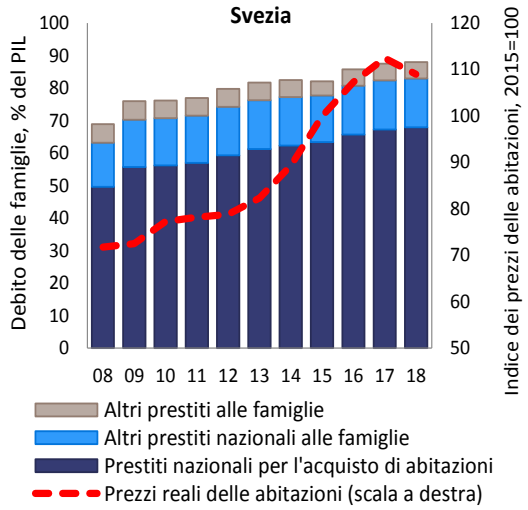
Fonte: Eurostat e BCE

reale si è lievemente apprezzato, ma i progressi sono complessivamente contenuti. Il debito pubblico, che si è ulteriormente ridotto grazie ad una crescita del PIL superiore a quella del debito, è ora all'interno della soglia. Il debito privato resta elevato, ma è in lenta diminuzione. Le condizioni di credito favorevoli e i bassi tassi di interesse continuano a sostenere la crescita del credito privato, che tuttavia è rallentata nel corso del 2018. Il debito delle famiglie rispetto al PIL è relativamente elevato e continua a registrare una moderata tendenza all'aumento. Nel 2018 i prezzi reali delle abitazioni sono rimasti stabili. La crescita modesta dei mutui ipotecari e il numero attualmente in calo delle nuove licenze edilizie riducono i rischi per la sostenibilità del debito delle famiglie. La buona capitalizzazione del settore finanziario limita i rischi per la stabilità finanziaria. Il forte aumento delle attività e delle passività totali del settore bancario alla fine del 2018 è stato la conseguenza del trasferimento dalla Svezia alla Finlandia della sede di una banca. Nel 2018 sia l'occupazione che la disoccupazione sono nettamente migliorate, ma in futuro i miglioramenti saranno probabilmente più lenti. I tassi di disoccupazione giovanile e di lunga durata sono scesi nel corso dell'anno.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia il persistere di problemi relativi al debito del settore privato, ma i rischi restano limitati. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Svezia: nel febbraio 2019 la Commissione ha concluso che la Svezia presentava *squilibri macroeconomici* connessi, in particolare, ai livelli sovrastimati dei prezzi delle abitazioni, sommati ad un costante aumento del debito delle famiglie. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il debito del settore privato e le quote del mercato delle esportazioni.

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



Fonte: Eurostat e BCE

Nel 2018 è proseguita la tendenza al calo dell'avanzo delle partite correnti, mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) è cresciuta ed è ora chiaramente in territorio positivo. Le perdite di quote del mercato delle esportazioni sono aumentate e l'indicatore è ora oltre la soglia. La crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto ha subito un'accelerazione, mentre il tasso di cambio effettivo reale si è deprezzato a causa della svalutazione della corona svedese. Trainato principalmente da un debito delle famiglie legato ai mutui ipotecari, il debito del settore privato risulta elevato. Nel 2018 il debito delle famiglie è ulteriormente aumentato in misura modesta. I prezzi delle abitazioni sono calati alla fine del 2017, ma sono rimasti stabili per tutto il 2018, il che implica complessivamente una crescita negativa nel 2018 su base annua; in generale, restano molto elevati, con alcuni segni di sopravvalutazione. I prezzi delle abitazioni e l'indebitamento delle famiglie comportano rischi di stabilità macroeconomica e sono attualmente indotti al rialzo dal regime fiscale agevolato per gli immobili di proprietà, dai bassissimi tassi di interesse sui mutui ipotecari e da alcuni aspetti specifici del mercato ipotecario, nonché da restrizioni a livello di offerta che implicano tale tipo di rischi. I rischi per il sistema bancario sembrano contenuti, poiché la qualità degli attivi e la redditività restano elevate e le finanze delle famiglie sono generalmente solide, mentre la politica macroprudenziale si è fatta più rigorosa. Nel 2018 il mercato del

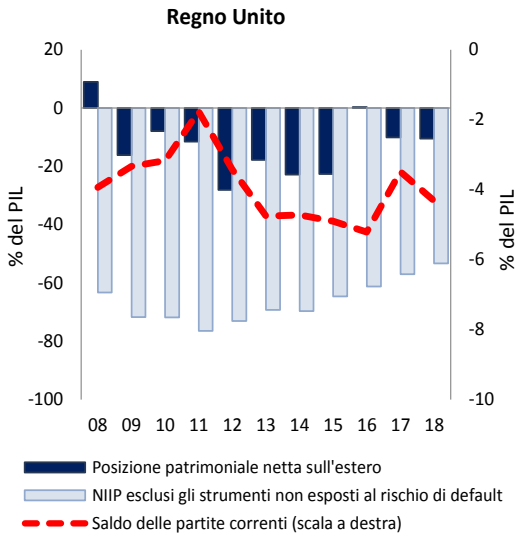
lavoro è ulteriormente migliorato e la disoccupazione è diminuita, ma dai recenti sviluppi emerge l'attenuarsi di questa tendenza.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative all'elevato debito privato e al settore immobiliare. La Commissione, pertanto, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel mese di febbraio, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

Regno Unito: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per il Regno Unito. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il disavanzo delle partite correnti, il tasso di cambio effettivo reale, il debito del settore privato e il debito pubblico.

Il disavanzo delle partite correnti, già ingente, è aumentato nel 2018, creando un notevole fabbisogno di finanziamenti esterni. Il forte disavanzo della bilancia commerciale e i disavanzi meno accentuati registrati a livello di trasferimenti e di redditi da investimenti sono stati solo parzialmente compensati dall'avanzo negli scambi di servizi. Nonostante i persistenti disavanzi con l'estero, la posizione patrimoniale netta sull'estero è prossima al pareggio, anche grazie al deprezzamento della lira sterlina nel 2016. Tuttavia, la risposta finale della bilancia commerciale al deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale e al miglioramento della competitività di prezzo ad esso correlata è stata deludente e, di recente, le quote del mercato delle esportazioni hanno subito alcune perdite. Dopo un periodo di moderata riduzione dell'indebitamento, successivo alla crisi, si è conclusa la fase discendente del rapporto debito privato/PIL, che si è attestato su un livello elevato. Il debito delle famiglie, in particolare, è ancora ingente e continua a richiedere un attento monitoraggio. I prezzi reali delle abitazioni si sono stabilizzati, ma ad un livello elevato. Il debito pubblico è elevato e sostanzialmente stabile. La forte crescita dell'occupazione ha continuato ad andare di pari passo con un tasso di disoccupazione modesto, sebbene gli investimenti e la produttività del lavoro restino fiacchi.

Grafico A28: ***NIIP e saldo delle partite correnti***



Fonte: servizi della Commissione

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia alcune problematiche relative alla componente esterna dell'economia e al debito privato. Tali problematiche sembrano implicare rischi limitati per la stabilità a breve termine. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Tabella 1.1: Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici 2018

	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni						Indicatori dell'occupazione[1]		
Anno 2018	**Saldo partite correnti - % del PIL** (media triennale)	**Posizione patrimoniale netta sull'estero** (% del PIL)	**Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore IAPC** (variazione % triennale)	**Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali** (variazione % quinquennale)	**Indice del CLUP nominale (2010=100)** (variazione % triennale)	**Indici del prezzo delle abitazioni (2015=100), al netto dell'inflazione** (variazione % annuale)	**Flusso del credito al settore privato, consolidato** (% del PIL)	**Debito del settore privato, consolidato** (% del PIL)	**Debito pubblico lordo** (% del PIL)	**Tasso di disoccupazione** (media triennale)	**Passività totali del settore finanziario, non-consolidato** (variazione % annuale)	**Tasso di attività - % della popolazione totale (15-64 anni)** (variazione triennale in punti percentuali)	**Tasso disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni)** (variazione triennale in punti percentuali)	**Tasso disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni)** (variazione triennale in punti percentuali)
Soglie	-4/6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (Non-ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (Non-ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0,3	41,3	6,9	-1,5	3,7	1	0,8	178,5	100	7,0b	-2,9	1	-1,5	-6,3
BG	4	-35,2	3,9	13,4	18,3p	4,5	3,9	95	22,3	6,3	6,8	2,2	-2,6	-8,9
CZ	1,2	-23,5	11	11,9	13,5	6,1p	5,3	70,7	32,6	3	7,4	2,6	-1,7	-5,9
DK	7,5	48,5	2,6	-1,5	4	3,5	2,4	199,4	34,2	5,6	-4,7	0,9	-0,6	-1,6
DE	8	62	5,3	3,1	5,6	5,1	6,6	102,4	61,9	3,8	2	1	-0,6	-1
EE	2,1	-27,7	7,7	0,8	14,3	2,1	3,7	101,5	8,4	6	6,9	2,4	-1,1	-1,2
IE	2,3	-165	2,3	77,4	-2,8	8,3	-7,8	223,2	63,6	7	5,1	0,8	-3,2	-6,4
EL	-2,2	-143,3	3,6	6,9	1,4p	1,3e	-1,1p	115,3p	181,2	21,5	-5	0,4	-4,6	-9,9
ES	2,6	-80,4	4,1	4,6	0,7p	5,3	0,4p	133,5p	97,6	17,4	-2,2	-0,6	-5	-14
FR	-0,6	-16,4	4,5	-0,2	2,4p	1,5	7,9p	148,9p	98,4	9,5	1,6	0,6	-0,8	-4
HR	2,4	-57,9	4,2	22,9	-2,4d	4,6	2,3p	94,0p	74,8	10,9	4,6	-0,6	-6,8	-18,9
IT	2,6	-4,7	3,3	0,3	2,7	-1,6	1,6	107	134,8	11,2	-0,1	1,6	-0,7	-8,1
CY	-4,6	-120,8	1,8	16,6	-0,4p	0,2	8,4p	282,6p	100,6	10,8	0,3	1,1	-4,1	-12,6
LV	0,6	-49	4,9	8,6	14,7	6,6	-0,2	70,3	36,4	8,6	-3	2	-1,4	-4,1
LT	-0,1	-31	6,4	3,5	16,5	4,6	4,3	56,4	34,1	7,1	8,2	3,2	-1,9	-5,2
LU	4,9	59,8	3,3	10,7	7,9	4,9	-0,5	306,5	21	5,8	-2	0,2b	-0,5	-2,5
HU	2,1	-52	2	8,4	12,4	10,9	4,3	69,3	70,2	4,3	-9,2	3,3	-1,7	-7,1
MT	8,9	62,7	4,9	24	3,2	5,1p	7,5	129,8	45,8	4,1	2,3	5,9	-1,3	-2,5
NL	9,9	70,7	3,2	1,7	3,0p	7,4	4,5p	241,6p	52,4	4,9	-3,3p	0,7	-1,6	-4,1
AT	2,2	3,7	4,8	3,9	4,7	2,5	3,9	121	74	5,5	1,7	1,3	-0,3	-1,2
PL	-0,5	-55,8	0,1	25,8	8,1p	4,9	3,4	76,1	48,9	5	3	2	-2	-9,1
PT	0,9	-105,6	3,1	9,4	5,3p	8,9	-0,1p	154,3p	122,2	9,1	0,7	1,7	-4,1	-11,7
RO	-3,3	-44,1	-0,7	23,7	33,6p	1,8	1,9p	47,8p	35	5	3,3	1,7	-1,2	-5,5
SI	5,5	-18,9	2	20,4	6,1	7,4	1,3	72,8	70,4	6,6	4,1	3,2	-2,5	-7,5
SK	-2,4	-68,1	2,5	3,2	10,9	5	2	90,9	49,4	8,1	8,9e	1,5	-3,6	-11,6
FI	-1,4	-2	3	-3	-2,6	-0,2	1,6	142,1	59	8,3	19,9	2,1	-0,7	-5,4
SE	2,8	10,3	-4	-6,3	7,4	-3	9	200	38,8	6,6	-2,9	1,2	-0,3	-3,6
UK	-4,3	-10,5	-13	-3,8	7,8	0,7	5,3	169,1	85,9	4,4	-0,6	1	-0,5	-3,3

Le cifre evidenziate sono pari o superiori alla soglia. Note: b: discontinuità nella serie. d: differenza di definizione. e: Stimato. p: Provvisorio.

1) Per gli indicatori dell'occupazione, cfr. pag. 2 dell'AMR 2016. 2) Indice dei prezzi delle abitazioni e = stima dell'NCB per EL. 3) Per il CLUP nominale di HR, d: i dati sull'occupazione basati sul concetto nazionale e non interno. 4) Tasso di disoccupazione per BE: Revisione della metodologia d'indagine. 5) Nelle passività totali del settore finanziario per SK è riportata una stima degli strumenti derivati.

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

Tabella 2.1: Indicatori ausiliari, 2018

Anno 2018	PIL reale (variazione %annuale)	Investimenti fissi lordi (% del PIL)	Spesa interna lorda in R&S (% del PIL)	Partite correnti più conto capitale (indebitamento / accreditamento netto) (% del PIL)	NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - flussi (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - stock (% del PIL)	Saldo della bilancia commerciale di prodotti energetici (% del PIL)	Tasso di cambio effettivo reale - Partner commerciali della zona euro (variazione % triennale)	Performance delle esportazioni rispetto alle economie avanzate (variazione % quinquennale)	Ragioni di scambio (variazione % quinquennale)	Quote del mercato delle esportazioni (volume) (variazione % annuale)	Produttività del lavoro (variazione % annuale)	Crediti deteriorati lordi di soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)	Performance relativa del CLUP (ZE) (variazione % su 10 anni)	Indice del prezzo delle abitazioni (2015=100) - nominale (variazione % triennale)	Edilizia residenziale (% del PIL)	Debito delle famiglie, consolidato (incl. ONLUS per le famiglie, % del PIL)	Leva bancaria consolidata, soggetti nazionali ed esteri (attività totali/capitale totale)
BE	1,5	23,8	na	-1,0	36,6	-11,8	170,1	-3,5	2,8	-3,4	0,3	-2,2	0,1	2,3p	0,7	9,4p	5,8	60,9	13,1p
BG	3,1	18,8	0,8p	6,4	35,4	1,9	82,3	-3,4	-1,1	11,1	7,5	-1,7	3,2p	7,7p	43,3	24,0	2,7	23,4	7,5p
CZ	3,0	25,5	1,9p	0,6	28,3	3,5	77,5	-2,9	7,6	9,7	1,9	1,0	1,6	2,1p	5,0	30,0p	4,0	32,3	12,5p
DK	1,5	22,4	3,1p	7,1	11,0	0,3	55,5	-0,2	-1,8	-3,5	1,6	-3,0	-0,3	2,3p	-2,2	14,8	4,8	126,4	16,4p
DE	1,5	21,2	3,1e	7,4	44,7	2,7	44,7	-2,0	0,4	1,1	3,5	-1,3	0,2	1,4p	11,4	21,7	6,3	53,6	13,9p
EE	4,8	23,9	1,4p	3,4	25,7	3,8	92,7	-1,0	4,1	-1,3	4,3	0,9	3,5	1,3p	16,2	17,1	4,6	38,9	6,9p
IE	8,2	23,4	1,2	-5,8	-251,7	16,8	466,2	-1,4	-3,0	73,8	-0,5	7,0	4,8	5,5p	-42,0	31,4	2,4	41,7	6,7p
EL	1,9p	11,1p	1,2p	-2,6	-130,6	1,8	18,5	-2,4p	-1,5	4,7	3,6p	5,3p	0,2p	41,6p	-15,1	-1,9e	0,7p	56,5	11,5p
ES	2,4p	19,4p	na	2,4	-53,6	3,4	65,4	-2,1p	-0,2	2,5	-2,3p	-1,2p	0,1p	3,7p	-14,5	18,6	5,3p	59,0	13,6p
FR	1,7p	22,9p	na	-0,6	-33,0	2,2	45,8	-1,9p	-0,1	-2,2	2,8p	0,1p	0,7p	2,7p	-0,3	7,2	6,4p	60,0	15,3p
HR	2,6p	20,1p	na	3,3	-13,7	1,9	48,1	-3,2p	1,2	20,5	1,8p	4,0p	0,8d	7,3p	-15,5	11,1	na	34,2	7,5p
IT	0,8	17,7	na	2,6	-6,2	1,9	27,3	-2,3	-1,3	-1,7	6,0	-1,6	-0,1	8,4p	-1,2	-1,4	4,2	41,0	13,1p
CY	4,1p	19,1p	na	-3,8	-175,0	22,2	1890,1	-4,2p	-3,2	14,2	1,4p	1,2p	0,0p	20,2p	-9,7	4,4	5,8p	97,0	14,1p
LV	4,6	22,5	0,6p	1,1	-2,4	1,3	55,5	-3,4	1,3	6,5	5,0	0,6	3,0	5,3p	-4,4	29,3	2,2	20,8	7,8p
LT	3,6	20,5	0,9p	1,8	-2,7	2,7	43,4	-4,0	3,0	1,4	4,5	2,9	2,2	2,6p	7,9	23,2	2,7	22,9	10,4p
LU	3,1	16,8	na	6,1	-3523,8	-722,2	7466,2	-3,3	0,4	8,5	-0,2	-2,9	-0,6	0,8p	13,4	19,9	3,8	66,3	14,6p
HU	5,1	25,2	1,5	2,1	-4,2	-43,8	163,1	-3,8	-1,0	6,3	0,3	0,9	2,7	5,3p	9,1	45,5	3,0	18,0	9,4p
MT	6,8	19,0	0,6	12,3	248,0	32,2	1568,6	-8,5	0,3	21,5	2,0	-0,8	1,3	3,1p	4,5	17,5p	5,2	49,4	12,1p
NL	2,6p	20,3p	na	10,8	-14,0	-27,3	581,8	-1,5p	-0,8	-0,4	1,1p	0,3p	0,1p	1,9p	-1,8	23,6	4,8p	102,4p	16,1p
AT	2,4	23,9	3,2p	2,3	-5,0	0,9	67,4	-2,5	1,7	1,8	1,5	2,5	0,7	2,6p	4,7	19,6	4,5	49,6	11,4p
PL	5,1	18,2	1,2p	1,1	-16,9	2,8	47,8	-2,8	-3,0	23,2	3,8	3,6	4,8p	6,2p	-0,1	12,7	2,0	35,1	9,3p
PT	2,4p	17,6p	1,4p	1,4	-57,1	2,7	79,0	-2,5p	-0,3	7,2	4,8p	0,4p	0,1p	9,4p	-6,6	29,0	3,0p	66,9	11,0p
RO	4,0p	21,2p	na	-3,4	-3,9	3,1	44,0	-1,6p	-4,1	21,2	5,3p	2,0p	3,7p	5,3p	25,9	18,6	3,5p	16,0	9,3p
SI	4,1	19,2	2,0p	5,2	-1,9	2,8	39,1	-2,9	-0,4	18,0	2,6	3,2	0,9	6,0p	-0,3	22,5	2,1	27,0	8,2p
SK	4,0	21,2	0,8	-1,3	-16,5	2,4	69,2	-4,1	-0,4	1,1	-1,7	2,0	2,0	3,2p	3,9	21,3	3,4	42,1	9,5p
FI	1,7	23,7	2,8	-1,3	3,9	-1,9	48,9	-2,0	-1,4	-5,0	3,4	-1,2	-0,9	1,5p	1,9	2,9	7,3	65,4	16,1p
SE	2,3	25,9	3,3	1,7	-11,4	1,6	81,1	-1,3	-7,6	-8,2	-1,1	-0,3	0,4	1,0p	6,2	14,4	5,4	87,9	18,8p
UK	1,4	17,0	na	-4,5	4,9	1,3	83,9	-0,7	-16,2	-5,7	3,3	-4,3	0,2	1,2p	7,8	15,4	3,8	87,2	15,3p

Note: d: differenza di definizione. e: Stimato. p: Provvisorio.

1) Il termine per la trasmissione ufficiale per i dati 2018 della spesa interna lorda in R&S è il 31 ottobre 2019, ma i dati sono stati estratti il 25 ottobre 2019. 2) Indice dei prezzi delle abitazioni e = fonte NCB per EL. 3) Produttività del lavoro per HR d: dati sull'occupazione basati sul concetto nazionale e non interno.

Fonte: Commissione europea, Eurostat e direzione generale degli Affari economici e finanziari (per il tasso di cambio effettivo reale), Banca centrale europea (per la leva bancaria consolidata e i crediti deteriorati lordi di soggetti nazionali ed esteri), dati del Fondo monetario internazionale, WEO (per le serie delle esportazioni mondiali di beni e servizi)

Tabella 2.1 (seguito): Indicatori ausiliari, 2018

Anno 2018	Tasso di occupazione (variazione % 1 anno)	Tasso di attività - % della popolazione totale (15-64 anni) (%)	Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni)	Disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (%)	Giovani non occupati, né inseriti in un percorso di istruzione o formazione - % della popolazione totale (15-24 anni)		Persone a rischio di povertà o esclusione sociale - % della popolazione totale		Persone a rischio di povertà dopo trasferimenti sociali - % della popolazione totale		Persone in condizioni di grave deprivazione materiale - % della popolazione totale		Persone che vivono in famiglie con un'intensità di lavoro molto bassa - % della popolazione totale (0-59 anni)	
					%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali
BE	1,4	68,6	2,9	15,8	9,2	-3,0	19,8	-1,3	16,4	1,5	4,9	-0,9	12,1	-2,8
BG	-0,1p	71,5	3,0	12,7	15,0	-4,3	32,8	-8,5	22,0	0,0	20,9	-13,3	9,0	-2,6
CZ	1,3	76,6	0,7	6,7	5,6	-1,9	12,2	-1,8	9,6	-0,1	2,8	-2,8	4,5	-2,3
DK	1,8	79,4	1,1	10,5	6,8	0,6	17,4	-0,3	12,7	0,5	3,4	-0,3	11,1	-0,5
DE	1,4	78,6	1,4	6,2	5,9	-0,3	18,7	-1,3	16,0	-0,7	3,1	-1,3	8,1	-1,7
EE	1,2	79,1	1,3	11,9	9,8	-1,0	24,4	0,2	21,9	0,3	3,8	-0,7	5,2	-1,4
IE	3,2	72,9	2,1	13,8	10,1	-4,2	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1,7p	68,2	13,6	39,9	14,1	-3,1	31,8	-3,9	18,5	-2,9	16,7	-5,5	14,6	-2,2
ES	2,2p	73,7	6,4	34,3	12,4	-3,2	26,1	-2,5	21,5	-0,6	5,4	-1,0	10,7	-4,7
FR	1,0p	71,9	3,8	20,7	11,1	-0,9	17,4	-0,3	13,4	-0,2	4,7	0,2	8,0	-0,6
HR	1,8d	66,3	3,4	23,4	13,6	-4,5	24,8	-4,3	19,3	-0,7	8,6	-5,1	11,2	-3,2
IT	0,9	65,6	6,2	32,2	19,2	-2,2	27,3	-1,4	20,3	0,4	8,5	-3,0	11,3	-0,4
CY	4,1p	75,0	2,7	20,2	13,2	-2,1	23,9	-5,0	15,4	-0,8	10,2	-5,2	8,6	-2,3
LV	1,6	77,7	3,1	12,2	7,8	-2,7	28,4	-2,5	23,3	0,8	9,5	-6,9	7,6	-0,2
LT	1,4	77,3	2,0	11,1	8,0	-1,2	28,3	-1,0	22,9	0,7	11,1	-2,8	9,0	-0,2
LU	3,7	71,1	1,4	14,1	5,3	-0,9b	21,9	3,4	18,3	3,0	1,3	-0,7	8,3	2,6
HU	2,4	71,9	1,4	10,2	10,7	-0,9b	19,6	-8,6	12,8	-2,1	10,1	-9,3	5,7	-3,7
MT	5,4	74,7	1,1	9,1	7,3	-3,2	19,0	-4,0	16,8	0,2	3,0	-5,5	5,5	-3,7
NL	2,5p	80,3	1,4	7,2	4,2	-0,5	16,7	0,3	13,3	1,7	2,4	-0,2	8,6	-1,6
AT	1,7	76,8	1,4	9,4	6,8	-0,7	17,5	-0,8	14,3	0,4	2,8	-0,8	7,3	-0,9
PL	0,3p	70,1	1,0	11,7	8,7b	-2,3b	18,9	-4,5	14,8	-2,8	4,7	-3,4	5,6	-1,3
PT	2,3p	75,1	3,1	20,3	8,4	-2,9	21,6	-5,0	17,3	-2,2	6,0	-3,6	7,2	-3,7
RO	0,2p	67,8	1,8	16,2	14,5	-3,6	32,5	-4,9	23,5	-1,9	16,8	-5,9	7,4	-0,5
SI	3,2	75,0	2,2	8,8	6,6	-2,9	16,2	-3,0	13,3	-1,0	3,7	-2,1	5,4	-2,0
SK	2,0	72,4	4,0	14,9	10,2	-3,5	na	na	na	na	na	na	na	na
FI	2,6	77,9	1,6	17,0	8,5	-2,1	16,5	-0,3	12,0	-0,4	2,8	0,6	10,8	0,0
SE	1,9	82,9	1,2	16,8	6,1	-0,6	18,0	-0,6	16,4	0,1	1,6	0,5	9,1	0,4
UK	1,2	77,9	1,1	11,3	10,4	-0,7	na	na	na	na	4,6p	-1,5p	na	na

Note: b: discontinuità nella serie. d: differenza di definizione. p: Provvisorio.

1) Tasso di disoccupazione per HR d: dati sull'occupazione basati sul concetto nazionale e non interno. 2) Giovani disoccupati e al di fuori di ogni ciclo di istruzione e formazione per PL: modifiche del metodo di ponderazione. 3) Il termine per la trasmissione ufficiale per i dati 2018 degli indicatori relativi al reddito e alle condizioni di vita (dati EU-SILC) è il 30 novembre 2019, mentre i dati sono stati estratti il 25 ottobre 2019.

Fonte: Commissione europea, Eurostat