COMMISSIONE
EUROPEA

Strasburgo, 22.11.2022
COM(2022) 781 final

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

Relazione sul meccanismo di allerta per il 2023

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

{SWD(2022) 381 final}

Relazione sul meccanismo di allerta per il 2023

INDICE

Sintesi 1

1. Contesto macroeconomico 7

2. Squilibri, rischi e aggiustamento: sviluppi principali 14

2.1. Settore esterno 14

2.2. Competitività 21

2.3. Società non finanziarie 28

2.4. Mercati immobiliari e debito delle famiglie 34

2.5. Settore pubblico 41

2.6. Settore finanziario 46

3. Sezione relativa ai singoli paesi 51

Allegato 1: Nota alle tabelle della sezione relativa ai singoli paesi 115

Allegato 2: previsioni e previsioni a brevissimo termine degli indicatori del quadro di valutazione 116

Allegato 3: Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici 117

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

La relazione sul meccanismo di allerta individua gli Stati membri che dovrebbero essere sottoposti a esami approfonditi al fine di stabilire se presentino squilibri tali da richiedere un intervento politico (articolo 5 del regolamento (UE) n. 1176/2011). Nella preparazione dell'esame approfondito degli Stati membri interessati la Commissione terrà conto delle discussioni concernenti la relazione tenute con il Parlamento europeo e in sede di Consiglio e di Eurogruppo. Gli esami approfonditi, che saranno pubblicati nella primavera 2023, forniranno alla Commissione la base per valutare l'esistenza e la gravità degli squilibri macroeconomici e per individuare le carenze delle politiche adottate. La relazione comprende inoltre un'analisi delle implicazioni degli squilibri macroeconomici degli Stati membri per la zona euro nel suo complesso.

L'analisi esposta nella relazione si basa sulla lettura in chiave economica di un quadro di valutazione contenente una serie di indicatori selezionati, che offre un dispositivo di filtro per individuare prove *prima facie* di possibili rischi e vulnerabilità. In conformità del regolamento (UE) n. 1176/2011, il ruolo della Commissione consiste nel procedere a una lettura in chiave economica dei valori del quadro di valutazione che permetta di comprendere meglio il contesto economico globale e di tener conto delle considerazioni specifiche per paese ([1]). La relazione sul meccanismo di allerta si basa inoltre su strumenti analitici e su quadri di valutazione, nonché su ulteriori informazioni pubblicate, in particolare dati infrannuali([2]).

Sulla base dell'impostazione seguita gli anni precedenti, il primo vaglio degli squilibri nella relazione sul meccanismo di allerta è caratterizzato da una visione prospettica al fine di individuare precocemente il rischio di squilibri emergenti. Ciò potrebbe comportare l'avvio di esami approfonditi laddove tendenze negative indichino un elevato rischio di accumulo di squilibri. A tal fine la presente relazione fa uso di previsioni, previsioni a brevissimo termine e proiezioni per valutare meglio la possibile evoluzione dei rischi per la stabilità macroeconomica. I valori delle variabili del quadro di valutazione relativi al 2022 e agli anni successivi sono stati stimati utilizzando i dati delle previsioni della Commissione e le previsioni a brevissimo termine sono basate sui dati infrannuali (per maggiori dettagli cfr. allegato 2). Tali previsioni sono caratterizzate da una sostanziale incertezza, aspetto di cui è necessario tenere conto in onore ai principi di trasparenza, per quanto riguarda l'analisi e i dati utilizzati, e di prudenza in relazione alle conclusioni.

L'impostazione attuale della relazione sul meccanismo di allerta è conforme alla proposta della Commissione relativa al futuro della sorveglianza degli squilibri macroeconomici presentata nell'ambito del riesame della governance economica([3]), in particolare nell'intento di rafforzare il ruolo preventivo della PSM in un contesto caratterizzato da nuovi rischi. La valutazione degli squilibri sarebbe maggiormente basata sull'andamento dei rischi e sull'azione politica. La riforma della PSM si concentrerebbe sulle criticità macroeconomiche che interessano gli Stati membri e, nel contempo, darebbe maggiore visibilità alle dimensioni degli squilibri relative a UE e zona euro.

([1]) Per informazioni sulla logica su cui si fondano il quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta e la relativa lettura, cfr. Commissione europea (2016) "La procedura per gli squilibri macroeconomici. Logica, processo, applicazione: compendio", European Economy, documento istituzionale 039, novembre 2016.

([2]) La data limite per i dati del quadro di valutazione, ossia la data di loro estrazione dalla banca dati Eurostat per la stesura della presente relazione, era il 21 ottobre 2022. Per tutti gli altri dati, la data limite era il 3 novembre 2022.

([3]) Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, "Comunicazione sugli orientamenti per una riforma del quadro di governance economica dell'UE" (COM(2022) 583 final).

SINTESI

Nella presente relazione sul meccanismo di allerta è esaminata l'evoluzione degli squilibri in un momento in cui l'economia dell'UE, dopo la ripresa dalla pandemia di COVID-19, è entrata in una fase di forte rallentamento della crescita in un contesto di pressioni inflazionistiche. All'inizio del 2022 quasi tutte le economie dell'UE avevano compensato il calo del PIL registrato nel 2020 a causa dell'insorgere della pandemia e mostravano una crescita sostenuta, nonostante alcune strozzature residue dal lato dell'offerta e una crescente carenza di manodopera. Dall'inizio della guerra di aggressione russa nei confronti dell'Ucraina a febbraio del 2022, forti aumenti dei costi dell'energia hanno determinato un netto deterioramento delle prospettive per l'economia dell'UE. Le prospettive attuali sono contrassegnate da un'inflazione elevata che si somma a un calo della fiducia di consumatori e produttori. Si osserva un'elevata incertezza, legata alla possibile portata e durata della crisi energetica. L'attività economica rallenta e si prevede una crescita negativa nell'ultimo trimestre del 2022. Le condizioni di finanziamento sono diventate visibilmente più rigorose, soprattutto all'esterno della zona euro, in quanto le autorità monetarie adottano misure per contrastare le pressioni inflazionistiche. All'esterno dell'UE le condizioni globali sono caratterizzate da un rallentamento in Cina e da fluttuazioni nei mercati emergenti.

Prima che le condizioni economiche si deteriorassero, alcuni squilibri di lunga data che si erano accentuati durante la pandemia avevano ricominciato a ridursi, mentre i prezzi delle abitazioni avevano subito un'accelerazione. Con la ripresa, in molti casi è ripartita la riduzione dei livelli elevati del debito pubblico e privato osservata in diversi paesi negli ultimi dieci anni, ma partendo da livelli iniziali più elevati. Il processo di riequilibrio esterno era in lenta ripresa. Tale processo aveva subito una battuta d'arresto durante la pandemia, a causa del deterioramento delle partite correnti in una serie di grandi paesi debitori netti con importanti settori turistici, mentre persistevano elevati avanzi delle partite correnti. Il debito pubblico, che era cresciuto notevolmente con la crisi COVID-19 a causa della forte recessione e della necessità di sostenere l'economia, aveva iniziato a diminuire nel 2021. La crescita dei prezzi delle abitazioni ha subito un'accelerazione durante la pandemia ed è rimasta sostenuta durante la ripresa. In alcuni paesi la netta crescita delle retribuzioni ha acuito le preoccupazioni relative alla competitività di costo, che in alcuni casi erano progressivamente aumentate nel periodo pre-pandemia.

La lettura in chiave economica del quadro di valutazione, in cui si rispecchiano i risultati del 2021, è basata sullo scenario centrale delle previsioni d'autunno 2022 della Commissione e sugli sviluppi economici infrannuali. Oltre allo scenario centrale, si scorgono maggiori rischi e vulnerabilità legati all'accresciuta incertezza riguardo all'andamento dell'economia nella congiuntura attuale. Tali aspetti sono esaminati in appresso. La lettura in chiave economica conduce alle conclusioni tematiche esposte di seguito.

- Nel 2021 le **partite correnti** della maggior parte degli Stati membri sono pressoché tornate alle posizioni del 2019, precedenti alla crisi COVID-19, nonostante un impatto residuo in alcuni paesi con importante settore turistico. Le partite correnti della maggior parte dei paesi debitori netti si sono mantenute al di sotto dei livelli che ne favoriscono la rapida correzione, mentre alcuni avanzi delle partite correnti hanno registrato un aumento. Le ampie posizioni degli stock verso l'estero si sono prevalentemente ridotte, grazie alla maggiore crescita del PIL, ma restano consistenti. Per tutto il 2022 si è osservata una **forte riduzione dei saldi delle partite correnti (avanzi e disavanzi)**, dovuta al notevole aumento dei prezzi dell'energia. In alcuni

casi tale fenomeno si somma a una riduzione dei saldi della bilancia commerciale non energetica, a cui contribuiscono gli effetti sui tassi di cambio. Le misure di bilancio volte ad attenuare l'impatto della crisi energetica modificano il contributo relativo delle posizioni di accreditamento e indebitamento netto del settore pubblico e privato e concorrono all'aumento dei disavanzi e alla riduzione degli avanzi delle partite correnti.

- L'andamento del **costo del lavoro per unità di prodotto** è stato difficile da interpretare negli ultimi anni a causa di gravi perturbazioni nella misurazione della produttività, ma nel complesso si è registrato un aumento. In alcuni paesi si è osservato nel 2021 un forte aumento delle retribuzioni, che indica un rischio di perdita di **competitività di costo** all'interno della zona euro, in particolare nei paesi che mostravano una forte pressione già prima della pandemia. I mercati del lavoro di alcuni paesi sono particolarmente tesi, il che potrebbe essere dovuto in parte all'impatto specifico della pandemia. Nel 2022 gli aumenti salariali hanno registrato un'accelerazione a cui non è corrisposto un incremento della produttività, con la conseguenza di un'ulteriore pressione sulla competitività; tuttavia a causa dell'inflazione elevata il reddito disponibile reale delle famiglie è in calo. **Finora i tassi di cambio effettivi reali basati sull'inflazione non si sono complessivamente apprezzati** nella zona euro, a causa del deprezzamento della moneta unica, ma si osservano notevoli differenze tra i paesi. Ciò è dovuto anche al diverso impatto dello shock dei prezzi dell'energia sulla dinamica dei prezzi, che dipende dalle differenze in termini di mix energetico, struttura dei mercati dell'energia e sostegno pubblico. Si rilevano inoltre differenze pronunciate nei tassi di cambio effettivi basati sull'inflazione di fondo e nei paesi con una maggiore pressione sui prezzi si osserva un apprezzamento rispetto alla zona euro durante l'anno in corso. Per i paesi non appartenenti alla zona euro sono in corso deprezzamenti e apprezzamenti sostanziali, che rispecchiano in parte la diversa dinamica dei tassi di cambio nominali derivante in alcuni casi, ma non in tutti, dall'orientamento della politica monetaria.

- Nel 2021 l'**avanzo delle partite correnti nella zona euro** è cresciuto attestandosi ai livelli pre-pandemia. I dati infrannuali indicano un **forte calo in corso nel 2022**, che è dovuto principalmente all'aumento delle importazioni e a cui contribuiscono soprattutto le importazioni di energia, per via dei marcati effetti sui prezzi. Di conseguenza si prevede che le partite correnti della zona euro diminuiranno notevolmente nel 2022 e rimarranno sostanzialmente invariate nel 2023, nonostante la buona tenuta della domanda reale. Le variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto durante la pandemia hanno determinato cumulativamente un temporaneo stallo nell'**aggiustamento simmetrico delle posizioni esterne all'interno della zona euro** per tutto il 2020 e il 2021.Gli aumenti sono stati, nel complesso, sostanzialmente simili per i paesi con posizioni patrimoniali nette sull'estero fortemente positive e fortemente negative. A decorrere dal 2022 l'aggiustamento simmetrico dovrebbe ripartire e proseguire per tutto il periodo oggetto delle previsioni, con una crescita del costo del lavoro per unità di prodotto più accentuata in alcuni paesi in avanzo.

- Gli indici di **indebitamento delle imprese** sono diminuiti nel 2021 con la ripresa della crescita economica. Le imprese dispongono di una maggiore liquidità che attenua in parte i rischi immediati associati agli stock del debito. Ciononostante gli stock del debito rimangono consistenti in molti Stati membri, mantenendosi in alcuni casi al di sopra dei livelli pre-pandemia. Nel 2022 la riduzione del debito delle imprese in percentuale del PIL prosegue, in quanto la crescita economica rimane positiva in presenza di persistenti flussi di finanziamento, ma tale andamento sarà probabilmente ostacolato dal difficile contesto macroeconomico. In alcuni paesi nel 2022 si è iniziato a registrare un aumento dei crediti deteriorati e dei fallimenti delle imprese.

- Nel 2021 **I prezzi delle abitazioni** hanno subito un'accelerazione nella maggior parte degli Stati membri, dopo anni di crescita sostenuta. I prezzi sono ulteriormente aumentati nella prima

metà del 2022 ma tale tendenza dovrebbe rallentare. L'indice di indebitamento delle famiglie ha ripreso l'andamento al ribasso nel 2021 ma resta elevato e al di sopra dei livelli pre-pandemia in alcuni paesi. È probabile che gli oneri per interessi a carico delle famiglie subiscano un aumento, anche se le previsioni indicano che nel 2022 continueranno a diminuire in percentuale del PIL. All'esterno della zona euro i tassi d'interesse sui mutui sono aumentati notevolmente nel corso del 2022, mentre nella zona euro l'aumento dei tassi d'interesse è più limitato ma, stando alle previsioni, destinato a proseguire.

- Il rapporto **debito pubblico**/PIL è diminuito in quasi tutti gli Stati membri nel 2021, ma in quasi tutti i casi resta notevolmente al di sopra del livello del 2019. I disavanzi sono rimasti elevati ma la forte crescita economica ha esercitato un effetto al ribasso sul rapporto debito/PIL. L'indice di indebitamento pubblico è complessivamente diminuito nel 2022 per effetto della crescita economica protratta, sommata a un'ulteriore riduzione dei disavanzi nonostante i consistenti pacchetti di aiuti alle famiglie e alle imprese legati ai prezzi elevati dell'energia. Le prospettive per il 2023 variano da un paese all'altro, anche se nei paesi maggiormente indebitati si osserva un ulteriore calo del rapporto debito pubblico/PIL. Nuove misure politiche volte ad attenuare l'impatto della crisi energetica potrebbero determinare un innalzamento dei livelli del debito. I costi del servizio del debito hanno iniziato ad aumentare nel 2021 in un contesto di irrigidimento delle condizioni finanziarie dopo anni in cui erano state molto favorevoli. Tale tendenza è stata più accentuata nei paesi non appartenenti alla zona euro, che hanno registrato un più forte incremento dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani.

- Il **settore bancario** è ben capitalizzato e si è rivelato resiliente nel corso della pandemia. La riduzione dei crediti deteriorati preesistenti è proseguita nel 2021 e nel corso del 2022, ma non si può escludere che si inneschino circoli viziosi. Benché si sia ripresa, la redditività bancaria resta strutturalmente debole e dovrebbe nuovamente diminuire, nonostante gli aumenti dei margini sui tassi d'interesse, in un contesto di peggioramento delle prospettive economiche che incide sulle attività e sui rischi di credito. Nel 2021 la concessione di crediti è proseguita anche dopo la scadenza delle garanzie pubbliche e una stretta macroprudenziale. Si prevede un aumento dei crediti deteriorati in un contesto caratterizzato dall'impatto ritardato della revoca delle misure di sostegno adottate durante la pandemia e dal peggioramento delle prospettive economiche.

Dato il contesto economico, sussistono rischi specifici che potrebbero determinare squilibri più accentuati. Potrebbero emergere scenari più sfavorevoli di quello sopra descritto, tali da determinare sviluppi più acuti o più duraturi che potrebbero ostacolare la stabilità economica e, più in generale, il funzionamento delle economie:

- una crisi energetica protratta, **con prezzi dell'energia costantemente elevati**, potrebbe dare luogo a una recessione più grave e più duratura, provocando direttamente o indirettamente un aumento degli stock del debito e generando una serie di effetti a catena attraverso l'impatto sui consumatori, sui lavoratori, sulle imprese e sul settore bancario. I prezzi dell'energia, qualora rimanessero elevati, potrebbero determinare disavanzi delle partite correnti costantemente più elevati per alcuni paesi, esercitando pressione sulla loro sostenibilità esterna;

- la prospettiva di una **trasformazione strutturale** più incisiva che affranchi dall'elevata dipendenza dall'energia fossile, in particolare dalla Russia, è positiva ma comporta rischi e costi di aggiustamento. Un allontanamento delle catene del valore dalle imprese europee più colpite che sono confrontate all'aumento dei prezzi delle materie prime a livello globale potrebbe frenare la redditività e determinare un maggior numero di fallimenti di imprese, raggruppate nelle regioni e nei settori colpiti, nonché un calo delle quote di esportazione e della crescita potenziale nei paesi più esposti;

- la **rivalutazione del prezzo del rischio** in tutto il mondo potrebbe ripercuotersi sui mercati finanziari, generando instabilità e l'aumento degli oneri finanziari per gli emittenti sovrani e i mutuatari privati, eventualmente in modo idiosincratico.

Il peggioramento della situazione economica ha acuito le vulnerabilità e i rischi associati a squilibri preesistenti. Nonostante il forte rallentamento attuale dell'attività, la crescita del PIL nominale dovrebbe contribuire a ridurre il rapporto debito/PIL sia nel 2022 sia nel 2023, principalmente per via dell'impatto dell'inflazione. Tuttavia l'indebolimento dell'attività economica e la presenza di condizioni di finanziamento più rigide aumentano i rischi associati a livelli di debito elevati. L'aumento dei crediti deteriorati e dei fallimenti è un rischio sia per le imprese sia per le famiglie. Le imprese devono far fronte ad aumenti dei costi di produzione e potrebbero avere una limitata capacità di trasferirli, in un contesto in cui le imprese più vulnerabili sono raggruppate in determinate zone geografiche e in determinati settori. Nella maggior parte dei paesi le famiglie vedono ridursi il reddito disponibile reale e gli aumenti salariali sono inferiori all'inflazione ma superiori alla crescita della produttività. In molti Stati membri la crescita dei prezzi delle abitazioni è in fase di correzione, in un contesto di aumento dei tassi d'interesse sui mutui ipotecari e di pressione sul reddito disponibile. Il perdurare della forte crescita dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi creerebbe il rischio di un'inversione di tendenza disordinata, soprattutto se accompagnata da mutui ipotecari a tassi d'interesse variabili. Lo stress delle imprese e quello delle famiglie potrebbero combinarsi e propagarsi in tutta l'economia, ripercuotendosi anche sul settore finanziario. Ulteriori misure a sostegno delle famiglie vulnerabili e delle imprese più esposte trasferirebbero una parte del costo della crisi energetica al settore pubblico e accrescerebbero il debito pubblico, il che potrebbe creare particolari difficoltà ai paesi con elevati livelli di debito e di disavanzo iniziali, rendendo necessaria l'adozione di misure mirate e temporanee e di soluzioni comuni a livello europeo. Concretamente la Commissione provvederà a rivalutare le esigenze per RePowerEU. Inoltre tassi d'interesse più elevati e una crescita del PIL più debole o negativa ostacolano la riduzione del debito pubblico, soprattutto nel caso dei paesi molto indebitati. Ciò può avere un effetto a catena su altri settori, con un impatto negativo sulla crescita.

In un momento in cui la forte crescita post-pandemia segna una battuta d'arresto, potrebbero emergere nuovi squilibri, con il rischio di effetti divergenti a livello di prezzi, derivanti dallo shock comune sul fronte dell'offerta. Sebbene gli aumenti dei prezzi delle materie prime e i rischi legati all'approvvigionamento di gas rappresentino uno shock comune per l'UE, si osservano notevoli differenze quanto all'impatto. L'inflazione dovrebbe iniziare gradualmente a diminuire ma, quando tale riduzione si verificherà, si potrebbe assistere a un cambio di passo in termini di livelli relativi di costi e prezzi dei vari paesi, con possibili perdite di competitività di costo la cui correzione potrebbe risultare onerosa. Ciò vale soprattutto per i paesi della zona euro e per i paesi nei quali sono emersi disavanzi esterni, anche se l'inflazione più elevata nei paesi con un ampio avanzo delle partite correnti potrebbe facilitare il riequilibrio nella zona euro. In alcuni paesi non appartenenti alla zona euro i deprezzamenti valutari potrebbero preservare la competitività di costo compensando alcuni costi del lavoro in forte crescita, ma potrebbero anche alimentare ulteriormente l'inflazione. A sua volta ciò potrebbe determinare condizioni di finanziamento più rigide, dal momento che i deprezzamenti generano anche un aumento dei costi dei prestiti esterni e dei servizi del debito.

La zona euro sta mostrando qualche segno di riequilibrio a breve termine ma i suoi risultati complessivi futuri richiedono uno stretto e costante coordinamento delle risposte politiche. Il riequilibrio all'interno della zona euro è in parte sorretto da un'evoluzione più sostenuta del costo del lavoro per unità di prodotto in alcuni paesi creditori netti. Anche la recente dinamica delle partite correnti, derivante dallo shock esterno negativo, è sostanzialmente favorevole a un riequilibrio e i paesi creditori netti mostrano riduzioni maggiori dei loro consistenti avanzi. Destano preoccupazione la diversa entità degli interventi politici che mirano ad attenuare l'impatto dei prezzi elevati dell'energia, e che spostano l'onere della crisi energetica tra imprese,

famiglie e settore pubblico, e la prevalenza di misure sui prezzi non mirate. Il tipo e la composizione di tali misure, in termini di modalità con cui incidono sulla domanda energetica e sui prezzi dell'energia e di conseguenze che implicano per imprese e famiglie, potrebbero avere effetti di ricaduta per il resto della zona euro e compromettere la parità di condizioni. È pertanto necessario che tali misure siano mirate e temporanee. Misure politiche non coordinate possono accrescere le divergenze, ostacolando la trasmissione monetaria e amplificando l'impatto eterogeneo della crisi energetica.

L'analisi illustrata nella presente relazione sul meccanismo di allerta evidenzia la necessità di monitorare attentamente gli sviluppi e i rischi collegati a tendenze comuni che interessano sia gli Stati membri che presentano squilibri pregressi sia gli Stati membri in cui emergono nuove vulnerabilità. Le ripercussioni della guerra russa in Ucraina, sommate alle pressioni inflazionistiche e alle limitazioni dal lato dell'offerta a livello globale, costituiscono shock comuni che potrebbero comportare rischi per la stabilità macroeconomica e il funzionamento dell'economia dell'UE nel suo complesso, e della zona euro in particolare. Data la loro natura comune, tali aspetti devono essere esaminati in un quadro comune che permetta di contestualizzare qualsiasi analisi differenziata specifica per paese.

Nell'ambito dell'analisi su cui si baseranno i prossimi esami approfonditi specifici per paese, i servizi della Commissione svolgeranno valutazioni tematiche approfondite su tre questioni particolarmente pertinenti nelle circostanze attuali. Tali valutazioni riguarderanno questioni comuni a vari Stati membri. Saranno individuati fattori comuni pertinenti per l'analisi specifica per paese, con particolare attenzione ai paesi che, nella valutazione della presente relazione, risultano essere maggiormente interessati da tali problematiche. Le valutazioni saranno presentate al Comitato di politica economica all'inizio del 2023 e gli Stati membri interessati saranno invitati a fornire contributi utili per la discussione. Tali contributi confluiranno negli esami approfonditi specifici per paese del pacchetto di primavera del semestre europeo. Saranno preparate le seguenti note tematiche:

- una nota tematica approfondita relativa all'**andamento del mercato degli alloggi**, nella quale saranno esaminati i rischi e i fattori associati agli andamenti dei prezzi delle abitazioni, ai mercati dei mutui ipotecari e al debito delle famiglie. La nota riguarderà in particolare Cechia, Estonia, Germania, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Svezia e Ungheria;

- una nota tematica approfondita relativa alla **dinamica della competitività**, in cui saranno esaminati la portata e l'impatto del trasferimento dei costi dell'energia all'inflazione e l'evoluzione delle retribuzioni. La nota riguarderà in particolare Cechia, Estonia, Lettonia, Lituania, Romania, Slovacchia e Ungheria;

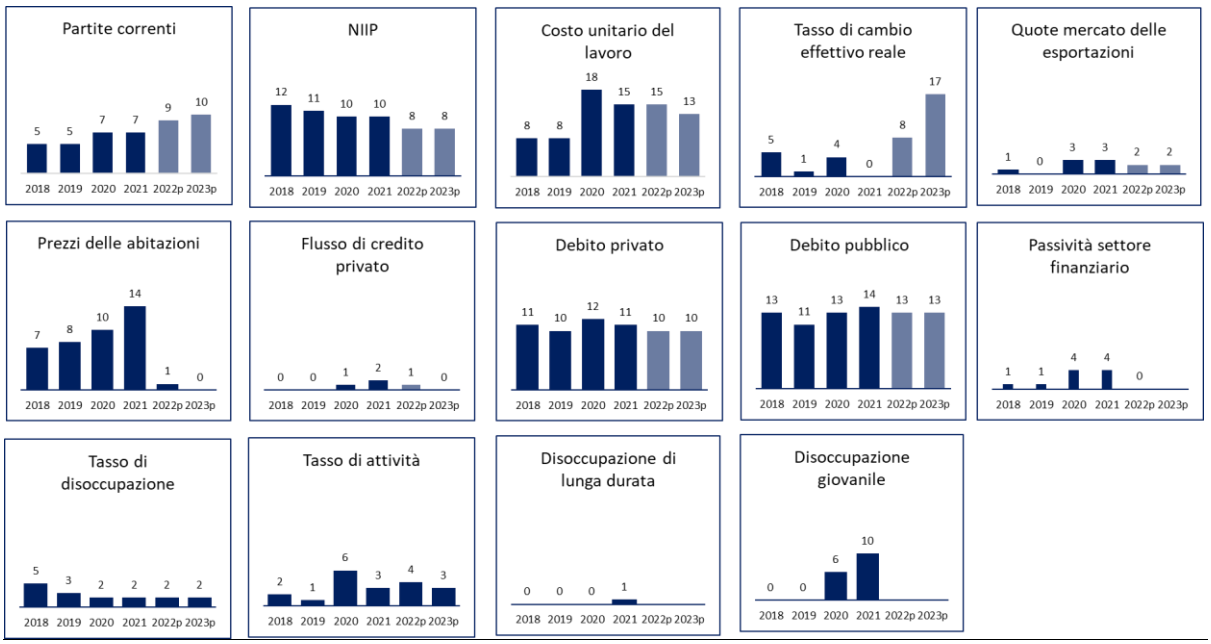
- una nota tematica approfondita relativa alla **sostenibilità esterna e ai saldi con l'estero**, in cui sarà esaminata la riduzione dei saldi della bilancia commerciale in un approccio orizzontale. La nota riguarderà in particolare Cipro, Germania, Grecia, Lettonia, Lituania, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Slovacchia e Ungheria.

Basandosi sulla valutazione contenuta nella relazione sul meccanismo di allerta, gli esami approfonditi riguarderanno anche ulteriori problematiche e questioni specifiche per paese. Tra l'altro sarà esaminato l'impatto degli sviluppi attuali sugli squilibri individuati negli esami approfonditi del 2022 (**Cipro, Francia, Germania, Grecia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Spagna** e **Svezia**).

La presente relazione sul meccanismo di allerta conclude che è opportuno effettuare esami approfonditi per gli Stati membri che presentano squilibri o squilibri eccessivi. Per gli Stati membri nei quali erano stati individuati in passato squilibri o squilibri eccessivi, gli esami approfonditi del 2023 valuteranno se tali squilibri si siano aggravati, se siano in via di correzione o se siano stati corretti, al fine di aggiornare le valutazioni esistenti e valutare le eventuali esigenze politiche rimanenti. Rientrano nel novero **Cipro, Francia, Germania, Grecia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Spagna** e **Svezia.**

Saranno sottoposti a esami approfonditi anche gli Stati membri che presentano rischi particolari di nuovi squilibri emergenti. Gli esami approfonditi beneficeranno del contributo offerto dalle note di valutazione tematica approfondite, che forniranno il contesto per l'analisi. La relazione sul meccanismo di allerta conclude che è opportuno effettuare esami approfonditi anche per **Cechia, Estonia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Slovacchia e Ungheria**, che non erano stati sottoposti a esami approfonditi nel ciclo precedente ma che potrebbero essere soggetti a particolari rischi di squilibri macroeconomici.

Grafico 1 - **Numero di Stati membri che presentano variabili del quadro di valutazione superiori alla soglia**

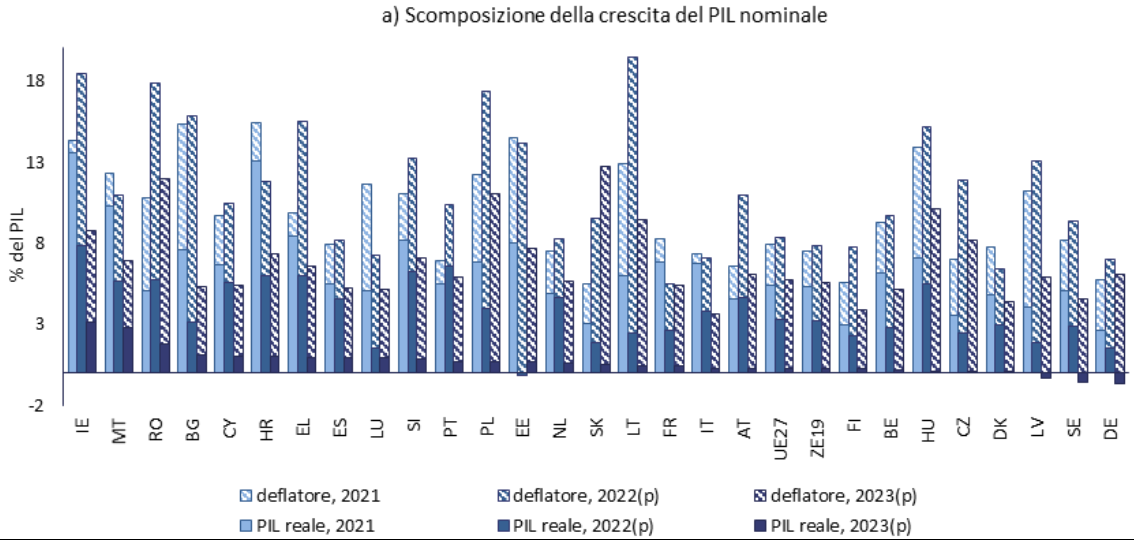


Il numero di Stati membri che presentano variabili del quadro di valutazione superiori alle soglie rilevanti in un determinato anno è basato sull'edizione del quadro di valutazione pubblicata con la rispettiva relazione annuale sul meccanismo di allerta. Eventuali revisioni ex post potrebbero comportare una differenza tra il numero di valori che superano le soglie calcolato utilizzando le cifre più recenti per le variabili del quadro di valutazione e il numero riportato in questo grafico; ad esempio l'aumento del numero di Stati membri con rilevamenti oltre soglia delle partite correnti, riscontrato tra l'edizione dei dati del 2019 e quella del 2020, riportato nel suddetto grafico, è dovuto principalmente alle revisioni dei dati. Le previsioni relative alle passività del settore finanziario sono fornite soltanto per il 2022; non sono fornite previsioni in relazione alla disoccupazione di lunga durata e alla disoccupazione giovanile.
Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione (cfr. allegato 2).

1. CONTESTO MACROECONOMICO

A seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia l'economia dell'UE si trova a una svolta: dopo un periodo di ripresa dalla pandemia di COVID-19 è subentrata una fase di rallentamento della crescita in un contesto di pressioni inflazionistiche. All'inizio del 2022 quasi tutte le economie dell'UE avevano compensato il calo del PIL registrato durante la pandemia nel 2020 ed erano in forte crescita. Con l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia a febbraio del 2022 le prospettive per l'economia dell'UE sono notevolmente mutate. In base alle previsioni d'autunno 2022 della Commissione la crescita reale nell'UE dovrebbe diminuire dal 5,4 % nel 2021 al 3,3 % nel 2022 fino allo 0,3 % nel 2023, in una situazione in cui dietro la solida crescita della produzione registrata nella prima metà del 2022 si cela il deterioramento infrannuale attualmente in corso (grafico 1.1)([4]). A settembre del 2022 l'inflazione nell'UE ha segnato un nuovo record, attestandosi al 10,9 % su base annua, rispetto a un tasso d'inflazione pre-pandemia inferiore al 2 %. A ottobre, nella sola zona euro, l'inflazione ha toccato il massimo storico del 10,7 %. Si prevede che il recente shock sarà avvertito soprattutto dai paesi dell'UE che dipendono maggiormente dal gas come fonte di energia (grafico 1.2 b). La fiducia dei consumatori e dei produttori è diminuita in un clima di forte incertezza. Le condizioni di finanziamento sono palesemente più impegnative, in quanto le autorità monetarie hanno attuato una stretta in risposta alle forti pressioni inflazionistiche, che dovrebbero restare piuttosto elevate nel 2023.

Grafico 1.1 - **Rallentamento del PIL**



Fonte: Eurostat e Ameco. Paesi in ordine di crescita del PIL reale prevista per il 2023.

L'aumento dei prezzi dell'energia è stato la principale determinante dell'inflazione ma una serie di altri fattori hanno accentuato le pressioni generali sui prezzi. La rapida ripresa a livello globale dopo la prima ondata della pandemia ha determinato un aumento della domanda e dei prezzi dell'energia e di altre materie prime. Questa è stata la prima fase

([4]) Commissione europea (2022), Previsioni economiche d'autunno 2022, documento istituzionale 187, novembre 2022. A partire dal 2022 i dati annuali corrispondono alle previsioni della Commissione europea.

dell'impennata della componente energetica dell'inflazione([5]). Nell'UE ciò si è sommato alla pressione della domanda, derivante dai consumi repressi e dal riassorbimento degli elevati risparmi accumulati dalle famiglie durante la fase acuta della pandemia, che ha determinato una rapida espansione della domanda interna contestualmente all'allentamento delle restrizioni([6]). Lo stimolo fiscale ha inoltre continuato a sostenere la domanda dell'UE dopo la fase acuta iniziale della pandemia. Questa pressione della domanda è stata accompagnata da effettive strozzature dell'offerta, che hanno esercitato una pressione al rialzo sui prezzi dei prodotti del settore manifatturiero. Dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia a febbraio del 2022, la perturbazione delle forniture di gas russo all'Europa ha provocato un'impennata dei prezzi dell'energia, che di conseguenza sono diventati la determinante principale dell'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) (grafico 1.2 a).

L'andamento del reddito delle famiglie durante la pandemia ha preparato il terreno per una forte ripresa successiva alla revoca delle restrizioni e le condizioni del mercato del lavoro hanno iniziato a irrigidirsi in alcuni paesi e settori. Una serie di misure politiche, tra cui misure di sostegno all'occupazione, hanno tutelato i redditi delle famiglie nel 2020 e nel 2021. Di conseguenza il reddito disponibile reale delle famiglie è cresciuto in quasi tutti i paesi dell'UE tra il 2019 e il 2021, seppur con differenze significative. Parallelamente in molti paesi le famiglie hanno accumulato risparmi netti nel corso della pandemia, anche per effetto delle ridotte opportunità di consumo. I maggiori aumenti del reddito disponibile registrati nel corso del 2021 hanno permesso alle famiglie di far fronte a rialzi più generalizzati dei prezzi senza ridurre la domanda, il che a sua volta ha consentito ad alcune società non finanziarie di mantenere o persino incrementare gli utili in tale periodo([7]). È probabile che tale effetto si attenuerà, giacché si prevede nel 2022 un calo del reddito disponibile lordo reale nella maggior parte dei paesi dell'UE (cfr. sezione 2.4). Sebbene siano state adottate misure politiche che hanno stabilizzato la disoccupazione, il ristagno del mercato del lavoro si è complessivamente acuito nel corso del 2020. Da allora si sta progressivamente attenuando grazie alla ripresa della domanda e al forte aumento dei posti di lavoro vacanti nel 2021([8]). Anche la riduzione tendenziale a più lungo termine della popolazione in età lavorativa e i cambiamenti osservati nelle tendenze migratorie potrebbero avere contribuito all'irrigidimento dei mercati del lavoro in vari paesi dell'UE. Il ristagno del mercato del lavoro nel secondo trimestre del 2022 è stato modesto in una serie di paesi dell'UE che registravano un'inflazione di fondo elevata (grafico 1.2 d).

Sebbene siano state adottate vaste misure politiche per contenerli, i prezzi dell'energia sono all'origine dell'incertezza e della forte pressione economica. L'aumento dei prezzi dell'energia rappresenta uno shock delle ragioni di scambio che impone costi all'economia dell'UE. In tutta l'UE i governi hanno cercato di limitare e ripartire gli oneri del rialzo dei prezzi dell'energia posti a carico delle famiglie e delle imprese ma non possono eliminare l'impatto economico complessivo. Le misure adottate variano notevolmente da un paese all'altro e comprendono ad esempio il blocco dei prezzi, sgravi fiscali e regimi di sostegno al reddito; sono inoltre all'esame ulteriori interventi di sostegno. Tali misure non possono compensare integralmente l'impatto complessivo degli aumenti dei prezzi dell'energia sulle famiglie e sulle imprese, che devono far

([5]) Per un'analisi dell'inflazione nella zona euro prima dell'aggressione militare russa nei confronti dell'Ucraina, cfr. C. Buelens e V. Zdarek, (2022), "L'inflazione nella zona euro influenzata da due anni di pandemia di COVID-19," relazione trimestrale sulla zona euro, direzione generale degli Affari economici e finanziari (DG ECFIN), Commissione europea, Vol. 21, n. 1, pagg. 7-20.

([6]) Per quanto riguarda il ruolo svolto dalla rapida ripresa nell'aumento dell'inflazione, cfr. anche R. Reis (2022), "The Burst of High Inflation in 2021-22: How and Why Did We Get Here?", documento di discussione del CEPR SP17514.

([7]) Cfr. anche Banca nazionale ceca (2022), Monetary Policy Report Summer 2022, riquadro 1.

([8]) Secondo Eurostat il ristagno del mercato del lavoro si riferisce alla somma di tutte le domande di manodopera non soddisfatte e comprende quattro categorie: 1) disoccupati quali definiti dall'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO), 2) lavoratori a tempo parziale sottoccupati (ossia lavoratori a tempo parziale che desiderano lavorare di più), 3) persone disponibili a lavorare ma che non sono in cerca di un lavoro, e 4) persone che cercano un lavoro ma che non sono disponibili a lavorare.

fronte a un netto aumento dei costi, seppur in misura assai variabile a seconda del rispettivo consumo di energia e della relativa esposizione a prezzi al dettaglio più elevati. La stessa inflazione dei prezzi dell'energia elettrica ha avuto un andamento variabile in tutta l'UE, non solo per via delle politiche pubbliche ma anche per effetto del mix energetico e degli accordi contrattuali dei vari paesi nonché del relativo trasferimento dei prezzi all'ingrosso dell'energia elettrica ai prezzi al dettaglio. Essa rappresenta un'importante variazione dei costi e dei prezzi relativi che potrebbe determinare cambiamenti strutturali significativi e duraturi nei vari settori e paesi, a seconda della durata e dell'intensità di tale fenomeno.

Le forti pressioni inflazionistiche si sono estese oltre il settore energetico, con il rischio che le divergenze a livello di inflazione diventino consolidate. L'inflazione di fondo è aumentata in misura significativa nel 2022 in tutti i paesi dell'UE e della zona euro; tale aumento riflette in parte l'effetto indiretto del rialzo dei prezzi dell'energia. Nel 2022 si osservano ampie differenze tra i paesi per quanto riguarda l'inflazione di fondo, che varia dal 2,8 % all'11,5 % considerando tutti i paesi dell'UE e dal 2,8 % al 9,8 % all'interno della zona euro. L'eterogeneità delle risposte politiche allo shock dei prezzi dell'energia si riflette nelle varie misure relative all'inflazione, compresi i deflatori del commercio e il deflatore del PIL. Sebbene il trasferimento della componente energetica dell'inflazione svolga un ruolo non trascurabile, vi sono probabilmente altri fattori significativi, ad esempio le strozzature dal lato dell'offerta e la domanda repressa residua. Gli effetti di secondo impatto derivanti da un aumento dei costi salariali non sono ancora visibili ma è probabile che in alcuni paesi dell'UE si stiano già manifestando. I prezzi delle abitazioni hanno raggiunti livelli assai elevati per la presenza di limitazioni di lunga data dal lato dell'offerta e il loro continuo aumento, nonostante l'incremento dei costi di finanziamento, potrebbe esercitare nel tempo un'ulteriore spinta al rialzo dell'inflazione.

Le strozzature nelle catene di approvvigionamento potrebbero allentarsi ma continuano a limitare l'offerta in una serie di settori. Nel 2022 persistono pressioni che derivano da perturbazioni delle catene di approvvigionamento ma che potrebbero essere in via di allentamento in alcuni settori([9]). I dati di gennaio/febbraio 2022 per gli indici degli acquisti delle grandi imprese relativi ai tempi di consegna dei fornitori e l'analisi fattoriale dinamica che comprende altri indicatori (attività arretrate, rapporto ordinativi/scorte, prezzi delle materie prime intermedie e costi di spedizione) indicano che le pressioni sulle catene di approvvigionamento nell'UE, pur mantenendosi ai massimi storici, dopo aver raggiunto un picco hanno iniziato ad allentarsi. L'indice degli acquisti delle grandi imprese di ottobre 2022 continua a indicare una riduzione dei tempi di consegna e un calo della domanda che allenta le strozzature dal lato dell'offerta([10]). Tuttavia possibili perturbazioni legate alla guerra in Ucraina potrebbero determinare una battuta d'arresto. L'aumento dei prezzi dell'energia associato a tensioni più acute sul piano geopolitico sta provocando perturbazioni significative in settori chiave, ad esempio nelle industrie ad alta intensità energetica, limitando peraltro il loro accesso a materie prime essenziali. A seconda della partecipazione delle catene di approvvigionamento tali sviluppi possono determinare anche un diverso andamento dell'inflazione di fondo in tutta l'UE.

Nonostante l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto in una serie di paesi, in generale i salari nominali non stanno tenendo il passo con l'inflazione, con una conseguente riduzione del potere d'acquisto. Nel 2022 la retribuzione per dipendente dovrebbe aumentare al 4,2 %([11]) nella zona euro e la produttività del lavoro dovrebbe salire all'1,2 %, con un conseguente aumento del costo del lavoro per unità di prodotto pari al 3 %. Il

([9]) https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202202_01~272e32f7f4.en.html.

([10]) https://ihsmarkit.com/research-analysis/flash-pmi-data-to-highlight-recession-risks-and-varying-inflation-trends-at-start-of-fourth-quarter-October2022.html.

([11]) I lavoratori che hanno ripreso l'attività lavorativa grazie a regimi di conservazione dei posti di lavoro, e che hanno beneficiato di trasferimenti diretti in luogo dei salari, determinano un aumento del costo del lavoro stimato per unità di prodotto per via del cambiamento di retribuzione.

costo del lavoro per unità di prodotto ha tuttavia seguito andamenti differenziati nei vari paesi (grafico 1.2 e). Si prevede che i salari nominali non terranno il passo con l'inflazione. Se da un lato contribuisce a tutelare le imprese da un ulteriore aumento dei costi di produzione e preserva posti di lavoro, tale andamento comporta però per le famiglie una perdita di potere d'acquisto. La perdita di potere d'acquisto incide sulla domanda e aumenta il rischio di tensioni di bilancio per le famiglie vulnerabili.

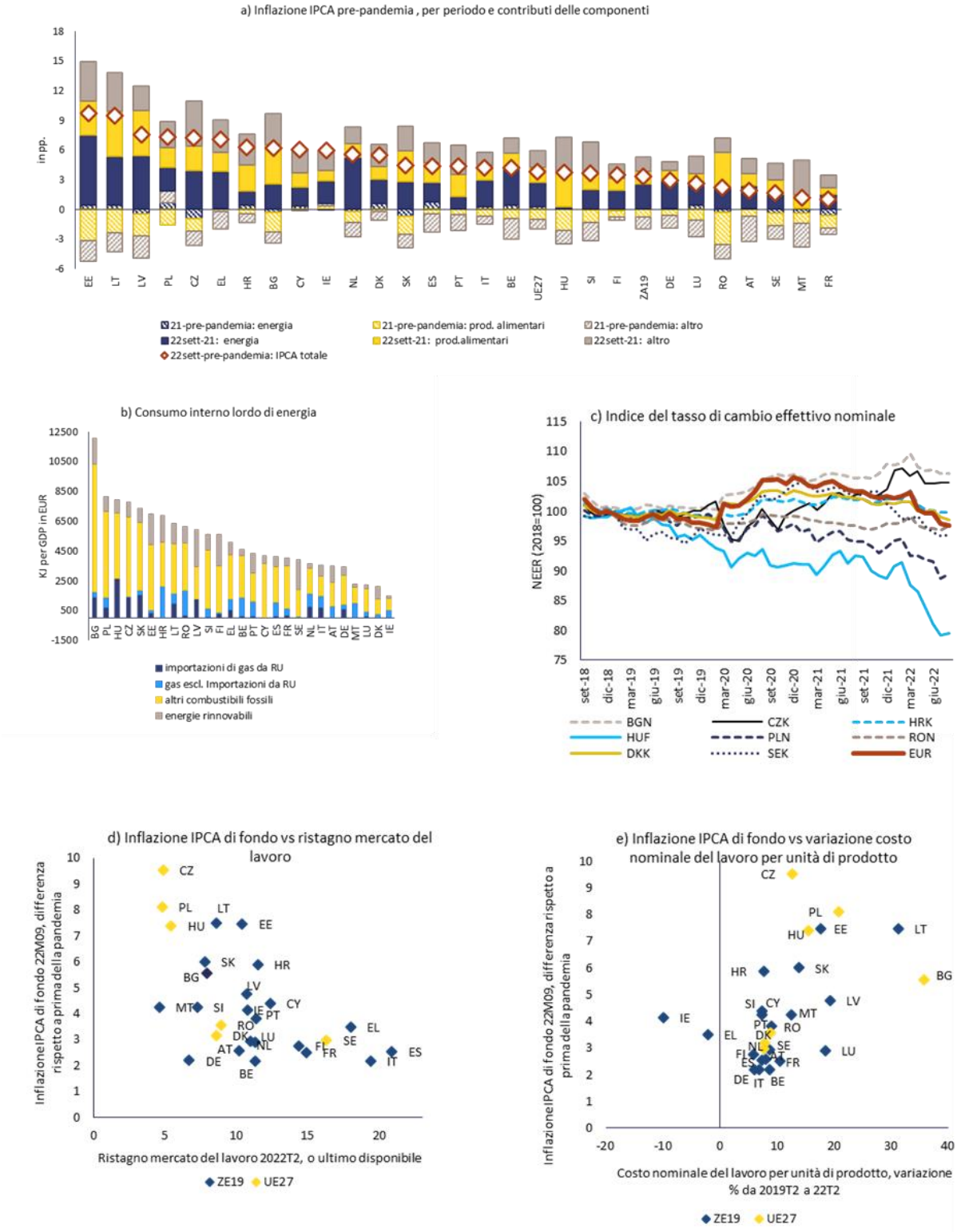
La politica monetaria ha iniziato a normalizzarsi, determinando un aumento dei costi di finanziamento e innescando correzioni dei prezzi delle attività. Lo scorso luglio la BCE, dopo avere ridotto i volumi di acquisto di attività, ha compiuto un ulteriore passo lungo il percorso di normalizzazione della politica monetaria, innalzando di 50 punti base i tre tassi di interesse di riferimento, annunciando un'ulteriore normalizzazione e approvando lo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (*Transmission Protection Instrument* - TPI). Ulteriori aumenti dei tassi di riferimento sono stati effettuati a settembre e a ottobre. I maggiori costi di finanziamento delle banche sono stati parzialmente trasferiti ai tassi più elevati sui prestiti bancari, soprattutto alle famiglie, mentre in alcuni casi i prezzi delle attività si sono adeguati verso il basso. Nella zona euro i criteri per la concessione del credito sono diventati più rigorosi per tutte le categorie di prestiti nel secondo trimestre del 2022; tale stretta è proseguita nel terzo trimestre a causa di preoccupazioni relative ai rischi corsi dai mutuatari in un contesto macroeconomico incerto. I rendimenti dei titoli di Stato nella zona euro hanno mostrato volatilità e sono nettamente aumentati nel 2022, anche se il rischio di differenziali significativi tra i tassi d'interesse nominali dei paesi della zona euro dovrebbe essere attenuato dall'introduzione del TPI. Le condizioni monetarie sono diventate più stringenti anche negli Stati membri non appartenenti alla zona euro, in quanto le banche centrali di tali paesi hanno irrigidito l'orientamento della propria politica in un contesto di inflazione elevata, il che ha determinato un aumento dei costi dei finanziamenti per il settore pubblico e privato.

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è indebolito e le variazioni dei corsi delle valute dei paesi non appartenenti alla zona sono state disomogenee. L'euro ha mostrato una notevole volatilità rispetto al dollaro nel 2022 ma con una pressione al deprezzamento dell'euro, dal momento che la banca centrale USA ha praticato una politica monetaria restrittiva con maggiore rapidità rispetto alla BCE. L'euro è inoltre esposto a rischi economici e geopolitici legati alla guerra in Ucraina che interessano specificamente l'UE, mentre il dollaro sta beneficiando dei flussi di investimenti "rifugio", come avviene solitamente nei periodi di incertezza. Date le diverse esposizioni degli Stati membri della zona euro ai flussi commerciali e finanziari extra-UE, le oscillazioni dell'euro di per sé rappresentano shock asimmetrici che possono eventualmente determinare andamenti diversi dei tassi di cambio effettivi nominali, come è stato documentato in letteratura([12]). Tra le valute dei paesi dell'UE non appartenenti alla zona euro la corona ceca si è notevolmente apprezzata in un contesto di politica monetaria restrittiva abbinata a un intervento sui tassi di cambio (grafico 1.2 c). La tendenza al deprezzamento dello zloty polacco e, soprattutto, del fiorino ungherese è proseguita nonostante l'irrigidimento monetario interno. A marzo del 2022 le valute di entrambi i paesi si sono fortemente deprezzate in un clima di maggiore incertezza dovuto all'aggressione russa dell'Ucraina e a fronte dell'inasprimento delle condizioni finanziarie globali. La Croazia è intervenuta per continuare a stabilizzare la propria valuta rispetto all'euro, mentre la Danimarca mantiene da lungo tempo la sua valuta ancorata all'euro e la Bulgaria attua un regime di *currency board* ancorato all'euro. Dopo oltre due anni di partecipazione della kuna all'ERM II in assenza di frizioni, la Croazia è pronta ad aderire alla zona euro a gennaio del 2023([13]). Durante lo scorso anno la corona svedese si è deprezzata nonostante l'inasprimento della politica monetaria.

([12]) Cfr. P. Honohan e P.R. Lane (2003), "Divergent inflation rates in EMU", Economic Policy, 18(37), pagg. 357-394; e I. Angeloni e M. Ehrmann (2007), "Euro area inflation differentials", The BE Journal of Macroeconomics, 7(1).

([13]) Il tasso di conversione è stato fissato dal Consiglio a 7,53450 HKR/EUR. Cfr. regolamento del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 2866/98 per quanto concerne il tasso di conversione dell'euro in Croazia, luglio 2022.

Grafico 1.2 - **Contesto macroeconomico**



(1) L'inflazione pre-pandemia corrisponde al tasso di cambio annuale medio osservato durante il periodo 2017-2019 per l'indice IPCA. L'inflazione di fondo per il mese di settembre 2022 è calcolata come media dell'indice IPCA ad esclusione di energia, prodotti alimentari, alcol e tabacco nei primi nove mesi del 2022, rispetto alla media dello stesso periodo del 2021.

Fonte: Eurostat e Ameco.

Riquadro 1.1: andamento dell'occupazione ed evoluzione della situazione sociale

Prima dell'aggressione militare russa nei confronti dell'Ucraina si è verificata nell'UE una netta ripresa del mercato del lavoro. La forte ripresa economica che ha fatto seguito alla recessione causata dalla COVID-19 è stata accompagnata dalla massiccia creazione di posti di lavoro e dal calo della disoccupazione (grafico 1.3 a). Il tasso di disoccupazione nell'UE (15-74 anni) ha raggiunto il 6,4 % alla fine del 2021 e ha continuato a diminuire nel 2022 fino a raggiungere il 6 % ad agosto e a settembre, segnando così il minimo storico in oltre due decenni. Nel loro complesso le condizioni del mercato del lavoro hanno continuato a migliorare anche nel 2022, trainate dalla piena apertura delle economie, dai miglioramenti del quadro epidemiologico, dall'effetto della domanda repressa e dalla buona stagione turistica in seguito all'allentamento delle restrizioni alla mobilità. Tuttavia l'occupazione nel settore manifatturiero è rimasta stagnante. Sulla scia di un rapido aumento della domanda, la carenza di manodopera ha raggiunto nuovi picchi; le carenze sono emerse in vari settori ma sono aumentate più nel settore dei servizi rispetto al settore manifatturiero. La crescita dell'occupazione si è avvicinata all'1½ %, con un tasso di occupazione nell'UE (20-64 anni) che ha raggiunto il 74,1 % nel quarto trimestre del 2021, benché nel settore manifatturiero sia rimasta di 2 punti percentuali inferiore ai livelli pre-pandemia. Per contro la creazione di posti di lavoro è stata piuttosto sostenuta nel settore dei servizi ad alta intensità di contatti (ad esempio sanità, pubblica amministrazione e TIC) e nell'edilizia (grafico 1.3 b).

Alla luce del peggioramento delle prospettive economiche, il mercato del lavoro dovrebbe rallentare. Nel 2022 il mercato del lavoro è rimasto resiliente grazie al prolungato effetto positivo della ripresa che ha fatto seguito alla riapertura dell'economia dopo le misure di confinamento. Tuttavia l'aumento dei prezzi dell'energia rappresenta un rischio rilevante anche per il mercato del lavoro in un'ottica futura. I settori maggiormente dipendenti dall'energia risentono fortemente del maggiore costo di tale materia prima, che tuttavia produce effetti a catena su quasi tutti i settori. L'impatto prodotto sull'occupazione da uno shock del prezzo del gas potrebbe variare nei diversi paesi a seconda della loro competitività. Dalle stime econometriche risulta che un aumento dei prezzi del gas naturale pari al 10 % potrebbe ridurre la produzione dello 0,6 % dopo due anni, determinando nel contempo un calo dell'occupazione e dei salari reali rispettivamente pari allo 0,3 % e allo 0,2 %([14]). L'impatto sull'occupazione potrebbe essere attenuato da una riduzione delle ore lavorate per dipendente. Il contributo all'aumento della disoccupazione potrebbe essere maggiore nel settore dei servizi rispetto al settore manifatturiero, dato che in quest'ultimo l'eccedenza di manodopera è più diffusa, mentre l'occupazione è più reattiva lungo il ciclo economico nel settore dei servizi dove la quota di lavoratori temporanei è relativamente più elevata([15]).

- Rispetto al dato annuale del 2021, nel secondo trimestre del 2022 il tasso di disoccupazione è sceso in tutti i paesi, in particolare in Grecia (-2,5 punti percentuali), Spagna (-2,3 punti percentuali), Irlanda (-1,9 punti percentuali), Austria (-1,8 punti percentuali) e Lituania (-1,6 punti percentuali). Il divario tra il tasso di disoccupazione più elevato (12,5 % in Spagna) e quello più basso (2,4 % in Cechia) è sceso a 10,1 punti percentuali, raggiungendo così il livello più basso da ottobre 2008.

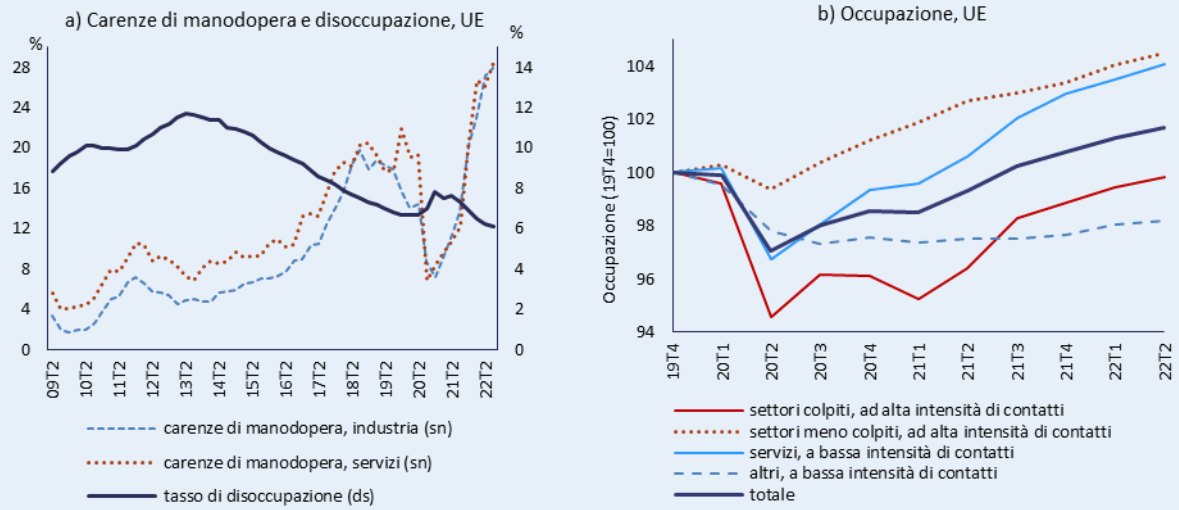
([14]) Per una discussione più approfondita, cfr. relazione della Commissione europea 2022 "Mercato del lavoro e andamento dei salari in Europa" (di prossima pubblicazione).

([15]) Durante la recessione causata dalla COVID-19 la riduzione delle ore totali lavorate dai lavoratori temporanei è stata dovuta soprattutto alla perdita di posti di lavoro, mentre nel caso dei lavoratori a tempo indeterminato la riduzione delle ore lavorate è dipesa dal calo delle ore per lavoratore.

- Nel 2021 in quasi tutti gli Stati membri i tassi di occupazione (20-64 anni) hanno registrato una rapida ripresa superando i livelli pre-pandemia. Tra il 2020 e il 2021 l'aumento è stato più evidente in Grecia (4,3 punti percentuali), Irlanda (2,8 punti percentuali), Polonia (2,7 punti percentuali), Spagna (2 punti percentuali) e Lussemburgo (2 punti percentuali). Il tasso di occupazione è sceso soltanto in Lettonia (-1,6 punti percentuali). Nella prima metà del 2022 il tasso di occupazione ha continuato ad aumentare in tutti i paesi, in particolare in Irlanda (+3,6 punti percentuali in media nella prima metà del 2022 rispetto al dato annuale del 2021) e in Grecia (+3,8 punti percentuali in media nella prima metà del 2022 rispetto al dato annuale del 2021).

- Nel secondo trimestre del 2022 l'occupazione nel settore manifatturiero è rimasta ampiamente al di sotto dei livelli pre-pandemia in alcuni Stati membri, tra cui Bulgaria, Romania, Spagna, Polonia, Slovacchia e Germania.

Grafico 1.3 - **Occupazione, disoccupazione e carenze di manodopera**



Note: (1) Settori colpiti ad alta intensità di contatti: commercio all'ingrosso e al dettaglio; trasporti, servizi di ospitalità, arte, attività delle famiglie. Settori meno colpiti ad alta intensità di contatti: edilizia, pubblica amministrazione, sanità, istruzione. Servizi a bassa intensità di contatti: informazione e comunicazione, attività finanziarie, attività professionali, settore immobiliare. Altri, a bassa intensità di contatti: settore manifatturiero, minerario, idrico e agricoltura.
Fonte: servizi della Commissione europea.

2. SQUILIBRI, RISCHI E AGGIUSTAMENTO: SVILUPPI PRINCIPALI

2.1. SETTORE ESTERNO

Le partite correnti della maggior parte degli Stati membri hanno evidenziato variazioni minime o moderate nel 2021, spesso annullando soltanto parzialmente le variazioni rispetto a un anno fa. In particolare la ripresa dei saldi del settore dei viaggi ha contribuito a un parziale miglioramento delle partite correnti in alcuni grandi paesi debitori netti. Pur essendo migliorate, nel 2021 le partite correnti di alcuni di questi paesi UE hanno continuato a mostrare un forte disavanzo e posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) ancora fortemente negative. Nel contempo, dopo una lieve diminuzione del 2020, alcuni ingenti avanzi delle partite correnti sono aumentati, avvicinandosi ai livelli del 2019. In generale gli avanzi elevati delle partite correnti di alcuni paesi hanno continuato a superare in modo significativo quanto può essere spiegato dai fondamentali([16]). Alcuni altri paesi hanno registrato lievi riduzioni e, in alcuni casi, i saldi sono scesi considerevolmente al di sotto di quelli registrati nel 2019 (grafico 2.1.1 a).

Nel 2022 i saldi delle partite correnti stanno registrando una forte diminuzione, determinata principalmente dai prezzi elevati dell'energia (grafico 2.1.1 a). I due principali fattori all'origine delle variazioni delle partite correnti nel 2021 e dall'inizio del 2022 ad ora sono stati la diminuzione del saldo della bilancia commerciale del settore energetico([17]) e la ripresa dei viaggi internazionali, di segno opposto. La ripresa del turismo sta andando principalmente a vantaggio dei paesi debitori netti, ma resta parziale; la maggior parte dei paesi fortemente dipendenti dalle esportazioni turistiche mostra comunque saldi del settore dei viaggi inferiori rispetto al livello precedente alla pandemia, benché non siano ancora pervenuti i dati riguardanti l'alta stagione turistica per il terzo trimestre del 2022. Inoltre il miglioramento dei saldi del settore dei viaggi è spesso annullato dall'incidenza dei prezzi elevati dell'energia che colpiscono quasi tutti i paesi (grafici 2.1.3 d ed e). Nel 2022 inoltre diversi paesi stanno registrando un marcato peggioramento dei saldi della bilancia commerciale dei settori non energetici. In alcuni casi, tale peggioramento è determinato da una domanda interna resiliente. L'effetto complessivo è un forte peggioramento delle partite correnti nel 2022, laddove gli avanzi registrati da diversi paesi negli anni precedenti si stanno trasformando in disavanzi. Le previsioni per il 2023 indicano, in molti ma non in tutti i paesi dell'UE, alcuni lievi incrementi delle partite correnti che però restano spesso nettamente inferiori ai peggioramenti registrati nel 2022.

([16]) 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 di calcolo delle partite correnti basate sui fondamentali utilizzata nella presente relazione, cfr. L. Coutinho et al. (2018), "Metodologie per la valutazione dei parametri di riferimento delle partite correnti", European Economy, documento di discussione 86/2018; la metodologia è assimilabile a S. Phillips et al. (2013), "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", documento di lavoro dell'FMI, 13/272.

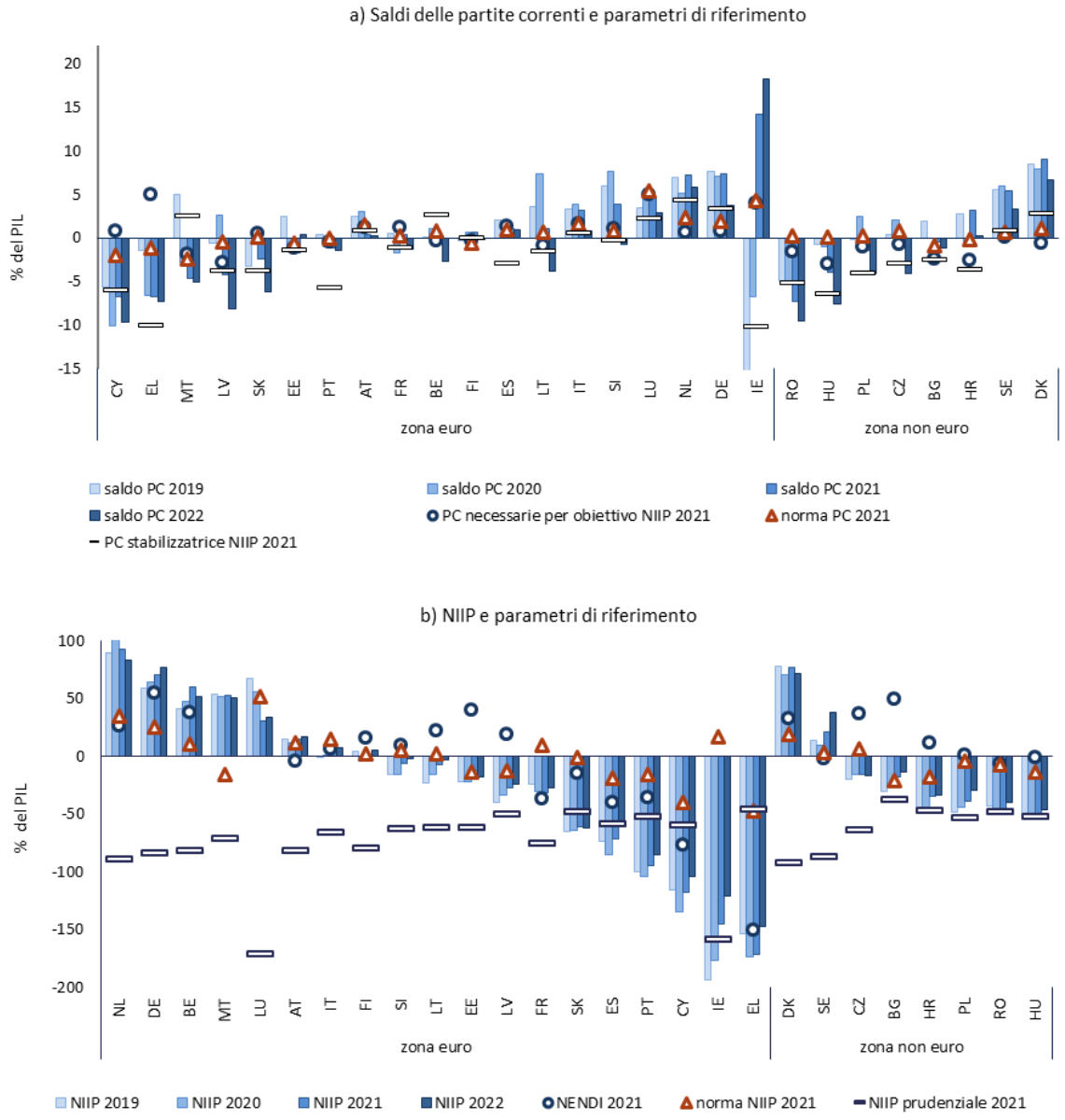
([17]) Il saldo del settore energetico corrisponde al saldo della bilancia commerciale dei beni di cui alla voce "3 combustibili minerali, lubrificanti e prodotti connessi" della classificazione tipo per il commercio internazionale (CTCI).

La forte crescita del PIL nominale registrata nel 2021 ha contribuito a ridurre sia le posizioni patrimoniali nette sull'estero positive sia quelle negative. Nel 2021, grazie a una marcata ripresa della crescita economica, il forte effetto del denominatore ha ridotto, ma non sempre del tutto annullato, la dispersione delle NIIP registrata nel 2020 (grafici 2.1.1 b e2.1.3 a). Tale tendenza è continuata nel 2022 e i rapporti NIIP/PIL dei grandi paesi debitori netti hanno spesso registrato ulteriori miglioramenti significativi, benché la maggior parte resti al di sotto dei livelli prudenziali della NIIP([18]). Per la maggior parte di questi paesi debitori netti, i recenti risultati delle partite correnti sono inferiori ai livelli favorevoli alla rapida correzione dei rispettivi stock negativi rilevati nella partita corrente necessaria per raggiungere un obiettivo specifico della NIIP, anche se soltanto in misura minima nel caso di Spagna e Portogallo (Grafici 2.1.1 a e b).Per contro, le NIIP di molti paesi creditori netti sono rimaste notevolmente al di sopra di quanto suggerito dai fondamentali economici.

Da un punto di vista settoriale, nel 2022 le posizioni di accreditamento netto delle famiglie sono in diminuzione, a causa della perdita di potere d'acquisto. Nel 2021 le posizioni di accreditamento/indebitamento netto nella maggior parte degli Stati membri sono state caratterizzate da un indebitamento netto da parte delle amministrazioni pubbliche e da un accreditamento netto positivo da parte del settore privato, comprendente sia famiglie sia imprese (grafico 2.1.3 b). Si è registrata una lieve inversione di tendenza per quanto riguarda l'eccezionale sostegno di bilancio messo in atto nel 2020 al fine di mitigare la crisi pandemica, che ha sostanzialmente controbilanciato un leggero calo delle posizioni di accreditamento netto dei settori privati. Nel 2022 il sostegno di bilancio dovrebbe essere confermato, anche se si prevede che la maggior parte degli Stati membri continuerà a registrare un ulteriore miglioramento delle posizioni nette del settore pubblico (grafico 2.1.3 c). Nel contempo, la diminuzione dell'accreditamento netto delle famiglie dovrebbe prevalere, contribuendo nella maggior parte dei casi ad abbassare le posizioni di accreditamento/indebitamento netto.

([18]) 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. Le partite correnti necessarie per raggiungere un obiettivo specifico della NIIP sono le partite correnti necessarie per raggiungere la soglia prudenziale nei prossimi 10 anni, oppure per dimezzare il divario rispetto alla NIIP in linea con i fondamentali, se superiore. 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. I valori della NIIP in linea con i fondamentali ("norme della NIIP") risultano dal cumulo nel tempo dei valori delle norme delle partite correnti. Per informazioni sulla metodologia di calcolo dei parametri di riferimento prudenziali e fondamentali della NIIP, cfr. A. Turrini e S. Zeugner (2019), "parametri di riferimento per le posizioni patrimoniali nette sull'estero", European Economy, documento di discussione 097/2019.

Grafico 2.1.1 - **Saldi delle partite correnti e posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP)**



I paesi sono classificati in ordine crescente in termini di saldo delle partite correnti nel 2021 e in ordine decrescente in termini di rapporto NIIP/PIL nel 2021. PC sta per partita corrente. La NENDI corrisponde alla NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default. Norme delle partite correnti: cfr. nota 16. Per i concetti di norma della NIIP, soglia prudenziale della NIIP e parametro di riferimento delle partite correnti stabilizzatrici della NIP e di partita corrente necessaria per raggiungere un obiettivo specifico della NIIP: cfr. nota 18.
Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione.

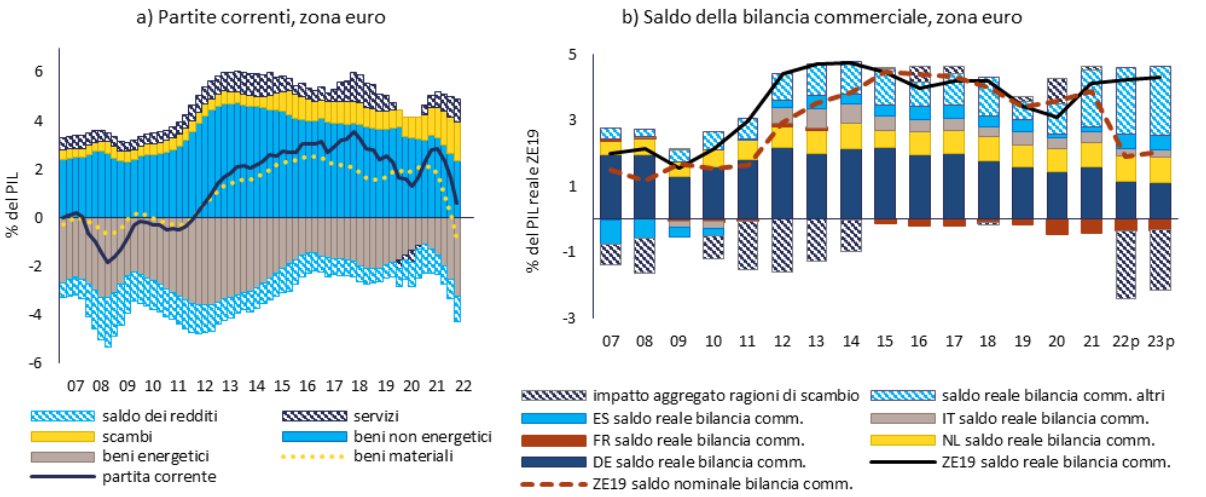
L'irrigidimento monetario a livello mondiale, in un contesto di inflazione alta, accompagnato da rischi geopolitici elevati, potrebbe incidere sulle condizioni di finanziamento esterno di alcuni Stati membri non appartenenti alla zona euro. Come illustrato nella sezione 1, la pandemia e, più di recente, la maggiore incertezza dovuta all'aggressione della Russia nei confronti dell'Ucraina, hanno determinato variazioni in alcuni tassi di cambio di valute non appartenenti alla zona euro, come ad esempio il deprezzamento dello zloty polacco e del fiorino ungherese. Nel caso dovessero emergere rischi di (ri)finanziamento esterni, i paesi con ingenti stock di riserve in valuta estera, come pure quelli che registrano solidi avanzi nei flussi esterni, sarebbero meno esposti. Il fabbisogno di finanziamenti esterni, compresi quelli del settore pubblico, svolge un ruolo in questo contesto (cfr. sezione 2.6 sul settore pubblico).

L'avanzo delle partite correnti della zona euro nel 2022 sta subendo una drastica diminuzione. I costi dell'energia costituiscono il fattore principale della forte riduzione infrannuale delle partite correnti della zona euro (grafico 2.1.2 a). Dal 2021 i problemi mondiali di approvvigionamento hanno determinato un deciso rialzo dei prezzi all'importazione per quanto riguarda i beni diversi dalle materie prime. Ciò si riflette nel saldo della bilancia commerciale della zona euro rispetto alla Cina, che ha registrato una diminuzione di oltre un punto percentuale del PIL rispetto al 2019. Le cospicue importazioni di giacenze e i prezzi delle importazioni dalla Cina spiegano in parte il forte peggioramento dell'avanzo commerciale della Germania in particolare. Inoltre la domanda mondiale di esportazioni europee sta rallentando, in quanto il rallentamento della Cina e l'irrigidimento monetario negli Stati Uniti hanno implicazioni per la domanda non solo per questi due partner commerciali, ma anche nella maggior parte dei mercati emergenti. Come descritto nella sezione 1, l'euro ha subito un forte deprezzamento, in particolare rispetto al dollaro USA. Ciò pesa sul saldo della bilancia commerciale della zona euro, in quanto la quota delle importazioni denominate in dollari supera ampiamente, specialmente per i beni energetici, la denominazione in dollari delle esportazioni. I redditi derivanti da attività sull'estero denominate in dollari, come pure gli scambi e le entrate derivanti dal commercio mondiale delle materie prime, hanno tuttavia ammortizzato in una certa misura l'impatto generale dello shock delle ragioni di scambio sul saldo con l'estero.

Il deterioramento del saldo della bilancia commerciale della zona euro nel 2022 è stato determinato dallo shock delle ragioni di scambio a fronte di una domanda reale rimasta stabile. Lo shock delle ragioni di scambio in atto nel 2022 a causa di prezzi all'importazione dell'energia molto più elevati e di un euro più debole ha provocato il deterioramento del saldo nominale della bilancia commerciale della zona euro e, per estensione, delle partite correnti (grafico 2.1.2 b). Se misurato in termini reali, vale a dire a prezzi costanti, si prevede che il saldo della bilancia commerciale possa lievemente rafforzarsi nel 2022, in quanto la domanda aggregata reale dovrebbe crescere leggermente meno del PIL. Nel 2022 la crescita della domanda reale dovrebbe superare la crescita della produzione nei grandi paesi creditori netti, di cui ha determinato una riduzione del contributo all'avanzo delle partite correnti nella zona euro (grafico 2.1.2 b). Si prevede che tale tendenza persista nel 2023. Molti paesi debitori netti hanno registrato un miglioramento del saldo della bilancia commerciale grazie a una domanda che non è andata di pari passo con la ripresa della crescita del PIL. La stabilità del saldo reale della bilancia commerciale nel 2022 è determinata dalla totalità dei paesi più piccoli che controbilanciano il deterioramento del saldo reale della Germania, che è il paese che contribuisce in misura maggiore alla zona euro.

Per il 2023 è prevista una stabilità generale del saldo della bilancia commerciale della zona euro, nonché della sua composizione, ma si tratta di una previsione soggetta a un notevole grado di incertezza. Pur continuando a pesare sul saldo della bilancia commerciale della zona euro, nel 2023 le strozzature nella catena di approvvigionamento e i prezzi all'importazione dovrebbero lievemente ridursi. Il rallentamento della domanda mondiale frenerà le prospettive di esportazione, ma potrebbe apportare un certo sollievo per quanto riguarda i prezzi delle materie prime. Di conseguenza l'impatto delle ragioni di scambio dovrebbe ridursi lievemente, offrendo un miglioramento marginale del saldo della bilancia commerciale globale della zona euro. La crescita della domanda interna resta invece un fattore determinante per le dinamiche del saldo con l'estero della zona euro nel 2023. In termini di composizione, si prevede che proseguirà la tendenza a distaccarsi dal contributo dei grandi paesi creditori netti.

Grafico 2.1.2 - **Partite correnti e saldo della bilancia commerciale della zona euro**



Per "beni materiali" si intende il saldo della bilancia commerciale del totale CTCI; I "beni energetici" corrispondono al saldo della bilancia commerciale per la categoria CTCI3, mentre i "beni non energetici" corrispondono alla differenza tra i due. Per "scambi" si intende la differenza tra il saldo della bilancia commerciale dei beni di cui alla bilancia dei pagamenti e i "beni materiali".

Fonte: servizi della Commissione europea.

Paesi con saldo delle partite correnti (media triennale) in % del PIL superiore al 6% o inferiore a -4% nel 2021 in blu																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Paesi con NIIP inferiore a -35% nel 2021 in blu																										
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

A livello di paese, è opportuno evidenziare i seguenti sviluppi:

- nel 2021 i saldi delle partite correnti, basati su medie triennali, di quattro Stati membri si sono attestati al di sotto della soglia minima del quadro di valutazione pari a -4 % del PIL: Cipro, Grecia, Irlanda e Romania. Nel contempo tre Stati membri hanno registrato medie superiori alla soglia massima del 6 % del PIL: Danimarca, Germania e Paesi Bassi. Per quanto riguarda i valori della NIIP, per dieci Stati membri sono risultati al di sotto della soglia del quadro di valutazione pari a -35 % del PIL: Croazia, Cipro, Grecia, Ungheria, Irlanda, Polonia, Portogallo, Romania, Slovacchia e Spagna;

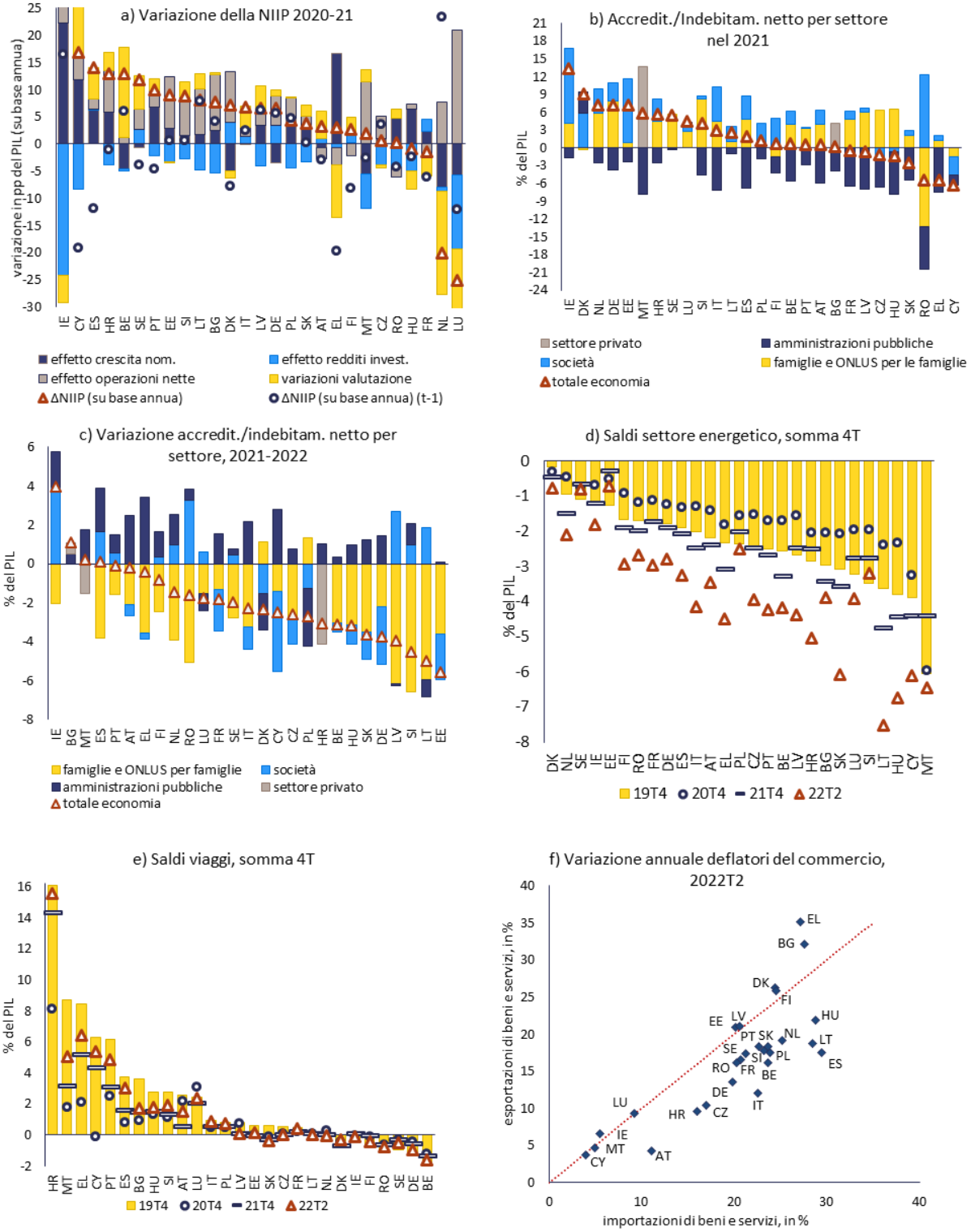
- le partite correnti dei grandi paesi debitori netti, come Cipro, e in particolare la Grecia, hanno continuato a registrare disavanzi consistenti, benché Cipro abbia registrato deboli miglioramenti. Mentre il leggero avanzo della Spagna è lievemente aumentato, il modesto disavanzo del Portogallo è rimasto sostanzialmente invariato nel 2021. In questi paesi, a parte la Spagna, le partite correnti restano al di sotto dei livelli suggeriti dai fondamentali economici, sia pur con margini diversi. In attesa dell'alta stagione turistica nel terzo trimestre dell'anno, i primi due trimestri del 2022 mostrano un'ulteriore e solida ripresa dei viaggi internazionali, accompagnata da un aumento dei prezzi nel settore che sta contribuendo in modo consistente agli avanzi dei saldi del settore dei viaggi di questi paesi, in particolare per quanto riguarda il Portogallo e, in misura leggermente più contenuta, anche Cipro, Grecia e Spagna. Per questi paesi, ad eccezione della Spagna, è previsto un deterioramento dei rilevamenti delle partite correnti per l'intero anno, che riflette principalmente il peggioramento dei saldi del settore energetico. Le NIIP chiaramente negative di questi paesi stanno migliorando principalmente grazie alla forte crescita nominale economica, benché nel caso della Grecia il miglioramento sia stato lievemente indebolito dagli effetti di valutazione negativi;

- i disavanzi delle partite correnti sono molto consistenti e, nel caso di Ungheria e Romania, hanno toccato il livello più alto mai raggiunto in anni. Le partite correnti della Romania si sono deteriorate partendo da un disavanzo già elevato e stanno continuando a peggiorare nel 2022, senza alcuna prospettiva di miglioramento significativo per il prossimo anno. Anche per quanto riguarda l'Ungheria si prevede un notevole peggioramento, cui dovrebbe seguire un soltanto lieve miglioramento nel 2023, evidenziando uno dei peggioramenti più significativi nel saldo del settore energetico. Il deprezzamento del fiorino ungherese si va ad aggiungere alle preoccupazioni per l'andamento del settore esterno. Entrambi i paesi mostrano NIIP chiaramente negative, anche se in notevole parte sono rappresentate da investimenti esteri diretti in entrata. Ciò rende le rispettive NIIP, esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (NENDI), più favorevoli;

- in Lettonia, a Malta e in Slovacchia nel 2021 le partite correnti hanno evidenziato un disavanzo non trascurabile. In molti casi si prevedono peggioramenti significativi per il 2022 e il 2023. In Cechia, Bulgaria e Polonia i lievi disavanzi delle partite correnti rilevati nel 2021 sono previsti aumentare. Il deprezzamento dello zloty acuisce le preoccupazioni per l'andamento del settore esterno della Polonia. Si prevede che il Belgio e la Lituania registreranno un forte disavanzo nel 2022. La Slovacchia e la Lituania hanno registrato alcuni tra i peggiori deterioramenti dei saldi della bilancia commerciale a causa del peggioramento dei saldi del settore energetico. Il disavanzo della Slovacchia dovrebbe ulteriormente aumentare superando i livelli precedenti alla pandemia. Per quanto riguarda Polonia e Slovacchia che hanno NIIP negative pronunciate, come pure per altri Stati membri dell'Europa centrale e orientale, gli investimenti esteri diretti in entrata rappresentano una parte consistente delle rispettive passività sull'estero. Le loro NENDI sono di conseguenza più favorevoli;

- i consistenti avanzi di Danimarca, Germania, Paesi Bassi e Svezia rimangono al di sopra delle rispettive norme delle partite correnti. Benché in tali paesi, esclusa la Svezia, gli avanzi delle partite correnti nel 2021 siano aumentati, si prevede che nel 2022 diminuiranno notevolmente. In particolare le partite correnti di Germania, Paesi Bassi e Svezia hanno registrato un forte diminuzione, superiore al peggioramento del saldo del settore energetico. L'avanzo della Danimarca nella prima metà dell'anno ha registrato un aumento, ma nel complesso è prevista una diminuzione per il 2022. Le NIIP di Paesi Bassi, Danimarca, Germania e Belgio sono molto al di sopra dei livelli suggeriti dai fondamentali economici.

Grafico 2.1.3 - **Settore esterno: Grafici selezionati:**



Fonte: servizi della Commissione europea.

2.2. COMPETITIVITÀ

Nel periodo 2020-2021 il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato più rapidamente rispetto al periodo pre-pandemia e nel 2022 il relativo tasso di crescita sta accelerando. Nel 2020 nella maggior parte degli Stati membri si è osservato un forte aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, dovuto a cali automatici della produttività misurata, poiché i regimi di mantenimento del posto di lavoro hanno mitigato il crollo dell'occupazione malgrado il notevole calo della produzione. Nel 2021 vi è stata una parziale inversione in tendenza, poiché la ripresa della produttività ha determinato una diminuzione del costo del lavoro per unità di prodotto oppure un netto rallentamento della sua crescita in quasi tutta l'UE (grafico 2.2.1 a) Per l'anno in corso e per il prossimo si prevede un incremento, in alcuni casi consistente, del costo del lavoro per unità di prodotto. (grafico 2.2.1 b). Si prevede che l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto sarà determinato da un forte aumento della retribuzione nominale per dipendente che dovrebbe essere notevolmente superiore alla crescita reale della produttività del lavoro (grafico 2.2.3 a e b) in quasi tutti i paesi dell'UE, spesso in un contesto di disoccupazione bassa e in diminuzione. In alcuni casi, questi effetti potrebbero essere il proseguimento di tendenze che hanno destato preoccupazioni in merito a potenziali pressioni di surriscaldamento prima della crisi COVID-19. Con il rallentamento dello slancio economico, gli aumenti di produttività si ridurranno e freneranno il costo del lavoro per unità di prodotto meno di quanto abbiano fatto recentemente.

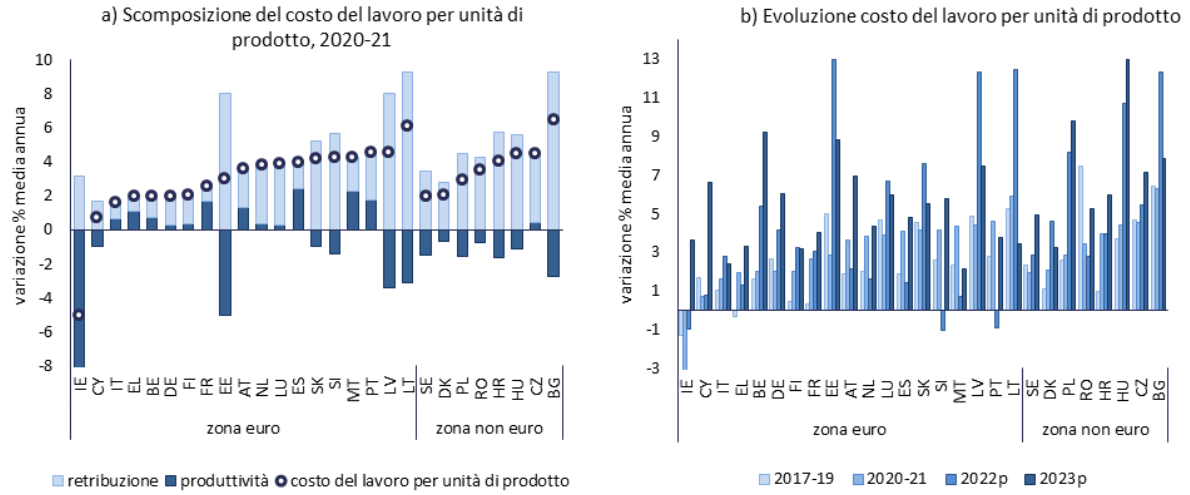
Le dinamiche del tasso di cambio reale, nel complesso, non sono state ancora significative, malgrado la presenza di divergenze, in particolare al di fuori della zona euro. Nel 2021 le variazioni dei tassi di cambio effettivo reale basati sull'IPCA sono rimaste contenute, benché piccoli deprezzamenti siano stati osservati in un maggior numero di paesi rispetto al 2020. Anche le variazioni del tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA e sul deflatore del PIL nell'arco di tre anni fino al 2021 sono state limitate (grafico 2.2.3 c). Nel 2022 in quasi tutti i paesi della zona euro il tasso di cambio effettivo nominale (NEER) fino ad oggi ha registrato un deprezzamento che riflette il deprezzamento dell'euro, mentre le variazioni del tasso di cambio effettivo reale (REER) basato sull'IPCA sono rimaste moderate ad eccezione dei pochi casi in cui l'inflazione è stata molto più elevata che altrove oppure in cui il deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale è stato più drastico (grafico 2.2.3 e). In alcuni paesi non appartenenti alla zona euro le variazioni infrannuali del tasso di cambio effettivo reale sono state più marcate. Sia pur con notevoli differenze tra i vari paesi, per la maggior parte degli Stati membri il tasso di cambio effettivo reale basato sul deflatore del PIL non mostra forti segnali di deterioramento della competitività in termini di prezzo (grafico 2.2.3 d). In futuro potrebbero emergere sfide riguardanti i tassi di cambio effettivi reali all'interno della zona euro a causa della diversità dei tassi d'inflazione e di differenze nelle esposizioni alle variazioni del tasso di cambio nominale dell'euro tra i diversi paesi della zona euro. Tra i paesi non appartenenti alla zona euro ci si aspetta una maggiore eterogeneità che rifletta in parte le diverse dinamiche del tasso di cambio nominale.

Tassi d'inflazione elevati e divergenti, nella misura in cui diventano consolidati, rappresentano un rischio per la competitività, con rischi particolari all'interno della zona euro. Come indicato nella sezione 1, i tassi d'inflazione oltre ad essere elevati sono molto diversi, anche all'interno della zona euro. In generale tale divergenza è riconducibile alla diversa intensità energetica delle varie economie ed è influenzata dalla portata e dalla composizione delle misure governative. Malgrado il fatto che l'inflazione sia in gran parte sospinta dall'aumento dei costi dell'energia e che dovrebbe diminuire, la divergenza dei tassi d'inflazione comporta un rischio per la competitività sotto due punti di vista. In primo luogo, i prezzi dell'energia potrebbero non tornare ai

livelli precedenti, ma stabilizzarsi a livelli più elevati, il che si tradurrebbe in notevoli costi per settori specifici come le industrie ad alta intensità energetica. Nella misura in cui tali costi diventano permanenti, i paesi con un'inflazione più elevata a causa dell'impatto diretto dei costi dell'energia avrebbero livelli dei prezzi stabilmente più elevati. Questo aumento relativo potrebbe ripercuotersi negativamente sulla competitività di tali paesi e potrebbe determinare un rischio di delocalizzazione, finendo col tradursi in un calo delle quote di esportazione e della crescita potenziale dei paesi maggiormente esposti. Nel tempo ciò potrebbe rendere necessario un cambiamento del loro modello aziendale e potrebbe comportare modifiche strutturali onerose. In secondo luogo, le differenze nell'inflazione possono determinare aumenti dei prezzi al di là di quelli dell'energia. Le differenze tra paesi si riferiscono non soltanto ai tassi d'inflazione generali, ma sono anche sempre più accentuate nell'inflazione di fondo. Il riquadro 2.2.1 tratta il rischio che queste differenze possano consolidarsi e comportare ulteriori aumenti, anche per quanto riguarda i salari. Tale ampliamento delle disparità può determinare apprezzamenti reali riducendo la competitività. I conseguenti cambiamenti relativi della competitività potrebbero determinare un riequilibrio nella zona euro se i paesi con carenze preesistenti sotto il profilo della competitività recupereranno terreno rispetto ai paesi a loro comparabili. Al momento tuttavia le differenze più marcate sotto il profilo dell'inflazione non stanno, nel complesso, incidendo sui grandi creditori o debitori netti. Inoltre le eterogenee aspettative riguardanti l'inflazione in alcuni casi potrebbero determinare un aumento delle vulnerabilità nella zona euro, qualora tassi d'interesse troppo bassi attesi in alcuni paesi si traducano in un eccessivo accumulo di debito. Al di fuori della zona euro, i deprezzamenti valutari comportano altri rischi, ad esempio in termini di indebitamento esterno e di costi del servizio del debito.

L'attuale contesto in cui i differenziali di inflazione stanno aumentando è diverso da quello della fase che ha preceduto la crisi finanziaria mondiale, ma potrebbe comunque comportare rischi di squilibri macroeconomici. Nella fase precedente alla crisi finanziaria, l'inflazione elevata in alcuni paesi della zona euro ha dato luogo a un ciclo in cui i bassi tassi d'interesse reali alimentavano una domanda e un accumulo di debiti eccessivi, inducendo apprezzamenti del tasso di cambio reale. Questa volta tuttavia ci si trova di fronte non tanto a uno shock energetico da espansione quanto a uno shock da contrazione indotto dai costi. Se da un lato, questa volta, l'inflazione elevata registrata nei paesi più colpiti potrebbe contribuire a mantenere bassi i tassi d'interesse reali e consentirebbe di attenuare in qualche misura l'impatto più negativo sulla domanda nel breve periodo dovuto a bollette energetiche più elevate, dall'altro lato, l'emergere di incrementi consolidati dei prezzi o dei salari potrebbe rendere più complicati gli sforzi per ridurre l'inflazione, determinando perdite in termini di competitività che, in futuro, potrebbero frenare la crescita economica.

Grafico 2.2.1 - **Costo del lavoro per unità di prodotto**



(1) I paesi sono presentati in ordine crescente in termini di costo nominale del lavoro per unità di prodotto nel 2020-21.
Fonte: Ameco; Previsioni economiche d'autunno 2022 della Commissione europea per i dati per il 2022 e il 2023. I dati sono riferiti al numero di dipendenti e al numero di persone occupate.

L'andamento della quota del mercato delle esportazioni nel 2021 riflette una parziale inversione degli effetti della crisi COVID-19, ma è probabile che si riduca nell'immediato futuro, in un contesto caratterizzato da costi dell'energia più elevati e da un rallentamento degli scambi. Uno degli effetti della pandemia è stata la riduzione delle quote del mercato delle esportazioni delle economie con settori del turismo internazionali importanti, molte delle quali hanno posizioni esterne più negative, e un aumento delle quote del mercato delle esportazioni per molti paesi creditori netti rispetto ai livelli pre-crisi. Nel 2023 nella maggior parte dei paesi dell'UE le quote delle esportazioni dovrebbero diminuire, risentendo dell'aumento particolarmente elevato del costo dell'energia in Europa, a cui si sono aggiunte anche alcune interruzioni della catena di approvvigionamento. L'effetto dovrebbe essere maggiore per alcuni paesi creditori netti con settori manifatturieri importanti.

I cambiamenti nella competitività hanno, ancora una volta, generalmente favorito un riequilibrio più simmetrico delle posizioni esterne all'interno della zona euro (grafico 2.2.3 f). L'evoluzione del costo del lavoro per unità di prodotto è leggermente più contenuta nei paesi debitori netti rispetto a quelli creditori netti. L'evoluzione dell'inflazione, e in particolare dell'inflazione di fondo, è stata tuttavia ampiamente simile o, talvolta, più contenuta nei paesi creditori netti, il che in futuro potrebbe frenare il riequilibrio, a meno che non continuino a persistere differenze nell'andamento dei salari a causa del ristagno del mercato del lavoro. Benché i paesi creditori netti tendano generalmente a trarre maggiori vantaggi da un deprezzamento dell'euro, poiché detengono una maggiore quota di scambi al di fuori della zona euro, in questo caso le dinamiche delle quote del mercato delle esportazioni indicano un riequilibrio esterno in quanto i paesi debitori netti stanno riconquistando parte del mercato delle esportazioni perduto, mentre le quote dei creditori netti sono previste in calo in futuro.

Paesi con crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni) superiore al 9% (ZE) o al 12% (non ZE) nel 2021 in blu																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Paesi con REER, deflatore IPCA (variazione % su 3 anni) superiore a +/- 5% (ZE) e +/- 11 (non ZE) nel 2021 in blu																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Paesi con quota di mercato delle esportazioni, % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni) inferiore a -6% nel 2021 in blu																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

A livello di paese, è opportuno evidenziare i seguenti sviluppi in termini di competitività:

- la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, cumulata nell'arco di tre anni fino al 2021, è stata superiore alla soglia del quadro di valutazione in 15 Stati membri: Austria, Bulgaria, Cechia, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Slovenia, Slovacchia e Spagna. Per quanto riguarda il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA, le variazioni triennali sono state più contenute e nessuno degli Stati membri ha superato le soglie del quadro di valutazione. Nel 2021 le variazioni quinquennali delle quote del mercato delle esportazioni sono risultate inferiori alla soglia del quadro di valutazione in Francia, Italia e Spagna. Mentre in Francia la riduzione è stata principalmente determinata dalla diminuzione della quota delle esportazioni di beni, in Spagna e Italia il calo è stato causato dalla diminuzione delle quote delle esportazioni di servizi. In tutti e tre i paesi le diminuzioni sono state più marcate durante la pandemia del 2020;

- in alcuni paesi, tra cui Bulgaria, Cechia, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Romania e Slovacchia, le preoccupazioni riguardanti la pressione sui costi sono state significative per un certo numero di anni e sono in aumento o non stanno diminuendo in misura sufficiente. Già generalmente ragguardevoli prima della crisi COVID-19, nella maggior parte dei casi tali preoccupazioni sono proseguite nel 2021 e nella prima metà del 2022 in un contesto di mercati del lavoro relativamente tesi. Il prossimo anno la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe rimanere elevata o registrare un forte aumento nella maggior parte di questi paesi, molti dei quali sono esposti a ulteriori rischi per la loro competitività, collegati all'impennata dell'inflazione, che è molto più elevata che nel resto dell'UE e nei paesi comparabili della zona euro. Benché per la maggior parte di questi paesi il tasso di cambio effettivo reale nel 2023 dovrebbe deprezzarsi, per la Slovacchia è previsto un lieve apprezzamento;

- Malta e la Slovenia hanno mostrato effetti analoghi ai paesi sopra citati nel periodo precedente alla COVID-19, benché le preoccupazioni relative a eventuali perdite di competitività nel 2021 siano state più contenute e si prevede che anche quest'anno rimangano di portata ridotta. In Belgio e Polonia si prevede un forte aumento del costo del lavoro per unità di prodotto durante l'anno in corso e nel prossimo. Per contro, il costo del lavoro per unità di prodotto è stato e si prevede che continuerà a essere più contenuto in Italia, il che indica un miglioramento relativamente modesto in termini di competitività;

- in alcuni grandi paesi debitori netti, tra cui Cipro, Grecia, Portogallo e Spagna, le preoccupazioni in merito alla competitività di costo sono diminuite. In particolare il costo del lavoro per unità di prodotto ha registrato una crescita lievemente inferiore a quella dei partner commerciali e del resto della zona euro.

Riquadro 2.2.1: potenziale consolidamento dell'inflazione e delle perdite in termini di competitività

L'inflazione elevata e divergente che è stata osservata in tutta l'UE a partire dalla fine del 2021, può incidere negativamente sulla competitività, specialmente se persistente. Se gli aumenti aggregati dei salari compensano in modo completo o parziale la perdita di potere d'acquisto dei lavoratori, tali aumenti salariali si rifletteranno in un costo del lavoro per unità di prodotto più elevato a meno che questo non sia compensato da un aumento della produttività. Tale aumento del costo del lavoro per unità di prodotto può comportare pertanto effetti di secondo impatto e rischi di un'inflazione futura più elevata([19]). Se lo shock da inflazione varia significativamente da un paese all'altro o se a seguito di tale shock da inflazione si determinano effetti di secondo impatto molto diversi, possono emergere divergenze in termini di competitività tra gli Stati membri della zona euro. Tuttavia, se le domande di aumenti salariali tengono conto della probabile regressione dell'inflazione, il rischio di una spirale prezzi-salari resta limitato. La relazione della Commissione sulla zona euro per il 2023 illustra il ruolo delle attese inflazionistiche negli aumenti salariali([20]). Gli aumenti del livello dei prezzi nella maggior parte degli Stati membri sono in gran parte riconducili all'impennata dei prezzi dell'energia. Tuttavia, se l'inflazione è andata ben oltre l'energia, estendendosi ad altri beni e servizi, il tenore di vita non può essere mantenuto, a meno che i redditi non continuino ad aumentare, anche quando i prezzi dell'energia scendono. Le componenti dei prodotti alimentari e dell'energia degli indici generali dei prezzi possono essere piuttosto volatili e sono relativamente indipendenti dalle decisioni di politica monetaria, in quanto, generalmente, sono fortemente influenzate dai mercati internazionali, per lo meno al di là del breve termine, vale a dire in mancanza di un intervento normativo o di politica fiscale. Di conseguenza, per rilevare meglio la tendenza dell'inflazione sottostante, le banche centrali utilizzano misure dell'inflazione di fondo([21]).

Il costo del lavoro per unità di prodotto per molti paesi dell'UE, tra cui Estonia, Lettonia, Lituania e Lussemburgo e due Stati membri non appartenenti alla zona euro, Bulgaria e Polonia, ha registrato un forte aumento nel corso dell'anno, fino al secondo trimestre del 2022 (grafico 2.2.2 a). Il balzo è stato determinato da una crescita molto forte della retribuzione per dipendente che ha superato o si è molto avvicinata al 10 %. Ciononostante la retribuzione per dipendente è cresciuta più dei prezzi soltanto in quattro Stati membri, con un differenziale particolarmente ampio in Bulgaria. Le modifiche della produttività non sono state sufficienti a mitigare la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, anzi l'hanno rafforzata in alcuni casi. Il Bulgaria e Lussemburgo il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato più dei prezzi, mentre in Estonia, Lettonia, Lituania e Polonia ha registrato una crescita superiore all'inflazione di fondo. Benché tale considerazione sia valida anche per Belgio, Francia, Italia e Romania, in questi paesi la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stata lievemente più contenuta. Tali surplus del costo del lavoro per unità di prodotto rispetto alla crescita dei prezzi generano il rischio di ulteriori impennate dei prezzi per consentire alle imprese di mantenere margini prezzo/costo.

([19]) In una recente analisi dell'FMI si rileva che i rischi di spirali salari-prezzi potrebbero essere relativamente contenuti. Tale conclusione si basa sul raffronto degli attuali andamenti di inflazione, salari e disoccupazione con episodi storici analoghi per le economie avanzate, con la precisazione che tali episodi non devono necessariamente essere pienamente rappresentativi degli eventi attuali, specialmente in considerazione della natura precipua dello shock determinato dalla COVID-19. L'analisi inoltre non considera gli sviluppi nel 2022, quando lo shock del prezzo dell'energia ha fatto prepotentemente irruzione nella maggior parte dei paesi dell'UE. Cfr.FMI (2022), "Wage dynamics post-COVID-19 and wage-price spiral risks", in: World Economic Outlook: Countering the cost-of-living crisis, capitolo 2, ottobre 2022.

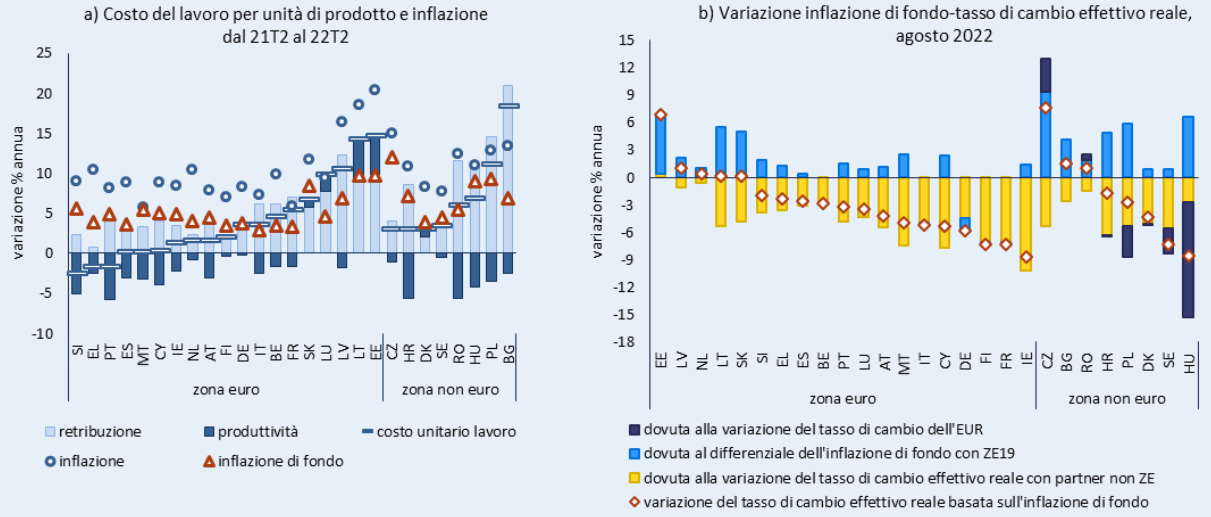
([20]) SWD(2022) 382. Documento di lavoro dei servizi della Commissione, relazione 2023 sulla zona euro che accompagna la raccomandazione di raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro.

([21]) Cfr. M. Ehrmann, et al. (2018), "Measures of underlying inflation for the euro area", Bollettino economico della BCE, numero 4/2018.

Andamenti divergenti dell'inflazione di fondo e del costo del lavoro per unità di prodotto potrebbero avere conseguenze significative e più persistenti per la competitività di alcuni paesi, il che vale in particolare per i paesi della zona euro. La variazione del tasso di cambio effettivo reale basato sull'inflazione di fondo (grafico 2.2.2 b) indica perdite non trascurabili di competitività per Estonia, Lituania e Slovacchia, a causa di un'inflazione di fondo molto più elevata rispetto al resto della sona euro. Per gli ultimi due paesi, la perdita di competitività è compensata da variazioni del tasso di cambio effettivo reale rispetto ai paesi non appartenenti alla zona euro. Per contro, la competitività della Germania e, in misura minore, di Finlandia, Francia e Italia, hanno beneficiato di un'inflazione di fondo più bassa rispetto al resto della zona euro. Il deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale rispetto ai paesi non appartenenti alla zona euro, ampiamente osservata, concorre ulteriormente ad accrescere la competitività di questi paesi.

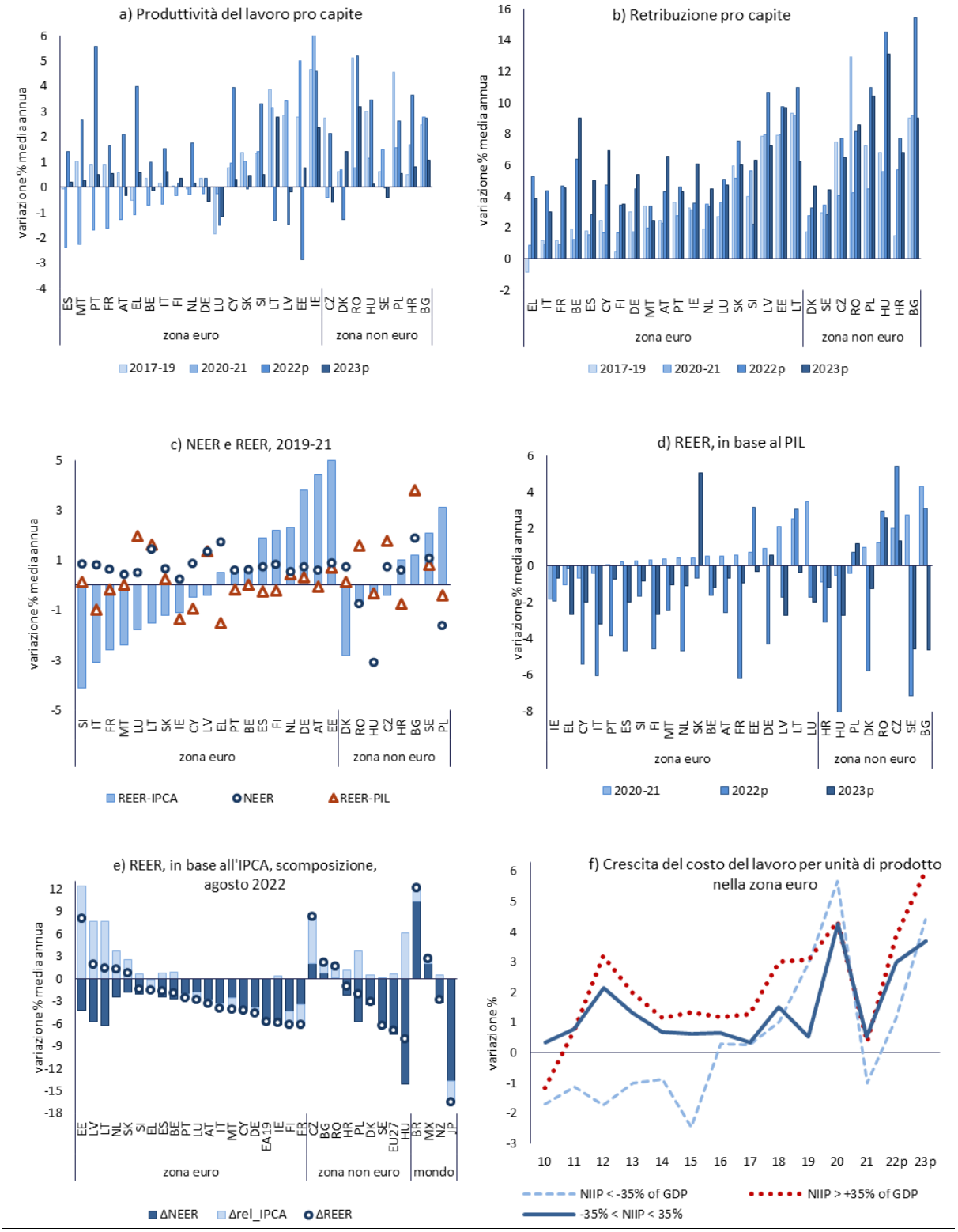
Per alcuni paesi non appartenenti alla zona euro, i movimenti del tasso di cambio nominale hanno inciso fortemente sul tasso di cambio effettivo reale. Il caso più palese è quello dell'Ungheria, in cui il forte deprezzamento nominale ha determinato un aumento della competitività malgrado l'inflazione di fondo relativamente alta. Effetti analoghi possono essere osservati in Polonia e Svezia. Per contro, in Cechia vi è stato un apprezzamento del tasso di cambio nominale (effettivo) che, insieme al tasso d'inflazione di fondo relativamente alto, ha determinato un forte apprezzamento reale. Occorre notare che, se da un lato le svalutazioni monetarie potrebbero mitigare le pressioni sui costi, dall'altro, potrebbero comportare altri rischi come costi del servizio del debito più elevati per il debito denominato in valuta estera, sia interno sia esterno. Ciò potrebbe limitare l'uso di svalutazioni nominali come strumento per mitigare l'impatto dell'aumento dei costi sulla competitività.

Grafico 2.2.2 - **Costo del lavoro per unità di prodotto, inflazione (di fondo) e competitività**



I paesi sono presentati in ordine crescente in termini di variazione del costo del lavoro per unità di prodotto, ossia in ordine decrescente in termini di tasso di cambio effettivo reale basato sull'inflazione di fondo. Le misure dell'inflazione di fondo non comprendono energia, prodotti alimentari, alcool e tabacco. Il tasso di cambio effettivo reale basato sull'inflazione di fondo è stato calcolato a fini analitici. Per i partner commerciali Cina e Giappone, i tassi dell'inflazione di fondo sono stati dedotti sulla base della rispettiva crescita generale dei prezzi al consumo, in quanto non era disponibile la misura di fondo.
Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione.

Grafico 2.2.3 - **Competitività: Grafici selezionati:**



Fonte: servizi della Commissione europea.

2.3. SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Anche se in continua diminuzione, nel 2021 il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL è rimasto elevato in molti paesi. In seguito alla sostanziale riduzione dell'indebitamento realizzata nell'ultimo decennio in molti Stati membri, nel 2021 i rapporti debito delle società non finanziarie/PIL (SNF) sono stati inferiori al picco registrato prima della pandemia nella maggior parte dei paesi dell'UE. Malgrado ciò, nel 2021 i rapporti debito/PIL sono stati superiori ai livelli suggeriti sia dai fondamentali economici sia dai livelli legati a preoccupazioni prudenziali in quasi la metà dei paesi dell'UE e in molti paesi hanno superato i livelli registrati nel 2019, prima dell'inizio della pandemia di COVID-19 (grafico 2.3.1 a e b)([22]). Nel 2021 il rapporto debito/PIL delle imprese ha registrato una diminuzione nella maggior parte degli Stati membri, principalmente grazie alla forte ripresa della crescita del PIL (grafico 2.3.3 a). Il credito netto alle società non finanziarie è stato positivo in tutta l'UE e nel 2021 ha iniziato a risalire nella maggior parte dei paesi dell'UE, anche in diversi casi di debito elevato delle società non finanziarie, alla luce della ripresa degli investimenti (grafico 2.3.3 c).

Il processo di riduzione dell'indebitamento ripartito nel 2021 è continuato nel 2022, ma in futuro è probabile che sarà frenato dal difficile contesto macroeconomico. Il rapporto debito/PIL delle imprese ha continuato a diminuire in quasi tutti gli Stati membri nella prima metà del 2022, nonostante l'aumento del credito, che potrebbe anche riflettere un fabbisogno di liquidità in crescita. L'effetto del nuovo credito netto sul rapporto debito/PIL delle imprese è stato più che compensato dalla crescita del PIL reale e dal netto aumento dell'inflazione (grafico 2.3.3 b). Nel complesso, la riduzione dell'indebitamento passivo dovrebbe proseguire, spinta più dall'aumento dell'inflazione che dalla crescita del PIL reale, ma vi è un rischio notevole che la discesa dei rapporti debito/PIL possa rallentare o subire un'inversione di tendenza. L'aumento dell'inflazione potrebbe comprimere i margini di profitto se l'aumento dei costi non può essere trasferito sugli acquirenti e ridurre la domanda complessiva. Pur restando al di sopra del livello pre-COVID-19, nella prima metà del 2022 la quota di profitto delle imprese ha iniziato a ridursi. In quasi tutti i paesi della zona euro la presenza di una quota consistente dei nuovi prestiti alle imprese con scadenze brevi fa sì che le condizioni di prestito più rigide e l'aumento dei tassi d'interesse possano incidere sulle imprese abbastanza rapidamente([23]). In molti Stati membri non appartenenti alla zona euro, si è registrato un notevole aumento dei tassi sui prestiti alle imprese che, insieme a una quota elevata di prestiti alle imprese denominati in valuta estera, rappresenta una fonte di ulteriori vulnerabilità.

Le crescenti preoccupazioni riguardanti i crediti deteriorati alle imprese e i fallimenti si aggiungono alle vulnerabilità generali del settore finanziario e delle imprese dopo lo shock legato alla COVID-19. Alcuni settori, come quello dell'ospitalità e dei trasporti, sono stati

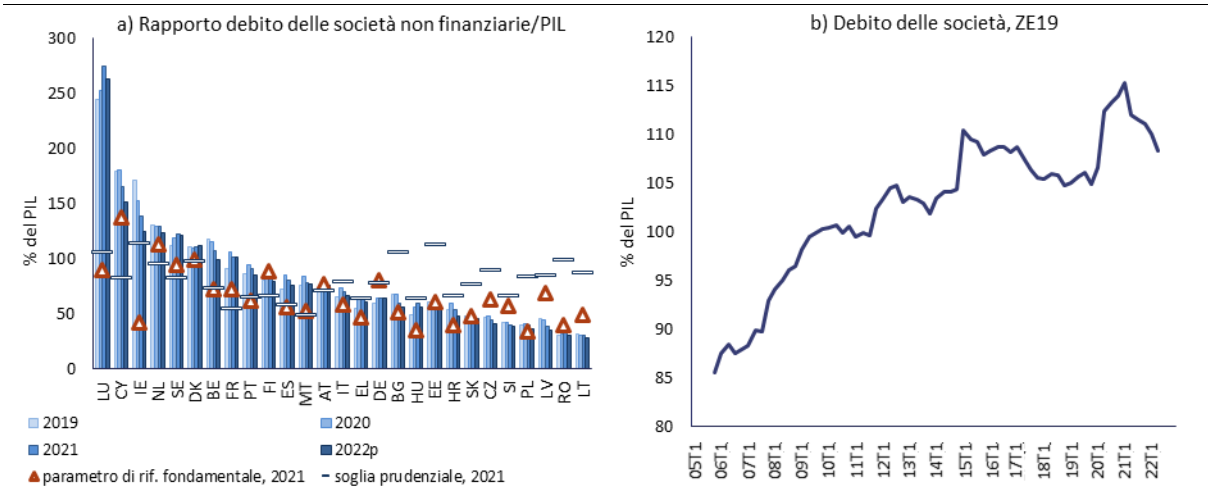
([22]) Parametri di riferimento per il debito specifici per paese sono stati elaborati dalla Commissione europea in collaborazione con il Gruppo di lavoro LIME del CPE (Commissione europea, "parametri di riferimento per la valutazione del debito privato", nota per il Comitato di politica economica, ARES (2017) 4970814) e J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini, e S. Zeugner, "Is Private Debt Excessive?", Open Economies Review 3, 2020, pagg. 471-512. I parametri di riferimento basati sui fondamentali valutano il debito privato sulla base di regressioni che catturano i principali fattori determinanti per la crescita del credito tenendo conto di un determinato stock iniziale di debito. Le soglie prudenziali rappresentano il livello del debito oltre il quale la probabilità di una crisi bancaria è relativamente elevata riducendo al minimo la probabilità di "crisi mancate" e di falsi allarmi.

([23]) Banca centrale europea, "Financial Stability Review", maggio 2022. Dati per il 2021. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.pdf.

fortemente colpiti dalla crisi COVID-19([24]). Dal 2020 l'incidenza dei crediti deteriorati e dei fallimenti delle imprese sta diminuendo nella maggior parte degli Stati membri, anche dopo la revoca graduale delle moratorie sul rimborso dei debiti. In alcuni paesi tuttavia la percentuale delle imprese vulnerabili dopo la COVID-19 resta alta, accompagnata da una quota elevata di crediti deteriorati (grafico 2.3.3 f). Benché fino alla prima metà del 2022 l'incidenza dei crediti deteriorati abbia continuato a diminuire nella maggior parte degli Stati membri, in alcuni ha iniziato a registrare un incremento (grafico 2.3.3 e). Inoltre in alcuni Stati membri nella prima metà del 2022 sono iniziati ad aumentare i fallimenti delle imprese. Per di più, mentre il credito continua a registrare un forte incremento, i criteri per la concessione del credito si sono inaspriti e ad oggi hanno raggiunto i livelli più alti dal 2013 (grafico 2.3.3 c e d). Malgrado l'aumento registrato negli ultimi anni delle riserve di liquidità e dei risparmi netti, il difficile contesto macroeconomico, accompagnato da trasformazioni strutturali e da interruzioni della catena di approvvigionamento, potrebbe determinare un peggioramento dei bilanci, una contrazione dei margini di profitto e incidere sul servizio del debito nonché sui risparmi e sugli investimenti delle imprese (cfr. riquadro 2.3.1).

La crisi energetica colpirà in modo particolarmente forte alcuni settori, con aumenti dei prezzi e interruzioni della catena di approvvigionamento, e potrebbe avere un effetto di lunga durata dando luogo a trasformazioni strutturali. Le industrie ad alta intensità energetica sono particolarmente esposte e potrebbero trovarsi confrontate a pressioni sui bilanci. Le trasformazioni strutturali stanno subendo un'accelerazione a causa della crisi energetica. Sebbene si preveda una normalizzazione dei prezzi e delle forniture di energia, è possibile che si verifichi un cambiamento strutturale permanente, che potrebbe avere ampie ricadute sulla capacità produttiva e sulla crescita potenziale dei paesi più colpiti in funzione della loro intensità energetica e specializzazione della produzione. La fase acuta della crisi energetica potrebbe comportare la chiusura di imprese e/o uno spostamento della domanda verso altri siti di produzione meno colpiti, determinando una delocalizzazione permanente. I prezzi e i salari potrebbero normalizzarsi ad un livello più elevato, il che potrebbe rendere più gravosi i costi legati alla transizione energetica e, nel complesso, potrebbe comportare una perdita di competitività, in particolare in alcuni settori ad alta intensità energetica, e avere un impatto diverso tra i vari paesi.

Grafico 2.3.1 - **Debito delle società non finanziarie**



I paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto debito delle società non finanziarie/PIL nel 2021.
Fonte: Eurostat, Conti di bilancio finanziario di settore - crediti (F4) più titoli di debito (F3), Ameco e stime dei servizi della Commissione.

([24]) Cfr. L. Archanskaia, P. Nikolov e W. Simons (2022), "Estimates of corporate cleansing during COVID-19 – using firm-level data to measure its productivity impact", Quarterly Report on the Euro Area (QREA), Vol. 21, n. 2 (2022).

Gli interventi strategici svolgono un ruolo importante nella protezione delle economie nazionali dallo stress delle imprese, ma la mancanza di coordinamento potrebbe suscitare preoccupazioni sul piano della zona euro e del mercato interno. Gli interventi di politica nazionale distribuiscono gli oneri della crisi energetica tra le imprese, le famiglie e il settore pubblico in modo più equo. Tali interventi rivestiranno un ruolo particolarmente importante nella protezione dei settori esposti consentendo di evitare riduzioni di attività, chiusure, delocalizzazione e inadempienze sui prestiti. In assenza di tali misure lo stress delle imprese potrebbe propagarsi a tutte le economie nazionali. Benché ad oggi non vi siano segnali in tal senso, le condizioni finanziarie e il margine di bilancio disponibile potrebbero alla fine influire sulle possibili dimensioni e sulla portata degli interventi nazionali e i diversi approcci adottati dai paesi potrebbero amplificare il divario in termini di rischi di liquidità o di solvibilità delle imprese, in particolare nel caso in cui la crisi dovesse aggravarsi o protrarsi. Ciò, a sua volta, si ripercuoterebbe sui prezzi, in quanto i diversi atteggiamenti di investimento e di fissazione dei prezzi delle imprese potrebbero determinare divergenze a livello di crescita della domanda e di trasmissione della politica monetaria, a causa delle disparità esistenti, ed emergenti, in termini di competitività e di inflazione nella zona euro. Un maggiore impegno per migliorare l'integrazione potrebbe contribuire non solo a superare questa combinazione di sfide ma anche a ridurre le vulnerabilità e le disparità delle imprese in termini di crescita e di produttività. Sul piano nazionale, è importante che vi siano regimi di insolvenza appropriati, al fine di minimizzare l'impatto economico a lungo termine di eventuali insolvenze aziendali.

A livello di paese, è opportuno evidenziare i seguenti sviluppi:

- il debito delle società non finanziarie è molto elevato, oltre il 100 % del PIL, e superiore ai parametri di riferimento fondamentali e prudenziali in Svezia e Danimarca, con ulteriori segnali di vulnerabilità. In Svezia il rapporto debito/PIL delle imprese resta al di sopra del picco raggiunto nel periodo precedente alla crisi COVID-19 ed è in crescita. In Danimarca, i depositi delle imprese, già a un livello basso, sono ulteriormente diminuiti;

- si registrano rapporti debito delle società non finanziarie/PIL molto elevati, oltre il 100 %, e superiori ai parametri di riferimento prudenziali e fondamentali anche in Belgio, a Cipro, in Irlanda, Lussemburgo e nei Paesi Bassi. Ciò tuttavia deriva anche da una quota consistente di crediti per investimenti esteri diretti e prestiti infrasocietari transfrontalieri che potrebbero in parte limitare le vulnerabilità;

- gli elevati rapporti debito delle società non finanziarie/PIL in Francia, Grecia, a Malta e in Portogallo, superiori ai parametri di riferimento prudenziali e fondamentali, sono in via di diminuzione. In Francia e a Malta l'alto livello del debito è in parte mitigato da consistenti riserve di liquidità. In Austria il rapporto debito/PIL delle imprese è al di sopra della soglia prudenziale e si è registrata una notevole crescita del credito. La crisi COVID-19 ha colpito in misura sproporzionata alcuni settori, rendendo vulnerabili i settori delle imprese di paesi come Grecia e Italia;

- in Spagna il rapporto debito/PIL delle imprese è superiore ai parametri di riferimento prudenziali e fondamentali. In Bulgaria il rapporto debito/PIL delle imprese è moderato, anche se al di sopra del parametro di riferimento fondamentale e superiore a quello registrato in altri paesi comparabili della regione.

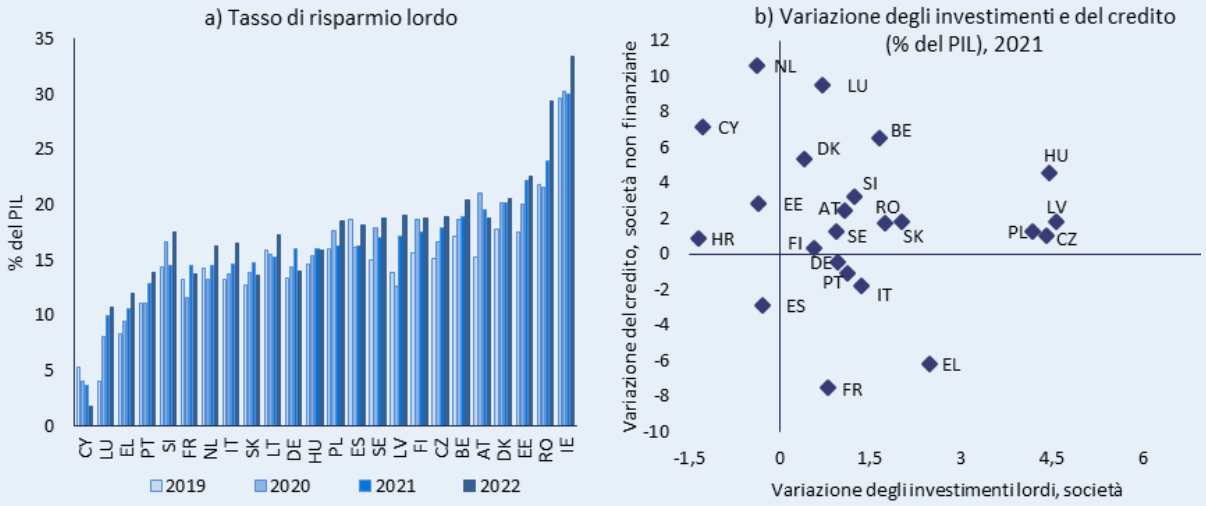
Riquadro 2.3.1: andamento del risparmio e degli investimenti delle imprese

L'andamento del risparmio e degli investimenti delle imprese può fornire indicazioni utili sulla solidità e sulle vulnerabilità delle imprese associate agli stock del debito delle imprese. L'aumento del debito delle imprese per finanziare investimenti è diverso, da un punto di vista economico, dall'aumento per coprire costi imprevisti, in quanto un indebitamento aggiuntivo per finanziare investimenti tende a far aumentare la produttività e la capacità produttiva e quindi la solidità aziendale. Nello stesso tempo, le vulnerabilità delle imprese associate a un debito elevato possono essere in parte mitigate tramite l'aumento del risparmio o dei depositi. In questo riquadro è esaminato in modo più dettagliato il ruolo svolto dall'andamento del risparmio e degli investimenti delle imprese nel mitigare le vulnerabilità delle imprese nel contesto della ripresa dalla pandemia di COVID-19 e del recente rallentamento dell'economia.

Dopo la pandemia di COVID-19 il risparmio delle imprese è cresciuto in molti Stati membri (grafico 2.3.2 a). Nella prima fase della pandemia di COVID-19 molte imprese hanno accumulato risparmi prudenziali al fine di migliorare la propria posizione di liquidità, in parte agevolate da misure di sostegno. Il risparmio lordo delle imprese è iniziato a diminuire nel quarto trimestre del 2021 e ha continuato a ridursi drasticamente nella prima metà del 2022 rispetto a un anno prima, pur rimanendo sopra il livello pre-COVID-19 nella maggior parte dei paesi. Complessivamente nel 2022 è previsto tuttavia un aumento del risparmio delle imprese in termini di percentuale del PIL nella maggior parte dei paesi (grafico 2.3.2 a). Nella prima metà del 2022 i depositi hanno iniziato a ridursi nella maggioranza degli Stati membri, in quanto molte imprese hanno bisogno di molta liquidità per far fronte al netto aumento dei costi di produzione, restando comunque superiore al livello del 2019. Pur restando al di sopra del livello pre-COVID-19, nella prima metà del 2022 la quota di profitto delle società non finanziarie dell'UE ha iniziato a ridursi.

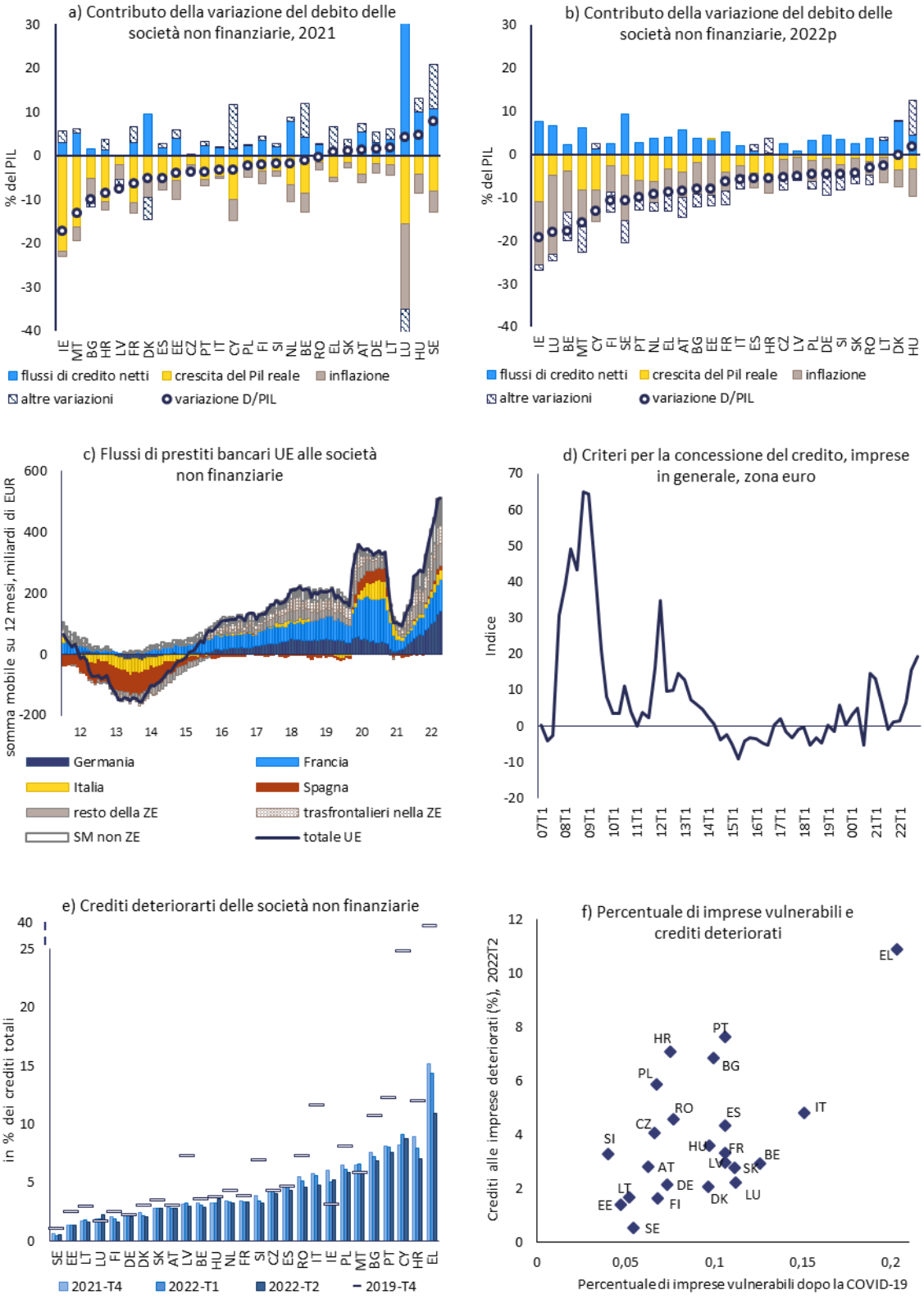
Con la crisi COVID-19 gli investimenti delle imprese sono diminuiti drasticamente, ma nel 2021 hanno registrato una ripresa nella maggior parte dei paesi. La ripresa è stata vigorosa: nel 2021 i rapporti degli investimenti lordi delle imprese rispetto al PIL hanno superato i livelli del 2019 in 16 dei 24 Stati membri per i quali sono disponibili dati, fatta eccezione per Austria, Cipro, Germania, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Slovacchia e Spagna. Nel 2021 gli investimenti e i flussi di credito netti, entrambi espressi in percentuale del PIL, sono aumentati in molti Stati membri (grafico 2.3.2 b). Ciò suggerisce che alcuni paesi abbiano fatto ricorso a un indebitamento aggiuntivo per finanziare gli investimenti. Secondo l'indagine della BCE sui prestiti bancari, nel corso del 2022 la necessità di finanziare gli investimenti fissi è diventata un fattore molto meno importante per la domanda di prestiti. In termini reali, per quanto riguarda l'UE nel suo insieme, nella prima metà del 2022 gli investimenti hanno continuato a crescere lievemente, sebbene con un ritmo molto più lento rispetto al passato e non sono ancora tornati al livello del 2019.

Grafico 2.3.2 - **Investimenti, credito e risparmio delle società non finanziarie**



(1) L'Irlanda è stata eliminata dal grafico di destra perché nel 2021 gli investimenti sono stati estremamente volatili.
Fonte: Eurostat e Ameco.

Grafico 2.3.3 - **Società non finanziarie: Grafici selezionati:**



I flussi di credito netti (operazioni di debito) corrispondono alle operazioni relative a prestiti (F4) e titoli di debito (F3) tratte dai conti di bilancio finanziario di settore dell'Eurostat.
I criteri medi per la concessione del credito per le imprese, l'offerta creditizia, la percentuale netta ponderata (condizioni restrittive meno condizioni agevolate o viceversa) si basano sulla quota detenuta da ciascun paese rispetto agli importi totali dei prestiti in essere a livello aggregato della zona. Per la definizione di imprese vulnerabili, cfr. nota 24.
Fonte: Ameco, Eurostat, BCE.

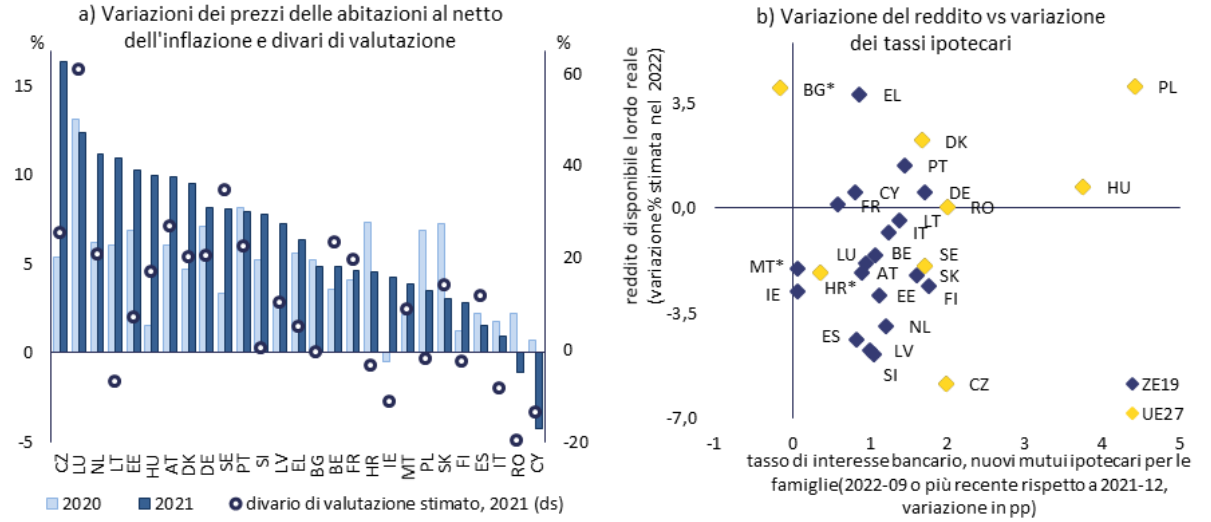
2.4. MERCATI IMMOBILIARI E DEBITO DELLE FAMIGLIE

I prezzi delle abitazioni nel 2021 hanno registrato un ulteriore incremento e si prevede che saranno sopravvalutati di oltre il 10 % in metà dei paesi dell'UE. Dall'inizio della pandemia di COVID-19 la crescita dei prezzi delle abitazioni ha subito un'accelerazione e si stima che alla fine del 2021 i prezzi fossero sopravvalutati di oltre il 10 % in diversi Stati membri e in molti in misura superiore al 20 % (grafico 2.4.1 a)([25]). L'accelerazione dei prezzi delle abitazioni è più evidente in termini nominali, sebbene in un periodo di inflazione elevata i prezzi delle abitazioni, persino al netto dell'inflazione, abbiano subito un'accelerazione nella maggior parte dei paesi. Nel mercato degli alloggi permangono limitazioni dell'offerta che, insieme a costi di costruzione elevati, contribuiscono all'aumento dei prezzi delle abitazioni a fronte di una forte domanda.

Nella prima metà del 2022 i prezzi delle abitazioni hanno registrato tassi di crescita record, mentre nel breve-medio termine è previsto un rallentamento. I bassi tassi ipotecari e la crescita del reddito sono stati associati all'aumento sia del credito sia dei prezzi delle abitazioni nell'arco dell'ultimo decennio, anche se l'accelerazione registrata dopo la pandemia è troppo consistente per essere spiegata da questi fattori. L'aumento dei tassi di interesse dovrebbe favorire una certa moderazione dei prezzi delle abitazioni e gli ultimi dati infrannuali del 2022 mostrano che tale processo è già in atto in molti paesi dell'UE, sebbene non in tutti. I tassi ipotecari restano considerevolmente inferiori all'inflazione, dando origine a tassi d'interesse reali negativi a livelli record e stimolando ulteriormente gli acquisti immobiliari, anche se l'atteso aumento del costo dei nuovi mutui ipotecari in futuro dovrebbe frenare la domanda e i prezzi delle abitazioni. Analogamente, anche la perdita di potere d'acquisto causata dall'aumento dell'inflazione come pure l'incertezza riguardante la forza dell'economia e i redditi delle famiglie dovrebbero far rallentare la domanda di abitazioni, contribuendo in tal modo anche a frenare la crescita del prezzo delle abitazioni. In alcuni paesi i tassi ipotecari sono già aumentati in modo significativo mentre i redditi reali sono in diminuzione o stagnanti nella maggior parte dei paesi dell'UE (grafico 2.4.1 b).

([25]) I divari di valutazione dei prezzi delle abitazioni sono calcolati in relazione ai parametri di riferimento per cogliere gli effetti specifici per paese. I divari di valutazione sintetici si basano sul divario ottenuto da diversi parametri di riferimento: i) lo scostamento del rapporto prezzo/reddito dalla rispettiva media a lungo termine; ii) lo scostamento del rapporto prezzo dell'immobile/canone di locazione dalla rispettiva media a lungo termine; iii) lo scostamento dai parametri di riferimento basati su regressioni tenendo conto dei fondamentali economici della domanda e dell'offerta (cfr. N. Philiponnet e A. Turrini, "Valutazione dell'andamento del prezzo delle abitazioni", documento di discussione della Commissione europea n. 48, maggio 2017).

Grafico 2.4.1 - **Andamento dei prezzi delle abitazioni e fondamentali**



(1) Nel grafico a) i paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di crescita dei prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione nel 2021. Per i dettagli e il riferimento metodologico, cfr. nota 25.
(2) Nel grafico b) i tassi d'interesse bancari sui nuovi mutui ipotecari per le famiglie rappresentano la media dei prestiti totali calcolati ponderando i volumi con una media mobile (definita ai fini degli oneri finanziari) per i paesi della zona euro (rombi blu) e la media mensile senza ponderazione dei volumi per i paesi non appartenenti alla zona euro (rombi gialli). (*) Il reddito disponibile lordo reale è dedotto sulla base della retribuzione reale dei dipendenti. Il tasso d'interesse più recente disponibile per l'Ungheria si riferisce ad agosto 2022.
Fonte: Eurostat, Ameco, BCE, Previsioni economiche d'autunno 2022 della Commissione europea e stime dei servizi della Commissione riguardanti le stime dei divari di valutazione dei prezzi delle abitazioni nel 2021.

Dopo l'aumento del 2020, nel 2021 il rapporto debito delle famiglie/PIL si è ridotto nella maggior parte dei paesi dell'UE, malgrado la ripresa dei flussi di credito netti. Nel 2021 il rapporto debito delle famiglie/PIL è diminuito rispetto al 2020 grazie all'aumento del PIL, anche se in molti paesi è ancora superiore al 2019 e per il 2022 non sono previste variazioni sostanziali (grafico 2.4.3 a e b). In quasi tutti i paesi dell'UE i flussi di credito netti alle famiglie sono stati comunque positivi e persino in aumento laddove il debito delle famiglie è già elevato. Il debito delle famiglie appare elevato in quasi la metà dell'UE rispetto ai parametri di riferimento che tengono conto dei fondamentali economici specifici per paese e che applicano soglie che tengono conto delle preoccupazioni prudenziali([26]).

Nel 2022 l'andamento del credito bancario nell'UE è stato disomogeneo e la crescita del credito è rallentata soprattutto nei paesi non appartenenti alla zona euro. Al di fuori della zona euro, i tassi di interesse sui mutui ipotecari sono aumentati significativamente insieme ai tassi del mercato monetario. Ciò vale in particolare per i paesi che devono far fronte a un deprezzamento del loro tasso di cambio nominale. Nella zona euro l'andamento è maggiormente disomogeneo, ma di recente è anche aumentato il costo del credito (grafico 2.4.1 b). I flussi di credito bancario netti hanno registrato un rallentamento solo in un numero estremamente ridotto di paesi della zona euro, mentre nei paesi non appartenenti alla zona euro la decelerazione è più visibile (grafico 2.4.2 b).

In futuro si prospettano rischi associati alla capacità delle famiglie di far fronte ai pagamenti di mutui ipotecari. Nella maggior parte degli Stati membri la quota di prestiti con tassi di interesse fissati per un periodo massimo di cinque anni è elevata, superiore all'80 % in otto paesi dell'UE e compresa tra il 40 % e l'80 % in altri nove, il che rende le famiglie di tali paesi più vulnerabili agli aumenti dei tassi di interesse. I redditi delle famiglie saranno sotto pressione e

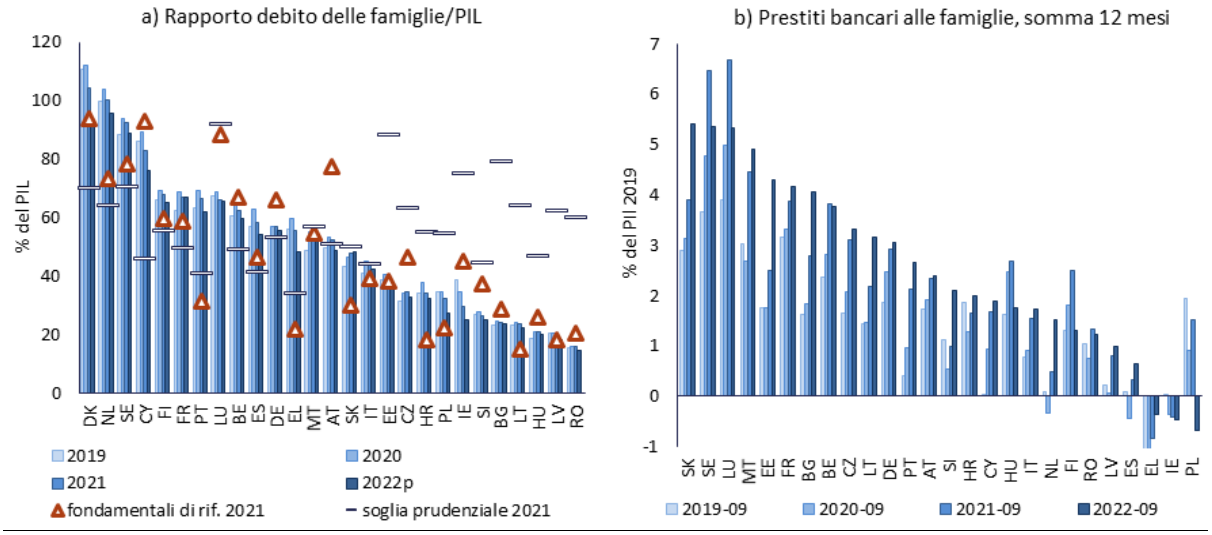
([26]) Cfr. nota 22.

l'aumento delle bollette energetiche ridurrà il reddito disponibile per far fronte ad altre spese. Questi due effetti generano un rischio di tensioni di bilancio nonostante i tassi di interesse reali molto bassi e persino negativi. Una recessione economica più profonda o duratura, con un impatto negativo sull'occupazione, potrebbe determinare ulteriori difficoltà di rimborso dei prestiti e maggiore tolleranza.

I rischi per l'economia derivanti da un sostanziale aggiustamento al ribasso dei prezzi delle abitazioni sono in qualche misura attenuati dalle minori ponderazioni del settore nell'economia e dalle misure macroprudenziali, ma non possono essere attualizzati. Nel 2021 l'attività edilizia è stata più elevata nei paesi in cui i prezzi delle abitazioni sono maggiormente sopravvalutati, ma è rimasta comunque al di sotto dei livelli massimi. Ciò potrebbe ridurre l'impatto di un eventuale aggiustamento al ribasso sui prezzi, in quanto il valore aggiunto e l'occupazione sarebbero meno colpiti rispetto al periodo antecedente la crisi finanziaria mondiale, anche se la crescita dei consumi delle famiglie potrebbe essere ridotta dagli effetti sul patrimonio. È inoltre probabile che l'eventuale riduzione dei prezzi delle abitazioni sarà più contenuta a fronte del persistere dei fattori strutturali che hanno determinato una limitazione dell'offerta di alloggi. Le misure macroprudenziali in vigore hanno inoltre ridotto i rischi per la stabilità finanziaria complessiva connessi al mercato immobiliare (cfr. riquadro 2.4.1). Nonostante questi fattori attenuanti, permangono rischi che potrebbero ripercuotersi su altri settori generando circoli viziosi che portano alla luce debolezze sistemiche.

Le diverse dinamiche nazionali del mercato degli alloggi, unite alla politica monetaria comune, potrebbero portare a tendenze divergenti all'interno della zona euro. Anche se il rischio di ampie correzioni dei prezzi delle abitazioni appare contenuto, sussistono difficoltà connesse agli elevati livelli di indebitamento ipotecario, in particolare quando i tassi di interesse hanno periodi di determinazione bassi, i mutui ipotecari hanno scadenze lunghe e le valutazioni delle abitazioni sono superiori ai fondamentali. La situazione varia notevolmente tra gli Stati della zona euro, il che potrebbe generare alcune problematiche nel contesto di una politica monetaria comune. L'attuale inasprimento delle condizioni monetarie e finanziarie nella zona euro potrebbe essere insufficiente a ridurre i prezzi delle abitazioni nei paesi in cui l'offerta di alloggi è molto limitata. Viceversa, nei paesi con un'offerta più flessibile, l'inasprimento delle condizioni finanziarie può far scendere i prezzi delle abitazioni con un impatto negativo sul settore edilizio. Ciò potrebbe far aumentare la posta in gioco per le politiche specifiche per paese, in particolare quelle relative alla tassazione degli alloggi e ai rimborsi e al debito delle famiglie, nonché per le misure e le politiche macroprudenziali sul versante dell'offerta.

Grafico 2.4.2 - **Debito delle famiglie e prestiti bancari alle famiglie**



(1) Nel grafico a), i paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto debito delle famiglie/PIL nel 2021. Il debito comprende prestiti (F4) e titoli di debito (F3). Per i dettagli e il riferimento metodologico, cfr. nota 25.
(2) Nel grafico b), i paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto prestiti bancari/PIL. I prestiti sono prestiti corretti (flussi netti) segnalati dalla BCE. Non sono disponibili dati per la Danimarca.
Fonte: Eurostat, Ameco, BCE, Previsioni economiche d'autunno 2022 della Commissione europea e stime dei servizi della Commissione.

Paesi con crescita dell'indice dei prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione superiore al 6% nel 2021 in blu																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

A livello di paese, è opportuno evidenziare i seguenti andamenti del mercato immobiliare e del debito delle famiglie:

- nel 2021 la crescita dei prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione ha superato la soglia del quadro di valutazione del 6 % in 14 Stati membri: Austria, Cechia, Danimarca, Estonia, Germania, Grecia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Slovenia e Svezia. Nel secondo trimestre del 2022 i prezzi delle abitazioni registravano ancora un'accelerazione e stavano crescendo di oltre il 20 % in termini nominali rispetto all'anno precedente in Cechia, Estonia, Lituania e Ungheria; in altri 12 Stati membri (Austria, Bulgaria, Croazia, Germania, Irlanda, Lettonia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Slovacchia e Slovenia) la crescita dei prezzi era compresa tra il 10 % e il 20 %;

- tra gli Stati membri in cui si stima che i prezzi delle abitazioni siano sopravvalutati di oltre il 20 % figurano Austria, Belgio, Cechia, Danimarca, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia. In Francia e Svezia il debito delle famiglie è al di sopra dei livelli prudenziali, il credito alle famiglie è elevato e si stima che il debito delle famiglie sarà superiore alla fine del 2022 rispetto al 2019. Mentre in Francia la maggior parte dei mutui ipotecari è a tasso fisso, in Svezia oltre i due terzi dei mutui ipotecari hanno tassi di interesse variabili con un periodo fisso solo fino a un anno, il che espone maggiormente le famiglie al rischio di aumento dei pagamenti dei mutui ipotecari a causa di tassi di interesse più elevati. In Lussemburgo la sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni è la più alta dell'UE e il debito delle famiglie è molto elevato in relazione al reddito delle famiglie; inoltre il credito è in rapida espansione. In Austria, Cechia e Germania il debito delle famiglie è inferiore ai livelli prudenziali o in linea con essi, ma i flussi di credito alle famiglie sono elevati. Austria e Germania hanno recentemente ricevuto raccomandazioni dal CERS in merito al loro mercato immobiliare residenziale. In Belgio

il debito delle famiglie è superiore ai livelli prudenziali e in Portogallo è superiore sia ai livelli prudenziali sia a quelli fondamentali. In Portogallo due terzi dei mutui ipotecari hanno tassi di interesse fissati solo per un anno, mentre il resto ha perlopiù tassi fissi per un periodo compreso tra uno e cinque anni;

- in Estonia, Francia, Grecia, Ungheria, Lettonia, a Malta, in Slovacchia e Spagna, i prezzi delle abitazioni erano sopravvalutati nel 2021 e sono aumentati rapidamente nella prima metà del 2022. In questi paesi, ad eccezione dell'Estonia e della Lettonia, anche il debito delle famiglie è al di sopra della soglia prudenziale oppure sta aumentando avvicinandosi ai parametri di riferimento. In Slovacchia il debito delle famiglie è aumentato nel tempo, è superiore al parametro di riferimento fondamentale e si prevede che quest'anno supererà la soglia prudenziale;

- anche in Bulgaria, Croazia, Irlanda, Lituania, Polonia e Slovenia i prezzi nominali delle abitazioni stanno aumentando rapidamente, di oltre il 10 % rispetto all'anno precedente nel primo semestre del 2022;

- a Cipro e in Finlandia i prezzi delle abitazioni non sembrano sopravvalutati, ma sono presenti problematiche relative al debito delle famiglie. A Cipro il debito delle famiglie è in calo attestandosi al di sotto del parametro di riferimento fondamentale, ma si stima che sia ben al di sopra della soglia prudenziale. Anche in Finlandia il debito delle famiglie è al di sopra dei livelli fondamentali e prudenziali. In entrambi i paesi oltre il 90 % dei mutui ipotecari ha tassi di interesse variabili o oppure fissi solo per un anno.

Riquadro 2.4.1: valutazione delle vulnerabilità immobiliari residenziali da parte del CERS

Dal 2016 il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) valuta sistematicamente le vulnerabilità degli immobili residenziali a medio termine nei paesi dello Spazio economico europeo (SEE)([27]). Il CERS è stato attivo nella valutazione delle vulnerabilità degli immobili residenziali in tutto il SEE e, dopo aver emesso una prima serie di avvertimenti nel 2016, ha poi formulato una serie di raccomandazioni specifiche per paese nel 2019, unitamente a ulteriori avvertimenti sulle vulnerabilità a medio termine nel settore degli immobili residenziali. Il CERS può emettere avvertimenti se ritiene necessario segnalare le vulnerabilità e le tendenze potenzialmente in grado di perturbare la stabilità finanziaria, mentre vengono formulate raccomandazioni non solo per segnalare i rischi per la stabilità finanziaria, ma anche per indicare le necessarie misure correttive. L'ultima valutazione è stata pubblicata nel febbraio 2022.

Nella valutazione del CERS del febbraio 2022 si conclude che i rischi relativi agli immobili residenziali legati alla rapida crescita dei prezzi delle abitazioni e all'aumento dell'indebitamento delle famiglie hanno continuato ad aumentare in diversi paesi. Le principali vulnerabilità evidenziate dalla valutazione del CERS sono di natura a medio termine e, a seconda del paese, riguardano la rapida crescita dei prezzi delle abitazioni e la possibile sopravvalutazione degli immobili residenziali (a fronte dell'aumento del divario tra la crescita dei prezzi delle abitazioni e il reddito disponibile delle famiglie), il livello e le dinamiche dell'indebitamento delle famiglie, la crescita del credito per l'edilizia abitativa e i segnali di un allentamento dei criteri di concessione del credito. Le vulnerabilità specifiche variano da paese a paese e i dettagli relativi ai casi che destano maggiori preoccupazioni sono reperibili nei singoli avvertimenti e raccomandazioni. Al di là delle considerazioni di politica macroprudenziale, in diversi paesi alcune vulnerabilità sottostanti potrebbero essere attenuate in modo più efficiente mediante riforme delle politiche abitative e fiscali.

Tabella 2.4.1 -

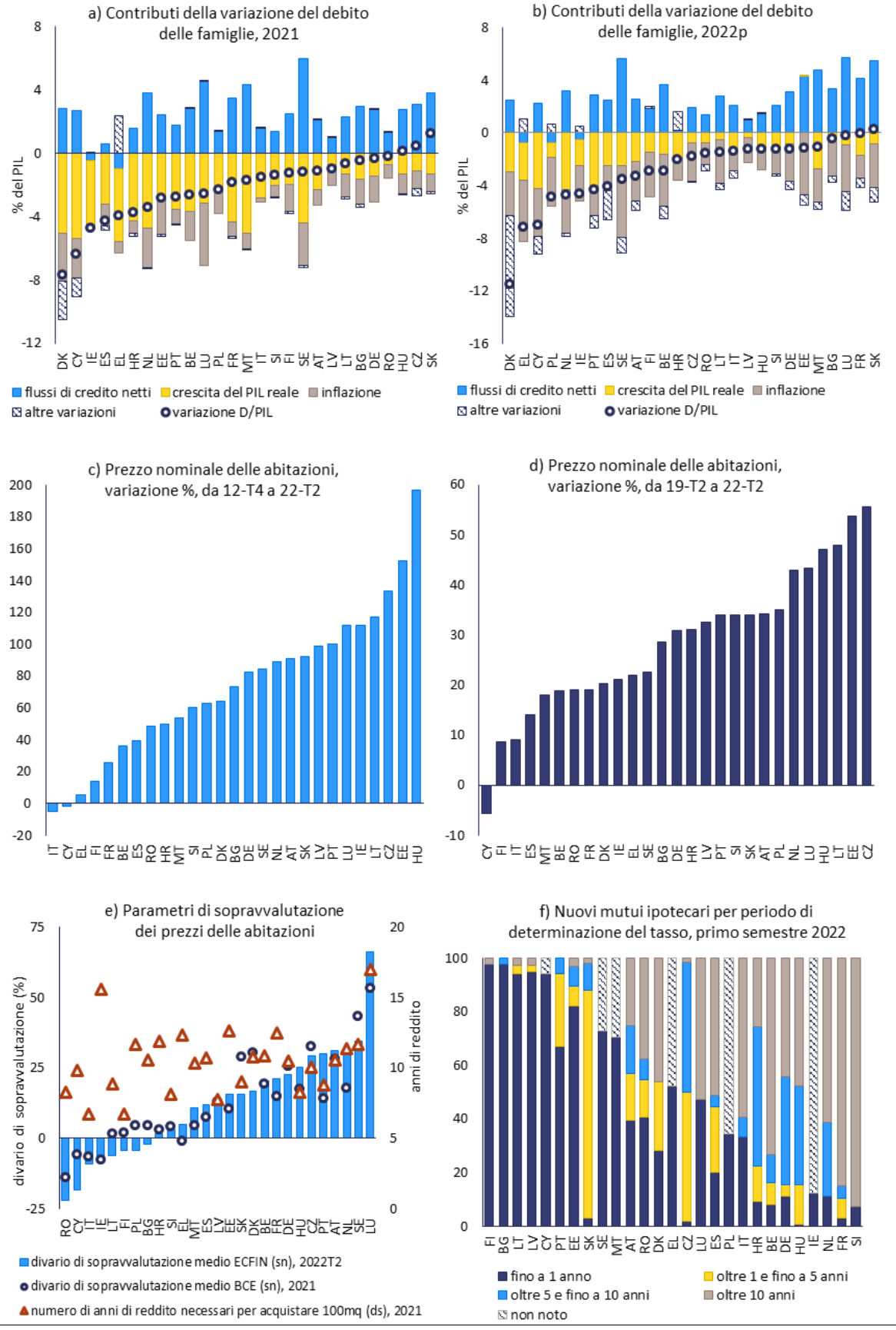
		LU	SE	NL	DK	AT	CZ	DE	PT	BE	SK	MT	EE	HU	SI	HR	BG	LT	FR	PL	FI	IE	LV	ES	EL	IT	CY	RO
Valutazione di rischio del CERS 2022	Rischi stock	A	A	A	A	M	M	M	M	M	M	M	M	B	B	B	B	B	M	M	M	M						
	Rischi flussi	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	M	M	M	M						
	Rischio complessivo	A	A	A	A	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Politica appropriata e sufficiente, 2022		**No**	**No**	**No**	**No**	**No**	Sì	**No**	Sì	Sì	**No**	Sì	Sì	**No**	Sì	**No**	**No**	Sì	Sì	Sì	**No**	Sì						
Avvertimento (W) o raccomandazione (R) nel	2016	W	W	W	W	W				W											W							
	2019	**R**	**R**	**R**	**R**		W	W		**R**									W		**R**							
	2022					**R**		**R**			W			W		W	W											

(1) NA - non valutato.
Fonte: CERS

A seguito della sua valutazione, il CERS ha emesso quattro avvertimenti specifici per paese e due raccomandazioni sulle vulnerabilità a medio termine degli immobili residenziali per paesi dell'UE. Sono stati emessi avvertimenti per quattro paesi dell'UE in cui sono state recentemente individuate vulnerabilità: Bulgaria, Croazia, Ungheria e Slovacchia. Sono state formulate raccomandazioni per Austria e Germania, che avevano già ricevuto avvertimenti da parte del CERS rispettivamente nel 2016 e nel 2019 e le cui vulnerabilità non sono state sanate in misura sufficiente. Le vulnerabilità degli immobili residenziali sono rimaste elevate nei paesi che hanno ricevuto le raccomandazioni del CERS nel 2019. In Danimarca, Finlandia, Lussemburgo, nei Paesi Bassi e in Svezia permangono vulnerabilità nonostante le recenti misure introdotte per porvi rimedio. Nella maggior parte di questi casi, i prezzi delle abitazioni hanno continuato ad aumentare o sono cresciuti ancora più rapidamente rispetto al passato, facendo sì che la sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni restasse invariata o aumentasse. Anche i rischi connessi all'indebitamento delle famiglie sono rimasti invariati o sono aumentati in diversi paesi. Per i restanti paesi del SEE, il CERS non ha individuato un accumulo di vulnerabilità rilevanti nel settore degli immobili residenziali, oppure, pur avendo individuato tali vulnerabilità, l'attuale orientamento politico è ritenuto sufficiente per sanarle.

([27]) CERS (2016), "Vulnerabilità dei settori immobiliari residenziali nell'UE", novembre 2016, CERS (2019), "Vulnerabilità dei settori immobiliari residenziali nei paesi del SEE", settembre 2019 e CERS (2022), "Vulnerabilità dei settori immobiliari residenziali nei paesi del SEE", febbraio 2022.

Grafico 2.4.3 - **Debito delle famiglie e prezzi delle abitazioni: Grafici selezionati:**



Fonte: Ameco, Eurostat, BCE, servizi della Commissione.

2.5. SETTORE PUBBLICO

Nel 2021 il rapporto debito pubblico/PIL è diminuito nella maggior parte degli Stati membri, ma rimane ben al di sopra dei livelli pre-pandemia. Nel 2021 il rapporto debito/PIL è diminuito in quasi tutti i paesi dell'UE, registrando un calo aggregato nell'UE di circa due punti percentuali. Tale calo è dovuto alla ripresa del PIL nominale dopo il 2020 in costanza di condizioni di finanziamento favorevoli. Al contrario, i disavanzi di bilancio, sebbene inferiori a quelli del 2020, sono rimasti spesso consistenti, attestandosi in media al 5,1 % del PIL per la zona euro e al 4,6 % del PIL per l'UE in quanto le politiche di bilancio sono rimaste espansive. In particolare, i disavanzi di bilancio hanno continuato a riflettere l'impatto di consistenti misure temporanee di emergenza legate alla COVID-19 a sostegno delle famiglie e delle imprese colpite dalla pandemia, corrispondenti a circa il 3¼ % del PIL aggregato dell'UE.

Nel 2022 il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe diminuire ulteriormente nella maggior parte dei paesi dell'UE. Nella maggior parte degli Stati membri si prevede che nel 2022 il debito pubblico diminuirà di 3½ punti percentuali in termini aggregati, ma che resterà comunque al di sopra dei livelli del 2019, in alcuni casi di quasi 15 punti percentuali. Tale miglioramento è riconducibile alla costante crescita economica nominale, che è superiore al costo implicito del debito, unitamente a un'ulteriore riduzione dei disavanzi nonostante i consistenti pacchetti di sostegno alle famiglie e alle imprese connessi agli elevati prezzi dell'energia, dopo due anni in cui è stato fornito un cospicuo sostegno di bilancio nel contesto della pandemia di COVID-19. Il calo del rapporto debito/PIL è stato più marcato nei paesi più indebitati, in quanto la crescita economica ha un effetto di riduzione dell'indebitamento più marcato quando il rapporto debito/PIL è maggiore. In alcuni paesi in cui il rapporto debito pubblico/PIL è basso o moderato, questo dovrebbe aumentare ulteriormente.

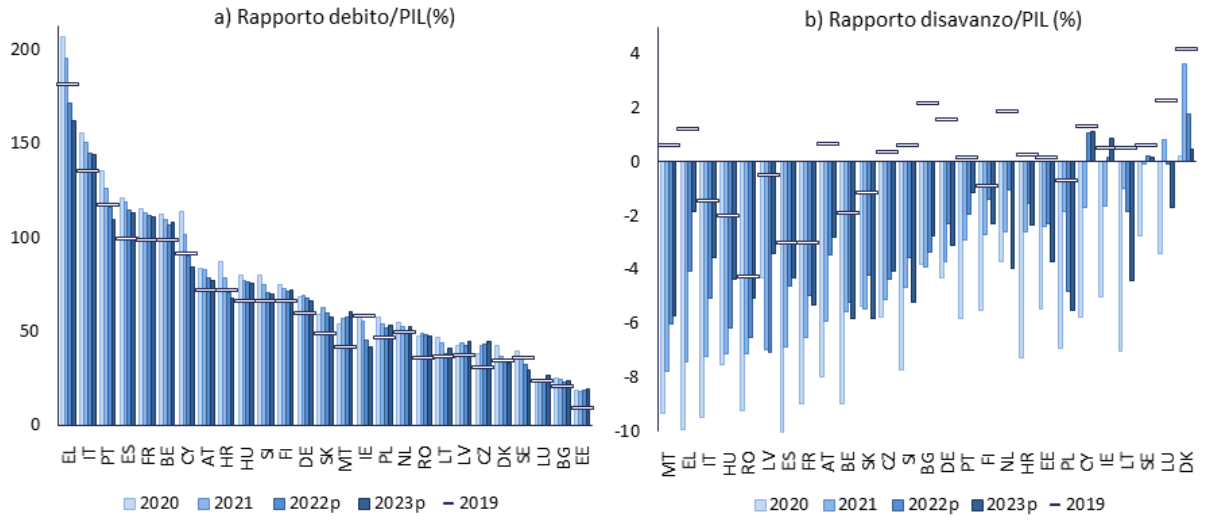
Le prospettive per il 2023 indicano un calo più contenuto o una stabilizzazione del rapporto debito pubblico/PIL nella maggior parte dei paesi dell'UE. Nel 2023 si prevede che l'indebolimento dell'attività economica comporterà riduzioni inferiori del rapporto debito/PIL, mentre il disavanzo pubblico dovrebbe aumentare in termini aggregati, con una certa differenziazione tra i paesi. I rapporti debito pubblico/PIL dovrebbero raggiungere i livelli pre-COVID-19 entro il 2023 solo in una minoranza di Stati membri (grafico 2.5.1). Nei prossimi mesi potrebbero essere introdotte ulteriori misure mirate a sostegno delle famiglie e delle imprese vulnerabili, che trasferirebbero parte del costo della crisi energetica al settore pubblico aumentando il debito pubblico. Inoltre un ulteriore inasprimento delle condizioni di finanziamento o le variazioni del tasso di cambio potrebbero avere un impatto negativo sull'andamento del bilancio, soprattutto nei paesi non appartenenti alla zona dell'euro, dove la quota del debito denominato in valuta estera è spesso significativa. L'aumento dell'inflazione potrebbe contribuire a ridurre l'onere del debito nella misura in cui fa aumentare il PIL nominale, ma premi di rischio più elevati e un'attività economica più debole potrebbero contribuire ad aumentare il rapporto debito pubblico/PIL ponendo a loro volta sfide non solo alla sostenibilità di bilancio, ma anche ad altri settori dell'economia (cfr. riquadro 2.5.1).

I costi del servizio del debito potrebbero aumentare a causa dei tassi di interesse nominali più elevati. Al momento si prevede che i tassi di interesse in termini reali resteranno negativi nella zona euro. Nel 2022 i rendimenti dei titoli sovrani sono aumentati in tutta la zona euro, e i differenziali sono leggermente aumentati in quanto i mercati tengono conto del rischio nella definizione del prezzo. Nonostante l'inasprimento della politica monetaria, si prevede che i

tassi di interesse reali rimarranno comunque negativi e i rendimenti dei titoli di Stato della zona euro continuano a essere tra i più bassi al mondo. Tuttavia i rendimenti obbligazionari degli Stati membri con un debito elevato hanno registrato aumenti leggermente più consistenti durante il terzo trimestre, ma scadenze più lunghe del debito contribuiscono ad attenuare l'impatto. La possibilità di un aumento dei tassi di interesse e di un PIL nominale negativo, ossia una situazione più sfavorevole rispetto alle previsioni attuali, non può essere attualizzata. In tal caso i tassi di interesse potrebbero superare la crescita del PIL nominale, aumentando la pressione per migliorare le posizioni di bilancio in alcuni paesi con un debito elevato. Lo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, introdotto dalla BCE nel luglio 2022 per assicurare una trasmissione monetaria ordinata in tutti gli Stati membri della zona euro, offre una garanzia nei confronti di un forte deterioramento delle condizioni di finanziamento, purché siano soddisfatte le condizioni di politica economica.

Gli Stati membri non appartenenti alla zona euro devono sostenere costi del servizio del debito più elevati a causa dell'ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani e dell'esposizione al debito denominato in valuta estera. L'inasprimento delle condizioni di finanziamento a livello mondiale ha avuto un impatto più marcato al di fuori della zona euro. I rendimenti dei titoli sovrani sono particolarmente elevati in Ungheria, Polonia e Romania. Inoltre nei paesi non appartenenti alla zona euro una quota significativa del debito pubblico è denominata in valuta estera, in particolare Bulgaria([28]) (74 %) e Romania (52 %), ma anche Ungheria (22 %), Polonia (22 %) e Svezia (17 %).

Grafico 2.5.1 - **Rapporto debito pubblico/PIL e disavanzo/PIL**



(1) I paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto debito/PIL e disavanzo/PIL nel 2021.
Fonte: Ameco e servizi della Commissione europea.

Paesi con rapporto debito pubblico/PIL superiore al 60% nel 2021 in blu																								
BE	**BG**	**CZ**	**DK**	**DE**	**EE**	**IE**	**EL**	**ES**	**FR**	**HR**	**IT**	**CY**	**LV**	**LT**	**LU**	**HU**	**MT**	**NL**	**AT**	**PL**	**PT**	**RO**	**SI**	**SK**	**FI**	**SE**

([28]) La Bulgaria mantiene un tasso di cambio fisso nei confronti dell'euro attraverso un sistema di *currency board* e ha aderito all'ERM II nel luglio 2020.

A livello di paese è opportuno evidenziare i seguenti sviluppi del settore pubblico:

- alla fine del 2021 il rapporto debito pubblico/PIL era superiore al 60 % in Austria, Croazia, Finlandia, Germania, Ungheria, Slovenia e Slovacchia e superiore al 100 % in Grecia, Italia, Portogallo, Spagna, Francia, Belgio e a Cipro. Nel 2021 il rapporto debito/PIL è diminuito in tutti questi Stati membri, ad eccezione di Germania e Slovacchia, e si prevede che continuerà a diminuire nella maggior parte di essi nel 2022 e nel 2023;

- per la Grecia sono stati riscontrati elevati rischi per la sostenibilità di bilancio a breve termine (cfr. riquadro 2.5.1). Il rapporto debito pubblico/PIL è il più elevato dell'UE ed è ben al di sopra del 100 %; il disavanzo di bilancio rimane considerevole, anche se ne è prevista una notevole diminuzione. Il fabbisogno di finanziamento lordo dovrebbe diminuire nei prossimi anni;

- nel medio periodo si ritiene che nove Stati membri dovranno far fronte a rischi elevati per la sostenibilità di bilancio: Belgio, Francia, Grecia, Italia, Portogallo, Romania, Slovacchia, Slovenia e Spagna. I paesi con il rapporto debito/PIL più elevato sono particolarmente vulnerabili alle variazioni delle condizioni di finanziamento. In uno scenario caratterizzato da aumento di 1 punto percentuale del differenziale tra crescita e tasso di interesse, il debito aumenterebbe di oltre 10 punti percentuali del PIL entro il 2023 in Italia, Grecia, Spagna e Portogallo (cfr. riquadro 2.5.1);

- la Romania e l'Ungheria sono caratterizzate da disavanzi di bilancio persistentemente elevati e da un aumento dei rendimenti obbligazionari, e il debito denominato in valuta estera è rilevante per entrambi i paesi, in particolare per la Romania. Anche in Ungheria il debito pubblico è superiore al 60 % del PIL e il fabbisogno di finanziamento pubblico lordo è elevato. In Romania il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe diminuire leggermente alla luce dei migliori risultati di bilancio attesi.

Riquadro 2.5.1: variazione delle condizioni di finanziamento – scenario sfavorevole del rapporto "r - g" (tasso di interesse - crescita)

La Commissione valuta i rischi per la sostenibilità degli Stati membri a breve, medio e lungo termine. Per la Grecia si rileva la presenza di vulnerabilità a breve termine dovute sia alle variabili di bilancio sia a quelle macrofinanziarie([29]). Nel medio termine si ritiene che nove Stati membri dovranno far fronte a rischi elevati per la sostenibilità di bilancio: Belgio, Francia, Grecia, Italia, Portogallo, Romania, Slovacchia, Slovenia e Spagna. I rischi sono dovuti a:

- rapporto debito/PIL elevato o in aumento, dovuto in particolare a una posizione di bilancio debole;
- maggiore incertezza circa le proiezioni dello scenario di base;
- vulnerabilità a scenari macrofinanziari sfavorevoli;
- l'entità dell'aggiustamento di bilancio necessario per portare il rapporto debito/PIL al 60 % nel medio periodo, ossia l'indicatore S1.

Al di là dell'analisi del debito e della classificazione del rischio, vi sono altri fattori che potrebbero incidere sulla sostenibilità di bilancio([30]). Sul versante negativo, le passività potenziali elevate per l'UE nel suo insieme, ma con ampie differenze tra i vari paesi, potrebbero avere un impatto significativo sul debito pubblico e sul disavanzo. Ciò vale anche per il rischio di passività potenziali derivante dal settore bancario. Sul versante positivo, i rischi per la sostenibilità di bilancio sono attenuati dall'allungamento della scadenza del debito osservato negli ultimi anni o dall'impatto che si prevede avranno le riforme e gli investimenti nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza sulla crescita del PIL nel medio e lungo termine.

Impatto di uno scenario con rapporto "r-g" sfavorevole sul livello di debito previsto nel 2032 (pp)

paese	impatto
IT	11,86
EL	10,92
FR	8,62
ES	8,42
BE	7,89
PT	7,48
HU	5,97
HR	5,61
AT	5,47
SI	5,20
FI	5,00
DE	4,95
PL	4,65
CY	4,45
NL	4,33
SK	4,23
MT	4,21
RO	4,00
CZ	3,62
LT	2,75
LV	2,72
BG	2,20
IE	1,98
DK	1,85
EE	1,84
LU	1,66
SE	1,38

Fonte: servizi della Commissione europea

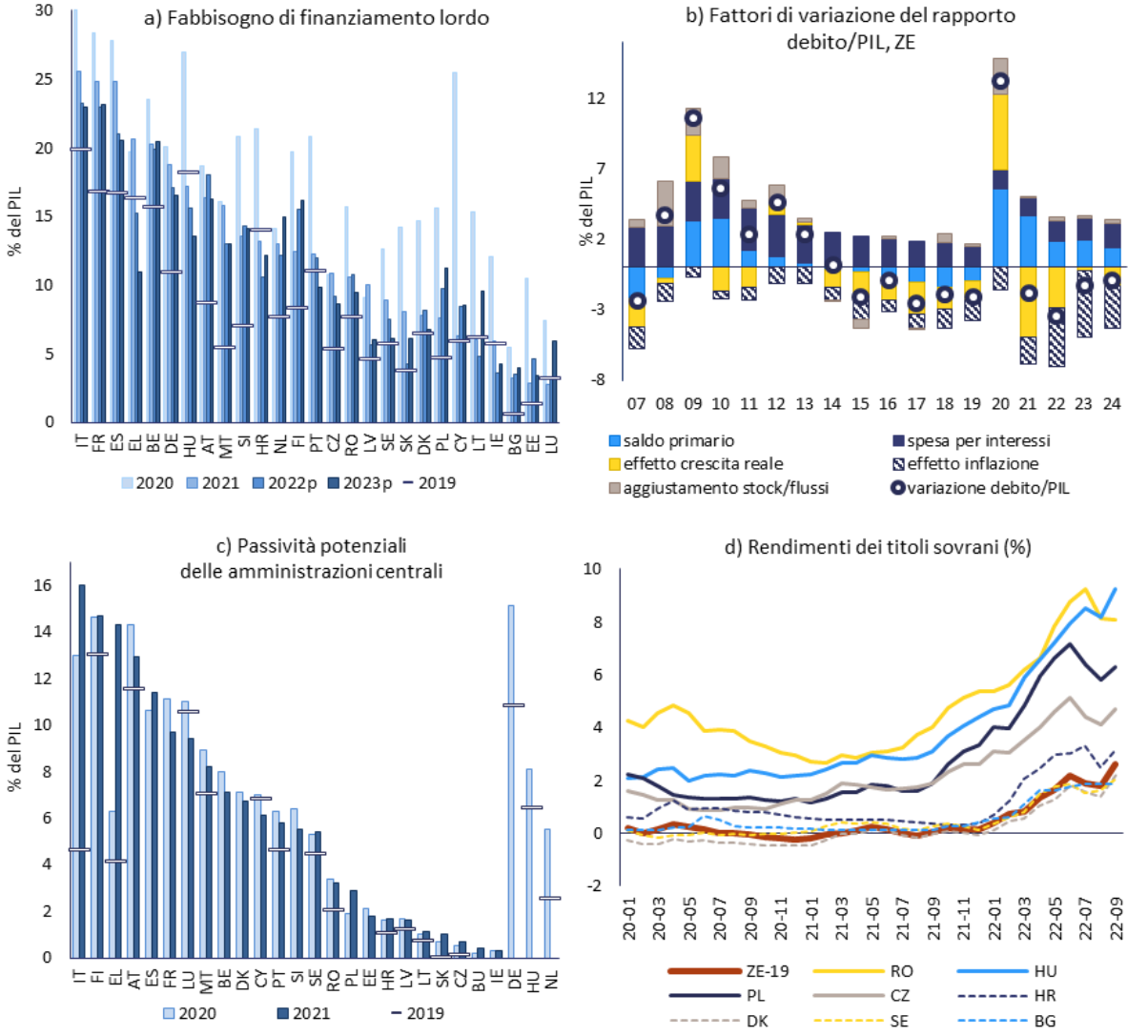
L'incertezza e l'evoluzione del contesto economico potrebbero svolgere un ruolo cruciale nella sostenibilità di bilancio. Le condizioni di finanziamento sono state favorevoli nell'ultimo decennio grazie a un contesto di bassi tassi di interesse dovuti all'invecchiamento della società, alla minore crescita della produttività e alla politica monetaria gestita dalle banche centrali. Un rapporto "r-g" negativo, in cui la crescita economica supera i tassi di interesse, attenua in una certa misura le sfide di bilancio, ma non le elimina in quanto il differenziale può subire un'inversione al variare delle condizioni. È proprio per questo motivo che la valutazione dei rischi per la sostenibilità riveste attualmente una particolare importanza quando "r" aumenta al diminuire di "g", a fronte della variazione delle condizioni di finanziamento e dell'indebolimento della situazione economica complessiva.

Risultati di crescita più deboli o tassi di interesse più elevati nel prossimo decennio potrebbero portare a un aumento del rapporto debito/PIL in assenza di un'azione politica. L'analisi della sostenibilità di bilancio di base è stata condotta ipotizzando condizioni di finanziamento favorevoli. Inoltre è stato realizzato uno scenario sfavorevole per rappresentare un aumento o addirittura un'inversione di "r-g". Secondo tale scenario, nella maggior parte dei paesi dell'UE la proiezione relativa a "r-g" dovrebbe rimanere negativa nel 2032, ma sarebbe più elevata di quanto ipotizzato nello scenario di base. Di conseguenza il debito previsto nello scenario sfavorevole entro il 2032 sarebbe più elevato rispetto a quanto ipotizzato nello scenario di base.

([29]) La classificazione del rischio per la sostenibilità di bilancio si basa sulle previsioni di primavera 2022 della Commissione (presentate anche nella sezione relativa ai singoli paesi della presente relazione sul meccanismo di allerta).

([30]) Commissione europea (2022): relazione sulla sostenibilità di bilancio, documento istituzionale 171.

Grafico 2.5.2 - **Settore pubblico: Grafici selezionati:**



Fonte: servizi della Commissione europea.

2.6. SETTORE FINANZIARIO

Il settore bancario dell'UE si è dimostrato resiliente nei confronti dell'impatto della pandemia nel 2021, ma ha continuato a risentire della redditività strutturalmente bassa. Il coefficiente di capitale primario di classe 1 (CET1) si è mantenuto elevato e stabile nell'ultimo anno (terzo trimestre 2021 - secondo trimestre 2022) (grafico 2.6.1 a). La redditività del capitale proprio è tornata al di sopra dei livelli pre-pandemia in un contesto caratterizzato da utili di gestione più elevati e minori accantonamenti registrati in questo periodo, ma la redditività continua a rappresentare una sfida strutturale in tutta l'UE a causa della sovraccapacità e della scarsa efficienza sotto il profilo dei costi([31]). La cessione dei crediti deteriorati preesistenti è proseguita nel 2021 e nel primo semestre del 2022, mentre non si è registrato alcun aumento significativo dei nuovi crediti deteriorati nonostante la graduale revoca delle moratorie sui rimborsi dei prestiti introdotte dopo l'insorgenza della pandemia di COVID-19 (grafico 2.6.1 b). L'erogazione di credito alle società non finanziarie è proseguita nonostante la graduale scadenza delle garanzie statali concesse durante la pandemia di COVID-19 e, in alcuni paesi, l'inasprimento macroprudenziale. Nel 2021 il credito alle famiglie ha registrato una crescita costante in un contesto di impennata dei prezzi delle abitazioni in tutta l'UE (grafico 2.6.2 a). Le condizioni di credito hanno iniziato a inasprirsi nella seconda metà del 2021 e i tassi sui prestiti sono aumentati parallelamente all'irrigidimento monetario, soprattutto nei paesi non appartenenti alla zona euro (grafici 2.6.2 b e c).

In futuro, il peggioramento delle prospettive economiche avrà probabilmente un impatto negativo sulla qualità delle attività e sulla redditività delle banche. Sebbene l'impatto dell'invasione russa dell'Ucraina sul settore finanziario dell'UE sia stato finora limitato a causa delle basse esposizioni finanziarie dirette, vi sono rischi di effetti di secondo impatto. Il peggioramento delle prospettive economiche e l'impatto ritardato della revoca delle misure di sostegno potrebbero far salire le percentuali di crediti deteriorati, che per una banca mediana dell'UE di grandi dimensioni si attestava all'1,8 % alla fine del secondo trimestre del 2022([32]). Ciò è sostenuto da un'elevata tolleranza e un'alta quota di crediti classificati come a rischio di deterioramento (prestiti di fase 2) (grafico 2.6.2 d), pari al 9,5 % nella zona euro nel secondo trimestre del 2022([33])([34]), il che è ben al di sopra dei livelli pre-pandemia e l'afflusso prosegue per i settori che non si sono completamente ripresi dalla pandemia([35]). I coefficienti patrimoniali sono lievemente diminuiti all'inizio del 2022 in presenza di aumenti delle attività ponderate per il rischio, ma sono rimasti stabili nel secondo trimestre del 2022 e il coefficiente CET1 aggregato per le banche di grandi dimensioni si è confermato al 15 %([36]). La redditività del capitale proprio si è attestata al 7,9 % nel

([31]) BCE, "Financial Stability Review", maggio 2022.

([32]) Indicatori chiave di rischio dell'ABE.

([33]) I soggetti che applicano l'IFRS 9 devono ora classificare gli strumenti finanziari secondo tre fasi distinte, ossia "non deteriorati" (fase 1), "a rischio di deterioramento" (fase 2) e "deteriorati" (fase 3). La fase 2 si riferisce a prestiti con un aumento significativo del rischio di credito dopo la rilevazione iniziale.

([34]) Dati di vigilanza bancaria della BCE.

([35]) Nel settembre 2022 l'Autorità bancaria europea (ABE) ha avviato il suo esercizio annuale di trasparenza a livello dell'UE per il 2022 e prevede di pubblicare le informazioni sulle esposizioni e sulla qualità delle attività delle banche all'inizio di dicembre, unitamente alla relazione di valutazione dei rischi.

([36]) Indicatori chiave di rischio dell'ABE. Nel luglio 2022 l'ABE ha pubblicato il suo progetto di metodologia per la prova di stress a livello dell'UE per il 2023, attualmente in fase di discussione con il settore. La metodologia copre tutti i settori di rischio e si basa su quella preparata per la prova di stress a livello dell'UE nel 2021, con alcuni miglioramenti metodologici e un campione più ampio di banche.

secondo trimestre del 2022, sostenuta da redditi da interessi netti([37]). I rincari dell'energia e il deterioramento delle prospettive economiche limitano molti mutuatari e il previsto aumento dei rischi di credito si è già riflesso nel calo delle valutazioni del settore finanziario nel 2022, sebbene ciò sia sostanzialmente in linea con la tendenza generale del mercato. Dalle indagini sul credito bancario nella zona euro emerge che nel 2022 le banche hanno continuato a inasprire i criteri di concessione del credito sia alle famiglie sia alle imprese e che nel terzo trimestre del 2022 si è verificato un notevole irrigidimento([38]). Nel settembre 2022 il consiglio generale del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) ha emesso un avvertimento sulle vulnerabilità del sistema finanziario dell'UE, sottolineando che i rischi per la stabilità finanziaria nell'UE e la probabilità che si concretizzino scenari di rischio di coda sono aumentati. I rischi individuati riguardano: i) il deterioramento delle prospettive macroeconomiche, ii) i rischi per la stabilità finanziaria derivanti da una possibile brusca correzione dei prezzi delle attività e iii) le implicazioni di tali sviluppi per la qualità delle attività([39]).

L'aumento dei tassi di interesse rappresenta sia un'opportunità che una sfida per il settore finanziario europeo e comporta un aumento del rischio. Un contesto caratterizzato dalla persistenza di bassi tassi di interesse ha messo alla prova il settore finanziario dell'UE nel decennio precedente ed è stato uno dei motivi alla base della sua bassa redditività. Se da un lato l'aumento dei tassi di interesse fa aumentare i redditi da interessi bancari, dall'altro può anche far aumentare i costi di finanziamento in futuro. Inoltre tassi di interesse più elevati possono avere un impatto negativo sulle valutazioni delle attività bancarie e delle garanzie reali, compresi gli immobili, e dei titoli. Anche le banche e gli investitori istituzionali, in particolare le imprese di assicurazione, potrebbero essere messi in difficoltà da curve dei rendimenti piatte o invertite in un contesto caratterizzato da incombenti rischi di recessione. L'aumento dei costi di finanziamento, associato all'elevata inflazione e alla bassa crescita economica, potrebbe esercitare pressioni sui mutuatari vulnerabili([40]). Il persistere o l'aumento della frammentazione dei costi di finanziamento del debito sovrano nella zona euro potrebbe avere un impatto negativo sui settori bancari con una marcata predilezione per i titoli nazionali. Se da un lato tassi di interesse più elevati rappresentano uno sviluppo positivo per le imprese di assicurazione con portafogli di attività investiti per lo più in attività a basso rischio, dall'altro i fondi pensione e di investimento potrebbero subire perdite di valore sul loro portafoglio a rendimento fisso. L'aumento dei tassi di interesse e la rivalutazione dei prezzi delle attività incidono anche sugli immobili commerciali (MIC) ai quali le banche sono sempre più esposte([41]). Tuttavia la complessità del mercato degli immobili commerciali, con la presenza di soggetti non bancari e internazionali, nonché notevoli lacune nei dati complicano la valutazione del rischio([42]).

([37]) Quadro operativo dei rischi stilato dall'ABE, secondo trimestre 2022, e statistiche di vigilanza bancaria della BCE, secondo trimestre 2022.

([38]) Indagine della BCE sui prestiti bancari nella zona euro, terzo trimestre del 2022.

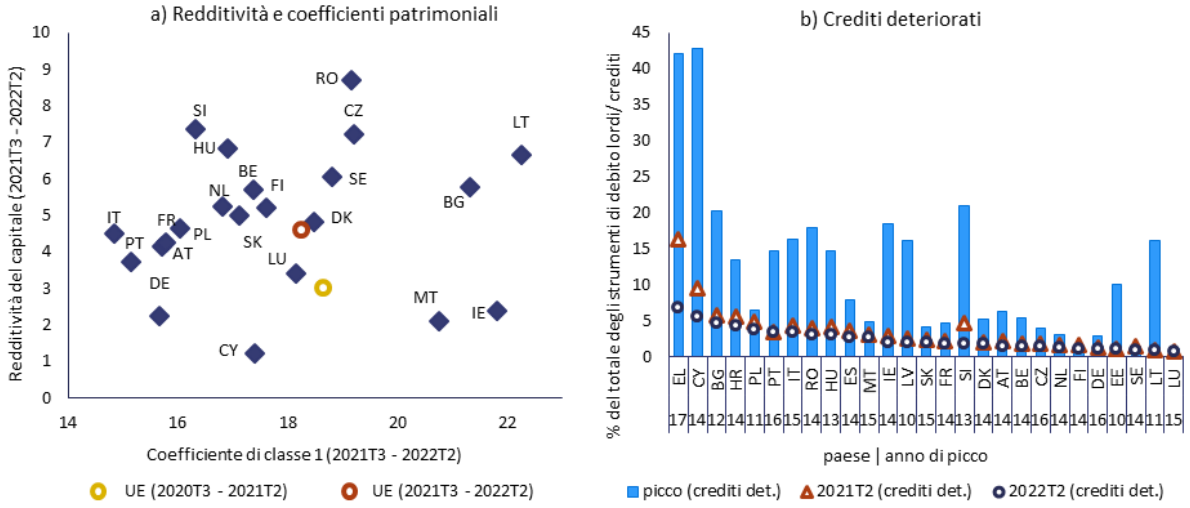
([39]) CERS/2022/7.

([40]) BCE, "Financial Stability Review", maggio 2022.

([41]) Gli immobili commerciali rappresentano oltre il 9 % dell'esposizione al rischio bancario della zona euro. Nella zona euro quasi la metà della crescita del 12,6 % (5,6 punti percentuali) dei prestiti delle SNF tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2022 è stata dedicata a immobili e servizi professionali.

([42]) "Commercial real estate and financial stability – new insights from the euro area credit register", bollettino macroprudenziale della BCE, n. 19, ottobre 2022.

Grafico 2.6.1 - **Banche: redditività, coefficienti patrimoniali e crediti deteriorati**



Il coefficiente di capitale primario di classe 1 (CET1) comprende le azioni ordinarie e gli utili non distribuiti. Il coefficiente di classe 1 e la redditività del capitale proprio derivano dalla media dei dati trimestrali dell'ultimo anno (terzo trimestre 2021 e secondo trimestre 2022). Il valore medio per l'UE non è ponderato in base alle dimensioni economiche. EL che presenta una redditività del capitale proprio fortemente negativa (-6 %) non è inclusa nel grafico di sinistra. I dati relativi "all'incremento verso il picco", si riferiscono al rapporto tra strumenti di debito deteriorati lordi e totale degli strumenti di debito lordi; le percentuali dei crediti deteriorati si riferiscono al secondo trimestre del 2021 e al secondo trimestre del 2022; i numeri sotto i codici dei paesi indicano l'anno in cui i crediti deteriorati hanno raggiunto il picco.
Fonte: dati bancari consolidati della BCE, servizi della Commissione europea.

I rischi per la stabilità finanziaria mondiale sono aumentati significativamente nell'ultimo anno. Nel 2022 i rischi per la stabilità finanziaria sono aumentati in tutto il mondo a causa dell'elevata inflazione, dell'inasprimento delle condizioni finanziarie e dell'elevata volatilità dei mercati([43]). La rivalutazione del prezzo del rischio in tutto il mondo può ripercuotersi sui mercati finanziari generando instabilità e facendo aumentare gli oneri finanziari per gli emittenti sovrani e i mutuatari privati, talvolta anche in modo idiosincratico. Tale situazione pone sfide diverse per parti diverse del settore finanziario e, data l'interconnessione del sistema finanziario globale, è difficile prevedere dove potrebbero concretizzarsi le vulnerabilità.

Il sistema finanziario è esposto a nuovi rischi sistemici, che potrebbero avere un impatto differenziato sia nell'UE sia nella zona euro. La probabilità che si verifichino alcuni rischi sistemici negativi, in particolare i rischi di malfunzionamento del mercato e di prosciugamento della liquidità, è aumentata per l'intera UE e può ripercuotersi sia sugli enti finanziari bancari sia su quelli non bancari([44]). La concretizzazione di questi rischi sistemici potrebbe avere un impatto differenziato in tutta l'UE. Mentre nella zona euro gli andamenti divergenti possono essere accelerati da interventi politici eterogenei da parte degli Stati membri, gli Stati membri non appartenenti alla zona euro sono soggetti a rischi aggiuntivi connessi al prosciugamento della liquidità e al funzionamento del mercato dei tassi di cambio. Si prevede che i rischi operativi rimarranno elevati, il che si collega a un maggiore rischio di attacchi informatici in un contesto di crescente digitalizzazione([45]). I rischi climatici e la crescente esposizione alle cripto-attività rappresentano una sfida particolare per alcuni enti finanziari non bancari.

([43]) FMI (2022): "Global Financial Stability Report: Navigating the High-Inflation Environment", ottobre 2022.

([44]) Avvertimento del CERS sulle vulnerabilità nel sistema finanziario dell'UE (CERS/2022/7), ottobre 2022.

([45]) Quadro operativo dei rischi, stilato dall'ABE, secondo trimestre 2022.

Paesi con flusso di credito al settore privato consolidato (% del PIL) superiore al 14% nel 2021 in blu																									
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	**LU**	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	**SE**

Paesi con passività totali del settore finanziario non consolidate (variazione % su 1 anno) superiori alla soglia del 16,5% nel 2021 in blu																									
BE	BG	CZ	DK	DE	**EE**	**IE**	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	**LT**	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	**SK**	FI	SE

A livello di paese è opportuno evidenziare i seguenti sviluppi del settore finanziario:

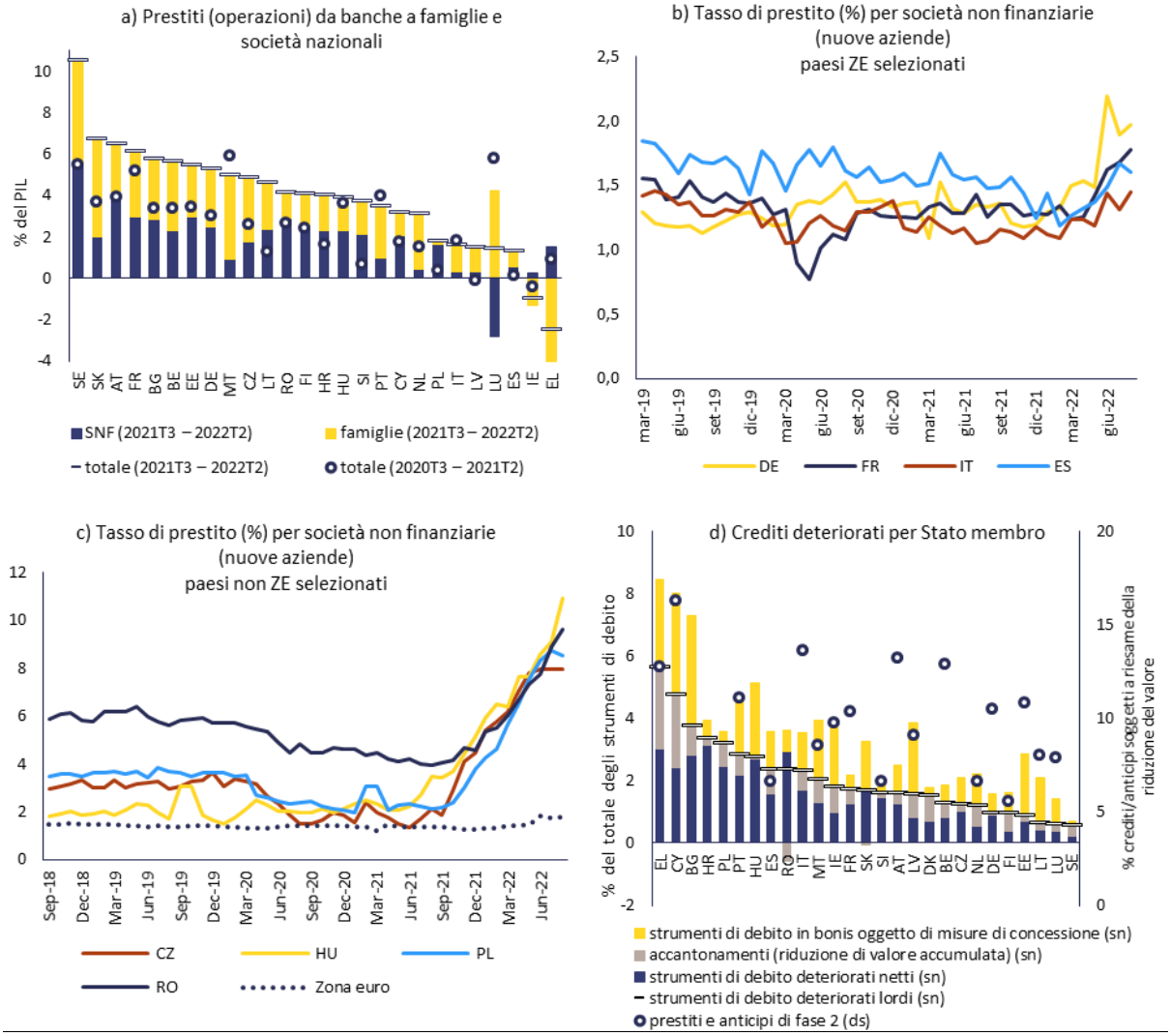
- alcuni paesi, tra cui Cipro, Grecia e Italia, soffrono di una debole redditività del settore finanziario, combinata con la vulnerabilità del settore imprenditoriale e un debito pubblico elevato, il che aumenta il rischio che si inneschino circoli viziosi. Tutti e tre i paesi hanno registrato notevoli miglioramenti nelle rispettive percentuali di crediti deteriorati, che restano tuttavia superiori alla media dell'UE (solo leggermente per l'Italia), anche se i prestiti della fase 2 e i prestiti oggetto di misure di tolleranza sono elevati. In Grecia la percentuale di crediti deteriorati delle banche è diminuita significativamente a causa delle vendite di crediti deteriorati, che hanno eliminato il rischio per le banche ma lo hanno parzialmente trasferito ad alcuni enti finanziari al di fuori del settore bancario. Ulteriori preoccupazioni insorgono a causa della redditività negativa delle banche e dei flussi di credito negativi nel 2021, anche se il coefficiente patrimoniale è rimasto tra i più bassi dell'UE. Anche le banche cipriote hanno registrato una redditività molto bassa nel 2021, mentre il coefficiente patrimoniale si è avvicinato alla media dell'UE. Le banche italiane registrano un coefficiente patrimoniale inferiore alla media e un'elevata esposizione al debito pubblico;

- la qualità delle attività delle banche rappresenta un problema in Bulgaria, dove i crediti deteriorati rimangono elevati anche se in calo, nel contesto di un elevato debito oggetto di misure di tolleranza. Nella zona euro i prestiti della fase 2 sono particolarmente elevati in Austria. La percentuale di debito oggetto di misure di tolleranza è aumentata significativamente in Ungheria nel 2021;

- i settori bancari in Germania, a Malta e in Irlanda continuano a essere caratterizzati da una redditività molto bassa e il deterioramento delle prospettive economiche comporta il rischio di un ulteriore ribasso;

- nel 2021 le passività del settore finanziario hanno superato la soglia del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM) del 16,5 % in Estonia, Irlanda, Lituania e Slovacchia. Il flusso di credito del settore privato ha superato la soglia della procedura per gli squilibri macroeconomici del 14 % in Lussemburgo e Svezia.

Grafico 2.6.2 - **Settore finanziario: Grafici selezionati:**



Fonte: BCE.

3. SEZIONE RELATIVA AI SINGOLI PAESI

3.1. BELGIO

In Belgio, il rapporto debito settore privato/PIL e il rapporto debito pubblico/PIL sono elevati, anche se i rischi associati sembrano essere limitati. Stanno emergendo preoccupazioni relative alla competitività di costo dato che il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è destinato ad aumentare fortemente. Il debito pubblico del Belgio rimane elevato nonostante si siano recentemente registrate riduzioni.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per il Belgio. Quest'anno la Commissione non ritiene necessario effettuare ulteriori analisi approfondite per il Belgio.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 2,8 % nel 2022 e allo 0,2 % nel 2023. L'inflazione è elevata. Su base annua è salita al 13,1 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 4,8 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per il Belgio si evince che nel 2021 tre indicatori superavano le rispettive soglie indicative, vale a dire il debito del settore privato, il debito pubblico e la variazione della disoccupazione giovanile. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- stanno emergendo preoccupazioni in materia di **competitività di costo**. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è leggermente diminuito nel 2021, dopo aver registrato un forte aumento dovuto alla pandemia nel 2020, ma dovrebbe aumentare notevolmente nel 2022 e nel 2023 a causa di aumenti salariali nominali relativamente forti. Tale aumento segna un'accelerazione rispetto al periodo immediatamente precedente la pandemia ed è più marcato rispetto ai paesi comparabili al Belgio della zona euro. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è apprezzato marginalmente, registrando tuttavia un deprezzamento su base annua nel 2022 (dati ad agosto);

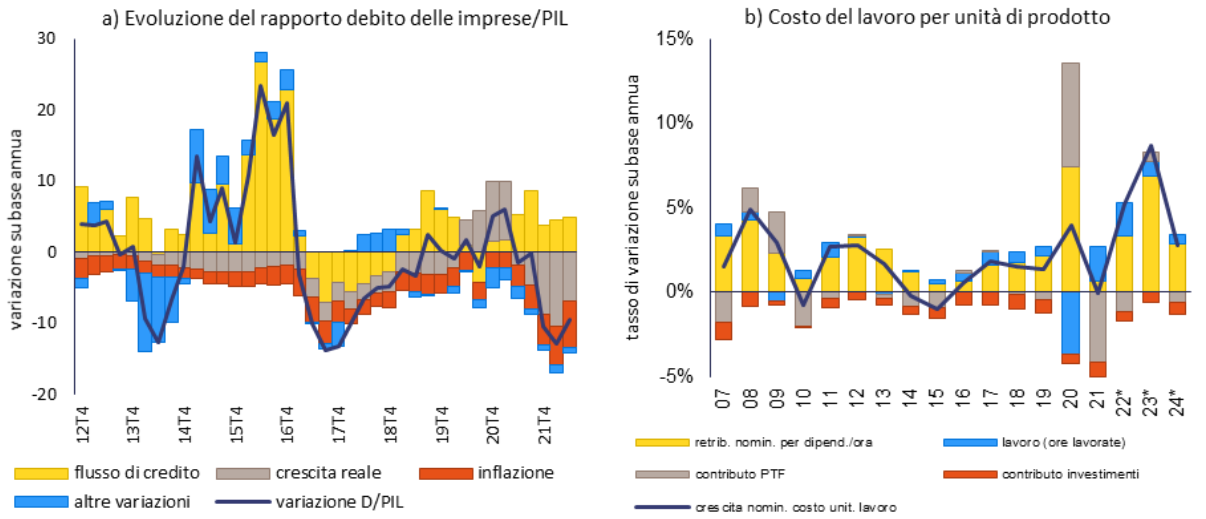
- il **rapporto debito delle società non finanziarie/PIL** rimane tra i più elevati dell'UE, ma ha un andamento discendente. È diminuito moderatamente, attestandosi al 106,9 % nel 2021, in quanto una forte crescita ha compensato la ripresa dei flussi di credito. Ha continuato a diminuire nella prima metà del 2022, ma vi sono fattori di rischio associati al contesto macroeconomico. Il debito è attualmente inferiore di 11 punti percentuali rispetto al 2019, ma rimane al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali. L'elevata percentuale di prestiti infragruppo transfrontalieri presente nel debito delle imprese riduce i rischi;

- il **rapporto debito delle famiglie/PIL** si sta riducendo, pur rimanendo elevato. Dopo un forte aumento nel 2020, è diminuito nel 2021, in quanto i flussi creditizi netti dovrebbero rimanere moderati. Il rapporto debito delle famiglie/PIL è leggermente diminuito anche nella prima metà del 2022, avvicinandosi al livello pre-pandemia. È probabile che, dato il tasso di inflazione, la crescita del prodotto nominale favorisca la riduzione dell'indebitamento nel 2022. Il debito delle famiglie è superiore al parametro di riferimento fondamentale, ma inferiore a quello prudenziale. Il debito deteriorato delle famiglie rimane basso; l'elevata percentuale di mutui ipotecari a tasso fisso a lungo termine e il previsto aumento reale delle retribuzioni riducono i rischi associati al debito delle famiglie nel breve periodo;

- i timori connessi all'andamento dei **prezzi delle abitazioni** sono in aumento. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha registrato un'accelerazione attestandosi al 7,1 % nel 2021. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua si è attestata al 5,9 % nel secondo trimestre del 2022. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 23,4 %;

- l'elevato **debito pubblico** del Belgio comporta dei rischi ad esso associati. Il debito pubblico è diminuito nel 2021, raggiungendo il 109,2 % del PIL, poiché la forte crescita ha prodotto un marcato effetto del denominatore. È ancora di circa 12 punti percentuali al di sopra del livello del 2019. Il debito pubblico dovrebbe diminuire nuovamente nel 2022, ma è previsto poi un aumento nel 2023 e nel 2024. Il disavanzo pubblico rimane elevato, anche se è sceso al 5,6 % nel 2021 e dovrebbe ridursi leggermente nel 2022 per poi risalire nuovamente. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono elevati, sia a medio sia a lungo termine, a causa delle proiezioni a lungo termine sull'andamento del debito e dell'aumento dei costi legati all'invecchiamento della popolazione.

Grafico 3.1.1 - **Grafici selezionati: Belgio**



Fonte: Ameco, Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.1.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Belgio**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**0,0**	**0,1**	**0,5**	**-0,4**	**-1,7**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,8 (1)	2,2 (2)	0,1	1,1	0,4	-2,7	-2,9
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-81,5 (3)**	**11,1 (4)**	**40,9**	**47,0**	**59,9**	**51,7**	**45,7**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				36,1	34,6	37,3		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**4,8**	**7,1 p**	**5,4 p**	**9,6**	**15,0**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				1,4	4,1 p	-0,1 p	5,4	9,2
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**2,7**	**2,5**	**0,6**	**-1,9**	**-5,0**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-1,2	1,3	0,5	-3,6	-2,0
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**-2,3**	**10,1**	**2,4**	**2,2**	**2,4**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				-0,5	4,7	-0,5	0,1	-1,3
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**178,3**	**180,9 p**	**169,0 p**	**159,9**	**154,1**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**4,7**	**-3,3 p**	**3,8 p**	**5,9**	**7,6**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		48,8 (6)	66,8 (7)	60,4	65,6	62,1	60,7	60,3
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		72,3 (6)	71,9 (7)				99,2	93,8
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**2,5**	**3,3**	**4,5**	**-2,1**	**-1,4**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		23,4 (8)		4,0	4,2	7,1	3,5	1,1
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**97,6**	**112,0**	**109,2**	**106,2**	**107,9**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				-1,9	-9,0	-5,6	-5,2	-5,8
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**5,8**	**8,8**	**7,5**	**6,1**	
Redditività del capitale proprio (%)				8,6	5,9	9,9		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 i (9)		15,5	17,1	17,6		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				2,1e	2,1e	1,6p	1,4	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**6,2 b**	**5,8**	**5,9**	**6,0**	**6,2**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		6,4 (10)		5,5	5,8	6,3	5,8	6,4
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**1,4**	**0,4 b**	**1,1**	**1,9**	**2,3**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,6**	**-1,0**	**0,0**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-5,8**	**-3,5**	**2,2**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.2. BULGARIA

In Bulgaria esistono preoccupazioni in merito alla competitività di costo e al debito delle imprese, anche se i rischi associati sembrano essere limitati. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è aumentato notevolmente negli ultimi anni e si prevede che continuerà a farlo, in un contesto di inflazione di fondo molto elevata e di ingenti aumenti salariali nominali. Il debito delle società non finanziarie è in calo, ma rimane relativamente elevato.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per la Bulgaria. Quest'anno la Commissione non ritiene necessario effettuare ulteriori analisi approfondite per la Bulgaria.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 3,1 % nel 2022 e all'1,1 % nel 2023. L'inflazione è elevata, anche rispetto a molti dei partner commerciali della Bulgaria nella zona euro. Su base annua è salita al 15,6 % a settembre, con un'inflazione di fondo stimata al 9,4 %. I salari sono destinati ad aumentare rapidamente, in linea con i prezzi.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Bulgaria si evince che nel 2021 un indicatore superava la soglia indicativa, ossia la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le preoccupazioni in materia di **sostenibilità esterna** non sono fortemente pronunciate. Nel 2021 le partite correnti hanno registrato un lieve disavanzo, pari allo 0,5 % del PIL, che dovrebbe aggravarsi in futuro. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) negativa, costituita in gran parte da investimenti esteri diretti, è migliorata nel 2021 e dovrebbe avvicinarsi al pareggio entro il 2024. La NIIP al netto degli strumenti non esposti al rischio di default è positiva ed elevata;

- le pressioni sulla **competitività di costo**, che esistevano già prima della pandemia di COVID-19, persistono. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è aumentato notevolmente negli ultimi anni e si prevede che continuerà a farlo, in un contesto di inflazione di fondo molto elevata, carenza di manodopera e ingenti aumenti salariali nominali. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è apprezzato marginalmente e si apprezzerà ulteriormente nel 2022 (dati ad agosto);

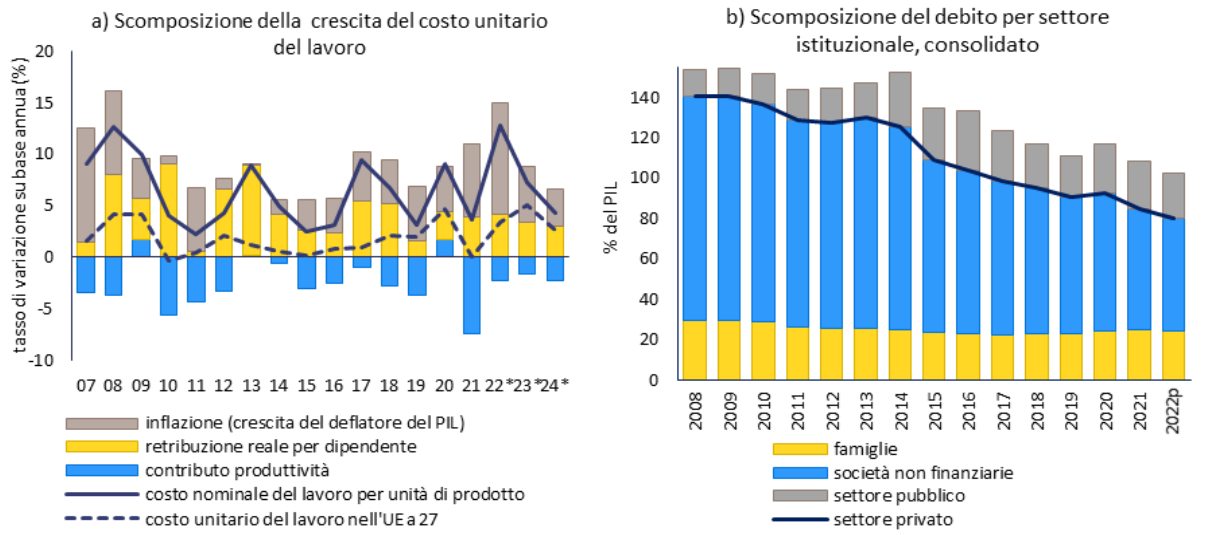
- il **debito delle società non finanziarie** rimane elevato rispetto alle imprese comparabili a livello regionale ed è superiore ai fondamentali, ma in calo. Dopo un certo aumento nel 2020 nel contesto della crisi COVID-19, il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL è nuovamente diminuito nel 2021, attestandosi al 59,5 %. È diminuito ulteriormente nella prima metà del 2022, ma vi sono fattori di rischio associati al contesto macroeconomico. Come per molti altri Stati membri non appartenenti alla zona euro, la quota di prestiti alle imprese denominati in valuta estera è elevata. L'indebitamento delle imprese è affiancato da elevate riserve di liquidità, che attenuano i rischi, ma sono presenti crediti deteriorati. Il rapporto debito delle famiglie/PIL è al di sotto dei parametri di riferimento prudenziali e basati sui fondamentali, ma la predominanza dei tassi variabili nei mutui per l'acquisto di abitazioni espone le famiglie indebitate al rischio di tassi di interesse più elevati;

- sono presenti timori connessi all'andamento dei **prezzi delle abitazioni**. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha registrato un'accelerazione passando dal 4,6 % all'8,7 % nel 2021. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua è aumentata al 14,6 % nel secondo trimestre del 2022. I parametri del divario di valutazione non mostrano tuttavia segni di una potenziale sopravvalutazione;

- nel **settore bancario** permangono preoccupazioni legate principalmente alla qualità delle attività. Nel 2021 l'incidenza dei crediti deteriorati è scesa ulteriormente al 4,8 %, rimanendo tuttavia ben al di sopra della media dell'UE. Anche il rapporto tra prestiti a rischio di deterioramento (fase 2) e prestiti oggetto di misure di tolleranza, che è aumentato dopo la pandemia, rimane elevato. La moratoria sui prestiti privati è scaduta solo nel dicembre 2021. Se

da un lato il coefficiente di capitale di classe 1 è ben al di sopra della media dell'UE, la redditività del capitale proprio è bassa.

Grafico 3.2.1 - **Grafici selezionati: Bulgaria**



Fonte: Ameco, Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.2.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Bulgaria**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**2,0**	**0,9**	**0,5**	**-0,6**	**-1,6**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		-0,8 (1)	-4,0 (2)	1,9	0,0	-0,5	-1,2	-3,0
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-37,2 (3)**	**-20,9 (4)**	**-30,2**	**-26,1**	**-18,4**	**-13,7**	**-13,3**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				40,2	47,9	49,8		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**20,4**	**19,9**	**16,4**	**26,9**	**25,5**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				3,1	9,0	3,6	12,3	7,8
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**4,6**	**7,1**	**3,8**	**4,6**	**-1,6**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				0,0	2,9	0,8	1,0	-3,5
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**15,1**	**15,7**	**12,2**	**10,6**	**9,2**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				2,7	-0,7	5,0	3,1	-1,1
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**90,7**	**92,5**	**84,4**	**80,0**	**75,2**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**5,6**	**3,6**	**4,4**	**7,1**	**6,0**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		78,6 (6)	28,5 (7)	23,0	24,4	24,9	24,1	25,5
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		105,3 (6)	52,0 (7)				55,9	49,7
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**3,9**	**5,2**	**2,5 p**	**0,9**	**0,5**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		-0,5 (8)		6,0	4,6	8,7	9,3	5,3
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**20,0**	**24,5**	**23,9**	**22,5**	**23,6**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				2,1	-3,8	-3,9	-3,4	-2,8
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**5,2**	**10,6**	**9,5**	**2,6**	
Redditività del capitale proprio (%)				11,2	4,9	8,8		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		18,4	22,0	22,0		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				6,5e	5,9e	4,8p	4,3	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**6,2**	**5,8**	**5,5**	**5,5**	**5,2**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		4,9 (10)		5,2	6,1	5,3	5,2	5,2
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**4,5**	**0,9**	**0,6**	**0,6**	**1,7**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-2,1**	**-1,2**	**-1,0**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-8,3**	**1,3**	**-0,1**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.3. CECHIA

In Cechia persistono preoccupazioni relative alla competitività di costo e all'andamento dei prezzi delle abitazioni, che esistevano già prima della pandemia di COVID-19. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è destinato a crescere ulteriormente, con un apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale in corso e un'inflazione di fondo molto elevata rispetto ai paesi comparabili alla Cechia della zona euro. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è stata tra le più elevate dell'UE, sebbene si stimi che i prezzi delle abitazioni siano sopravvalutati.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per la Cechia. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare le nuove vulnerabilità emergenti e le relative implicazioni in un esame approfondito per la Cechia.

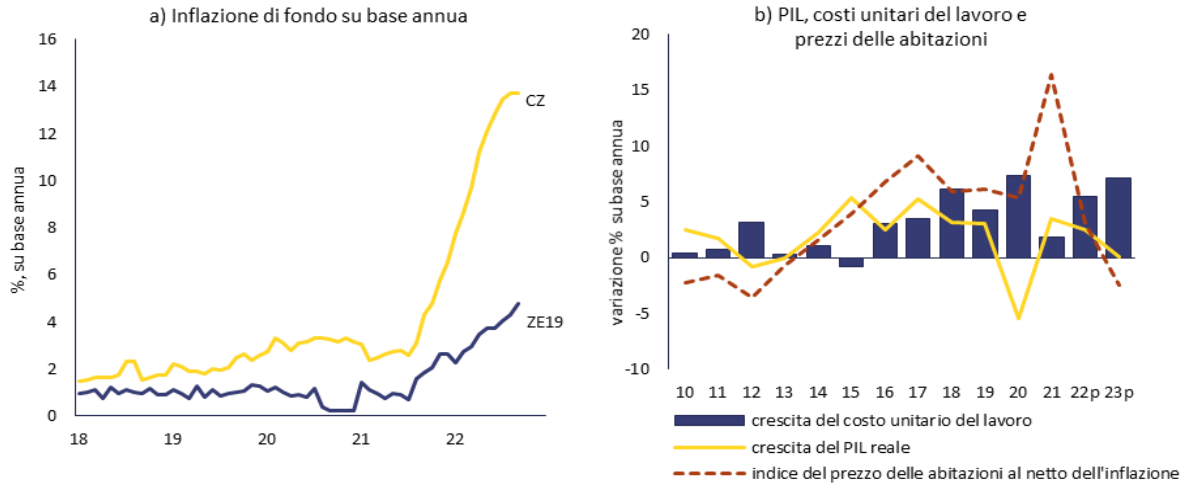
Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 2,5 % nel 2022 e allo 0,1 % nel 2023. L'inflazione è attualmente molto elevata rispetto ai partner commerciali della Cechia nella zona euro e si somma a una politica monetaria restrittiva. Su base annua è salita al 17,8 % a settembre, mentre il principale tasso di politica monetaria è salito al 7 %. A settembre l'inflazione di fondo è stata stimata al 13,7 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Cechia si evince che nel 2021 due indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto e la crescita dei prezzi reali delle abitazioni. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le preoccupazioni in materia di **sostenibilità esterna** rimangono limitate. Dopo sette anni di avanzi, nel 2021 il saldo delle partite correnti è passato a un disavanzo pari allo 0,8 % del PIL a causa della riduzione dell'eccedenza delle merci in un contesto caratterizzato dall'aumento delle importazioni e da costi dell'energia più elevati. Si prevede un aumento del disavanzo, con dati infrannuali che indicano un'ulteriore riduzione del saldo della bilancia dei beni. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) leggermente negativa è tuttavia ulteriormente migliorata, anche se si prevede un lieve peggioramento in futuro. La NIIP al netto degli strumenti non esposti al rischio di default è positiva ed elevata;
- le preoccupazioni per la **competitività di costo**, che esistevano già prima della pandemia di COVID-19, persistono. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è aumentato notevolmente negli ultimi anni, in un contesto di mercato del lavoro teso. Dopo un temporaneo rallentamento nel 2021, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe tornare a essere elevata nel 2022 e nel 2023. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è apprezzato e anche nel 2022 è in corso un apprezzamento. A tale aumento hanno contribuito sia il differenziale di inflazione sia il rafforzamento del tasso di cambio effettivo nominale rispetto alla zona euro;
- la crescita molto elevata dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un'accelerazione dall'8,5 % nel 2020 al 19,7 % nel 2021, registrando uno dei ritmi di crescita più alti dell'UE. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua è aumentata al 23,1 % nel secondo trimestre del 2022. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 25 %. Nel 2021 si è registrato anche un aumento significativo del credito ipotecario, compresi i nuovi prestiti, in vista dell'irrigidimento monetario. Tale tendenza si è invertita nel 2020, dopo l'introduzione di rigorose misure macroprudenziali e il significativo aumento dei tassi ipotecari. Il rapporto debito delle famiglie/PIL è rimasto sostanzialmente invariato, pur mantenendosi al di sotto dei parametri di riferimento;
- i rischi connessi al **debito pubblico** rimangono relativamente bassi. Il rapporto debito pubblico/PIL è ancora relativamente basso, anche se nel 2021 è salito al 42 % e si prevede che continuerà ad aumentare leggermente. Nel 2021 il disavanzo pubblico si è ridotto al 5,1 % e si prevede che continui a migliorare in futuro. Inoltre i rischi per la sostenibilità di bilancio a lungo termine sono elevati a causa dell'invecchiamento della popolazione;

- il **settore bancario** è stabile e resiliente. Le banche sono ben capitalizzate e la loro redditività è elevata. L'incidenza dei crediti deteriorati rimane bassa. Un aumento significativo dei tassi sui prestiti potrebbe ridurre i volumi relativamente elevati dei prestiti e contribuire a una certa correzione dei prezzi delle abitazioni.

Grafico 3.3.1 - **Grafici selezionati: Cechia**



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.3.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Cechia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**0,8**	**0,9**	**0,5**	**-1,0**	**-3,5**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,8 (1)	-2,9 (2)	0,3	2,0	-0,8	-4,1	-5,4
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-64,0 (3)**	**6,5 (4)**	**-19,8**	**-16,3**	**-15,6**	**-17,1**	**-15,8**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				30,2	37,3	36,4		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**14,5**	**18,7**	**13,9**	**15,2**	**15,0**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				4,3	7,3	1,8	5,5	7,1
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**8,7**	**5,6**	**5,0**	**8,7**	**7,5**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				0,3	0,7	3,9	3,9	-0,3
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**4,8**	**8,1**	**-1,1**	**-1,6**	**-2,4**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				-1,0	2,4	-4,5	0,7	0,1
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**78,6**	**81,7**	**78,8**	**74,9**	**69,4**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**1,4**	**0,6**	**2,9**	**5,9**	**5,6**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		62,8 (6)	46,3 (7)	31,5	33,9	34,4	34,1	33,7
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		88,5 (6)	63,1 (7)				40,8	35,7
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**6,2**	**5,4**	**16,4**	**3,8**	**-4,4**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		25,3 (8)		9,2	8,5	19,7	15,1	2,8
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**30,0**	**37,7**	**42,0**	**42,9**	**44,2**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				0,3	-5,8	-5,1	-4,3	-4,1
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**4,6**	**4,8**	**7,9**	**0,2**	
Redditività del capitale proprio (%)				13,9	6,7	10,6		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6	6 (9)	18,2	20,3	19,8		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				1,7e	1,9e	1,7p	1,4	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**2,4**	**2,3**	**2,5**	**2,7**	**2,9**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		2,7 (10)		2,0	2,6	2,8	2,7	3,3
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**1,7**	**0,5**	**0,0**	**-1,7**	**-0,9**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,1**	**-0,4**	**0,1**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-4,9**	**0,1**	**1,5**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.4. DANIMARCA

In Danimarca la crescita dei prezzi delle abitazioni e il debito privato sono elevati, anche se i rischi associati sembrano essere limitati. L'avanzo delle partite correnti è considerevole. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è stata tra le più elevate dell'UE, in un contesto in cui la sopravvalutazione stimata dei prezzi delle abitazioni è moderata. Il rapporto debito delle famiglie/PIL e delle società non finanziarie è elevato e superiore sia ai parametri di riferimento prudenziali sia a quelli basati sui fondamentali, ma è in calo.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per la Danimarca. Quest'anno la Commissione non ritiene necessario effettuare ulteriori analisi approfondite per la Danimarca.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 3,0 % nel 2022 e allo 0 % nel 2023. L'inflazione è elevata e si somma a un significativo inasprimento della politica monetaria. Su base annua è salita all'11,1 % a settembre, con un'inflazione di fondo stimata al 5,2 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Danimarca si evince che nel 2021 tre indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia il saldo delle partite correnti, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni e il debito del settore privato. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le problematiche relative al **settore esterno** riguardano un avanzo molto elevato delle partite correnti, che nel 2021 è salito al 9 % del PIL. Secondo le previsioni l'avanzo diminuirà nel 2022, ma rimarrà chiaramente al di sopra della soglia superiore della PSM man mano che il saldo della bilancia dei servizi guadagnerà vigore. Gli avanzi accumulati hanno portato a un'elevata posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) che nel 2021 ha raggiunto il 77 % del PIL, anche se si prevede che in futuro diminuirà. La forte NIIP genera redditi primari netti positivi, il che rafforza l'ampio avanzo delle partite correnti;

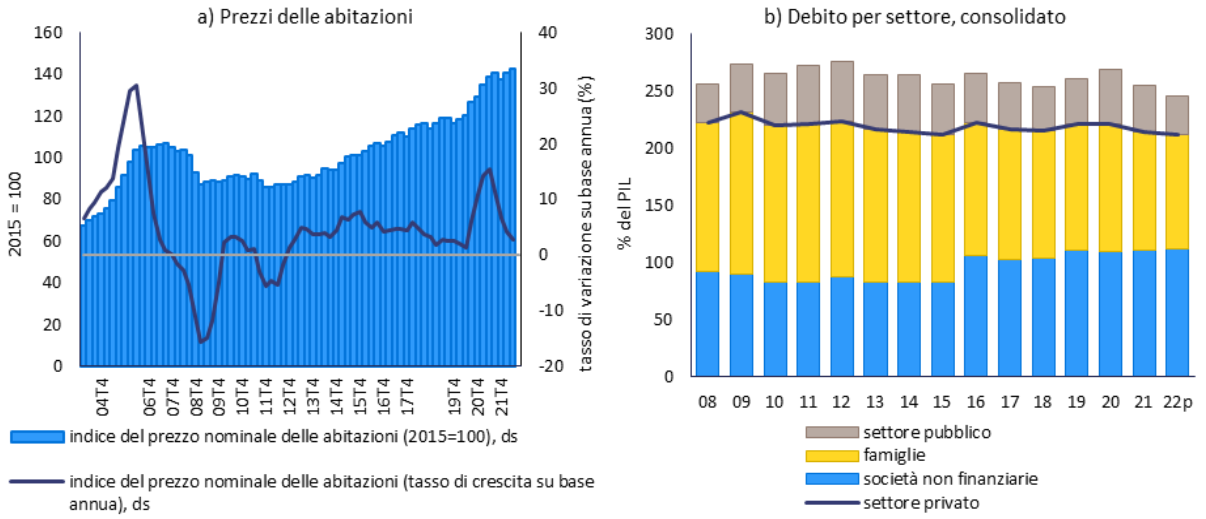
- le preoccupazioni per la **competitività di costo** continuano ad essere limitate. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è salito nel 2021 e dovrebbe aumentare più vigorosamente nel 2022 e nel 2023. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è deprezzato marginalmente, continuando a deprezzarsi su base annua nel 2022 (dati ad agosto);

- il **debito delle SNF** è elevato e nel 2021 è aumentato in misura moderata fino al 110,4 % del PIL. Rimane al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali. I flussi di credito delle SNF in % del PIL sono elevati, ma sono diminuiti nel secondo trimestre del 2022;

- il **rapporto debito delle famiglie/PIL** rimane il più elevato dell'UE, al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia basati sui fondamentali. Tuttavia è calato nel 2021 e ha continuato a diminuire nella prima metà del 2022, in quanto i flussi creditizi netti rimangono moderati. Nel 2022 il PIL nominale dovrebbe ancora sostenere la riduzione dell'indebitamento. Il debito deteriorato delle famiglie rimane basso. Circa la metà dei mutui ipotecari ha tassi di interesse variabili oppure fissati fino a cinque anni;

- la crescita molto elevata dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un'accelerazione dal 5,1 % all'11,7 % nel 2021, registrando uno dei ritmi di crescita più alti dell'UE. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua è rallentata al 2,8 % nel secondo trimestre del 2022. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 20 %.

Grafico 3.4.1 - **Grafici selezionati: Danimarca**



Fonte: Eurostat, BCE e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.4.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Danimarca**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**7,9**	**7,9**	**8,5**	**7,9**	**7,7**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		1,1 (1)	2,7 (2)	8,5	7,9	9,0	6,7	7,4
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-91,7 (3)**	**19,9 (4)**	**77,7**	**70,0**	**77,0**	**71,7**	**80,6**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				29,0	32,6	32,1		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**3,4**	**6,7**	**6,1**	**8,9**	**8,6**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				1,9	3,5	0,6	4,6	3,2
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**-0,2**	**0,9**	**-1,1**	**-4,9**	**-8,7**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-1,8	1,5	-0,9	-5,5	-2,5
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**1,7**	**10,6**	**6,5**	**8,7**	**9,3**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				2,3	6,6	-2,3	1,5	1,0
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**221,2**	**221,3**	**214,7**	**212,2**	**206,9**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**10,5**	**5,0**	**12,3**	**10,4**	**13,6**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		69,7 (6)	93,7 (7)	110,6	111,9	104,3	100,5	97,8
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		96,2 (6)	99,6 (7)				111,7	109,1
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**1,4**	**4,7**	**9,5**	**-6,3**	**-1,6**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		20,0 (8)		2,4	5,1	11,7	1,1	-0,7
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**33,7**	**42,2**	**36,6**	**33,7**	**32,8**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				4,1	0,2	3,6	1,8	0,5
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**13,4**	**5,6**	**11,7**	**0,3**	
Redditività del capitale proprio (%)				8,7	4,5	8,2		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		18,0	19,1	18,7		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				1,9e	1,9e	1,8p	1,5	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**5,3 b**	**5,2**	**5,2**	**5,1**	**5,0**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		4,7 (10)		5,0	5,6	5,1	4,5	5,5
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**1,6 b**	**1,1 b**	**1,4**	**3,0**	**2,6**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-0,4**	**-0,3**	**0,0**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-2,1**	**-0,8**	**0,3**		

Note: Cfr. allegato 1.
Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.5. GERMANIA

Di recente l'elevato avanzo delle partite correnti della Germania è diminuito notevolmente, a causa del deterioramento delle ragioni di scambio dovuto allo shock esterno negativo. Fino all'inizio del 2022 la crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è stata tra le più elevate dell'UE e si stima che i prezzi delle abitazioni siano sopravvalutati. L'inflazione di fondo e gli aumenti salariali in Germania potrebbero facilitare il riequilibrio della zona euro.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che la Germania presenta squilibri macroeconomici. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare la persistenza degli squilibri o la relativa correzione nell'ambito di un esame approfondito per la Germania.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà all'1,6 % nel 2022 e a -0,6 % nel 2023. Attestandosi all'11,6 % su base annua, l'inflazione è stata elevata e in aumento in ottobre, sebbene inferiore a quella della maggior parte dei paesi della zona euro, mentre l'inflazione di fondo è stimata al 5,1 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Germania si evince che nel 2021 tre indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia il saldo delle partite correnti, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni e il debito pubblico. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

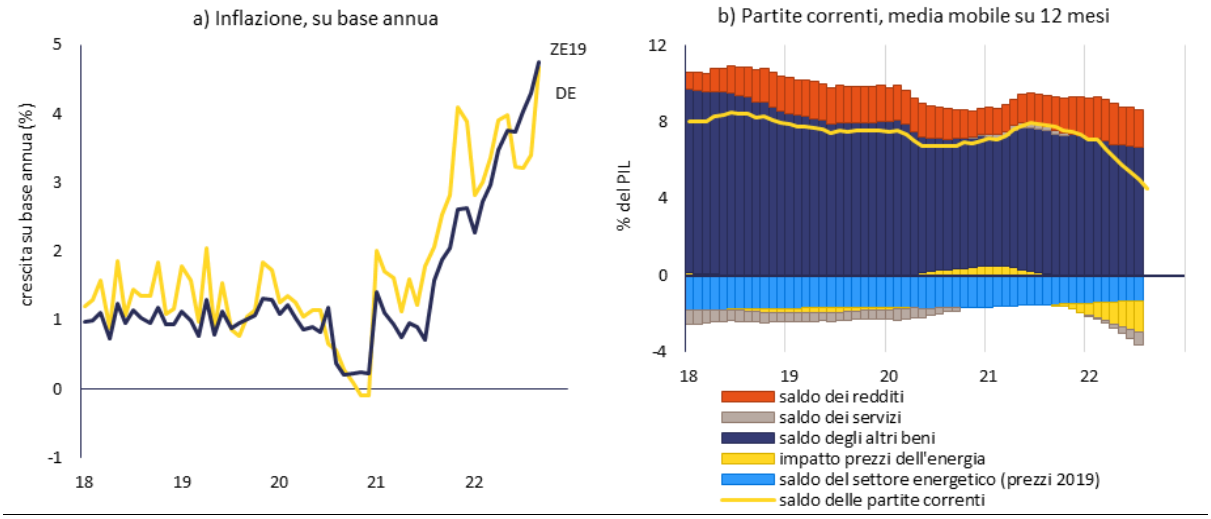
- l'**avanzo delle partite correnti** è aumentato leggermente, raggiungendo il 7,4 % del PIL nel 2021, a causa di investimenti pubblici e privati modesti nonostante le favorevoli condizioni di finanziamento. Nel 2022 l'avanzo delle partite correnti dovrebbe scendere ben al di sotto del 6 % del PIL per la prima volta dal 2010. Tale calo riflette l'impennata dei prezzi dell'energia e il conseguente deterioramento delle ragioni di scambio, la relativa resilienza della domanda interna e la crescita delle giacenze. L'avanzo dovrebbe aumentare nuovamente nel 2023, pur rimanendo ben al di sotto del 6 % del PIL;

- l'andamento della **competitività di costo** potrebbe facilitare il riequilibrio della zona euro. La crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto è rimasta contenuta, nonostante un mercato del lavoro teso, ma dovrebbe riprendersi nel 2022 e nel 2023. Nel 2022 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA è diminuito;

- la crescita dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un'accelerazione dal 7,8 % all'11,5 % nel 2021, registrando uno dei ritmi di crescita più alti dell'UE. I prezzi nominali delle abitazioni hanno subito un'ulteriore accelerazione, raggiungendo il 10,2 % su base annua nel secondo trimestre del 2022, con un rapporto prezzo/reddito sostanzialmente invariato. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 21 %;

- i rischi legati al **debito pubblico** rimangono contenuti. Il rapporto debito pubblico/PIL ha superato la soglia indicativa del quadro di valutazione pari al 60 % del PIL, salendo al 68,6 % nel 2021. Secondo le previsioni, in futuro dovrebbe diminuire e i rischi per la sostenibilità di bilancio a lungo termine sono considerati medi. Nel 2021 il disavanzo di bilancio si è ridotto al 3,7 % del PIL, quindi a un livello inferiore rispetto alla media della zona euro. Si prevede che continuerà a diminuire nel 2022, ma aumenterà nel 2023.

Grafico 3.5.1 - **Grafici selezionati: Germania**



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.5.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Germania**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**7,8**	**7,5**	**7,3**	**6,0**	**5,2**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		1,9 (1)	2,9 (2)	7,6	7,0	7,4	3,7	4,6
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-83,3 (3)**	**25,1 (4)**	**58,5**	**64,1**	**70,7**	**76,8**	**76,4**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				51,0	54,9	54,6		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**8,1 p**	**10,3 p**	**7,4 p**	**8,3**	**11,0**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				3,3 p	3,4 p	0,6 p	4,1	6,0
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**2,0**	**2,4**	**0,5**	**-2,3**	**-5,5**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-1,5	1,4	0,8	-4,3	-2,0
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**-1,2**	**0,9**	**-5,9**	**-7,0**	**-7,3**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				-1,9	2,1	-3,6	-2,4	-1,7
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**112,7 p**	**121,2 p**	**120,4 p**	**120,2**	**111,3**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**6,4 p**	**6,4 p**	**5,7 p**	**7,7**	**5,2**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		52,8 (6)	65,9 (7)	53,4	57,0	56,7	56,1	55,2
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		76,9 (6)	80,6 (7)				64,1	56,1
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**4,4**	**7,1**	**8,2 p**	**4,6**	**-0,9**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		20,5 (8)		5,8	7,8	11.5 p	8,2	2,2
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**58,9**	**68,0**	**68,6**	**67,4**	**66,3**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				1,5	-4,3	-3,7	-2,3	-3,1
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**7,3**	**11,4**	**7,2**	**9,7**	
Redditività del capitale proprio (%)				2,1	2,2	4,0		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 ; (9)		15,5	16,0	15,7		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				1,2e	1,2e	1,1p	1,0	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**3,3**	**3,3 b**	**3,4 b**	**3,5**	**3,4**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		3,3 (10)		3,0	3,7 b	3,6	3,1	3,5
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**1,3**	**0,3 b**	**1,2**	**1,5**	**1,9**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-0,5**	**-0,4 b**	**-0,2**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-1,3**	**0,8 b**	**0,3**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.6. ESTONIA

In Estonia le preoccupazioni relative alla competitività di costo sono in aumento. La crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto è destinata ad aumentare e l'inflazione di fondo è elevata rispetto ai paesi comparabili all'Estonia della zona euro. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è tra le più elevate dell'UE, in un contesto in cui la sopravvalutazione stimata dei prezzi delle abitazioni è moderata.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per l'Estonia. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare le nuove vulnerabilità emergenti e le relative implicazioni in un esame approfondito per l'Estonia.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà a -0,1 % nel 2022 e allo 0,7 % nel 2023. L'inflazione è elevata, anche a confronto con i partner commerciali dell'Estonia nella zona euro. Su base annua è scesa al 22,4 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 12,5 % a settembre. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per l'Estonia si evince che nel 2021 cinque indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni, la crescita delle passività del settore finanziario, la variazione del tasso di attività e la variazione della disoccupazione giovanile. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le preoccupazioni in materia di **sostenibilità esterna** rimangono contenute. Nonostante un disavanzo dell'1,8 % del PIL nel 2021, il saldo delle partite correnti dovrebbe registrare un lieve avanzo nel 2022 e migliorare ulteriormente in futuro. Il disavanzo pubblico si è ridotto al 2,4 % del PIL nel 2021 e dovrebbe rimanere sostanzialmente invariato nel 2022, per poi iniziare tuttavia ad ampliarsi nel 2023. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) è negativa, ma nel 2021 è migliorata. Dopo un temporaneo deterioramento nel 2022, si prevede che continuerà a migliorare nel 2023. Poiché lo stock accumulato di investimenti esteri diretti rappresenta la maggior parte delle passività, la NIIP al netto degli strumenti non esposti al rischio di default è positiva ed elevata;

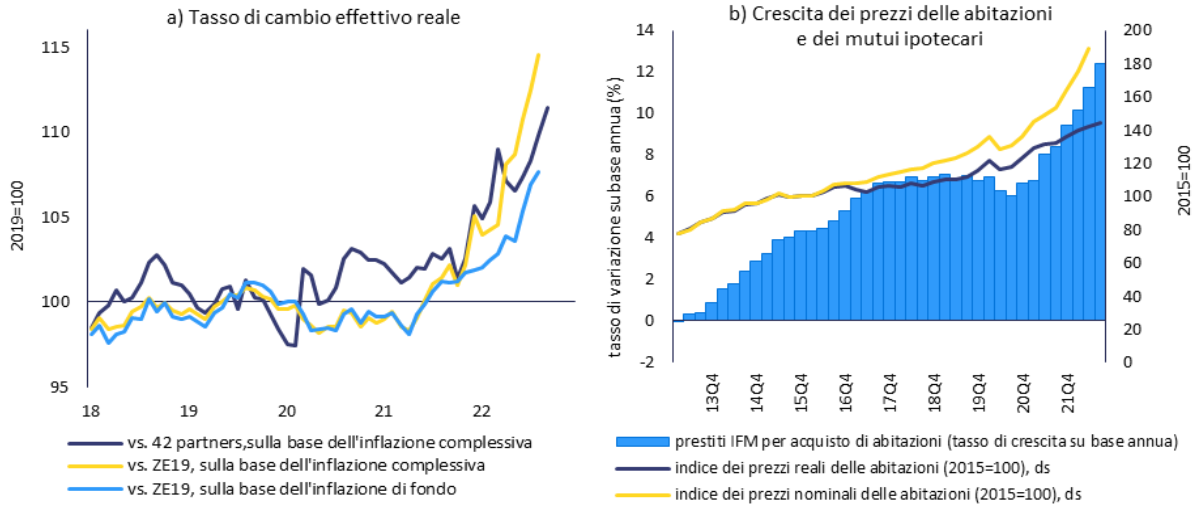
- le preoccupazioni in materia di **competitività di costo** sono in aumento. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è aumentato nel 2021 e dovrebbe crescere notevolmente nel 2022 e nel 2023, in un contesto di aumenti elevati dei salari nominali dell'Estonia cui non corrisponde un aumento della produttività. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è apprezzato e nel 2022 è in corso un apprezzamento più forte;

- la crescita elevata dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un'accelerazione dal 6 % nel 2020 al 15,1 % nel 2021, registrando uno dei ritmi di crescita più alti dell'UE negli ultimi trimestri e raggiungendo il 27,4 % nel secondo trimestre del 2022. Uno dei rapporti prezzo/reddito più elevati dell'UE desta preoccupazioni in merito all'accessibilità economica. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 7 %;

- il **rapporto debito delle famiglie/PIL** è prossimo al parametro di riferimento basato sui fondamentali e inferiore alla soglia prudenziale. I flussi di credito netti alle famiglie sono stati moderati fino al 2021, attestandosi intorno al 2 % del PIL. Mentre i flussi di credito netti sono aumentati nel 2022 a quasi il 4 % del PIL, il rapporto debito/PIL ha continuato a diminuire nella prima metà del 2022;

- il **tasso di disoccupazione** è sceso al 6,2 % nel 2021 e dovrebbe diminuire leggermente nel 2022, per poi aumentare nel 2023. Il tasso di attività è calato nel 2021, riflettendo ancora le restrizioni pandemiche, ma è destinato a riprendersi in futuro. Anche se è diminuita, la disoccupazione giovanile rimane elevata.

Grafico 3.6.1 - **Grafici selezionati: Estonia**



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.6.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Estonia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**1,8**	**0,8**	**-0,1**	**-0,8**	**-0,2**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		-0,6 (1)	-2,6 (2)	2,4	-1,0	-1,8	0,4	0,7
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-61,6 (3)**	**-14,3 (4)**	**-22,6**	**-21,9**	**-13,0**	**-18,4**	**-14,2**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				31,0	41,5	39,9		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**15,8**	**15,7**	**10,7**	**19,5**	**25,2**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				4,7	3,9	1,8	12,9	8,8
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**6,1**	**5,3**	**1,9**	**0,0**	**-3,5**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				0,0	0,7	1,2	-2,1	-2,9
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 an	**-6%**			**1,7**	**16,4**	**17,8**	**19,4**	**16,0**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				2,6	4,8	7,8	1,2	-1,1
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**98,9**	**101,4**	**95,3**	**91,3**	**81,5**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**3,4**	**3,0**	**6,5**	**7,8**	**3,9**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		87,8 (6)	38,2 (7)	38,6	40,7	37,8	37,3	37,5
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		111,8 (6)	61,0 (7)				54,0	44,0
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**4,4**	**7,0**	**10,4**	**1,3**	**-0,6**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		6,9 (8)		7,0	6,0	15,1	20,8	7,0
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**8,5**	**18,5**	**17,6**	**18,7**	**19,3**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				0,1	-5,5	-2,4	-2,3	-3,7
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**11,6**	**17,9**	**17,5**	**1,5**	
Redditività del capitale proprio (%)				8,3	7,4	9,5		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		25,7	27,0	23,3		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				1,6e	1,6e	1,1p	1,0	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**5,2**	**5,6**	**5,9**	**6,4**	**6,3**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		6,2 (10)		4,5	6,9	6,2	6,1	6,6
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**1,3**	**0,4**	**-0,2**	**4,8**	**2,0**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,3**	**-0,8**	**0,3**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-2,4**	**6,2**	**4,7**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.7. IRLANDA

In Irlanda il rapporto tra PIL e debito estero, debito delle famiglie, debito delle società non finanziarie e debito pubblico è elevato, ma continua a diminuire notevolmente. Di conseguenza le preoccupazioni associate sembrano rimanere limitate. Il rapporto debito/PIL in Irlanda risente della presenza di imprese multinazionali. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni sta accelerando e l'accessibilità economica delle abitazioni desta preoccupazione.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che l'Irlanda non presentava più squilibri macroeconomici. Quest'anno la Commissione non ritiene necessario effettuare ulteriori analisi approfondite per l'Irlanda.

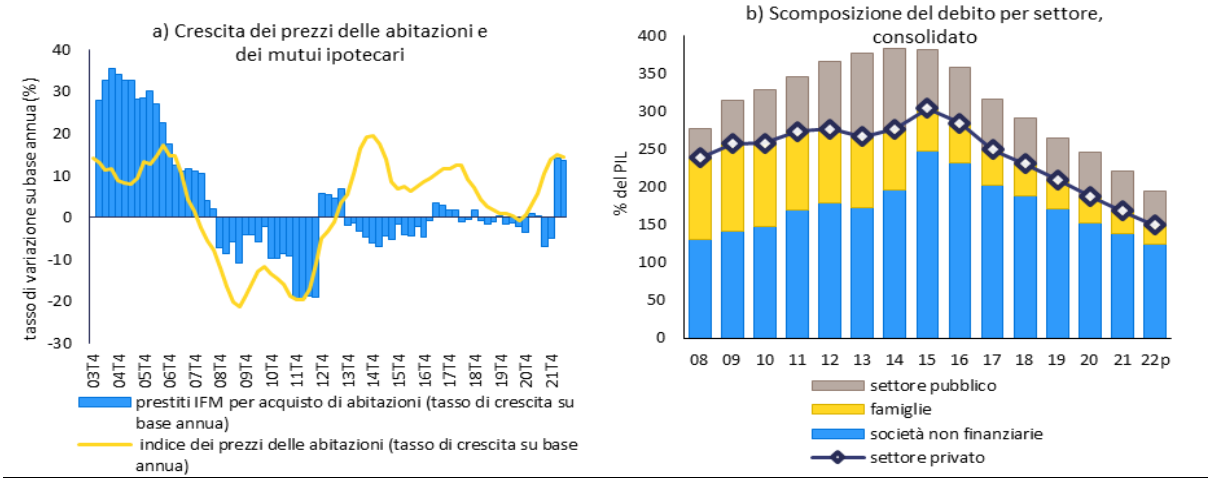
Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 7,9 % nel 2022 e al 3,2 % nel 2023. L'inflazione è elevata. Su base annua è salita al 9,6 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 5,1 % a settembre. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per l'Irlanda si evince che nel 2021 quattro indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia il saldo delle partite correnti, la posizione patrimoniale netta sull'estero, il debito del settore privato e la crescita delle passività del settore finanziario. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- negli ultimi anni le preoccupazioni in materia di **sostenibilità esterna** si sono notevolmente attenuate. Il settore esterno è fortemente gonfiato dalle attività delle multinazionali. Nel 2021 le partite correnti hanno registrato un forte avanzo del 14,2 % del PIL e si prevede un ulteriore aumento nel 2022. Anche l'avanzo delle partite correnti corretto per l'impatto delle imprese multinazionali è rimasto elevato nel 2021. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) nel 2021 è migliorata a -145,5 % del PIL e si prevede un costante miglioramento per i prossimi due anni;
- il **debito delle società non finanziarie** è elevato, ma con un andamento discendente. Nel 2021 ha subito una flessione moderata al 138 % del PIL, pari al 252 % del reddito nazionale lordo (RNL) modificato. Il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL è diminuito nella prima metà del 2022, ma vi sono fattori di rischio associati al contesto macroeconomico che lo fanno rimanere al di sopra delle soglie fondamentali e prudenziali, sebbene l'elevata percentuale di prestiti infragruppo transfrontalieri nel debito societario riduca i rischi. La quota di prestiti alle imprese denominati in valuta estera (12 %) è una delle più elevate tra i paesi della zona euro, ma è connessa alla presenza delle imprese multinazionali. Il **rapporto debito delle famiglie/PIL** è relativamente basso e con un andamento discendente. È inferiore ai parametri di riferimento, ma il PIL irlandese è sovrastimato dalle attività delle multinazionali. In percentuale del reddito interno lordo delle famiglie, il debito delle famiglie è diminuito significativamente, pur rimanendo prossimo al 100 %. La quota dei mutui ipotecari a tasso variabile è relativamente bassa, attestandosi al 20 % nel 2021;
- i timori connessi all'andamento dei **prezzi delle abitazioni** sono in aumento. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha registrato un'accelerazione passando dallo 0,3 % all'8,3 % nel 2021. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua si è attestata al 14,4 % nel secondo trimestre del 2022. Uno dei rapporti prezzo/reddito più elevati dell'UE desta preoccupazioni in merito all'accessibilità economica. I parametri del divario di valutazione dei servizi della Commissione non mostrano segni di una potenziale sopravvalutazione;
- il **settore bancario** è complessivamente stabile. Le banche sono ben capitalizzate e nel 2021 la redditività è aumentata, pur rimanendo bassa rispetto ai paesi comparabili europei. I crediti deteriorati hanno continuato a diminuire, anche se le esposizioni creditizie a rischio di deterioramento (fase 2), in particolare nei confronti delle SNF, rimangono relativamente elevate. In Irlanda il settore finanziario non bancario è molto ampio, ma solo marginalmente interconnesso con l'economia nazionale;

- **i rischi connessi al rapporto debito pubblico**/PIL sono piuttosto bassi. Nel 2021 tale rapporto è sceso al 55,4 % e secondo le previsioni continuerà a diminuire notevolmente nel 2022. Per contro, il debito pubblico rispetto all'RNL rimane elevato, pari a circa il 100 %. Nel 2022 il saldo di bilancio dovrebbe trasformarsi in un leggero avanzo e dovrebbe continuare a migliorare. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono medi nel lungo periodo.

Grafico 3.7.1 - **Grafici selezionati: Irlanda**



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.7.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Irlanda**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**-4,7**	**-7,2**	**-4,2**	**8,5**	**16,9**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		4,3 (1)	-4,9 (2)	-19,8	-6,8	14,2	18,2	18,3
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-159,0 (3)**	**17,0 (4)**	**-193,4**	**-177,0**	**-145,5**	**-121,4**	**-93,7**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-282,6	-294,4	-335,1		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**-3,9**	**-6,3**	**-7,9**	**-10,0**	**-1,7**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				1,3	-5,1	-4,2	-1,0	3,6
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**-1,4**	**-1,2**	**-2,6**	**-6,1**	**-7,2**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-2,7	0,3	-0,1	-6,3	-0,9
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**73,1**	**51,5**	**39,9**	**47,3**	**41,3**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				9,7	23,2	-4,0	6,8	1,9
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**209,3 p**	**187,3 p**	**168,1 p**	**149,4**	**144,0**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**-9,6 p**	**-3,6 p**	**2,6 p**	**7,2**	**13,2**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		74,6 (6)	44,9 (7)	38,6p	34,4p	29,7p	24,6	22,9
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		112,8 (6)	42,0 (7)				124,8	121,1
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**0,5**	**-0,5**	**4,2**	**5,5**	**0,4**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		-11,5 (8)		2,3	0,3	8,3	12,5	12,7
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**57,0**	**58,4**	**55,4**	**44,7**	**41,2**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				0,5	-5,0	-1,7	0,2	0,8
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**15,4 p**	**7,4 p**	**18,8 p**	**2,1**	
Redditività del capitale proprio (%)				3,7	-2,2	4,5		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		22,3	22,3	22,2		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				3,4e	3,4e	2,4p	2,0	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**5,8**	**5,6**	**5,7**	**5,5**	**5,1**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		5,1 (10)		5,0	5,9	6,2	4,4	4,8
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**0,6**	**-1,8**	**1,8**	**1,6**	**3,5**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-2,6**	**-1,6**	**-0,3**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-4,3**	**1,4**	**0,7**		

Note: Cfr. allegato 1.
Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.8. GRECIA

In Grecia permangono preoccupazioni relative al rapporto debito pubblico/PIL e al rapporto debito estero/PIL, anche se entrambi hanno ripreso il loro andamento discendente dopo la crisi COVID-19. Il disavanzo delle partite correnti ha continuato ad aumentare e dovrebbe rimanere elevato. Permangono preoccupazioni per il settore bancario, gravato da uno stock elevato, anche se notevolmente ridotto, di crediti deteriorati. Persistono le debolezze del mercato del lavoro, nonostante notevoli miglioramenti.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che la Grecia presenta squilibri macroeconomici eccessivi. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare la persistenza di squilibri eccessivi o la relativa correzione nell'ambito di un esame approfondito per la Grecia.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 6 % nel 2022 e all'1 % nel 2023. L'inflazione è elevata. Su base annua è scesa al 9,8 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 6,9 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Grecia si evince che nel 2021 sei indicatori superavano le rispettive soglie indicative, vale a dire il saldo delle partite correnti, la posizione patrimoniale netta sull'estero, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni, il debito pubblico, la variazione della disoccupazione e la variazione del tasso di attività. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- la **sostenibilità esterna** continua a destare preoccupazione. Nel 2021 il disavanzo delle partite correnti è salito al 6,8 % del PIL. La forte stagione turistica dovrebbe migliorare il saldo della bilancia dei servizi, ma non dovrebbe compensare completamente il deterioramento del saldo della bilancia commerciale dei beni, compresa l'energia. Il disavanzo delle partite correnti dovrebbe aumentare nel 2022 e rimanere significativamente superiore ai livelli precedenti la pandemia. La NIIP rimane elevata e negativa, attestandosi a -171,9 % del PIL nel 2021, quindi leggermente al di sotto del valore del 2020, e si prevede che continuerà a migliorare. Gran parte delle passività della NIIP è rappresentata dal debito pubblico concesso a condizioni agevolate e con scadenze lunghe;

- permangono preoccupazioni legate al **rapporto debito delle famiglie/PIL e al rapporto debito delle società non finanziarie/PIL**. Entrambi i valori sono al di sopra dei parametri di riferimento prudenziali e fondamentali, ma seguono un andamento discendente e sono infatti diminuiti nella prima metà del 2022. Oltre la metà dei mutui ipotecari ha tassi di interesse variabili;

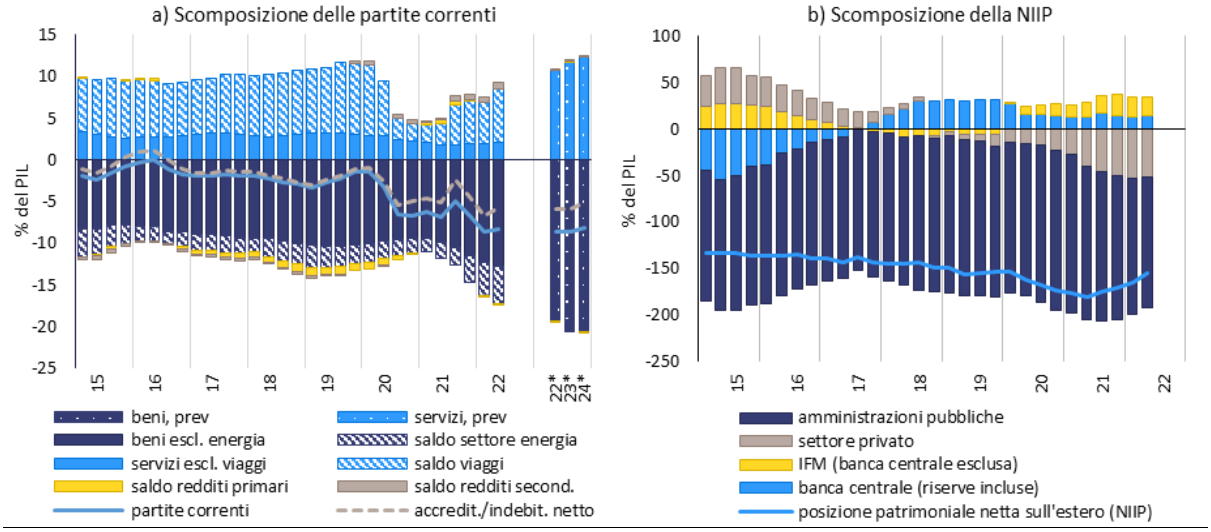
- il **debito pubblico** è molto elevato. Il rapporto debito pubblico/PIL è tra i più elevati dell'UE, sebbene nel 2021 sia diminuito di 12 punti percentuali al 194,5 % del PIL, e si prevede che diminuirà ulteriormente nel 2022, scendendo al di sotto del livello del 2019, e nel 2023. Il disavanzo pubblico rimane elevato, anche se si è ridotto al 7,5 % nel 2021, e si prevede che continuerà a calare. Poiché il debito della Grecia è detenuto prevalentemente da finanziatori istituzionali, i tassi di interesse favorevoli di questi prestiti garantiscono che la spesa per interessi sia contenuta nel breve e medio termine. Inoltre la Grecia continua a detenere una consistente riserva di liquidità che consente una gestione efficiente della liquidità e riduce i rischi di rinnovo della posizione. I differenziali sui titoli sovrani sono aumentati, ma si sono ora stabilizzati a un tasso superiore alla media della zona euro. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono elevati nel breve e medio termine, ma medi nel lungo periodo;

- permangono preoccupazioni per il **settore bancario** che continua a essere gravato da uno stock elevato, anche se notevolmente ridotto, di crediti deteriorati. Nell'economia sono presenti rischi associati, in quanto parte del debito privato deteriorato preesistente è iscritto nei bilanci di istituzioni finanziarie al di fuori del settore bancario. Nell'ultimo anno la creazione netta di nuovi

crediti deteriorati rimane a un tasso limitato, ma i crediti a rischio di deterioramento (fase 2) e la quota di prestiti oggetto di misure di tolleranza sono superiori alla media della zona euro. Nel 2021 la redditività è diventata fortemente negativa e il coefficiente di capitale primario di classe 1 rimane uno dei più bassi dell'UE. Agli inizi del 2022 la crescita dei prezzi delle abitazioni rimane elevata ma moderata;

- nonostante notevoli miglioramenti, le debolezze del **mercato del lavoro** continuano a destare preoccupazione. Il tasso di disoccupazione è diminuito in modo sostanziale, ma nel 2021 si attestava al 14,7 % continuando quindi a essere tra i più alti dell'UE. Nel 2022 dovrebbe continuare a diminuire, per poi rimane sostanzialmente invariato nel 2023. Il tasso di attività è relativamente basso, pur essendo aumentato nel 2021. I tassi di disoccupazione giovanile e di lunga durata sono diminuiti, ma rimangono i più elevati dell'UE.

Grafico 3.8.1 - **Grafici selezionati: Grecia**



Fonte: servizi della Commissione europea.

Tabella 3.8.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Grecia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**-2,1**	**-3,7**	**-5,0**	**-6,9**	**-7,1**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		-1,1 (1)	-2,6 (2)	-1,5	-6,6	-6,8	-7,3	-7,4
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-45,7 (3)**	**-47,6 (4)**	**-154,1**	**-173,8**	**-171,9**	**-147,3**	**-143,8**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-133,5	-155,1	-150,2		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**-1,1**	**6,2 p**	**4,0 p**	**5,3**	**1,4**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				0,0	7,2 p	-3,1 p	1,3	3,3
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**0,5**	**0,4**	**-3,1**	**-5,0**	**-9,9**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-2,1	0,4	-1,4	-3,9	-5,0
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**3,2**	**-10,7**	**9,6**	**13,3**	**6,7**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				0,7	-19,7	20,1	8,5	1,2
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**110,3**	**124,9 p**	**120,7 p**	**107,6**	**102,0**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**-1,0**	**5,1 p**	**-0,1 p**	**3,1**	**4,0**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		33,8 (6)	21,6 (7)	55,9	59,5	55,2	47,3	43,9
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		62,7 (6)	47,0 (7)				60,3	58,1
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**7,2 e**	**5,7 e**	**6,4 e**	**-0,9**	**-1,5**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		5,0 (8)		7,2	4,5	7,5	6,0	2,1
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**180,6**	**206,3**	**194,5**	**171,1**	**161,9**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				1,1	-9,9	-7,5	-4,1	-1,8
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**11,6**	**27,5**	**14,3**	**1,9**	
Redditività del capitale proprio (%)				0,7	-7,9	-20,1		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		16,2	15,0	13,6		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				35,5e	26,5e	8,6p	6,8	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**19,8**	**18,4**	**16,7**	**15,0**	**13,3**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		8,8 (10)		17,9	17,6	14,7	12,6	12,6
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**0,3**	**-2,9**	**-0,8**	**-0,7**	**1,3**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-4,1**	**-3,8**	**-3,3**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-10,7**	**-6,5**	**-5,7**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.9. SPAGNA

In Spagna permangono preoccupazioni legate al rapporto tra PIL e debito delle famiglie, debito delle società non finanziarie, debito pubblico e debito estero, anche se tali valori hanno ripreso il loro andamento discendente dopo la crisi COVID-19, con un sensibile calo del debito estero e privato in un contesto di forte crescita del PIL nominale. Il rapporto debito pubblico/PIL è molto elevato e il disavanzo di bilancio è considerevole, nonostante un lieve miglioramento. Il tasso di disoccupazione, sebbene ancora elevato, è già sceso al di sotto dei livelli pre-crisi e dovrebbe rimanere stabile il prossimo anno.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che la Spagna presenta squilibri macroeconomici. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare la persistenza degli squilibri o la relativa correzione nell'ambito di un esame approfondito per la Spagna.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 4,5 % nel 2022 e all'1 % nel 2023. L'inflazione è elevata. Su base annua è scesa al 7,3 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 4,8 % a settembre. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Spagna si evince che nel 2021 sei indicatori superavano le rispettive soglie indicative, vale a dire la posizione patrimoniale netta sull'estero, la quota del mercato delle esportazioni, la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, il debito del settore privato, il debito pubblico e la variazione della disoccupazione. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- nonostante alcuni miglioramenti, permangono preoccupazioni in materia di **sostenibilità esterna**. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) negativa è notevolmente migliorata, raggiungendo -71,5 % del PIL nel 2021, principalmente a causa dei forti effetti di valutazione positivi e di un'elevata crescita del PIL nominale, e tale miglioramento è destinato a proseguire anche se a un ritmo inferiore. Il miglioramento è attribuibile principalmente alla NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default, che è passata da -52,1 % a -39,7 % del PIL. Il saldo delle partite correnti è rimasto in lieve avanzo, all'1,2 % del PIL nel 2021, ma si prevede che diminuirà leggermente. Nel 2022 la forte stagione turistica dovrebbe migliorare il saldo della bilancia dei servizi e compensare parzialmente il deterioramento del saldo della bilancia commerciale dei beni, compresa l'energia;

- alcune preoccupazioni in materia di **competitività di costo** rimangono limitate. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è leggermente aumentato nel 2021 e dovrebbe salire ulteriormente con l'aumento dell'inflazione di fondo. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è apprezzato marginalmente, registrando tuttavia un deprezzamento su base annua nel 2022 (dati ad agosto);

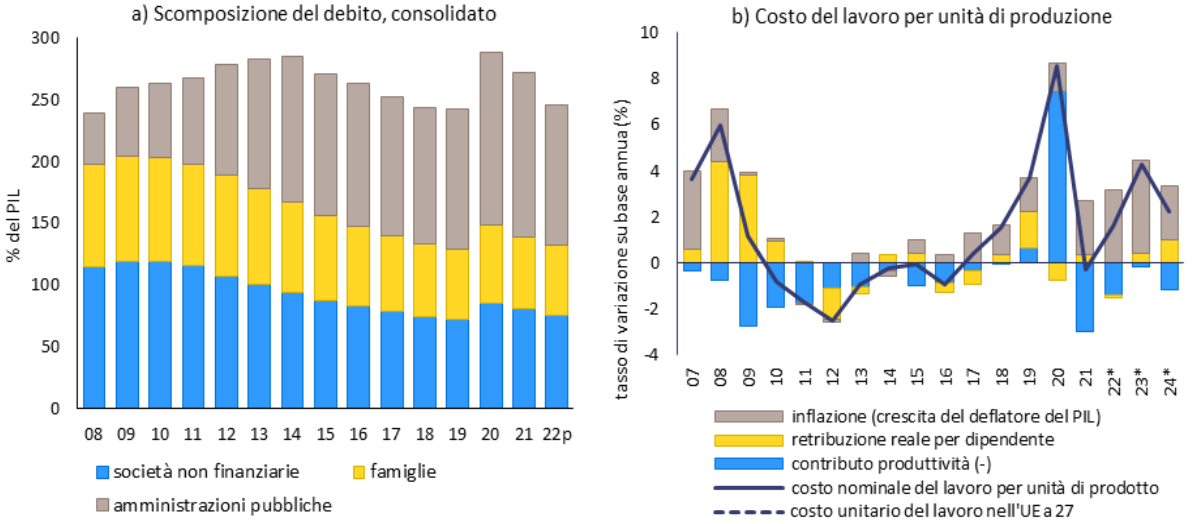
- pur avendo un andamento discendente, il **rapporto debito delle società non finanziarie/PIL** continua a destare preoccupazioni. Nel 2021 è diminuito moderatamente, attestandosi all'80 %, e nella prima metà del 2022 ha continuato a diminuire, ma vi sono fattori di rischio associati al contesto macroeconomico. Il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL continua a essere al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali ed è ancora di 8 punti percentuali superiore al 2019. Il rapporto **debito delle famiglie/PIL** è ancora superiore ma prossimo a parametri di riferimento prudenziali e basati sui fondamentali e ha ripreso a seguire un andamento discendente;

- il **debito pubblico** continua a destare notevoli preoccupazioni. È leggermente diminuito nel 2021, raggiungendo il 118,3 % del PIL, e dovrebbe diminuire nuovamente nel 2022 e nel 2023. Il disavanzo pubblico è rimasto elevato, anche se nel 2021 è sceso al 6,9 %. Si prevede che diminuirà ulteriormente nel 2022 e nel 2023. I rischi per la sostenibilità di bilancio

sono elevati nel medio periodo e medi nel lungo periodo, in parte anche a causa dei costi connessi all'invecchiamento della popolazione;

- nonostante i notevoli miglioramenti, le debolezze del **mercato del lavoro** rimangono motivo di preoccupazione. Il tasso di disoccupazione è diminuito in modo sostanziale nell'ultimo decennio, ma rimane tra i più elevati dell'UE, attestandosi al 14,8 % nel 2021, in particolare nei segmenti della disoccupazione giovanile e di lunga durata. Secondo le previsioni, dovrebbe diminuire nel 2022, per poi rimanere sostanzialmente invariato. Nonostante i recenti rapidi cali, i tassi di disoccupazione giovanile e di lunga durata rimangono tra i più elevati dell'UE. La resilienza del mercato del lavoro trae vantaggio dalle riforme intraprese nell'ambito del piano per la ripresa e la resilienza, che sostengono il mercato del lavoro nel contesto di un deterioramento delle prospettive economiche.

Grafico 3.9.1 - **Grafici selezionati: Spagna**



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.9.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Spagna**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**2,3**	**1,5**	**1,2**	**0,8**	**0,9**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,9 (1)	-1,6 (2)	2,1	0,6	1,0	0,9	0,8
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-58,0 (3)**	**-18,8 (4)**	**-73,7**	**-85,7**	**-71,5**	**-60,2**	**-54,9**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-46.1	-52.1	-39.7		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**5,7**	**14,3 p**	**12,3 p**	**9,8**	**6,0**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				3,7	8,6 p	-0,3 p	1,4	4,8
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**1,7**	**1,1**	**-0,5**	**-3,2**	**-6,4**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-1,7	0,7	0,5	-4,3	-2,7
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**2,3**	**-7,2**	**-10,5**	**0,9**	**2,1**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				-0,9	-10,5	2,0	12,8	0,0
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**129,3**	**148,1 p**	**139,1 p**	**131,8**	**129,4**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**1,5**	**4,7 p**	**2,5 p**	**3,2**	**7,2**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		40,8 (6)	46,6 (7)	56.8	62.7	58.4	56,5	55,2
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		57,4 (6)	56,6 (7)				75,3	74,2
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**4,1**	**2,2**	**1,5**	**-2,3**	**-2,7**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		11,5 (8)		5,2	2,2	3,7	6,0	0,8
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**98,2**	**120,4**	**118,3**	**114,0**	**112,5**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				-3,1	-10,1	-6,9	-4,6	-4,3
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**1,6**	**9,8**	**6,6**	**2,5**	
Redditività del capitale proprio (%)				6,7	-3,5	10,2		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10.6 (9)		12,5	13,2	13,3		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				3.1e	2.8e	2.9p	2,7	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**15,5**	**15,0**	**14,8 d**	**14,3**	**13,4**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		11,8 (10)		14,1	15,5	14,8 d	12,7	12,7
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**-0,4**	**-1,7**	**0,0 d**	**-0,5**	**1,8**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-4,2**	**-2,7**	**-0,2 d**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-11,9**	**-0,3**	**0,5 d**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.10. FRANCIA

In Francia permangono preoccupazioni relative alla competitività di costo e all'elevato rapporto debito pubblico/PIL. Inoltre l'elevato debito privato giustifica un attento monitoraggio. L'inflazione di fondo è inferiore a quella di molti altri paesi della zona euro. Tuttavia le preoccupazioni in materia di sostenibilità esterna e competitività continuano a richiedere un attento monitoraggio. Sebbene in calo, il rapporto debito pubblico/PIL e il disavanzo pubblico rimangono elevati. Il debito delle società non finanziarie è in calo dopo aver registrato un forte aumento durante la pandemia.

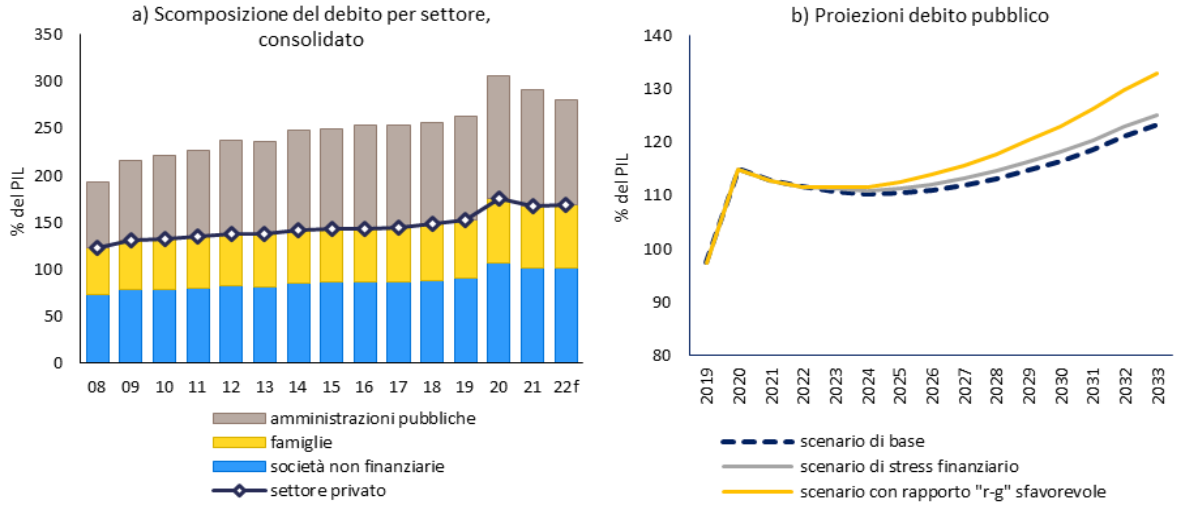
Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che la Francia presenta squilibri macroeconomici. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare la persistenza degli squilibri o la relativa correzione nell'ambito di un esame approfondito per la Francia.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 2,6 % nel 2022 e allo 0,4 % nel 2023. L'inflazione è elevata, sebbene inferiore rispetto alla maggior parte dei paesi della zona euro. Su base annua è salita al 7,1 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 4,1 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Francia si evince che nel 2021 tre indicatori superavano le rispettive soglie indicative, vale a dire la variazione delle quote del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato e il debito pubblico. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le problematiche relative alla **sostenibilità esterna** richiedono un attento monitoraggio. Nel 2021 le partite correnti sono passate a un leggero avanzo dello 0,4 % del PIL, tornando ai livelli precedenti la pandemia. Per il 2022 e il 2023 è previsto un disavanzo. Nel 2021 la NIIP ha continuato a peggiorare, raggiungendo -32,1 % del PIL, a causa del saldo negativo delle partite correnti e degli effetti di valutazione. Per il futuro è previsto un miglioramento;
- le preoccupazioni per la **competitività di costo**, che esistevano già prima della pandemia di COVID-19, rimangono pertinenti. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è salito nel 2021 e dovrebbe aumentare più vigorosamente in futuro, in un contesto di inflazione di fondo inferiore rispetto alla maggior parte degli altri paesi della zona euro. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è deprezzato marginalmente, continuando a deprezzarsi su base annua nel 2022 (dati ad agosto);
- nonostante il calo al 101 % nel 2021, il **rapporto debito delle società non finanziarie/PIL** rimane elevato. Il debito delle società non finanziarie ha continuato a diminuire nella prima metà del 2022. Continua ad essere al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali ed è ancora di 10 punti percentuali superiore al 2019. L'indebitamento delle imprese è affiancato da elevate e crescenti riserve di liquidità, il che attenua i rischi;
- i timori connessi all'andamento dei **prezzi delle abitazioni** sono in aumento. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha registrato un'accelerazione passando dal 5,2 % al 6,3 % nel 2021. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua è aumentata al 7,1 % nel secondo trimestre del 2022. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 20 %. Il **debito delle famiglie** in rapporto al PIL è superiore sia ai parametri di riferimento prudenziali sia a quelli basati sui fondamentali e i flussi di credito verso le famiglie sono elevati. Tuttavia i rischi sono attenuati dall'elevata percentuale di prestiti a tasso fisso, da criteri di concessione del credito prudenti e da misure politiche macroprudenziali;
- i timori associati al **debito pubblico** sono significativi. Il già elevato rapporto debito pubblico/PIL, superiore alla soglia del quadro di valutazione, è leggermente diminuito nel 2021 attestandosi al 112,8 % del PIL e nel periodo oggetto delle previsioni dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile al di sopra del livello del 2019. Il disavanzo pubblico rimane elevato, anche se si è ridotto al 6,5 % nel 2021, e si prevede che continuerà a calare nel 2022. I rischi per la sostenibilità di bilancio rimangono elevati nel medio periodo e medi nel lungo periodo.

Grafico 3.10.1 - **Grafici selezionati: Francia**



Lo scenario "rapporto tasso di interesse-crescita sfavorevole" ipotizza un effetto valanga meno favorevole rispetto allo scenario di base (ossia differenziale tra i tassi di interesse di mercato e la crescita del PIL nominale costantemente superiore di 1 punto percentuale). Nello scenario "stress finanziario", nel 2023 il paese deve far fronte temporaneamente (per un anno) a tassi di interesse di mercato più elevati (ossia si ipotizza che nel 2023 i tassi di interesse di mercato aumentino temporaneamente di 1 punto percentuale).
Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.10.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Francia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**-0,4**	**-0,7**	**-0,3**	**-0,9**	**-0,4**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,3 (1)	-1,7 (2)	0,5	-1,8	0,4	-1,4	-0,1
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-75,8 (3)**	**9,4 (4)**	**-24,6**	**-30,7**	**-32,1**	**-27,6**	**-27,5**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-35,2	-41,3	-37,2		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**0,9 p**	**5,0 p**	**4,6 p**	**8,5**	**7,6**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				-0,7 p	4,8 p	0,5 p	3,0	4,0
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**1,6**	**2,7**	**-0,4**	**-5,9**	**-9,2**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-1,4	1,5	-0,5	-6,8	-2,2
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**-0,7**	**-8,5**	**-11,4**	**-5,2**	**-5,1**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				-1,0	-6,9	-1,1	3,7	0,4
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**153,1 p**	**175,0 p**	**167,8 p**	**168,4**	**158,2**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**8,4 p**	**13,5 p**	**6,5 p**	**9,2**	**7,3**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		49,1 (6)	58,6 (7)	62.2	68.6	66.7p	67,4	67,0
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		54,2 (6)	72,5 (7)				101,0	91,2
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**2,5**	**4,1**	**4,7**	**2,5**	**-0,5**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		19,6 (8)		3,3	5,2	6,3	5,2	1,2
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**97,4**	**115,0**	**112,8**	**111,7**	**110,8**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				-3,1	-9,0	-6,5	-5,0	-5,3
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**6,0 b**	**11,3**	**7,3 p**	**4,3**	
Redditività del capitale proprio (%)				6,0	4,1	7,1		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 ; (9)		15,2	16,0	16,2		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				2,5e	2,2e	1,9p	1,8	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**8,9**	**8,5**	**8,1 d**	**7,9**	**7,9**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		8,1 (10)		8,4	8,0	7,9 d	7,7	8,1
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**0,3**	**-0,4**	**0,2 d**	**1,3**	**2,4**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-0,8**	**-1,0**	**-0,2 d**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-5,3**	**-2,0**	**-3,1 d**		

Note: Cfr. allegato 1.
Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.11. CROAZIA

In Croazia il rapporto tra PIL e debito pubblico, debito privato e debito estero continua a diminuire e i rischi associati sembrano essere limitati. Il rapporto debito pubblico/PIL rimane elevato, ma il disavanzo di bilancio si sta riducendo. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni sta accelerando, ma i parametri del divario di valutazione non mostrano segni di una potenziale sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni.

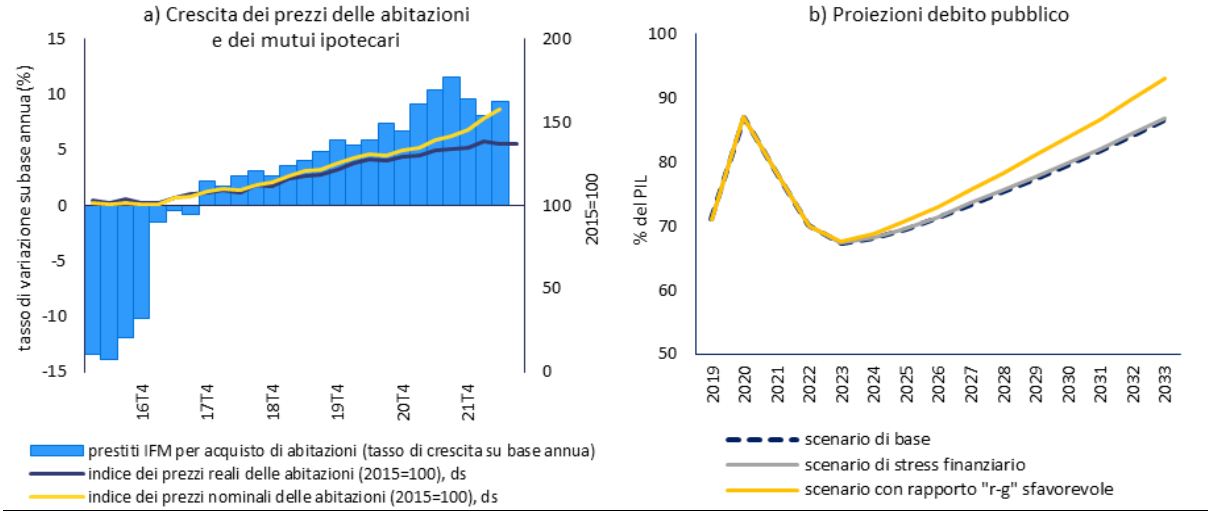
Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che la Croazia non presentava più squilibri macroeconomici. Quest'anno la Commissione non ritiene necessario effettuare ulteriori analisi approfondite per la Croazia.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 6 % nel 2022 e all'1 % nel 2023. L'inflazione è elevata e nel 2022 e nel 2023 dovrebbe rimanere al di sopra della media della zona euro. Su base annua è rimasta al 12,6 % a settembre, con un'inflazione di fondo al 9,8 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Croazia emerge che nel 2021 due indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia la posizione patrimoniale netta sull'estero e il debito pubblico. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le preoccupazioni in materia di **sostenibilità esterna** si sono notevolmente attenuate. Nel 2021 le partite correnti sono aumentate fino a raggiungere un avanzo del 3,1 % del PIL. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) moderatamente negativa, pari a -35,1 % del PIL nel 2021, dovrebbe continuare a migliorare nel 2022. La NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default è diventata positiva e nel 2021 è stata pari al 12 % del PIL;
- le preoccupazioni in materia di **competitività di costo** sembrano limitate. Un'inflazione elevata costituisce un rischio, anche se l'indicizzazione delle retribuzioni non è una prassi diffusa. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è diminuito nel 2021, ma si prevede un forte aumento nel 2022 e nel 2023. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è apprezzato marginalmente, mentre si è osservato un lieve deprezzamento su base annua nel 2022 (dati ad agosto);
- il **rapporto debito delle famiglie/PIL** è superiore al parametro di riferimento basato sui fondamentali, ma ben al di sotto di quello prudenziale. Nel 2021 e nel 2022 i flussi di credito netti alle famiglie sono stati moderati. Il rapporto debito delle famiglie/PIL ha continuato a diminuire nella prima metà del 2022. La quota dei mutui a tasso variabile per l'acquisto di abitazioni è relativamente bassa;
- i timori connessi all'**andamento dei prezzi delle abitazioni** sono in aumento. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è rallentata al 7,3 % nel 2021, ma su base annua è salita al 13,6 % nel secondo trimestre del 2022. I parametri del divario di valutazione non mostrano segni di una potenziale sopravvalutazione. Il **settore bancario** è ben capitalizzato e presenta una redditività elevata, ma è anche caratterizzato da un'incidenza dei crediti deteriorati relativamente elevata, sebbene in calo. I crediti a rischio di deterioramento (fase 2) sono aumentati significativamente dall'inizio della pandemia e da allora non si sono ridotti in modo sostanziale;
- i rischi relativi al debito pubblico non sono trascurabili. Nel 2021 il **rapporto debito pubblico/PIL** è sceso al 78,4 %, rimanendo al di sopra della soglia del quadro di valutazione del 60 %. Secondo le previsioni diminuirà ulteriormente, scendendo al di sotto del livello del 2019 nel 2022. I differenziali di rendimento dei titoli sovrani sono diminuiti, pur rimanendo al di sopra della media della zona euro. Il rischio di cambio connesso al debito pubblico sarà eliminato con l'adozione dell'euro, a partire dal 1º gennaio 2023. Il disavanzo pubblico si è ridotto al 2,6 % del PIL nel 2021 e dovrebbe ridursi ulteriormente nel 2022. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono medi nel breve e lungo termine.

Grafico 3.11.1 - **Grafici selezionati: Croazia**



Lo scenario "rapporto tasso di interesse-crescita sfavorevole" ipotizza un effetto valanga meno favorevole rispetto allo scenario di base (ossia differenziale tra i tassi di interesse di mercato e la crescita del PIL nominale costantemente superiore di 1 punto percentuale). Nello scenario "stress finanziario", nel 2023 il paese deve far fronte temporaneamente (per un anno) a tassi di interesse di mercato più elevati (ossia si ipotizza che nel 2023 i tassi di interesse di mercato aumentino temporaneamente di 1 punto percentuale).
Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.11.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Croazia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**2,6**	**1,3**	**1,8**	**0,9**	**0,9**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		-0,2 (1)	-4,0 (2)	2,8	-0,5	3,1	0,2	-0,6
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-46,7 (3)**	**-18,5 (4)**	**-47,0**	**-48,1**	**-35,1**	**-33,3**	**-26,0**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				1,2	3,0	12,0		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**2,8**	**13,7 p**	**6,4 p**	**12,4**	**8,8**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				0,0	9,8 p	-3,1 p	3,9	5,9
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**1,5**	**0,5**	**-1,5**	**-4,7**	**-7,5**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-1,5	-0,5	0,5	-4,6	-3,6
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**22,0**	**-1,3**	**7,9**	**27,8**	**25,2**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				4,2	-16,1	19,1	21,2	-0,9
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**88,3**	**98,0 p**	**88,5 p**	**80,5**	**79,4**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**1,1**	**1,3 p**	**3,0 p**	**2,8**	**4,4**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		54,6 (6)	18,3 (7)	34,1	38,0	34,7	32,0	33,1
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		65,2 (6)	39,3 (7)				48,5	46,3
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**7,8**	**7,3**	**4,5**	**0,8**	**-0,5**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		-3,4 (8)		9,0	7,7	7,3	9,8	4,2
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**71,0**	**87,0**	**78,4**	**70,0**	**67,2**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				0,2	-7,3	-2,6	-1,6	-2,4
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**6,8**	**7,3**	**11,7**	**0,7**	
Redditività del capitale proprio (%)				9,1	4,7	7,7		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		21,7	22,7	23,8		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				5,2e	5,3e	4,2p	3,7	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**8,8**	**7,5**	**7,2**	**7,1**	**6,7**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		7,4 (10)		6,6	7,5	7,6	6,3	6,3
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**0,9**	**0,7**	**2,4**	**2,6**	**2,3**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-4,2**	**-2,5**	**-0,6**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-14,7**	**-6,3**	**-1,8**		

Note: Cfr. allegato 1.
Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.12. ITALIA

In Italia i timori connessi all'elevato rapporto debito pubblico/PIL rimangono invariati. Le debolezze del mercato del lavoro potrebbero riaccentuarsi. Nonostante i miglioramenti nel settore bancario, il rischio di circoli viziosi è in aumento a causa del contesto macroeconomico e giustifica un attento monitoraggio.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che l'Italia presenta squilibri macroeconomici eccessivi. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare la persistenza di squilibri eccessivi o la relativa correzione nell'ambito di un esame approfondito per l'Italia.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 3,8 % nel 2022 e allo 0,3 % nel 2023. L'inflazione è elevata. Su base annua è salita al 12,8 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 4,5 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per l'Italia si evince che nel 2021 tre indicatori superavano le rispettive soglie indicative, vale a dire la variazione della quota del mercato delle esportazioni, il debito pubblico e la variazione del tasso di attività. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le preoccupazioni in materia di **competitività di costo** sembrano limitate. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è rimasto invariato nel 2021, ma è previsto in aumento in futuro. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è deprezzato marginalmente, continuando a deprezzarsi su base annua nel 2022 (dati ad agosto). Per contro, da decenni la produttività cresce a ritmi più lenti rispetto ai paesi comparabili dell'UE;

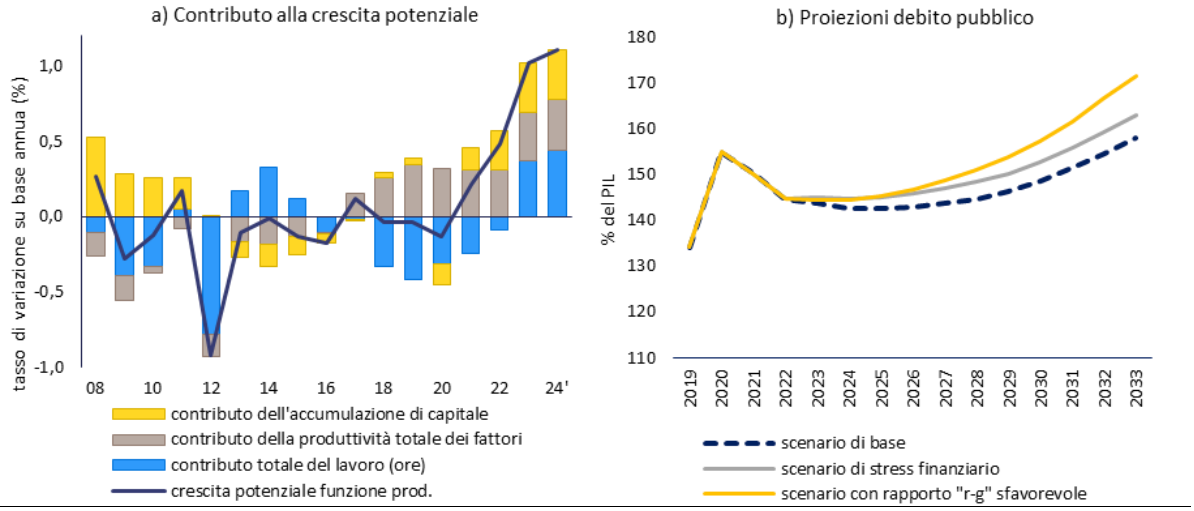
- il rapporto **debito delle famiglie**/PIL rimane vicino ai parametri di riferimento e il flusso di credito netto alle famiglie è rimasto moderato nel 2021 e nel 2022. Il rapporto debito delle famiglie/PIL si è mantenuto sostanzialmente stabile nella prima metà del 2022. La quota dei prestiti a tasso variabile è relativamente bassa;

- il **debito pubblico** rimane elevato nonostante nel 2021 sia sceso al 150,3 % del PIL. Nonostante le previsioni di ulteriore calo, il rapporto debito/PIL è destinato a rimanere ben al di sopra del livello del 2019. Il disavanzo pubblico rimane elevato, anche se si è ridotto al 7,2 % nel 2021, e si prevede che continuerà a calare. I differenziali di rendimento dei titoli sovrani si sono discostati in misura significativa dalla media della zona euro; ciò ha fatto aumentare i costi di finanziamento, anche se in modo piuttosto graduale per via della maggiore durata media del debito in essere. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono elevati a medio termine, mentre il previsto calo del costo dell'invecchiamento demografico si traduce in un rischio medio a lungo termine;

- negli ultimi anni il **settore bancario** ha conseguito miglioramenti sostanziali. La riduzione dell'incidenza dei crediti deteriorati è proseguita, scendendo al 3,5 % circa nel 2021. Sebbene tale incidenza rimanga solo leggermente superiore alla media della zona euro, dal 2020 si è registrato un aumento dei crediti a rischio di deterioramento (fase 2). Una forte interdipendenza tra prestito sovrano e banche e il legame con alcune vulnerabilità del settore societario possono aumentare il rischio di circoli viziosi;

- le debolezze del **mercato del lavoro** continuano a destare preoccupazione. Nel 2021 il tasso di disoccupazione è salito al 9,5 % e rimane relativamente elevato, anche se inferiore alla soglia del 10 %. Secondo le previsioni, dovrebbe diminuire nel 2022 per poi però aumentare nuovamente nel 2023. Il tasso di attività è molto basso, soprattutto per le donne, nonostante l'aumento registrato nel 2021. I tassi di disoccupazione giovanile e di lunga durata rimangono tra i più elevati dell'UE.

Grafico 3.12.1 - **Grafici selezionati: Italia**



Lo scenario "rapporto tasso di interesse-crescita sfavorevole" ipotizza un effetto valanga meno favorevole rispetto allo scenario di base (ossia differenziale tra i tassi di interesse di mercato e la crescita del PIL nominale costantemente superiore di 1 punto percentuale). Nello scenario "stress finanziario", nel 2023 il paese deve far fronte temporaneamente (per un anno) a tassi di interesse di mercato più elevati (ossia si ipotizza che nel 2023 i tassi di interesse di mercato aumentino temporaneamente di 1 punto percentuale).
Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.12.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Italia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**2,9**	**3,3**	**3,4**	**2,6**	**1,2**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		1,6 (1)	0,2 (2)	3,3	3,9	3,1	0,8	-0,2
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-65,8 (3)**	**14,7 (4)**	**-1,2**	**1,4**	**8,1**	**7,2**	**7,4**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-0,1	1,2	6,4		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**3,2**	**6,6**	**4,6**	**6,1**	**5,3**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				1,3	3,2	0,0	2,8	2,4
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**0,2**	**0,6**	**-1,8**	**-5,7**	**-9,4**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-2,2	0,9	-0,5	-6,1	-3,2
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**-2,4**	**-2,9**	**-6,2**	**0,8**	**1,1**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				-1,4	-2,8	-0,8	6,7	-0,4
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**106,0**	**118,5**	**113,5**	**109,7**	**106,4**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**0,3**	**4,0**	**3,3**	**4,0**	**4,5**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		43,8 (6)	39,0 (7)	41,1	44,9	43,4	42,6	42,5
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		77,7 (6)	58,4 (7)				67,1	63,9
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**-0,7**	**1,8**	**0,9**	**-2,2**	**-3,5**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		-8,4 (8)		-0,1	1,9	2,6	4,9	1,6
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**134,1**	**154,9**	**150,3**	**144,6**	**143,6**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				-1,5	-9,5	-7,2	-5,1	-3,6
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**4,7**	**7,3**	**6,2**	**0,9**	
Redditività del capitale proprio (%)				4,9	1,0	5,7		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		13,9	15,5	15,1		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				6,7e	4,5e	3,5p	3,0	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**10,6**	**9,9**	**9,6**	**9,0**	**8,8**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		9,6 (10)		9,9	9,3	9,5	8,3	8,7
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**0,9**	**-1,8**	**-1,1**	**0,8**	**2,4**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,2**	**-1,8**	**-1,1**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-8,5**	**-4,8**	**-2,5**		

Note: Cfr. allegato 1.
Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.13. CIPRO

A Cipro permangono preoccupazioni relative al rapporto rispetto al PIL di debito delle famiglie, debito delle società non finanziarie, debito pubblico e debito estero, anche se i corrispondenti valori hanno ripreso il loro andamento discendente dopo la crisi COVID-19. Nonostante i miglioramenti, il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL e il rapporto debito delle famiglie/PIL continua a essere tra i più elevati dell'UE. L'elevato disavanzo delle partite correnti si è ridotto, ma si prevede che aumenterà nuovamente in un contesto esterno in peggioramento. Il settore bancario si è dimostrato resiliente, anche se permangono rischi come quelli associati ai crediti deteriorati.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che Cipro presenta squilibri macroeconomici eccessivi. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare la persistenza di squilibri eccessivi o la relativa correzione nell'ambito di un esame approfondito per Cipro.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 5,6 % nel 2022 e all'1 % nel 2023. L'inflazione è elevata. Su base annua è scesa all'8,6 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 5,9 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per Cipro si evince che nel 2021 quattro indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia il saldo delle partite correnti, la posizione patrimoniale netta sull'estero, il debito del settore privato e il debito pubblico. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- la **sostenibilità esterna** continua a destare preoccupazione. Il disavanzo delle partite correnti rimane elevato nonostante una leggera riduzione al 6,8 % del PIL nel 2021. Il miglioramento è stato determinato dalla parziale ripresa del saldo del settore dei viaggi, che ha più che compensato il deterioramento del saldo della bilancia commerciale dei beni energetici. Il peggioramento del saldo dei redditi primari ha invece contribuito negativamente. Il disavanzo delle partite correnti dovrebbe aumentare nel 2022, per poi diminuire nuovamente pur rimanendo elevato, e non favorisce il mantenimento della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) a livelli prudenti. La NIIP, pur rimanendo sostanziale e negativa a -117,8 % del PIL nel 2021, riflette in larga misura le attività delle società veicolo che secondo quanto riferito presentano legami limitati con l'economia nazionale. Si prevede che la NIIP continuerà a diminuire;

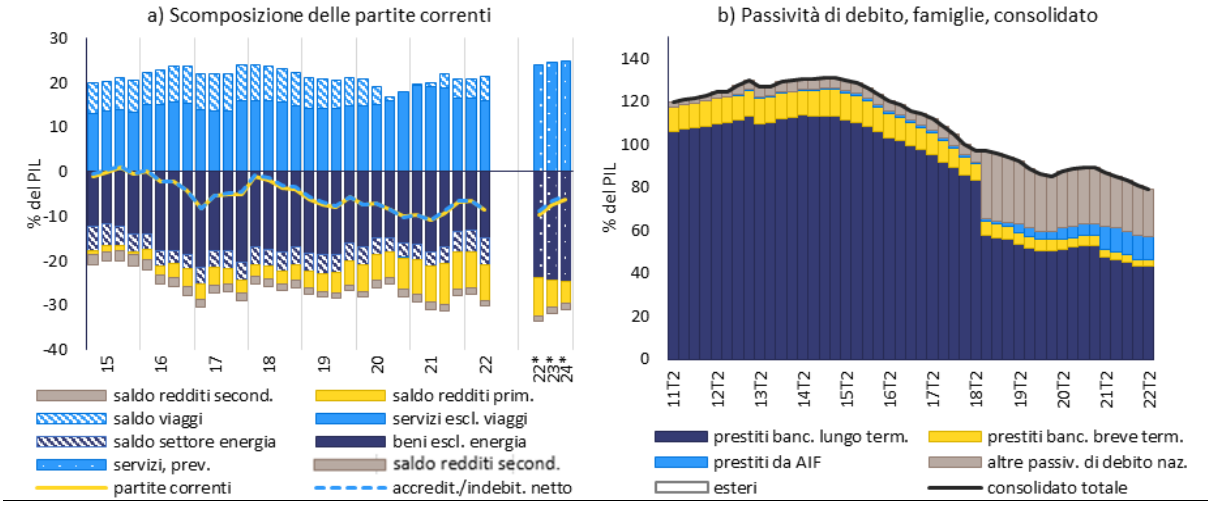
- le preoccupazioni in materia di **competitività di costo** sono limitate. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è leggermente diminuito nel 2021, ma dovrebbe aumentare lievemente alla luce dell'elevata inflazione di fondo. Vi è un'indicizzazione parziale dei salari all'inflazione. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è deprezzato marginalmente, continuando a deprezzarsi su base annua nel 2022 (dati ad agosto);

- il **rapporto debito delle società non finanziarie/PIL** rimane tra i più elevati dell'UE, ma è in calo. Sebbene abbia continuato a diminuire nella prima metà del 2022, rimane ancora al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali. L'elevata quota di debito estero delle società veicolo non finanziarie proprietarie di navi e le elevate riserve di liquidità attenuano i rischi. I crediti deteriorati alle imprese restano elevati e vi sono anche crediti deteriorati detenuti dalle società acquirenti di crediti. Anche il rapporto debito delle famiglie/PIL è tra i più elevati dell'UE e si attesta al di sopra del relativo parametro di riferimento prudenziale stimato. Tuttavia tale rapporto è diminuito nel 2021 e ha continuato a calare nella prima metà del 2022. Parte del debito delle famiglie è rappresentata da crediti deteriorati detenuti da banche o da società acquirenti di crediti. La ripetuta sospensione dei pignoramenti compromette la disciplina dei pagamenti. È probabile che tassi di interesse più elevati eserciteranno pressioni sulla capacità di servizio del debito delle SNF e delle famiglie, data la prevalenza del debito a tasso di interesse variabile;

- i timori connessi al **rapporto debito pubblico/PIL** permangono. Tale rapporto è sceso al 101 % del PIL nel 2021 e dovrebbe diminuire ulteriormente, scendendo al di sotto del livello del 2019 nel 2022. I differenziali sui titoli sovrani tendono a essere più elevati rispetto ad altri paesi della zona euro. Il saldo di bilancio dovrebbe trasformarsi in avanzo nel 2022 e gli avanzi primari previsti dovrebbero mantenere il fabbisogno di finanziamento pubblico lordo a livelli relativamente bassi. Cipro dispone inoltre di consistenti riserve di liquidità. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono medi sia nel medio sia nel lungo periodo;

- il **settore bancario** si è dimostrato resiliente, nonostante alcune difficoltà permangano. Nel 2021 lo stock di crediti deteriorati è ulteriormente sceso a circa il 5,6 % sulla scia delle vendite di attività, mentre nel 2022 rimane stabile. L'impatto della pandemia è visibile nell'aumento della quota di prestiti classificati come a maggiore rischio. L'incidenza dei prestiti della fase 2 e la quota di crediti oggetto di misure di tolleranza sono nettamente superiori alla media della zona euro. Tuttavia le nuove inadempienze a seguito della revoca delle moratorie sono state finora limitate. Se da un lato il coefficiente di capitale di classe 1 è prossimo alla media dell'UE, la redditività del capitale proprio è una delle più basse dell'UE ed è diventata solo marginalmente positiva nel 2021. Si prevede che i tassi di interesse più elevati faranno aumentare i redditi da interessi netti delle banche, in considerazione della notevole quantità di liquidità detenuta dalle banche e della predominanza dei prestiti a tasso variabile. Tuttavia la qualità delle attività potrebbe deteriorarsi con la compressione dei bilanci del settore privato.

Grafico 3.13.1 - **Grafici selezionati: Cipro**



Fonte: Eurostat, Comext e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.13.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Cipro**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**-4,9**	**-6,5**	**-7,5**	**-8,8**	**-7,9**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		-2,0 (1)	-1,3 (2)	-5,6	-10,1	-6,8	-9,7	-7,3
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-59,4 (3)**	**-40,1 (4)**	**-115,4**	**-134,5**	**-117,8**	**-104,8**	**-108,0**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-155,3	-111,4	-76,4		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**5,2**	**6,9**	**4,1 p**	**2,2**	**5,9**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				2,7	2,9	-1,4 p	0,7	6,6
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**0,0**	**0,1**	**-2,4**	**-5,8**	**-8,8**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-2,2	0,5	-0,8	-5,8	-2,9
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**25,3**	**38,9**	**24,9**	**25,1**	**19,5**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				5,3	13,6	-2,7	3,9	-1,2
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**265,5**	**269,8**	**248,4 p**	**228,2**	**213,0**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**-0,5**	**-1,2**	**4,3 p**	**3,4**	**-0,4**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		45,6 (6)	93,1 (7)	86,2	89,4	83,0	77,4	74,5
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		81,2 (6)	137,2 (7)	179,3	180,4	165,4	150,8	138,5
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**3,4**	**0,7**	**-4,3**	**-5,5**	**-4,0**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		-13,7 (8)		3,7	-0,2	-3,4	0,9	3,3
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**90,4**	**113,5**	**101,0**	**89,6**	**84,0**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				1,3	-5,8	-1,7	1,1	1,1
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**7,5**	**-7,1**	**-0,8**	**-0,2**	
Redditività del capitale proprio (%)				3,5	-3,3	0,6		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		17,4	17,6	17,6		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				18,1e	11,0e	5,6p	5,6	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**8,9**	**7,7**	**7,4**	**7,4**	**7,3**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		8,9 (10)		7,1	7,6	7,5	7,2	7,2
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**2,6**	**1,9**	**1,7**	**-0,9**	**0,1**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-3,7**	**-2,4**	**-0,1**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-12,5**	**-6,5**	**-3,1**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.14. LETTONIA

In Lettonia le preoccupazioni relative alla competitività di costo e all'andamento dei prezzi delle abitazioni esistevano già prima della pandemia di COVID-19 e sono in aumento. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto dovrebbe continuare ad aumentare a causa dell'indebolimento della crescita della produttività. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni rimane rapida e ha registrato una recente ripresa che ha determinato una lieve sopravvalutazione, sebbene il debito delle famiglie sia basso. L'impennata dei prezzi dell'energia ha avuto ripercussioni sull'inflazione di fondo, che è tra le più elevate dell'UE e ha contribuito all'indebolimento delle partite correnti.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per la Lettonia. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare le nuove vulnerabilità emergenti e le relative implicazioni in un esame approfondito per la Lettonia.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà all'1,9 % nel 2022 e a -0,3 % nel 2023. L'inflazione è tra le più elevate della zona euro. Su base annua è scesa al 21,8 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata all'8,9 % a settembre. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Lettonia si evince che nel 2021 quattro indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni, la variazione del tasso di attività e la variazione della disoccupazione giovanile. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- i rischi per la **sostenibilità esterna** sono limitati nonostante il peggioramento delle prospettive**.** Nel 2021 le partite correnti sono diventate negative, toccando quota -4,2 %, e si prevede che peggioreranno ulteriormente nel 2022, principalmente a causa dell'aumento dei costi delle importazioni di energia. Il disavanzo pubblico si è notevolmente ampliato durante la crisi COVID-19, raggiungendo il 7 % nel 2021, e si prevede che nel 2022 rimarrà intorno a questo livello per poi ridursi nel 2023. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) ha tuttavia continuato a migliorare e nel 2021 ha raggiunto quota -27,4 % del PIL. Poiché le passività della Lettonia consistono in larga misura in investimenti esteri diretti, la NIIP al netto degli strumenti non esposti al rischio di default è positiva;

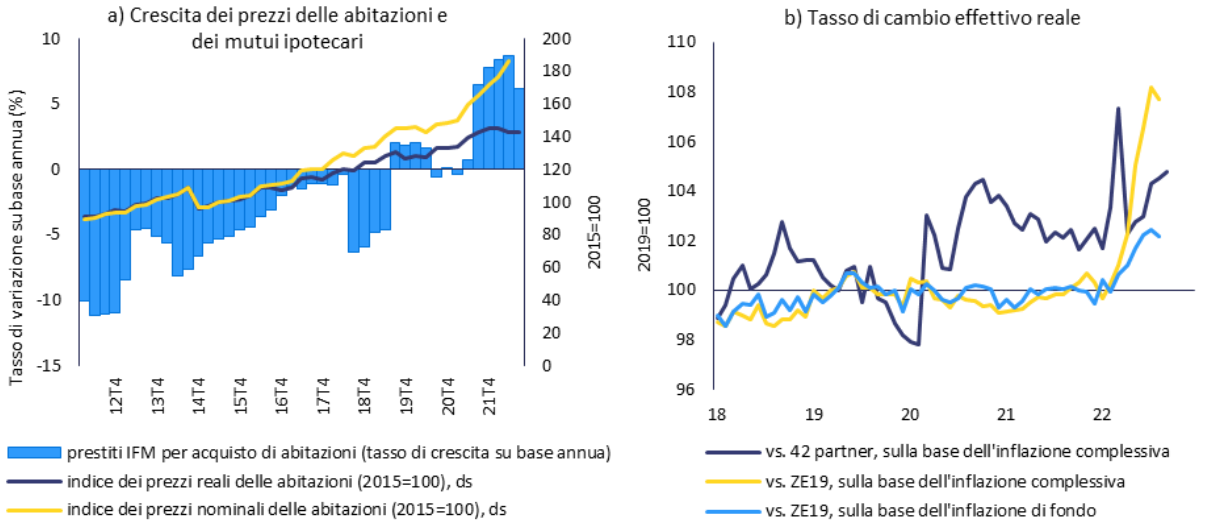
- le preoccupazioni relative alla **competitività di costo** esistevano già prima della pandemia di COVID-19 e rimangono pertinenti. La crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto è scesa al 4 % nel 2021, ma dovrebbe segnare una nuova forte ripresa nel 2022 e rimanere elevata nel 2023. L'inflazione elevata potrebbe esercitare ulteriori pressioni sulla crescita delle retribuzioni e il peggioramento delle prospettive economiche dovrebbe ridurre la crescita della produttività. Sebbene l'inflazione sia stata particolarmente elevata, il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è apprezzato marginalmente nel 2021 e anche su base annua nel 2022 (dati ad agosto);

- la crescita elevata dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni si è attestata al 10,9 % nel 2021 e ha registrato una significativa accelerazione nella prima metà del 2022. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua si è attestata al 16,5 % nel secondo trimestre del 2022. Questa accelerazione fa seguito a un decennio in cui la crescita dei prezzi delle abitazioni è rimasta sostanzialmente in linea con la crescita delle retribuzioni. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 10 %. Il credito ipotecario è moderato e il debito delle famiglie è basso e in calo;

- il **settore bancario** è solido e ben capitalizzato. Nel 2021 la redditività è migliorata al di sopra della media dell'UE e l'incidenza dei crediti deteriorati è diminuita di oltre 2 punti percentuali, attestandosi al 2,1 %. Le dinamiche del credito sono state contenute e il debito del settore privato ha continuato a diminuire;

- il **mercato del lavoro** si è deteriorato durante la crisi COVID-19 e non si è completamente ripreso. Il tasso di disoccupazione è sceso al 7,6 % nel 2021 e dovrebbe diminuire nel 2022, per poi aumentare nuovamente nel 2023. Il tasso di attività è notevolmente diminuito nel 2021, interrompendo una tendenza di miglioramento di quasi dieci anni, ma si prevede che riprenderà ad aumentare nel 2022. La disoccupazione giovanile non è riuscita a migliorare dopo l'aumento registrato nel 2020.

Grafico 3.14.1 - **Grafici selezionati: Lettonia**



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.14.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Lettonia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**0,2**	**0,6**	**-0,7**	**-3,2**	**-6,9**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		-0,4 (1)	-3,8 (2)	-0,6	2,6	-4,2	-8,1	-8,4
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-50,5 (3)**	**-13,3 (4)**	**-40,3**	**-34,1**	**-27,4**	**-24,4**	**-25,0**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				5,8	14,1	18,9		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**15,3**	**16,1**	**14,5**	**22,4**	**25,5**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				5,0	4,8	4,0	12,3	7,4
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**3,8**	**5,9**	**2,3**	**-2,9**	**-7,5**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				0,0	2,0	0,3	-5,2	-2,8
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**3,3**	**19,7**	**13,4**	**15,6**	**10,0**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				-1,3	11,8	-1,8	3,7	-2,1
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**66,2**	**64,7**	**58,0**	**53,1**	**51,4**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**1,1**	**-1,9**	**0,9**	**1,8**	**3,0**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		61,9 (6)	18,2 (7)	20,2	20,3	19,4	18,1	18,1
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		83,5 (6)	68,9 (7)				35,0	33,3
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**5,8**	**2,7**	**7,3**	**-2,5**	**-2,2**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		10,3 (8)		9,0	3,5	10,9	11,1	-0,4
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**36,5**	**42,0**	**43,6**	**42,4**	**44,0**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				-0,6	-4,3	-7,0	-7,1	-3,4
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**4,6**	**10,8**	**13,2**	**1,8**	
Redditività del capitale proprio (%)				9,6	5,2	4,5		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		22,0	25,7	29,2		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				3,9e	4,6e	2,1p	1,8	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**7,5**	**7,3**	**7,3**	**7,6**	**7,6**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		7,4 (10)		6,3	8,1	7,6	7,1	8,1
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**1,1**	**1,1**	**-1,8**	**2,0**	**2,5**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,7**	**-1,2**	**-1,1**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-4,8**	**-2,1**	**2,6**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.15. LITUANIA

In Lituania le preoccupazioni per competitività di costo esistevano già prima della pandemia di COVID-19 e gli attuali sviluppi le hanno portate in evidenza. Negli ultimi anni la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto è stata sostenuta e dovrebbe rimanere elevata; anche l'inflazione di fondo è stata elevata rispetto ai paesi comparabili alla Lituania della zona euro. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è tra le più elevate dell'UE e i prestiti continuano a crescere.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per la Lituania. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare le nuove vulnerabilità emergenti e le relative implicazioni in un esame approfondito per la Lituania.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 2,5 % nel 2022 e allo 0,5 % nel 2023. L'inflazione è elevata, anche rispetto ai partner commerciali della Lituania nella zona euro. Su base annua è scesa al 22 % a ottobre 2022, con un'inflazione di fondo stimata all'11,9 % a settembre. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Lituania si evince che nel 2021 cinque indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni, la crescita delle passività del settore finanziario, la variazione della disoccupazione di lunga durata e la variazione della disoccupazione giovanile. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

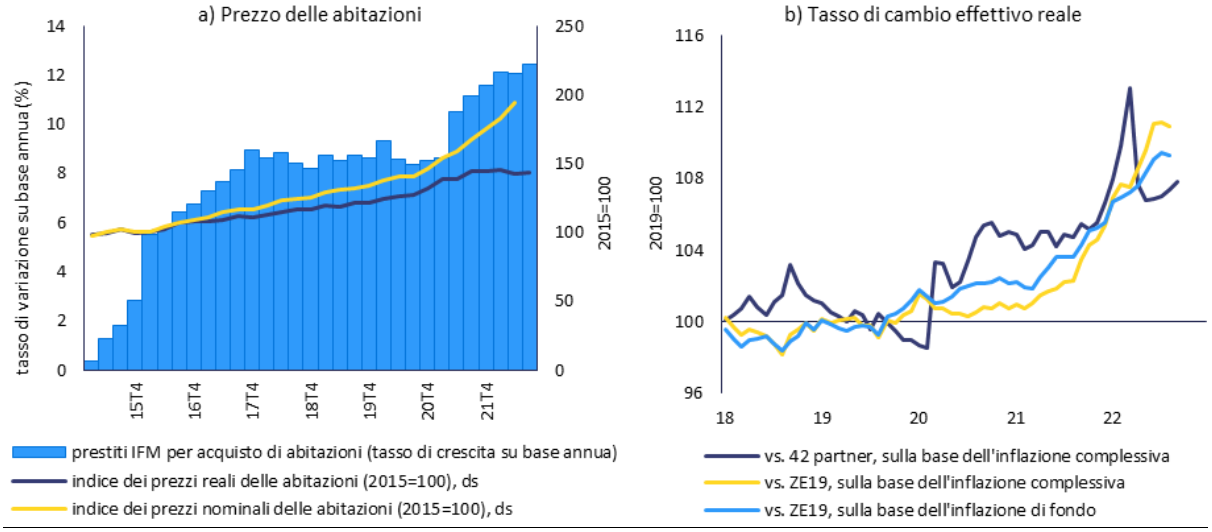
- le preoccupazioni in materia di **sostenibilità esterna** rimangono contenute nonostante il peggioramento delle prospettive. Nel 2021 l'avanzo delle partite correnti si è ridotto all'1,1 %, annullando il suo temporaneo aumento durante la pandemia, a causa di un peggioramento del saldo della bilancia commerciale sia dei beni energetici sia di altri beni. Per il 2022 si prevede un deterioramento del saldo delle partite correnti, che registrerà un disavanzo considerevole. Dopo essersi notevolmente ridotto nel 2021, il disavanzo pubblico dovrebbe salire all'1,9 % nel 2022 e continuare ad aumentare nel 2023. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) è prossima al pareggio e si prevede che continuerà a migliorare. Poiché le passività consistono in larga misura in investimenti esteri diretti, la NIIP al netto degli strumenti non esposti al rischio di default è positiva;

- le preoccupazioni per la **competitività di costo**, che esistevano prima della pandemia di COVID-19, continuano a essere notevoli. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è aumentato notevolmente negli ultimi anni e la sua crescita dovrebbe accelerare nel 2022, in un contesto di forti aumenti dei salari nominali in Lituania. Per il resto del periodo oggetto delle previsioni sono attesi ulteriori aumenti, anche se molto meno pronunciati. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è apprezzato, ma su base annua era rimasto sostanzialmente invariato nel 2022 (dati ad agosto);

- la crescita elevata dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un'accelerazione dal 7,3 % nel 2020 al 16,1 % nel 2021, registrando uno dei ritmi di crescita più alti dell'UE. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua è aumentata al 22,1 % nel secondo trimestre del 2022. Per il 2021 i parametri dei prezzi delle abitazioni non mostrano segni di una potenziale sopravvalutazione. I prestiti alle famiglie hanno registrato una ripresa negli ultimi mesi;

- il **tasso di disoccupazione** ha ripreso il suo andamento discendente, raggiungendo il 7,1 % nel 2021, e dovrebbe diminuire anche nel 2022 per poi tornare ad aumentare nel 2023. Il tasso di disoccupazione continua a essere più alto che in molti altri paesi dell'UE, mentre il tasso di posti di lavoro vacanti è salito a un livello storicamente elevato. Nel 2021 il tasso di disoccupazione di lunga durata è leggermente aumentato, mentre il tasso di disoccupazione giovanile è diminuito.

Grafico 3.15.1 - **Grafici selezionati: Lituania**



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.15.1 - **Indicatori economici e finanziari selezionati, Lituania**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**1,5**	**3,7**	**4,0**	**1,5**	**-1,8**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,7 (1)	-2,5 (2)	3,5	7,3	1,1	-3,9	-2,8
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-61,2 (3)**	**1,5 (4)**	**-23,5**	**-15,6**	**-7,4**	**-3,4**	**-4,2**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				5,6	15,2	22,2		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**16,6**	**17,4**	**19,2**	**26,0**	**24,2**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				6,3	4,9	6,8	12,4	3,4
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**3,8**	**6,9**	**4,4**	**-0,7**	**-8,7**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-0,7	3,3	1,8	-5,5	-5,2
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**16,4**	**38,7**	**37,9**	**30,0**	**21,7**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				6,5	8,9	3,4	3,3	-1,7
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**55,2**	**54,4**	**53,9**	**51,1**	**46,8**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**2,6**	**0,3**	**5,9**	**6,0**	**5,6**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		63,9 (6)	14,9 (7)	23,0	24,2	23,6	22,6	22,7
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		86,7 (6)	48,8 (7)	32,2	30,2	30,3	28,5	24,1
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**4,5**	**6,1**	**11,0**	**-1,6**	**-2,8**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		-7,0 (8)		6,8	7,3	16,1	14,1	2,8
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**35,8**	**46,3**	**43,7**	**38,0**	**41,0**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				0,5	-7,0	-1,0	-1,9	-4,4
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**6,2**	**28,5**	**25,2**	**8,1**	
Redditività del capitale proprio (%)				14,5	10,0	10,4		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		19,5	21,5	23,2		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				1,7e	2,2e	1,2p	1,0	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**6,5**	**7,0**	**7,3**	**7,2**	**6,7**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		6,4 (10)		6,3	8,5	7,1	6,0	7,1
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**2,5**	**2,6**	**0,9**	**1,0**	**-1,2**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,1**	**-0,2**	**0,6**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-2,6**	**6,3**	**3,2**		

Note: Cfr. allegato 1.
Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.16. LUSSEMBURGO

In Lussemburgo sono aumentati i timori connessi all'andamento dei prezzi delle abitazioni e all'elevato debito delle famiglie. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è tra le più elevate dell'UE e desta preoccupazione per la sopravvalutazione e l'elevato debito delle famiglie. Il debito delle famiglie in percentuale del loro reddito disponibile lordo è in calo, ma rimane molto elevato. Il settore bancario è stabile, ma si trova confrontato ad alcuni rischi. Potrebbero emergere alcune preoccupazioni in materia di competitività, in un contesto di continua crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per il Lussemburgo. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare le nuove vulnerabilità emergenti e le relative implicazioni in un esame approfondito per il Lussemburgo.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà all'1,5 % nel 2022 e all'1 % nel 2023. L'inflazione è elevata. Su base annua è rimasta all'8,8 % a ottobre, mentre l'inflazione di fondo è stimata al 4,9 % a settembre ed è inferiore a quella di molti altri paesi della zona euro. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per il Lussemburgo si evince che nel 2021 cinque indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni, il flusso di credito al settore privato, il debito del settore privato e la variazione della disoccupazione giovanile. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- la **competitività di costo** può diventare motivo di preoccupazione. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è cresciuto del 3,9 % nel 2021 e si prevede che continuerà ad aumentare più vigorosamente nel 2022 e nel 2023. In futuro l'ampio pacchetto di misure adottate per contenere l'inflazione dovrebbe frenare gli aumenti dei salari nominali. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è apprezzato marginalmente, mentre su base annua ha registrato un deprezzamento nel 2022 (dati ad agosto);

- il **rapporto debito delle società non finanziarie/PIL** è il più elevato dell'UE, sebbene sia diminuito moderatamente scendendo al 274 % del PIL nel 2021. Continua ad essere al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali ed è ancora di 31 punti percentuali superiore al 2019. L'elevata percentuale di prestiti infragruppo transfrontalieri presente nel debito delle imprese riduce questi rischi. La quota di prestiti alle imprese denominati in valuta estera si attesta all'11 % ed è una delle più elevate tra i paesi della zona euro. Il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL è diminuito nella prima metà del 2022, ma vi sono fattori di rischio associati al contesto macroeconomico I flussi di credito verso le società non finanziarie sono diminuiti, ma rimangono anch'essi molto elevati, attestandosi al 16,7 % del PIL;

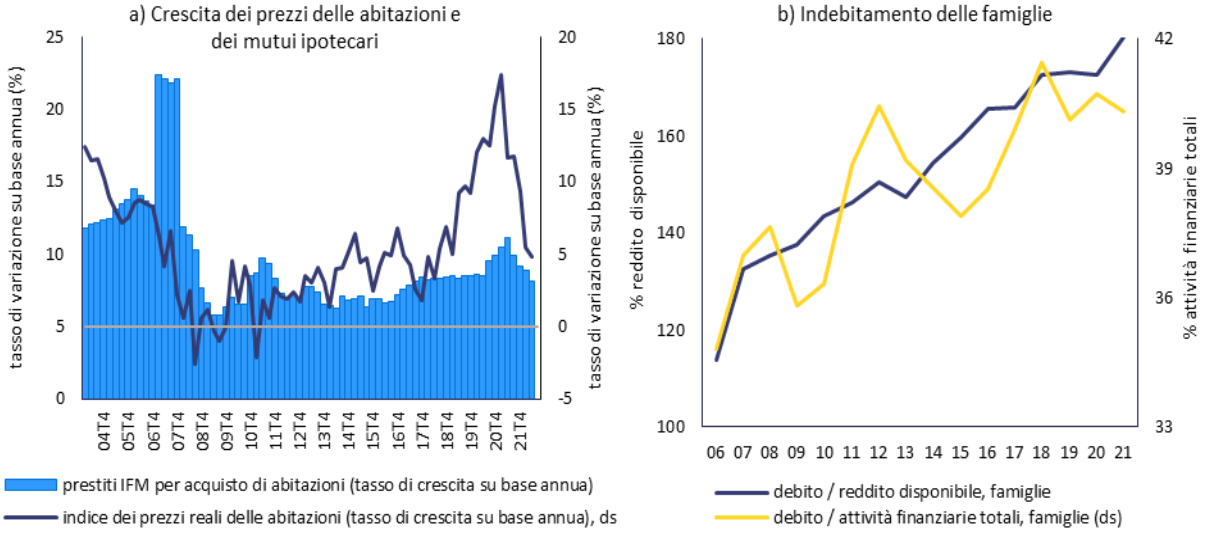
- il **debito delle famiglie** in percentuale del loro reddito disponibile lordo è in calo, pur rimanendo comunque uno dei più elevati dell'UE. I flussi di credito netti alle famiglie sono diminuiti nel secondo trimestre del 2022. Lo stock del debito è diminuito a causa della crescita del PIL nominale e ha continuato a calare nella prima metà del 2022. I costi di finanziamento per le famiglie hanno iniziato ad aumentare, in parte a causa dell'elevata quota di mutui ipotecari a tasso variabile e in linea con l'aumento nella zona euro, e i criteri di concessione del credito per i mutui ipotecari si sono inaspriti;

- la crescita molto elevata dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è rimasta molto elevata, attestandosi al 13,9 % nel 2021 rispetto al 14,5 % nel 2020 e registrando uno dei ritmi di crescita più alti dell'UE. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua si è attestata all'11,5 % nel secondo trimestre del 2022. Uno dei rapporti prezzo/reddito più elevati dell'UE desta preoccupazioni in

merito all'accessibilità economica. Secondo il modello di valutazione della Commissione del 2021, i prezzi delle abitazioni, pari al 61 %, sono stati i più sopravvalutati tra gli Stati membri dell'UE. Il rischio di una brusca correzione dei prezzi delle abitazioni è contenuto per effetto delle limitazioni dal lato dell'offerta, ma è aumentato a causa delle condizioni di finanziamento più restrittive e della minore crescita;

- il **settore bancario** è stabile, ma si trova confrontato ad alcuni rischi. Le banche sono ben capitalizzate e liquide. Nel 2021 la redditività è aumentata, ma è rimasta ben al di sotto della media dell'UE. La percentuale di crediti deteriorati è la più bassa dell'UE. La crescita dinamica dei mutui ipotecari, nonostante una recente decelerazione, rappresenta uno dei rischi principali per il settore bancario, in un contesto di indebitamento delle famiglie già elevato e di prezzi delle abitazioni sopravvalutati.

Grafico 3.16.1 - **Grafici selezionati: Lussemburgo**



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.16.1 - **Indicatori economici e finanziari selezionati, Lussemburgo**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**4,0**	**3,9**	**4,2**	**4,0**	**3,4**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		5,5 (1)	3,0 (2)	3,4	4,6	4,7	2,9	2,5
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-171,4 (3)**	**53,7 (4)**	**67,8**	**55,7**	**30,6**	**33,9**	**35,3**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-4153,8	-4172,4	-4766,5		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**14,7**	**13,0**	**11,2 p**	**15,0**	**17,4**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				3,1	3,8	3,9 p	6,7	5,9
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**2,0**	**1,5**	**0,6**	**-1,9**	**-4,7**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-0,6	0,4	0,8	-3,0	-2,5
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**7,0**	**17,6**	**13,1**	**13,9**	**14,2**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				3,1	15,2	-1,4	-1,2	-1,3
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**310,8**	**320,3**	**340,6 p**	**329,7**	**309,9**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**24,9**	**42,9**	**53,9 p**	**12,2**	**8,0**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		91,7 (6)	88,5 (7)	67,2	68,5	66,0	67,2	67,6
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		104,6 (6)	89,7 (7)				262,5	242,3
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**8,3**	**13,1**	**12,4**	**3,9**	**2,2**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		60,9 (8)		10,1	14,5	13,9	10,0	3,1
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**22,4**	**24,5**	**24,5**	**24,3**	**26,0**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				2,2	-3,4	0,8	-0,1	-1,7
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**3,7**	**-2,6**	**11,4**	**0,2**	
Redditività del capitale proprio (%)				5,2	4,4	5,5		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		18,8	19,5	18,3		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				0,6e	0,7e	0,6p	0,7	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**5,6**	**6,0**	**5,9**	**5,6**	**5,0**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		5,7 (10)		5,6	6,8	5,3	4,7	5,1
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**2,0**	**2,0**	**2,1**	**-1,2**	**-2,3**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-0,9**	**-0,4**	**0,4**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-1,9**	**7,8**	**2,7**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.17. UNGHERIA

In Ungheria i timori connessi alla sostenibilità esterna, alla competitività di costo, alla sostenibilità di bilancio e all'andamento dei prezzi delle abitazioni continuano ad aumentare. Il disavanzo delle partite correnti si è ampliato nel 2021 e dovrebbe aumentare ulteriormente, mentre il tasso di cambio ha evidenziato una tendenza al deprezzamento. Nonostante gli aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto siano molto consistenti da anni e continuino a essere marcati, la competitività di costo è stata finora mantenuta attraverso il deprezzamento nominale. Di recente la crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è stata tra le più elevate dell'UE, in un contesto di offerta limitata e di sopravvalutazione stimata dei prezzi delle abitazioni. Il disavanzo pubblico rimane elevato.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per l'Ungheria. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare le nuove vulnerabilità emergenti e le relative implicazioni in un esame approfondito per l'Ungheria.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 5,5 % nel 2022 e allo 0,1 % nel 2023. L'inflazione è molto elevata, anche rispetto ai partner commerciali dell'Ungheria nella zona euro. Su base annua è salita al 20,7 % a settembre, con un'inflazione di fondo stimata al 13,2 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per l'Ungheria si evince che nel 2021 cinque indicatori superavano le rispettive soglie indicative, vale a dire la posizione patrimoniale netta sull'estero, la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni, il debito pubblico e la variazione della disoccupazione giovanile. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- i rischi per la **sostenibilità esterna** sono aumentati in un contesto di deterioramento dei flussi esterni. Nel 2021 il disavanzo delle partite correnti è salito al 4 % del PIL, con un netto ulteriore ampliamento in corso nel 2022. Le ingenti importazioni nette di energia dell'Ungheria rendono il saldo con l'estero sensibile all'andamento dei prezzi internazionali dell'energia. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) negativa è rimasta sostanzialmente invariata nel 2021. La NIIP al netto degli strumenti non esposti al rischio di default è prossima al pareggio. Le riserve in valuta estera coprono poco più di tre mesi di importazioni e sono superiori al debito estero a breve termine;

- le preoccupazioni per la **competitività di costo**, che esistevano già prima della pandemia di COVID-19, persistono. Il protrarsi del deprezzamento nominale del fiorino ha parzialmente compensato i forti aumenti del costo nominale del lavoro per unità di prodotto negli ultimi anni. Il costo del lavoro per unità di prodotto è nuovamente aumentato nel 2021, nel contesto di un mercato del lavoro teso, e si prevede un forte aumento nel 2022 e nel 2023. Il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA è rimasto sostanzialmente invariato nel 2021, per poi deprezzarsi fortemente nel 2022 (dati ad agosto);

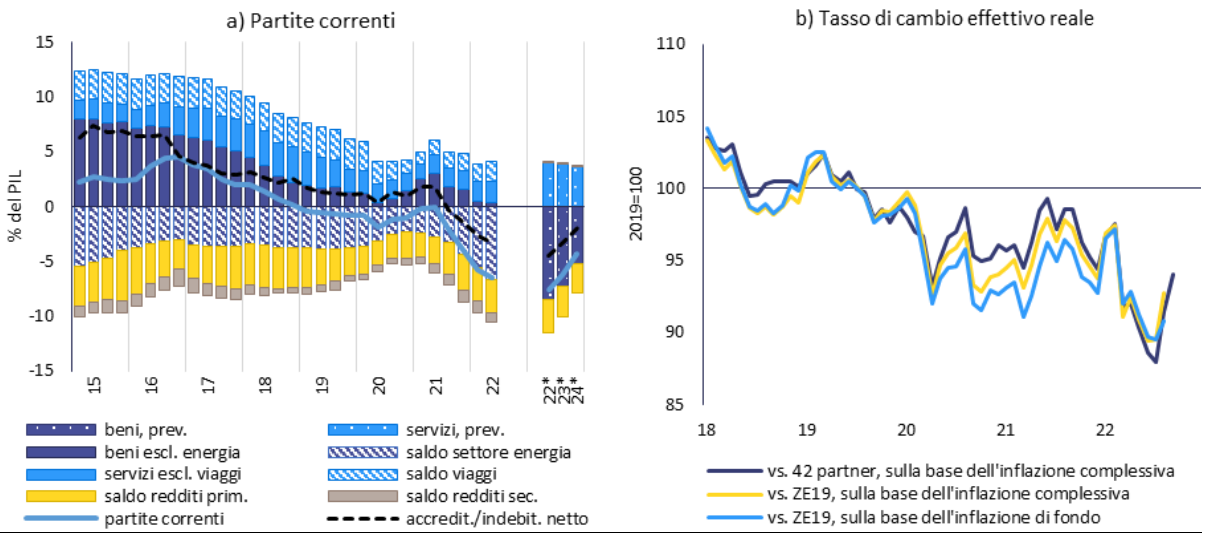
- la crescita molto elevata dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un'accelerazione dal 4,9 % al 16,5 % nel 2021, registrando uno dei ritmi di crescita più alti dell'UE. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua è accelerata al 22,8 % nel secondo trimestre del 2022. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 17 %. Allo stesso tempo, nel 2021 gli investimenti in abitazioni sono stati ben al di sotto della media dell'UE, attestandosi al 3,9 % del PIL;

- il **debito pubblico** è leggermente diminuito nel 2021, attestandosi al 76,8 % del PIL, sulla scia di una forte crescita del PIL nominale, e dovrebbe stabilizzarsi intorno a tale livello. Il disavanzo pubblico si è ridotto al 7,1 % del PIL nel 2021 e dovrebbe continuare a calare per effetto delle misure annunciate dal governo. La quota del debito pubblico denominato in valuta estera o

detenuto da non residenti è elevata. I rendimenti dei titoli sovrani sono aumentati per tutte le scadenze, soprattutto dall'estate dello scorso anno. Allo stesso tempo il fabbisogno di finanziamento pubblico lordo è elevato. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono medi nel medio periodo ed elevati nel lungo periodo, anche a causa dell'invecchiamento della popolazione;

- il **settore bancario** rimane nel complesso solido, ma gli si prospettano sfide future. La redditività è una delle più elevate dell'UE, il coefficiente di capitale di classe 1 è prossimo alla media dell'UE e l'incidenza dei crediti deteriorati è rimasta bassa, sebbene nel 2021 si sia registrato un aumento del debito oggetto di misure di tolleranza. È probabile che l'imposta sugli extraprofitti appena introdotta per il 2022 e il 2023 e un massimale regolato sui tassi ipotecari flessibili fino alla metà del 2023 ridurranno in modo significativo i profitti delle banche. Il debito pubblico detenuto rappresenta quasi un quinto delle attività delle banche. Il rapporto debito/PIL del settore privato è basso, ma l'indebitamento delle famiglie e delle società è aumentato notevolmente dal 2020 e i prestiti in valuta estera sono rilevanti, in particolare per gli immobili commerciali.

Grafico 3.17.1 - **Grafici selezionati: Ungheria**



Fonte: Eurostat, Comext e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.17.1 - **Indicatori economici e finanziari selezionati, Ungheria**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**0,5**	**-0,5**	**-1,9**	**-4,2**	**-6,0**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,0 (1)	-6,1 (2)	-0,8	-1,1	-4,0	-7,6	-6,3
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-52,0 (3)**	**-14,4 (4)**	**-49,8**	**-52,2**	**-53,1**	**-46,1**	**-44,7**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-2,6	-2,4	-1,5		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**11,5**	**13,7**	**12,4 p**	**20,6**	**27,8**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				3,1	6,7	2,1 p	10,7	13,0
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**0,4**	**-4,9**	**-4,1**	**-13,1**	**-13,5**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-0,8	-3,6	0,3	-10,0	-4,2
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**5,0**	**7,4**	**0,0**	**2,0**	**3,3**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				1,1	2,6	-3,8	2,6	0,9
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**67,3**	**76,8**	**80,5 p**	**75,9**	**65,5**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**4,2**	**8,1**	**12,7 p**	**6,0**	**2,0**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		46,4 (6)	26,0 (7)	18,5	20,8	21,0	19,7	18,6
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		63,4 (6)	35,1 (7)				56,2	46,9
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**11,8**	**1,5**	**10,0 p**	**4,5**	**-15,3**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		16,8 (8)		17,0	4,9	16,5	17,1	3,5
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**65,3**	**79,3**	**76,8**	**76,4**	**75,2**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-4,4
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**36,8**	**55,0**	**16,4**	**0,0**	
Redditività del capitale proprio (%)				14,3	7,6	12,7		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		15,8	15,9	17,7		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				4,2e	3,6e	3,2p	3,4	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**3,6**	**3,7**	**3,8**	**3,9**	**4,0**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		3,3 (10)		3,3	4,1	4,1	3,6	4,2
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**2,6**	**2,0**	**2,1**	**3,4**	**3,8**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,2**	**-0,5**	**-0,1**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-1,5**	**2,0**	**3,6**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.18. MALTA

A Malta il disavanzo delle partite correnti rimane considerevole e il debito delle società non finanziarie è elevato, anche se i rischi associati sembrano essere limitati. L'elevato rapporto debito delle società non finanziarie/PIL continua a diminuire. Si stima che i prezzi nominali delle abitazioni siano moderatamente sopravvalutati.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per Malta. Quest'anno la Commissione non ritiene necessario effettuare ulteriori analisi approfondite per Malta.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 5,7 % nel 2022 e al 2,8 % nel 2023. L'inflazione è elevata, sebbene inferiore rispetto alla maggior parte degli altri paesi dell'UE. Su base annua è salita al 7,5 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 6,7 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per Malta si evince che nel 2021 un indicatore superava la soglia indicativa, ossia la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le prospettive per la **sostenibilità esterna** stanno peggiorando. Il disavanzo delle partite correnti è salito al 4,6 % nel 2021 e dovrebbe peggiorare ulteriormente nel 2022([46]). Il miglioramento dei saldi del settore dei viaggi è stato compensato dal deterioramento del saldo della bilancia commerciale di beni energetici. Il calo complessivo è riconducibile principalmente al disavanzo della bilancia commerciale dei beni non energetici. La posizione patrimoniale netta sull'estero rimane elevata e positiva, rispecchiando la posizione del paese come centro finanziario internazionale, e dovrebbe mantenersi a un livello analogo nonostante gli elevati disavanzi delle partite correnti;

- le preoccupazioni in materia di **competitività di costo** sembrano limitate. Nel 2021 il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è diminuito, dopo il forte aumento registrato nel 2020, ma dovrebbe tornare ad aumentare leggermente nel 2022. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto rimane al di sotto della media della zona euro. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è deprezzato, continuando a deprezzarsi su base annua nel 2022 (dati ad agosto);

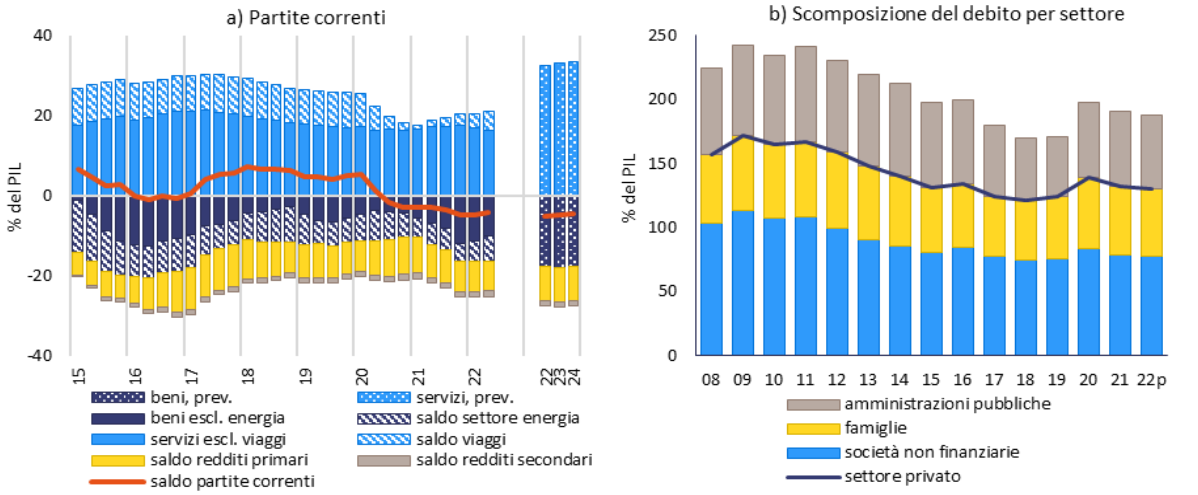
- pur avendo un andamento discendente, il **rapporto debito delle società non finanziarie/PIL** continua a presentare vulnerabilità. Nel 2021 è calato moderatamente, scendendo al 78,4 %. Il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL ha continuato a diminuire nella prima metà del 2022, ma vi sono fattori di rischio associati al contesto macroeconomico. Tale rapporto continua ad essere al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali ed è di 3 punti percentuali superiore al 2019. I flussi di credito alle società non finanziarie rimangono elevati in % del PIL;

- persistono i timori connessi all'andamento dei **prezzi delle abitazioni**. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha registrato un'accelerazione attestandosi al 5,1 % nel 2021. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua è salita al 7,7 % nel secondo trimestre del 2022. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 9 %. Il settore bancario rimane nel complesso solido con elevati livelli di capitalizzazione, ma con una bassa redditività. L'esposizione delle banche al settore immobiliare è ancora molto elevata;

([46]) Vi è una notevole discrepanza tra i dati della bilancia dei pagamenti e i dati dei conti nazionali relativi alle partite correnti: nel 2021 i conti nazionali hanno registrato un notevole avanzo, sebbene sensibilmente inferiore rispetto agli anni precedenti la pandemia; il quadro di valutazione e le valutazioni della relazione sul meccanismo di allerta si basano invece sui dati della bilancia dei pagamenti.

- il **rapporto debito pubblico/PIL** è salito al 56,3 % del PIL e dovrebbe aumentare ulteriormente, avvicinandosi alla soglia del 60 % del PIL. Il disavanzo pubblico si è ridotto al 7,8 % del PIL nel 2021 e dovrebbe continuare a diminuire. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono medi nel medio periodo ed elevati nel lungo periodo a causa dell'invecchiamento della popolazione e dell'elevato disavanzo di bilancio iniziale.

Grafico 3.18.1 - **Grafici selezionati: Malta**



Fonte: Eurostat, Comext e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.18.1 - **Indicatori economici e finanziari selezionati, Malta**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**5,7**	**2,8**	**-0,8**	**-4,2**	**-4,8**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		-2,4 (1)	3,2 (2)	5,0	-2,9	-4,6	-5,1	-4,8
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-71,1 (3)**	**-15,8 (4)**	**53,5**	**51,0**	**52,8**	**50,3**	**52,8**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				234.8	254.6	259.4		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**7,2**	**19,6**	**12,9**	**9,7**	**0,6**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				3,6	11,4	-2,2	0,7	2,1
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**1,8**	**2,1**	**-1,2**	**-4,8**	**-8,1**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-1,2	1,4	-1,3	-5,0	-2,2
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**20,0**	**12,5**	**-0,9**	**-1,4**	**2,2**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				4,0	4,1	-8,9	3,2	0,4
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**124,1**	**138,6**	**131,8**	**129,9**	**120,9**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**12,7**	**6,6**	**9,4**	**11,0**	**9,8**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		56,4 (6)	54,8 (7)	48.5	55.1	53.4	53,0	53,6
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		47,8 (6)	52,6 (7)	75,6	83,5	78,4	76,9	67,3
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**4,2**	**2,2**	**3,8 p**	**0,5**	**-1,5**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		8,6 (8)		6,1	3,4	5,1	7,0	7,0
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**40,7**	**53,3**	**56,3**	**57,4**	**59,9**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				0,6	-9,4	-7,8	-6,0	-5,7
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**7,5**	**1,7**	**7,7**	**0,2**	
Redditività del capitale proprio (%)				6,0	0,3	3,5		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10.6 (9)		20,2	21,3	20,6		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				3.2e	3.6e	3.0p	2,8	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**3,8**	**3,9**	**3,8**	**3,7**	**3,2**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		3,8 (10)		3,6	4,4	3,4	3,2	3,1
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**5,3**	**4,9**	**3,5**	**1,5**	**0,9**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,5**	**-0,9**	**-0,9**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-1,4**	**0,3**	**0,3**		

Note: Cfr. allegato 1.
Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.19. PAESI BASSI

Nei Paesi Bassi l'avanzo delle partite correnti, il rapporto debito delle famiglie/PIL e delle società non finanziarie e la sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni rimangono considerevoli. L'avanzo delle partite correnti e i recenti sviluppi della competitività di costo rendono necessario un attento monitoraggio, anche dal punto di vista del riequilibrio della zona euro. Nel 2021 la crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è stata tra le più elevate dell'UE, in un contesto di sopravvalutazione stimata dei prezzi delle abitazioni.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che i Paesi Bassi presentano squilibri macroeconomici. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare la persistenza degli squilibri o la relativa correzione nell'ambito di un esame approfondito per i Paesi Bassi.

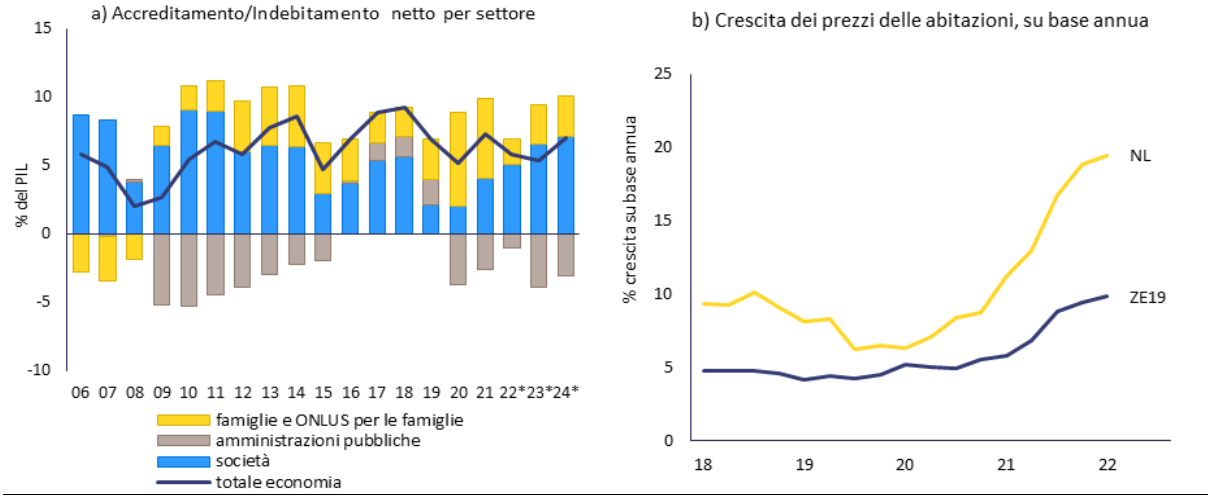
Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 4,6 % nel 2022 e allo 0,6 % nel 2023. L'inflazione è elevata. Su base annua è scesa al 16,8 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 6,8 %. L'inflazione è destinata ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per i Paesi Bassi si evince che nel 2021 quattro indicatori superavano le rispettive soglie indicative, vale a dire i saldi delle partite correnti, la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni e il debito del settore privato. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le problematiche relative al **settore esterno** sono connesse all'elevato avanzo delle partite correnti che si registra da lungo tempo, nonostante la sua revisione al ribasso. Nel 2021 è aumentato al 7,2 % del PIL, principalmente a causa dell'aumento dei saldi dei redditi. Nel 2022 dovrebbe invece ridursi a causa del peggioramento delle ragioni di scambio e dell'impatto del trasferimento di Shell nel Regno Unito, pur rimanendo al di sopra delle soglie indicative. La posizione patrimoniale netta sull'estero in percentuale del PIL, pari al 93 % nel 2021, rimane la più elevata dell'UE, nonostante un forte calo dovuto principalmente a effetti di valutazione negativi. Si prevede che tale tendenza persista nel 2022.
- l'andamento della **competitività di costo** potrebbe ostacolare il riequilibrio della zona euro. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è leggermente diminuito nel 2021, nonostante un ulteriore irrigidimento del mercato del lavoro, ma dovrebbe tornare ad aumentare anche se al di sotto della media della zona euro. Il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA è rimasto sostanzialmente invariato nel 2021 e, su base annua, nel 2022 (dati ad agosto);
- sebbene in calo, il **rapporto debito delle società non finanziarie/PIL** rimane tra i più elevati dell'UE. Nel 2021 è diminuito moderatamente scendendo al 129 %. Il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL ha continuato a diminuire nella prima metà del 2022, ma vi sono fattori di rischio associati al contesto macroeconomico. Rimane al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali. L'elevata percentuale di prestiti infragruppo transfrontalieri e le elevate riserve di liquidità delle imprese attenuano i rischi. Nel 2021 i flussi di credito alle società non finanziarie sono aumentati in percentuale del PIL;
- il **rapporto debito delle famiglie/PIL** rimane il più elevato dell'UE, attestandosi al 100 % del PIL nel 2021, al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia basati sui fondamentali. Nel 2021 è tuttavia diminuito, nonostante il contributo positivo dei flussi di credito, e ha mantenuto tale andamento discendente nella prima metà del 2022. Il debito deteriorato delle famiglie rimane basso;
- la crescita elevata dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un'accelerazione dal 7,6 % nel 2020 al 15 % nel 2021, registrando uno dei ritmi di crescita più alti dell'UE. Nel secondo trimestre del 2022 ha raggiunto il 18,2 % su base annua. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 21 %; i rischi associati alle correzioni dei prezzi giustificano il monitoraggio, anche se il settore bancario è stabile e ben capitalizzato e la sua redditività è aumentata

nel 2021. L'incidenza dei crediti deteriorati è bassa. Anche la crescita dei mutui ipotecari rimane bassa.

Grafico 3.19.1 - **Grafici selezionati: Paesi Bassi**



Fonte: Eurostat, Ameco e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.19.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Paesi Bassi**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**8,4**	**7,1**	**6,4**	**6,0**	**6,1**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		2,3 (1)	5,6 (2)	6,9	5,1	7,2	5,7	5,3
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-88,8 (3)**	**35,0 (4)**	**89,6**	**113,0**	**93,0**	**82,7**	**85,2**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-0.3	12.9	26.0		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**6,0**	**14,4 p**	**11,2 p**	**9,5**	**5,3**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				3,2	8,5 p	-0,6 p	1,6	4,3
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**2,4**	**3,8**	**2,2**	**-2,4**	**-5,6**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				0,4	1,8	0,0	-4,2	-1,5
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**-0,3**	**6,8**	**1,1**	**0,7**	**-2,1**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				-1,3	5,0	-5,0	0,7	-1,2
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**229,9**	**233,1 p**	**229,3 p**	**218,7**	**213,8**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**-0,3**	**-0,7 p**	**11,7 p**	**6,9**	**13,4**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		63,5 (6)	73,4 (7)	99.7	103.8p	100.4p	95,9	92,7
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		94,1 (6)	113,5 (7)				122,8	121,1
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**4,6**	**6,2**	**11,2 p**	**8,4**	**-0,7**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		20,7 (8)		7,3	7,6	15,0	16,8	3,3
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**48,5**	**54,7**	**52,4**	**50,3**	**52,4**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				1,8	-3,7	-2,6	-1,1	-4,0
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**7,9**	**1,4 p**	**-0,3 p**	**3,4**	
Redditività del capitale proprio (%)				7,7	3,1	8,3		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10.6 (9)		16,9	17,9	17,8		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				1.8e	1.9e	1.4p	1,3	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**5,1**	**4,7**	**4,5**	**4,3**	**4,1**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		4,7 (10)		4,4	4,9	4,2	3,7	4,3
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**1,2**	**1,2**	**1,0**	**1,9**	**2,5**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,4**	**-1,0**	**-0,4**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-3,6**	**0,2**	**0,4**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.20. AUSTRIA

In Austria la crescita dei prezzi delle abitazioni ha subito un'accelerazione e il rapporto debito pubblico/PIL così come il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL rimangono elevati, anche se i rischi associati sembrano essere limitati. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni aumenta da anni a un ritmo sostenuto, in un contesto in cui la sopravvalutazione stimata dei prezzi delle abitazioni è notevole. Il rapporto debito/PIL delle imprese è aumentato e si mantiene al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali. Il debito pubblico è in calo, pur rimanendo superiore ai livelli del 2019.

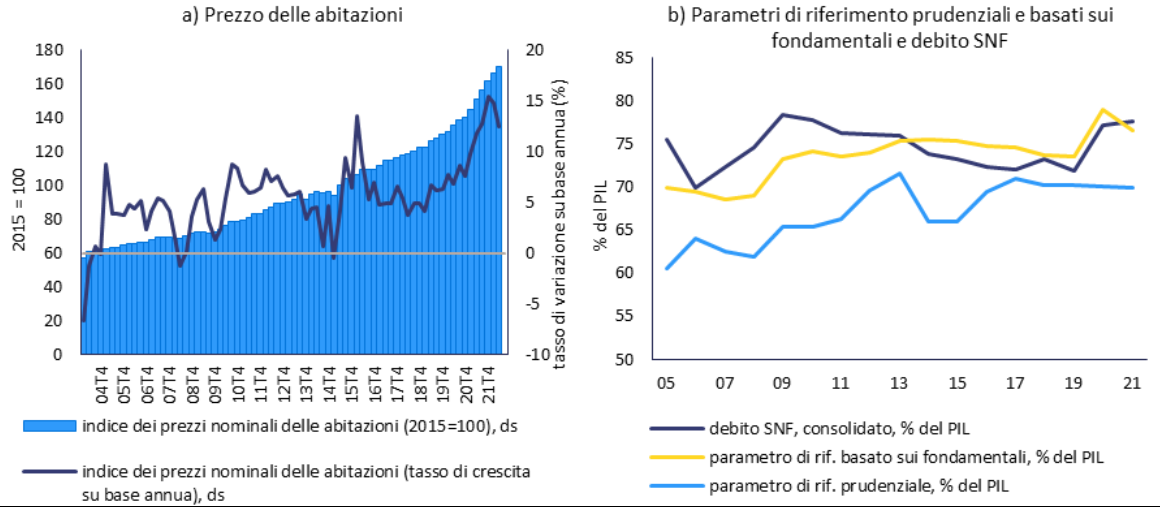
Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per l'Austria. Quest'anno la Commissione non ritiene necessario effettuare ulteriori analisi approfondite per l'Austria.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 4,6 % nel 2022 e allo 0,3 % nel 2023. L'inflazione è elevata. Su base annua è salita all'11,5 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 5,7 % a settembre. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per l'Austria si evince che nel 2021 tre indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni e il debito pubblico. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- i timori per il **debito delle società non finanziarie** sono aumentati. Il rapporto debito/PIL delle imprese è salito al 78 % nel 2021 e si mantiene al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali, restando di 6 punti percentuali superiore al 2019. Nel contempo il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL è diminuito nella prima metà del 2022, nonostante un aumento dei flussi di credito in % del PIL. Le preoccupazioni in materia di competitività di costo sono limitate. La crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto si è notevolmente attenuata nel 2021, ma nei prossimi anni dovrebbe aumentare a un ritmo leggermente superiore rispetto ad altri paesi della zona euro;
- il **rapporto debito delle famiglie/PIL** è in linea con il parametro di riferimento prudenziale e inferiore al parametro di riferimento basato sui fondamentali. È diminuito nel 2021 ed è rimasto sostanzialmente invariato nella prima metà del 2022. Il debito deteriorato delle famiglie rimane basso;
- la crescita molto elevata dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un'accelerazione dal 7,7 % nel 2020 al 12,4 % nel 2021, registrando uno dei ritmi di crescita più alti dell'UE. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni su base annua è diminuita leggermente, ma è rimasta molto elevata, attestandosi al 12,4 % nel secondo trimestre del 2022. Secondo le stime i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 27 %. Tuttavia la bassa esposizione ai tassi di interesse variabili, il basso rapporto debito delle famiglie/PIL, il basso rapporto abitazioni di proprietà/in affitto, la solidità del settore finanziario e il basso livello dei crediti deteriorati limitano i rischi macroeconomici;
- i timori associati al **debito pubblico** sono limitati. Il debito pubblico è leggermente diminuito nel 2021, attestandosi all'82,3 % del PIL, e si prevede che diminuirà ulteriormente pur rimanendo al di sopra dei livelli del 2019. Il disavanzo pubblico rimane elevato, anche se si è ridotto al 5,9 % del PIL nel 2021, e si prevede che continuerà a calare. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono medi sia nel medio sia nel lungo periodo;
- il **settore bancario** è complessivamente solido. Sebbene il coefficiente di capitale di classe 1 sia risultato inferiore alla media dell'UE, la redditività è stata superiore. Anche l'incidenza dei crediti deteriorati è stata molto bassa, ma la percentuale di crediti a rischio di deterioramento (fase 2) è molto elevata. L'esposizione della Raiffeisen Bank International (RBI) nei confronti della Russia rappresenta una fonte di rischio moderata.

Grafico 3.20.1 - **Grafici selezionati: Austria**



Fonte: Eurostat, BCE e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.20.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Austria**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**1,6**	**2,1**	**1,9**	**1,2**	**0,1**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		1,5 (1)	0,5 (2)	2,4	3,0	0,4	0,2	-0,1
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-82,1 (3)**	**12,3 (4)**	**14,4**	**11,5**	**14,7**	**16,8**	**16,1**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-0,6	-4,6	-4,2		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**5,6**	**12,0**	**9,9**	**9,6**	**9,5**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				2,3	7,1	0,3	2,1	6,9
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**2,1**	**3,2**	**1,2**	**-2,9**	**-6,7**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-1,0	2,1	0,1	-5,0	-2,0
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**1,2**	**5,4**	**-2,7**	**4,9**	**1,5**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				-0,1	0,5	-3,8	6,4	-1,2
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**121,5**	**130,4**	**129,7**	**125,1**	**115,6**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**5,1**	**4,4**	**7,4**	**8,3**	**5,4**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		50,7 (6)	77,4 (7)	49,6	53,2	52,1	49,5	48,7
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		69,9 (6)	76,5 (7)				75,6	66,9
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**4,0**	**6,1**	**9,9**	**2,1**	**1,3**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		26,7 (8)		5,8	7,7	12,4	8,9	-0,1
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**70,6**	**82,9**	**82,3**	**78,5**	**76,6**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				0,6	-8,0	-5,9	-3,4	-2,8
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**3,6**	**11,4**	**8,0**	**3,9**	
Redditività del capitale proprio (%)				7,8	4,1	6,4		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		15,6	16,1	16,0		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				2,2e	2,0e	1,8p	1,8	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**5,3**	**5,3**	**5,7**	**5,7**	**5,5**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		5,4 (10)		4,8	6,0	6,2	5,0	5,2
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**0,7**	**-0,4**	**0,1**	**1,9**	**3,0**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,0**	**-0,6**	**0,3**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-2,9**	**1,2**	**1,0**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.21. POLONIA

In Polonia il costo del lavoro per unità di prodotto e i prezzi delle abitazioni sono in aumento, anche se i rischi associati sembrano essere limitati. La crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto è destinata ad aumentare a fronte di un'inflazione di fondo molto elevata e della carenza di manodopera. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è tra le più elevate dell'UE, in un contesto in cui la sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni è limitata. Il deprezzamento del tasso di cambio esercita una certa pressione sull'inflazione e le partite correnti sono passate a un disavanzo a causa di fattori una tantum.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per la Polonia. Quest'anno la Commissione non ritiene necessario effettuare ulteriori analisi approfondite per la Polonia.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 4 % nel 2022 e allo 0,7 % nel 2023. L'inflazione è attualmente molto elevata, anche rispetto ai partner commerciali della Polonia nella zona euro, ma dovrebbe rallentare. Su base annua è salita al 15,7 % a settembre, con un'inflazione di fondo stimata all'11,5 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Polonia si evince che nel 2021 un indicatore superava la soglia indicativa, ossia la posizione patrimoniale netta sull'estero. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

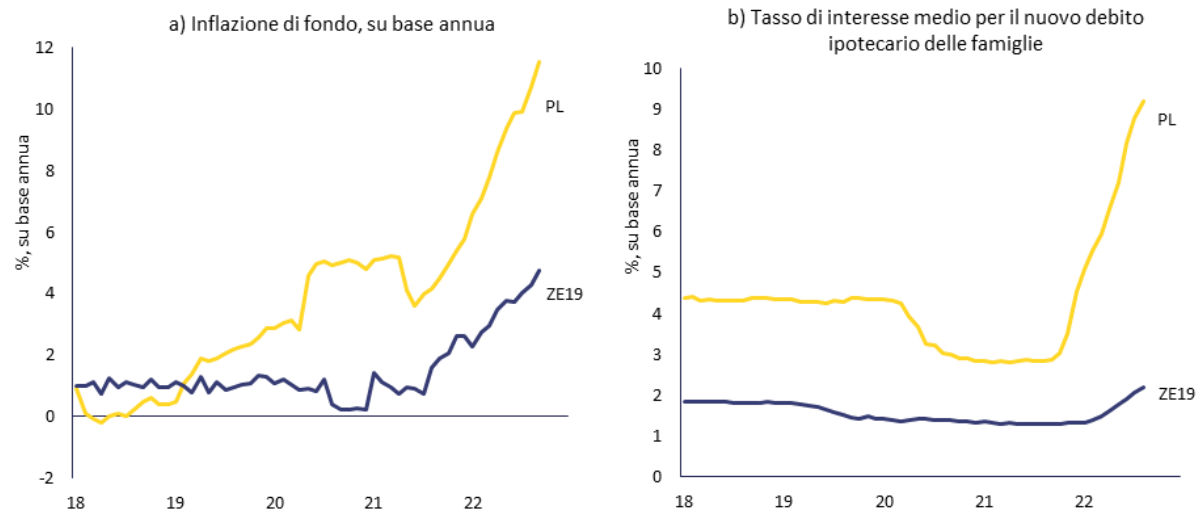
- le preoccupazioni in materia di **sostenibilità esterna** non sono ancora fortemente pronunciate. In considerazione della forte domanda e delle ragioni di scambio sfavorevoli, le partite correnti sono passate a un disavanzo dell'1,4 % del PIL nel 2021 e dovrebbero peggiorare ulteriormente nel 2022. Si prevede tuttavia che a partire dal 2022 la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) migliorerà ulteriormente e rimarrà entro la soglia indicativa della PSM di -35 %. La maggior parte della NIIP è caratterizzata da investimenti diretti, il che limita le preoccupazioni immediate relative alla posizione esterna;

- se dovessero persistere, l'elevata inflazione e la forte crescita dei salari nominali potrebbero suscitare preoccupazioni in termini di **competitività di costo**. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è calato nel 2021, ma dovrebbe aumentare sensibilmente in futuro. Il tasso di cambio effettivo reale nei confronti dei partner commerciali della Polonia si è deprezzato;

- i **prezzi** nominali **delle abitazioni** sono aumentati rapidamente negli ultimi anni, ma rimangono sostanzialmente in linea con i fondamentali in un contesto di forte crescita dei redditi. La stretta monetaria nel periodo 2021/2022 ha innescato l'aumento più marcato dei tassi di interesse sui mutui ipotecari nell'UE, nonché una forte riduzione dei flussi di credito alle famiglie. È probabile che, a causa della prevalenza dei mutui ipotecari a tasso variabile, tali oneri per interessi saranno trasferiti direttamente ai titolari di mutui ipotecari sia nuovi che esistenti. Il **settore bancario** polacco continua tuttavia a essere ben capitalizzato in un contesto di basso indebitamento delle famiglie e di rapporti prestito/valore relativamente bassi. Il livello dei crediti deteriorati rimane basso e continua a diminuire;

- la **carenza di manodopera** aggrava le pressioni inflazionistiche. La crescita dei salari nominali ha raggiunto il 12,4 % su base annua nel 2022 (dati ad agosto). Il tasso di disoccupazione rimane tra i più bassi dell'UE, attestandosi al 3,4 % nel 2021, e dovrebbe diminuire nel 2022 per poi aumentare nel 2023. Il tasso di attività è ulteriormente aumentato. Si prevede che l'aumento dell'offerta di manodopera risultante dall'afflusso di sfollati dall'Ucraina attenuerà la carenza di manodopera, come già accade in alcuni settori quali i servizi.

Grafico 3.21.1 - **Grafici selezionati: Polonia**



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.21.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Polonia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**-1,1**	**0,1**	**0,3**	**-1,0**	**-3,0**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,3 (1)	-4,4 (2)	-0,2	2,5	-1,4	-4,1	-3,5
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-52,7 (3)**	**-4,1 (4)**	**-48,8**	**-43,9**	**-39,5**	**-29,4**	**-27,0**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-10.7	-4.5	0.8		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**8,0**	**14,0**	**9,9 b**	**14,4**	**16,9**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				3,9	7,5	-1,6 b	8,1	9,8
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**2,8**	**1,1**	**-0,4**	**-0,7**	**-0,2**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-0,9	1,1	-0,6	-1,2	1,5
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**22,0**	**33,6**	**24,9**	**19,1**	**15,2**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				3,8	11,3	-0,7	0,3	0,1
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**74,2**	**76,1**	**71,6**	**63,5**	**57,8**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**3,6**	**1,8**	**4,0**	**2,4**	**2,8**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		54,3 (6)	22,2 (7)	34.4	34.6	32.3	26,8	24,3
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		82,4 (6)	34,5 (7)				36,7	33,5
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**6,4**	**6,7**	**3,7**	**-2,6**	**-5,8**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		-1,9 (8)		8,7	10,5	9,2	9,9	5,0
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**45,7**	**57,2**	**53,8**	**51,3**	**52,9**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				-0,7	-6,9	-1,8	-4,8	-5,5
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**4,3**	**11,6**	**13,6**	**0,1**	
Redditività del capitale proprio (%)				6,9	3,1	4,8		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10.6 (9)		15,9	17,5	16,1		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				6.1e	6.0e	5.0p	4,7	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**4,1**	**3,5**	**3,3**	**3,1**	**3,0**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		3,4 (10)		3,3	3,2	3,4	2,7	3,0
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**2,1**	**1,4**	**3,4**	**1,7**	**1,2**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,5**	**-0,9**	**-0,1**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-7,9**	**-4,0**	**0,1**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.22. PORTOGALLO

In Portogallo permangono preoccupazioni relative al rapporto tra PIL e debito delle famiglie, debito delle società non finanziarie, debito pubblico e debito estero, anche se tali valori hanno ripreso il loro andamento discendente dopo la crisi COVID-19. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni sta accelerando e sono emersi segnali di sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni. Permangono i rischi associati ai circoli viziosi fra il settore finanziario e quello pubblico.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che il Portogallo presenta squilibri macroeconomici. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare la persistenza degli squilibri o la relativa correzione nell'ambito di un esame approfondito per il Portogallo.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 6,6 % nel 2022 e allo 0,7 % nel 2023. L'inflazione è elevata e dovrebbe oscillare sostanzialmente in linea con la media della zona euro. Su base annua è salita al 10,6 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 6,5 % a settembre. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per il Portogallo si evince che nel 2021 sei indicatori superavano le rispettive soglie indicative, vale a dire la posizione patrimoniale netta sull'estero, la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni, il debito del settore privato, il debito pubblico e la variazione del tasso di disoccupazione giovanile. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- la **sostenibilità esterna** continua a destare preoccupazione. La posizione patrimoniale netta sull'estero, sebbene sia notevolmente migliorata e abbia raggiunto i livelli più alti in 15 anni, è ancora elevata e negativa; sono previsti ulteriori miglioramenti fino al 2024. Nel 2021 il disavanzo delle partite correnti è salito all'1,2 % del PIL, in quanto il miglioramento del saldo del settore dei viaggi e delle esportazioni di beni è stato più che compensato dal deterioramento del saldo della bilancia commerciale dei beni energetici. Il disavanzo dovrebbe aumentare leggermente nel 2022 a causa degli effetti sui prezzi. La crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto è stata moderata nel 2021 e dovrebbe diventare negativa nel 2022. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è deprezzato, registrando anche un deprezzamento su base annua nel 2022 (dati ad agosto);

- pur avendo un andamento discendente, il **rapporto debito delle società non finanziarie/PIL** continua a presentare vulnerabilità. Nel 2021 è sceso al 90,5 %, ma è ancora superiore di oltre 4 punti percentuali rispetto al 2019. Il rapporto debito delle società non finanziarie/PIL ha continuato a diminuire nella prima metà del 2022, ma vi sono fattori di rischio associati al contesto macroeconomico. Tale rapporto continua ad essere al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali. I crediti deteriorati delle imprese in percentuale dei prestiti delle banche alle imprese hanno continuato a diminuire. Il **rapporto debito delle famiglie/PIL** rimane al di sopra dei parametri sia prudenziali sia basati sui fondamentali, sebbene sia diminuito nel 2021 e abbia continuato a diminuire nella prima metà del 2022;

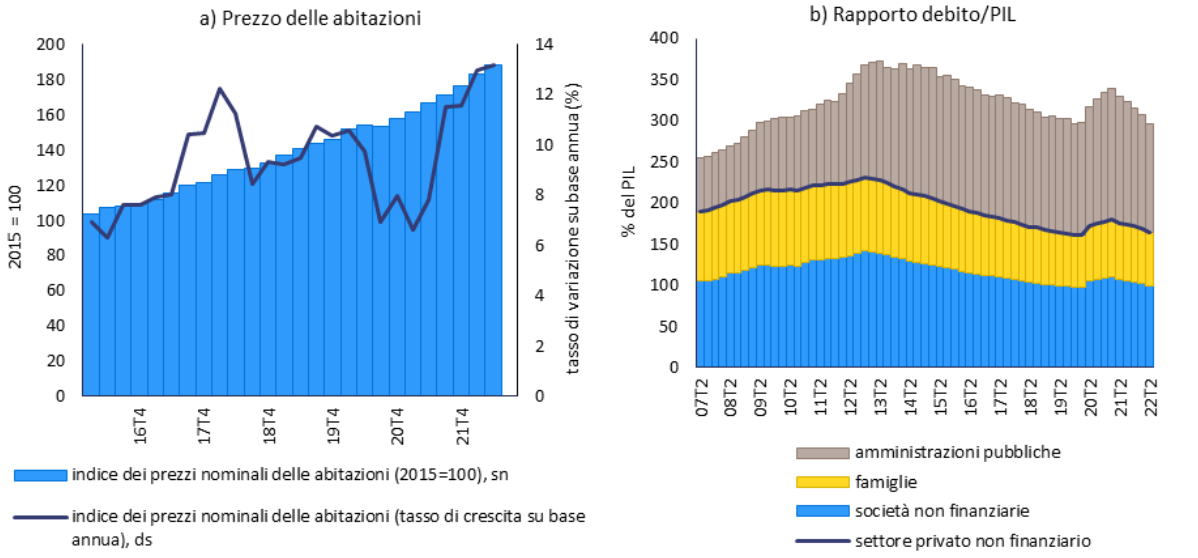
- i timori connessi all'andamento dei **prezzi delle abitazioni** sono in aumento. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha registrato un'accelerazione passando dall'8,8 % al 9,4 % nel 2021. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua è aumentata al 13,2 % nel secondo trimestre del 2022. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 23 %. Oltre due terzi dei mutui ipotecari hanno tassi di interesse fissati solo per un anno;

- il **debito pubblico** continua a destare notevoli preoccupazioni. Nel 2021 è diminuito di 9 punti percentuali, attestandosi al 125,5 % del PIL, e si prevede che nel 2022 diminuirà ulteriormente, raggiungendo livelli inferiori a quelli precedenti la pandemia. Il disavanzo pubblico si è ridotto

al 2,9 % del PIL nel 2021 e dovrebbe continuare a diminuire nel periodo oggetto delle previsioni. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono elevati nel medio periodo e medi nel lungo periodo;

- le preoccupazioni relative al **settore bancario** sono diminuite, ma permangono alcune debolezze. La redditività ha segnato una ripresa e i coefficienti di solvibilità sono rimasti resilienti. Tuttavia il coefficiente di capitale di classe 1, pur essendo superiore agli obblighi normativi, è basso rispetto ai paesi comparabili europei, e la redditività rimane relativamente bassa. L'incidenza dei crediti deteriorati ha continuato la sua traiettoria discendente, pur rimanendo al di sopra della media dell'UE, e anche i crediti a rischio di deterioramento (fase 2) sono elevati. Permangono inoltre i rischi associati ai circoli viziosi fra il settore finanziario e quello pubblico.

Grafico 3.22.1 - **Grafici selezionati: Portogallo**



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.22.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Portogallo**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**0,8**	**0,0**	**-0,6**	**-1,2**	**-1,1**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,0 (1)	-2,4 (2)	0,4	-1,0	-1,2	-1,4	-0,8
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-52,3 (3)**	**-15,7 (4)**	**-100,0**	**-104,6**	**-94,7**	**-85,2**	**-79,3**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-46.7	-46.7	-36.1		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**8,5**	**15,6**	**12,5 p**	**8,4**	**3,4**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				2,8	8,7	0,6 p	-0,9	3,8
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**-0,3**	**0,0**	**-2,8**	**-5,3**	**-7,3**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-1,9	0,8	-1,8	-4,4	-1,4
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**8,3**	**-1,5**	**-5,3**	**3,3**	**1,3**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				0,8	-10,2	0,1	12,2	-0,3
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**149,5**	**163,7**	**156,9 p**	**147,8**	**137,6**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**2,6**	**4,4**	**4,0 p**	**5,7**	**3,5**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		40,4 (6)	31,5 (7)	63.5	69.1	66.4	63,0	61,4
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		64,4 (6)	62,0 (7)	86,0	94,6	90,5	84,8	76,2
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**9,0**	**8,1**	**7,9**	**5,7**	**2,0**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		22,5 (8)		10,0	8,8	9,4	10,9	2,1
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**116,6**	**134,9**	**125,5**	**115,9**	**109,1**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				0,1	-5,8	-2,9	-1,9	-1,1
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**-0,2**	**6,6**	**7,1**	**1,8**	
Redditività del capitale proprio (%)				4,3	0,0	4,9		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10.6 (9)		14,1	15,4	15,5		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				6.1e	4.9e	3.6p	3,4	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**7,7**	**7,0**	**6,8**	**6,5**	**6,1**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		6,2 (10)		6,7	7,0	6,6	5,9	5,9
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**2,2**	**0,0**	**0,7**	**0,3**	**1,4**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-3,6**	**-2,3**	**-0,3**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-9,7**	**-1,4**	**3,1**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.23. ROMANIA

In Romania continuano a crescere le preoccupazioni relative alla sostenibilità esterna e al disavanzo pubblico. Il disavanzo delle partite correnti è aumentato nel 2021 ed è in corso un ulteriore aumento. Il disavanzo pubblico è migliorato e si prevede che continuerà a ridursi, ma rimane comunque elevato. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto dovrebbe aumentare in un contesto di inflazione elevata, carenza di manodopera e forti aumenti dei salari nominali, facendo emergere alcune preoccupazioni in materia di competitività.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che la Romania presenta squilibri macroeconomici. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare la persistenza degli squilibri o la relativa correzione nell'ambito di un esame approfondito per la Romania.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 5,8 % nel 2022 e all'1,8 % nel 2023. L'inflazione è elevata. Su base annua è salita al 13,4 % a settembre, con un'inflazione di fondo stimata al 6,5 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Romania si evince che nel 2021 tre indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia il saldo delle partite correnti, la posizione patrimoniale netta sull'estero e la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le preoccupazioni in materia di **sostenibilità esterna** si sono ulteriormente aggravate. Il disavanzo delle partite correnti è salito al 7,3 % del PIL nel 2021 e si prevede un ulteriore deterioramento per il 2022. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) è leggermente migliorata, raggiungendo quota -47,2 % del PIL nel 2021, a fronte della forte crescita del PIL nominale e di alcuni effetti di valutazione positivi, e dovrebbe migliorare ulteriormente nel 2022 per poi tornare a diminuire nel 2023. La NIIP al netto degli strumenti non esposti al rischio di default è rimasta negativa ma prossima al pareggio;

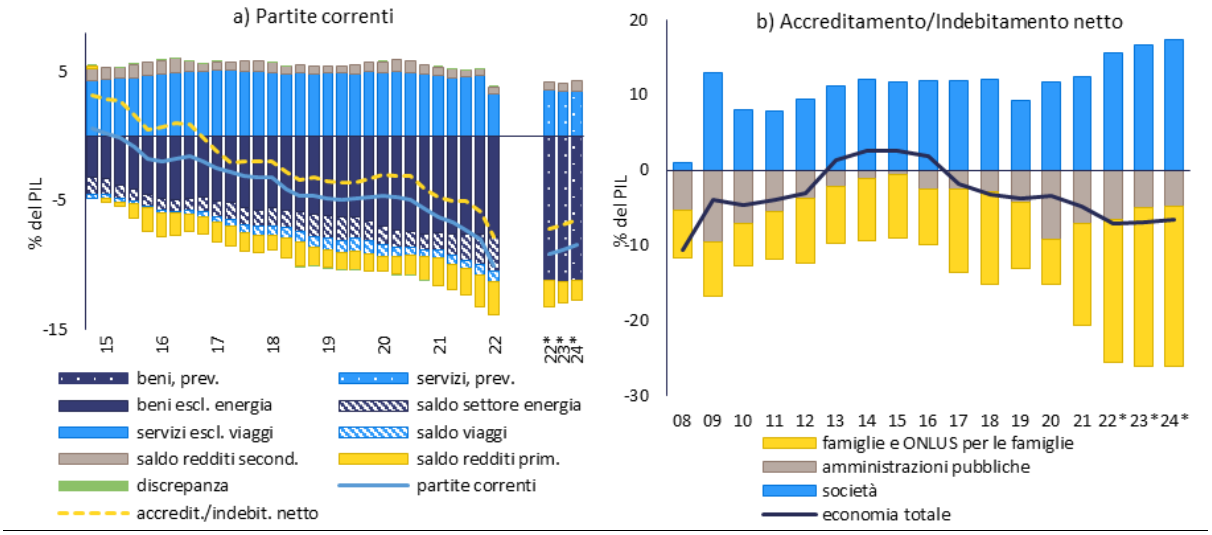
- le preoccupazioni per la **competitività di costo**, che esistevano già prima della pandemia di COVID-19, stanno aumentando ulteriormente. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è leggermente aumentato nel 2021 e dovrebbe aumentare in modo più marcato nel 2022 e oltre, in un contesto di inflazione elevata, carenza di manodopera e forti aumenti dei salari nominali. Il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA è rimasto sostanzialmente invariato nel 2021 e su base annua si è mantenuto perlopiù stabile nel 2022 (dati ad agosto);

- I timori relativi all'andamento dei **prezzi delle abitazioni** continuano a essere limitati. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un lieve rallentamento, passando dal 4,7 % al 4,4 % nel 2021. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua è aumentata all'8,5 % nel secondo trimestre del 2022. I parametri del divario di valutazione non mostrano tuttavia segni di una potenziale sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni;

- i rischi connessi al **debito pubblico** sono in aumento. Il disavanzo pubblico è migliorato ma rimane elevato, attestandosi al 7,1 % del PIL nel 2021, e si prevede che diminuirà ulteriormente. Il debito pubblico è salito al 48,9 % del PIL nel 2021 e dovrebbe diminuire leggermente quest'anno e il prossimo. Continua a superare ampiamente i livelli pre-COVID-19. I rendimenti dei titoli sovrani sono tra i più elevati dell'UE. I rischi di cambio sono elevati, dato che circa la metà del debito dell'amministrazione centrale era denominato in valuta estera e circa la metà del debito pubblico era detenuto da non residenti alla fine del 2021. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono elevati nel medio periodo e medi nel lungo periodo;

- il **settore bancario** è stabile. L'incidenza dei crediti deteriorati è scesa al 3,4 % dei prestiti totali nel 2021. Anche se il coefficiente di classe 1 è prossimo alla media dell'UE, la redditività è molto elevata. In seguito all'irrigidimento monetario, i tassi di interesse sono aumentati significativamente nel 2021 e nel 2022.

Grafico 3.23.1 - **Grafici selezionati: Romania**



Fonte: Eurostat, Comext e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.23.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Romania**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**-4,2**	**-4,8**	**-5,7**	**-7,2**	**-8,7**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,3 (1)	-5,0 (2)	-4,9	-4,9	-7,3	-9,5	-9,2
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-47,5 (3)**	**-8,0 (4)**	**-43,4**	**-47,6**	**-47,2**	**-39,8**	**-42,3**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-4.0	-7.0	-6.5		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**24,0**	**20,7**	**14,4 p**	**10,0**	**9,4**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				6,9	5,8	1,2 p	2,8	5,2
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**0,2**	**3,4**	**1,0**	**2,8**	**0,5**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-0,3	1,4	0,0	1,5	-0,9
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**17,4**	**19,9**	**10,6**	**12,1**	**9,2**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				1,5	1,9	0,5	4,1	0,8
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**46,5**	**48,0**	**48,1 p**	**45,8**	**39,5**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**2,0**	**1,3**	**3,8 p**	**5,0**	**3,1**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		59,8 (6)	20,4 (7)	15.4	16.1	15.8	14,8	14,2
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		97,9 (6)	39,9 (7)				31,0	25,3
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**-1,9**	**2,3**	**-1,1**	**-4,5**	**-5,8**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		-19,8 (8)		3,4	4,7	4,4	8,9	1,4
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**35,1**	**46,9**	**48,9**	**47,9**	**47,3**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				-4,3	-9,2	-7,1	-6,5	-5,0
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**10,3**	**13,4**	**14,3**	**0,8**	
Redditività del capitale proprio (%)				12,3	9,0	13,1		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10.6 (9)		19,0	21,8	19,9		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				4.3e	3.9e	3.4p	3,1	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**5,4**	**5,4**	**5,5**	**5,7**	**5,6**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		5,5 (10)		4,9	6,1	5,6	5,4	5,8
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**3,1**	**2,3**	**3,2**	**2,2**	**2,2**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,4**	**-0,6**	**-0,2**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-4,9**	**-1,4**	**0,5**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.24. SLOVENIA

In Slovenia permangono alcuni timori connessi all'andamento dei prezzi delle abitazioni e al disavanzo pubblico, anche se i rischi associati sembrano essere limitati. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni è tra le più elevate dell'UE, ma i prezzi delle abitazioni non mostrano segni di una potenziale sopravvalutazione. Le limitazioni dal lato dell'offerta e l'elevata inflazione potrebbero incidere sulla competitività e sulla crescita a medio termine. Il disavanzo pubblico rimane elevato.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per la Slovenia. Quest'anno la Commissione non ritiene necessario effettuare ulteriori analisi approfondite per la Slovenia.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 6,2 % nel 2022 e allo 0,8 % nel 2023. L'inflazione è elevata. Su base annua è scesa al 10,3 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 6,6 % a settembre. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Slovenia si evince che nel 2021 quattro indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, la crescita dei prezzi reali delle abitazioni, il debito pubblico e la variazione della disoccupazione giovanile. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le preoccupazioni in materia di **sostenibilità esterna** non sono pronunciate. Dopo diversi anni di avanzi molto consistenti, nel 2021 il saldo delle partite correnti è sceso al 3,8 % del PIL. Il principale fattore trainante è stato il calo del saldo della bilancia commerciale dei beni, compresi, in misura minore, i beni energetici. Il saldo delle partite correnti dovrebbe diminuire ulteriormente e diventare negativo nel 2022. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) ha continuato ad aumentare costantemente, raggiungendo quota -6,8 % del PIL nel 2021, e si prevede che raggiungerà il pareggio entro il 2024. La NIIP al netto degli strumenti non esposti al rischio di default è leggermente positiva;

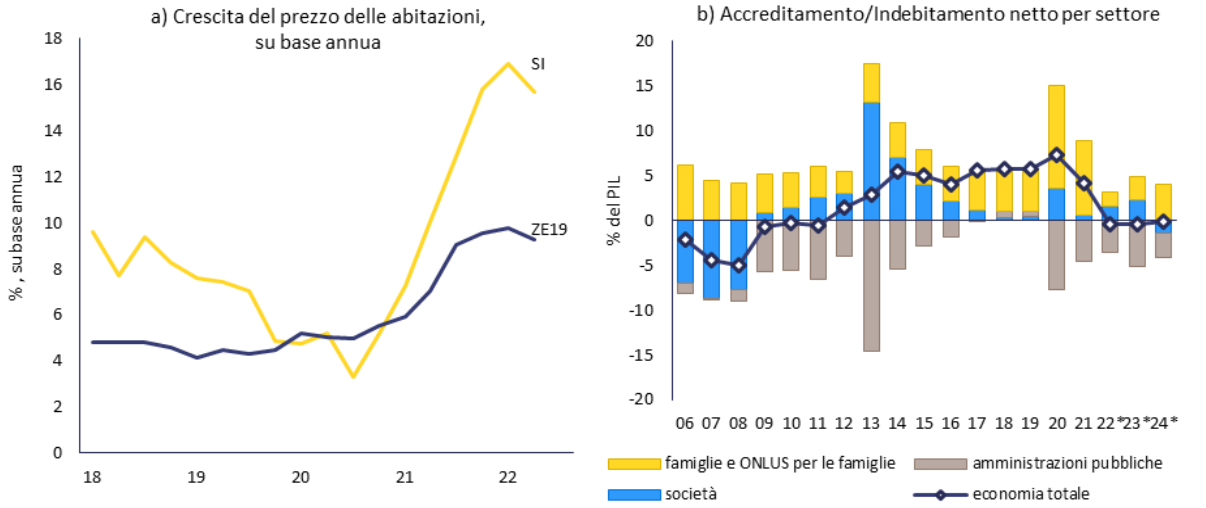
- la **competitività di costo** non desta ancora notevoli preoccupazioni. La crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto si è notevolmente attenuata nel 2021 e dovrebbe diventare negativa nel 2022. Secondo le previsioni il costo del lavoro per unità di prodotto aumenterà nel 2023. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è deprezzato marginalmente, mentre su base annua ha registrato un deprezzamento nel 2022 (dati ad agosto);

- la crescita molto elevata dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un'accelerazione dal 4,6 % nel 2020 all'11,5 % nel 2021, registrando uno dei ritmi di crescita più alti dell'UE. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua si è attestata al 15,6 % nel secondo trimestre del 2022. I parametri del divario di valutazione non mostrano tuttavia segni di una potenziale sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni; I dati recenti sulle operazioni indicano un possibile rallentamento del mercato;

- nonostante i miglioramenti, la dinamica del **debito pubblico** continua a destare preoccupazione. Il debito pubblico è sceso al 74,5 % del PIL nel 2021 e dovrebbe continuare a diminuire gradualmente. Il disavanzo pubblico rimane elevato, ma nel 2021 è sceso al 4,7 % del PIL e si prevede che nel 2022 diminuirà ulteriormente, per poi tornare ad aumentare nel 2023. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono elevati sia nel medio che nel lungo periodo a causa della posizione di bilancio iniziale sfavorevole e dell'invecchiamento della popolazione;

- il **settore bancario** rimane stabile. Sebbene la capitalizzazione sia inferiore alla media dell'UE, la redditività è aumentata nel 2021 ed è ben al di sopra della media dell'UE. La percentuale di crediti deteriorati è notevolmente diminuita negli ultimi anni e rimane bassa.

Grafico 3.24.1 - **Grafici selezionati: Slovenia**



Fonte: Eurostat, Ameco e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.24.1 - **Indicatori economici e finanziari selezionati, Slovenia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**6,0**	**6,5**	**5,8**	**3,5**	**0,8**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,8 (1)	-1,1 (2)	5,9	7,6	3,8	-0,7	-0,6
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-63,0 (3)**	**5,1 (4)**	**-16,2**	**-15,6**	**-6,8**	**-2,0**	**0,2**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				0,8	1,6	9,7		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**8,0**	**14,5**	**12,8**	**7,4**	**5,8**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				3,9	7,3	1,1	-1,0	5,7
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**1,0**	**1,9**	**-0,4**	**-4,5**	**-6,6**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-0,5	0,6	-0,5	-4,5	-1,8
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**15,8**	**19,5**	**11,6**	**9,1**	**5,8**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				0,7	1,7	-0,5	3,1	0,7
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**68,6**	**69,5**	**66,4**	**64,4**	**59,0**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**0,8**	**-0,9**	**3,5**	**5,8**	**4,3**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		43,9 (6)	37,2 (7)	26,8	27,8	26,4	25,5	25,4
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		65,9 (6)	57,3 (7)	41,8	41,7	40,0	38,9	33,6
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**5,3**	**5,2**	**7,8**	**2,5**	**1,9**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		0,4 (8)		6,7	4,6	11,5	10,5	3,3
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**65,4**	**79,6**	**74,5**	**69,9**	**69,6**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				0,6	-7,7	-4,7	-3,6	-5,2
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**9,9**	**14,0**	**14,1**	**1,5**	
Redditività del capitale proprio (%)				10,3	11,3	9,5		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10.6 (9)		17,8	16,7	16,9		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				3.4e	3.0e	2.1p	1,9	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**5,4**	**4,8**	**4,7**	**4,6**	**4,4**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		6,0 (10)		4,4	5,0	4,8	4,1	4,3
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**3,5**	**0,2**	**0,6**	**2,1**	**2,8**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-2,4**	**-1,2**	**-0,3**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-7,2**	**3,0**	**3,9**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.25. SLOVACCHIA

In Slovacchia le preoccupazioni relative alla competitività di costo e all'andamento dei prezzi delle abitazioni esistevano già prima della pandemia di COVID-19 e sono in aumento. La crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto è destinata ad accelerare e l'inflazione di fondo è molto elevata rispetto ai paesi comparabili alla Slovacchia della zona euro. La forte crescita dei prezzi delle abitazioni prosegue e negli ultimi anni è accompagnata da un aumento sostenuto del debito delle famiglie. Il disavanzo delle partite correnti è in forte aumento. L'elevato disavanzo pubblico giustifica un attento monitoraggio.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per la Slovacchia. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare le nuove vulnerabilità emergenti e le relative implicazioni in un esame approfondito per la Slovacchia.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà all'1,9 % nel 2022 e allo 0,5 % nel 2023. L'inflazione è molto elevata, anche rispetto a molti partner commerciali nella zona euro. Su base annua è salita al 14,5 % a settembre, con un'inflazione di fondo stimata al 9,3 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Slovacchia si evince che nel 2021 cinque indicatori superavano le rispettive soglie indicative, vale a dire la posizione patrimoniale netta sull'estero, la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, il debito pubblico, le passività del settore finanziario e la variazione della disoccupazione giovanile. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le prospettive per la **sostenibilità esterna** sono peggiorate. Nel 2021 il saldo delle partite correnti è passato a un disavanzo pari a -2,5 % del PIL. Secondo le previsioni, quest'anno dovrebbe deteriorarsi notevolmente e rimanere fortemente negativo, sia a causa del saldo del settore energetico sia in ragione del saldo fortemente ridotto dei beni non energetici. Il leggero miglioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), pari a -61 % del PIL nel 2021, è stato determinato dalla crescita del PIL e da alcuni effetti di valutazione positivi. Nel 2022 si prevede un lieve deterioramento, cui seguiranno nuovi miglioramenti. La maggior parte della NIIP è costituita da investimenti diretti, il che limita le preoccupazioni relative alla posizione esterna;

- le preoccupazioni per la **competitività di costo**, che esistevano già prima della pandemia di COVID-19, stanno aumentando ulteriormente. Nel 2021 il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è aumentato, sebbene in misura minore rispetto agli anni precedenti, e si prevede che continuerà ad aumentare fortemente nel 2022 e nel 2023, nel contesto dell'elevata inflazione di fondo e dei forti aumenti dei salari nominali della Slovacchia. Il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA è rimasto sostanzialmente invariato nel 2021 e su base annua si è mantenuto perlopiù stabile anche nel 2022 (dati ad agosto);

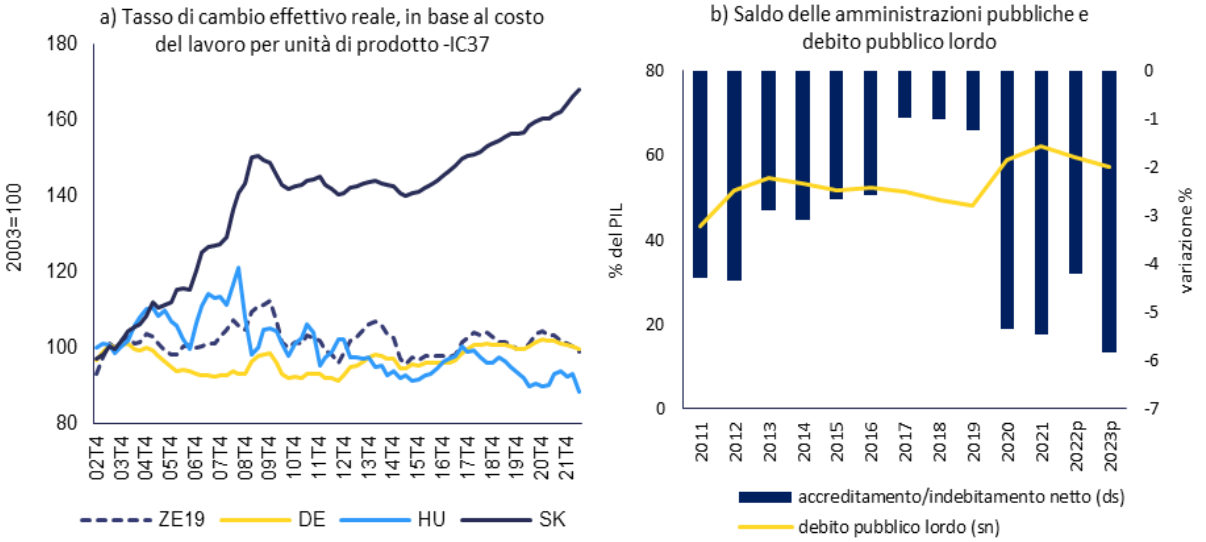
- il **rapporto debito delle famiglie/PIL** è superiore al parametro di riferimento basato sui fondamentali e prossimo a quello prudenziale. Il debito delle famiglie è notevolmente più elevato che tra i paesi comparabili alla Slovacchia ed è pari a quasi il 50 % del PIL. I flussi di credito netti alle famiglie sono stati relativamente dinamici nel 2021, pari a circa il 4 % del PIL, e dovrebbero aumentare nel 2022. Il rapporto debito delle famiglie/PIL è rimasto sostanzialmente invariato nella prima metà del 2022. I crediti deteriorati delle famiglie sono bassi e hanno continuato a diminuire nel 2021;

- l'andamento dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un rallentamento, passando dal 9,6 % nel 2020 al 6,4 % nel 2021. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua è aumentata al 16,6 % nel secondo trimestre del 2022. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni

sono stati sopravvalutati del 14 %. Il credito ipotecario è stato molto dinamico e rappresenta una fonte di rischio. I prezzi degli immobili hanno segnato un forte aumento, soprattutto dalla seconda metà del 2021;

- i rischi connessi al **debito pubblico** sono contenuti nel breve periodo. Nel 2021 il debito pubblico è salito al 62,2 % del PIL, superando per la prima volta la soglia del quadro di valutazione. Secondo le previsioni, nel 2022 dovrebbe continuare a diminuire leggermente e tornare al di sotto del 60 % del PIL, un valore comunque di 12 punti percentuali superiore rispetto al 2019. Il disavanzo pubblico è peggiorato dalla pandemia e nel 2021 ha raggiunto il 5,5 %. Nel 2022 dovrebbe ridursi, per poi aumentare nuovamente nel 2023. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono elevati sia nel medio che nel lungo periodo a causa dell'andamento del debito a lungo termine e dell'aumento del costo dell'invecchiamento demografico.

Grafico 3.25.1 - **Grafici selezionati: Slovacchia**



Fonte: Eurostat, Ameco e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.25.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Slovacchia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**-2,5**	**-1,7**	**-1,8**	**-2,7**	**-4,7**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,1 (1)	-3,2 (2)	-3,3	0,6	-2,5	-6,3	-5,4
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-47,9 (3)**	**-1,5 (4)**	**-65,6**	**-64,8**	**-61,0**	**-62,6**	**-57,4**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-14.1	-14.8	-14.7		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**14,2**	**15,4**	**14,1**	**16,6**	**16,6**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				5,3	5,5	2,8	7,6	5,5
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**2,6**	**5,3**	**3,1**	**1,2**	**-0,8**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				0,6	2,5	-0,1	-1,2	0,5
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**1,3**	**7,4**	**-2,9**	**-6,8**	**-9,3**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				-2,3	3,3	-4,2	-5,4	-0,8
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**91,0**	**94,5**	**95,0**	**94,8**	**79,3**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**4,5**	**2,5**	**5,5**	**8,0**	**2,3**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		49,5 (6)	30,0 (7)	43.4	46.6	47.8	49,3	47,5
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		75,3 (6)	47,4 (7)				45,5	31,8
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**6,2**	**7,2**	**3,0**	**-0,5**	**-4,0**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		13,9 (8)		9,1	9,6	6,4	10,0	5,9
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**48,0**	**58,9**	**62,2**	**59,6**	**57,4**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				-1,2	-5,4	-5,5	-4,2	-5,8
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**5,8**	**10,2**	**24,0**	**3,0**	
Redditività del capitale proprio (%)				8,3	5,3	8,4		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10.6 (9)		15,8	16,8	16,7		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				2.9e	2.5e	2.0p	1,9	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**6,8**	**6,3**	**6,4**	**6,6**	**6,5**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		7,4 (10)		5,7	6,7	6,8	6,3	6,4
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**0,8**	**0,4**	**0,2**	**1,0**	**1,6**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-2,9**	**-2,2**	**-0,8**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-6,3**	**0,4**	**4,8**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.26. FINLANDIA

In Finlandia il debito delle famiglie è elevato, anche se i rischi associati sembrano essere limitati. Quasi tutti i mutui per l'acquisto di abitazioni sono a tasso di interesse variabile, il che espone le famiglie al rischio di possibili tassi più elevati. Il sistema bancario appare forte e resiliente, nonostante le significative esposizioni transfrontaliere, soprattutto nei confronti di altri paesi nordici.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione non ha effettuato un esame approfondito e non ha individuato squilibri macroeconomici per la Finlandia. Quest'anno la Commissione non ritiene necessario effettuare ulteriori analisi approfondite per la Finlandia.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 2,3 % nel 2022 e allo 0,2 % nel 2023. L'inflazione è elevata, sebbene inferiore rispetto a molti altri paesi della zona euro. Su base annua è scesa all'8,3 % a ottobre, con un'inflazione di fondo stimata al 4,4 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Finlandia si evince che nel 2021 due indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia il debito del settore privato e il debito pubblico. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- le preoccupazioni in materia di **competitività di costo** sono limitate. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è ulteriormente aumentato nel 2021 e dovrebbe continuare ad aumentare, sebbene la Finlandia stia registrando un'inflazione di fondo inferiore a quella di molti altri paesi della zona euro. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è deprezzato marginalmente. Nel 2022 ha registrato un deprezzamento su base annua (dati ad agosto);

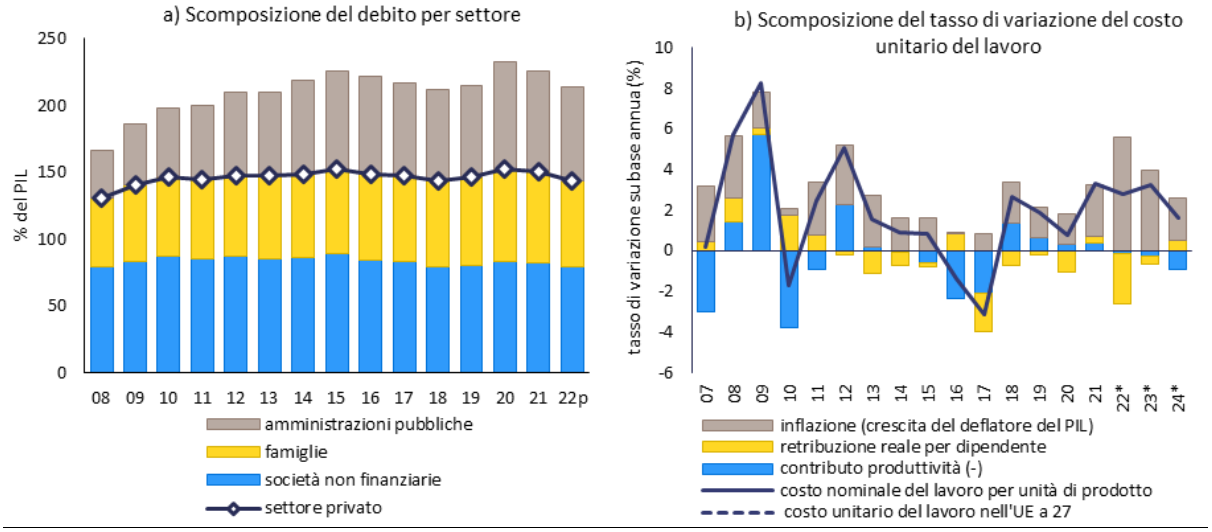
- il rapporto **debito delle famiglie/PIL** rimane al di sopra dei parametri sia prudenziali sia basati sui fondamentali, tuttavia è diminuito nel 2021 ed è rimasto sostanzialmente stabile nella prima metà del 2022, in quanto i flussi di credito netti dovrebbero rimanere moderati. La crescita del PIL nominale dovrebbe continuare a sostenere la riduzione dell'indebitamento nel 2022. Il debito deteriorato delle famiglie rimane basso. Praticamente tutti i prestiti per l'acquisto di abitazioni sono a tasso variabile;

- l'andamento dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare scarsa preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha registrato un'accelerazione attestandosi al 4,6 % nel 2021. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua si è attestata al 2,2 % nel secondo trimestre del 2022. I parametri del divario di valutazione non mostrano tuttavia segni di una potenziale sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni;

- i rischi associati al **debito pubblico** sono limitati. Nel 2021 è sceso al 72,4 % del PIL e dovrebbe stabilizzarsi intorno a tale livello, pur rimanendo al di sopra del livello del 2019. Il disavanzo pubblico è sceso al 2,7 % del PIL nel 2021 e dovrebbe continuare a diminuire. I rischi per la sostenibilità di bilancio sono medi sia nel medio sia nel lungo periodo;

- il **settore bancario** rimane stabile e resiliente. Nel 2021 il capitale di classe 1 era ben al di sopra della media dell'UE e la redditività era elevata. L'incidenza dei crediti deteriorati è molto bassa ed è ulteriormente diminuita nel 2021. I rischi per la stabilità finanziaria restano limitati, nonostante le significative esposizioni transfrontaliere, soprattutto nei confronti di altri paesi nordici.

Grafico 3.26.1 - **Grafici selezionati: Finlandia**



Fonte: Eurostat, Ameco e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.26.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Finlandia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**-1,0**	**-0,5**	**0,3**	**0,4**	**0,1**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		-0,5 (1)	-0,2 (2)	-0,3	0,7	0,6	-0,2	-0,3
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-79,3 (3)**	**2,0 (4)**	**4,0**	**-4,0**	**-1,4**	**4,7**	**4,3**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				6,9	5,8	15,8		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**1,3**	**5,3**	**6,0**	**7,4**	**10,0**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				1,9	0,7	3,3	3,2	3,1
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**0,1**	**2,3**	**-0,7**	**-5,4**	**-10,2**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-1,5	1,6	-0,8	-6,2	-3,6
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**3,1**	**11,6**	**4,9**	**-1,5**	**-2,8**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				2,7	1,0	-3,5	-2,4	-0,4
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**146,1**	**152,6**	**150,1**	**143,5**	**140,9**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**6,6**	**6,1**	**6,1**	**4,2**	**6,9**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		55,1 (6)	59,4 (7)	65,8	69,0	67,8	64,7	63,5
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		65,7 (6)	89,0 (7)				78,8	77,4
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**-0,6**	**1,3**	**2,8**	**-3,5**	**-1,9**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		-2,5 (8)		0,4	1,8	4,6	2,4	2,0
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**64,9**	**74,8**	**72,4**	**70,7**	**72,0**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				-0,9	-5,5	-2,7	-1,4	-2,3
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**7,8**	**8,0**	**9,4**	**9,2**	
Redditività del capitale proprio (%)				4,9	5,8	9,2		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10,6 (9)		17,6	18,1	17,8		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				1,4e	1,5e	1,2p	1,0	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**7,7**	**7,3**	**7,4**	**7,5**	**7,3**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		6,7 (10)		6,8	7,7	7,7	7,0	7,2
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**2,3**	**1,5**	**1,8**	**2,8**	**3,4**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-1,4**	**-1,1**	**-0,2**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**-2,8**	**1,0**	**-0,2**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

3.27. SVEZIA

In Svezia permangono timori connessi al persistere di una forte crescita dei prezzi delle abitazioni e all'elevato debito delle famiglie e delle imprese. Sebbene in calo, la crescita dei prezzi nominali delle abitazioni rimane elevata, in un contesto di sopravvalutazione stimata dei prezzi delle abitazioni.

Nel precedente ciclo della PSM la Commissione ha effettuato un esame approfondito e ha concluso che la Svezia presenta squilibri macroeconomici. Quest'anno la Commissione ritiene opportuno analizzare la persistenza degli squilibri o la relativa correzione nell'ambito di un esame approfondito per la Svezia.

Secondo le proiezioni la crescita del PIL reale si attesterà al 2,9 % nel 2022 e a -0,6 % nel 2023. L'inflazione è elevata, sebbene leggermente inferiore a quella di molti altri paesi dell'UE, e si somma a un significativo inasprimento della politica monetaria. Su base annua è salita al 10,3 % a settembre, con un'inflazione di fondo al 5,8 %. I prezzi sono destinati ad aumentare più rapidamente dei salari.

Dalla lettura del quadro di valutazione per la Svezia si evince che nel 2021 quattro indicatori superavano le rispettive soglie indicative, ossia la crescita dei prezzi reali delle abitazioni, i flussi di credito al settore privato, il debito del settore privato e la variazione della disoccupazione giovanile. La lettura in chiave economica del quadro di valutazione evidenzia i seguenti sviluppi pertinenti:

- al momento l'andamento della **competitività di costo** non sembra preoccupante. Il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è aumentato solo leggermente nel 2021, ma dovrebbe aumentare più vigorosamente nel 2022 e nel 2023. Nel 2021 il tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPCA si è comunque apprezzato, mentre su base annua ha subito un notevole deprezzamento nel 2022 (dati ad agosto). Il tasso di cambio nominale si è deprezzato nel 2022. Il solido avanzo delle partite correnti attenua i rischi di ampie fluttuazioni valutarie. L'avanzo è sceso al 5,4 % del PIL e si prevede che continuerà a diminuire nel 2022. La posizione patrimoniale netta sull'estero è positiva e dovrebbe aumentare;

- il **rapporto debito delle società non finanziarie/PIL** rimane tra i più elevati dell'UE ed è salito al 123 % nel 2021. Rimane al di sopra dei parametri di riferimento sia prudenziali sia fondamentali ed è di 11 punti percentuali superiore al 2019. L'elevata percentuale di prestiti infragruppo transfrontalieri presente nel debito delle imprese riduce i rischi. L'indebitamento delle imprese è affiancato da elevate e crescenti riserve di liquidità, il che attenua ulteriormente i rischi, anche se alcune parti del settore delle imprese sono esposte all'aumento dei prezzi dell'energia e dei tassi di interesse. I flussi di credito alle società non finanziarie in % del PIL sono elevati. Gli immobili commerciali costituiscono una fonte di particolare preoccupazione, anche a causa delle modalità di finanziamento;

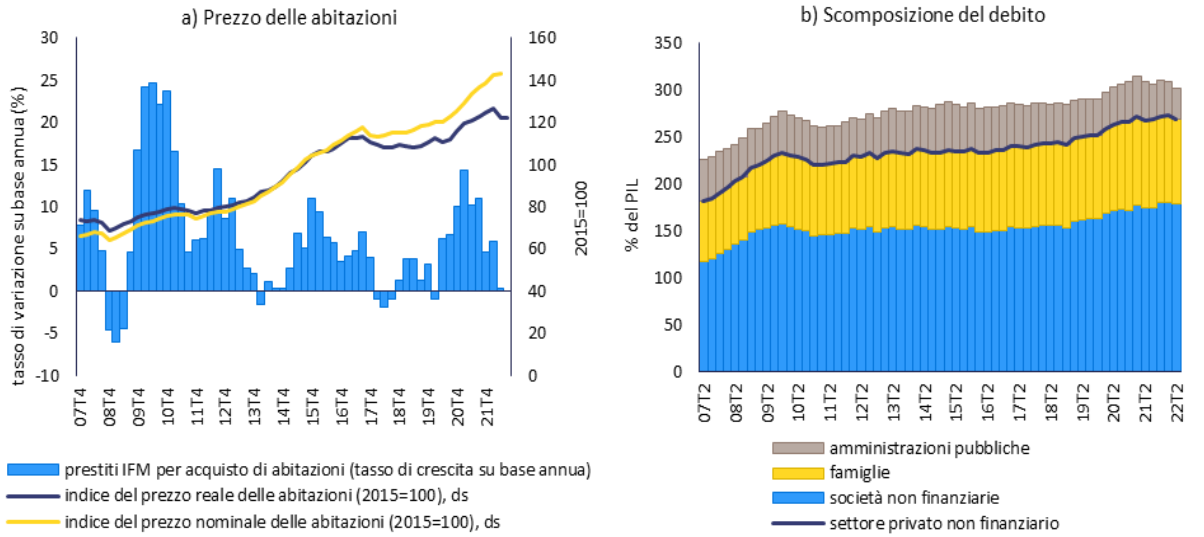
- il **rapporto debito delle famiglie/PIL** rimane tra i più elevati dell'UE, al di sopra sia dei parametri di riferimento prudenziali sia di quelli basati sui fondamentali. Nel 2021 è diminuito in rapporto al PIL e ha continuato a diminuire leggermente nella prima metà del 2022 a fronte di flussi di credito netti dinamici. In rapporto al loro reddito disponibile lordo, il debito delle famiglie è in costante aumento dal 2013 e nel 2021 ha raggiunto quasi il 190 % del PIL. Il debito deteriorato delle famiglie rimane basso, ma i costi del servizio del debito stanno aumentando rapidamente insieme ai tassi di interesse. Oltre due terzi dei mutui ipotecari hanno tassi di interesse variabili fissati solo per un anno;

- la crescita molto elevata dei **prezzi delle abitazioni** continua a destare preoccupazione. La crescita dei prezzi nominali delle abitazioni ha subito un'accelerazione dal 4,2 % al 10,1 % nel 2021, registrando uno dei ritmi di crescita più alti dell'UE. La crescita nominale dei prezzi delle abitazioni su base annua è rallentata al 7,1 % nel secondo trimestre del 2022. Secondo le stime, nel 2021 i prezzi delle abitazioni sono stati sopravvalutati del 35 %, una delle percentuali

più elevate dell'UE. I prezzi delle abitazioni hanno iniziato a calare sensibilmente a partire dalla metà del 2022, in seguito agli aumenti dei tassi di interesse e dei prezzi dell'energia, esercitando pressioni sulle finanze delle famiglie in quanto i livelli del debito rimangono elevati;

- il **settore bancario** continua a essere sano. Il coefficiente di capitale di classe 1 è prossimo alla media dell'UE e la redditività è molto elevata. L'incidenza dei crediti deteriorati è molto bassa. L'erogazione del credito alle imprese e alle famiglie è la più elevata dell'UE e ha registrato un'ulteriore accelerazione nel 2021. La correzione in atto dei prezzi delle abitazioni e le variazioni delle condizioni per gli immobili commerciali rappresentano una sfida per il settore finanziario. Per il suo finanziamento, il settore dipende inoltre in larga misura dai mercati internazionali e dai prestiti interbancari tra banche svedesi, il che espone il settore bancario ai rischi del mercato globale.

Grafico 3.27.1 - **Grafici selezionati: Svezia**



Fonte: Eurostat e servizi della Commissione europea.

Tabella 3.27.1 - **Principali indicatori economici e finanziari, Svezia**

	Soglie	*Parametro di riferimento I*	*Parametro di riferimento II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsione *2022*	previsione *2023*
Posizione esterna								
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL, media su 3 anni)	**-4%/6%**			**3,7**	**4,7**	**5,6**	**4,9**	**4,0**
Saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti (% del PIL)		0,7 (1)	0,3 (2)	5,5	5,9	5,4	3,3	3,4
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	**-35%**	**-87,4 (3)**	**4,1 (4)**	**13,2**	**9,4**	**21,2**	**37,9**	**39,9**
NENDI - NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL) (5)				-11.4	-10.9	-2.0		
Competitività								
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su 3 anni)	**9% (ZE) 12% (non ZE)**			**7,2**	**8,7**	**5,5**	**6,9**	**8,5**
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazione % su base annua)				1,5	3,4	0,5	2,8	4,9
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 3 anni)	**±5% (ZE) ±11% (non ZE)**			**-8,3**	**-4,8**	**2,1**	**-2,4**	**-8,6**
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IPCA (variazione % su 1 anno)				-3,8	3,0	3,0	-8,0	-3,5
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	**-6%**			**-2,9**	**3,1**	**-1,0**	**1,8**	**1,5**
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % su 1 anno)				2,9	4,1	-3,2	0,4	-2,5
Debito del settore privato								
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	**133%**			**200,0**	**212,8**	**215,2**	**211,8**	**200,2**
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	**14%**			**9,7**	**14,4**	**16,6**	**15,0**	**12,0**
Debito delle famiglie, consolidato (% del PIL)		70,3 (6)	78,3 (7)	88.5	93.7	92.5	90,2	88,8
Debito delle società non finanziarie, consolidato (% del PIL)		82,0 (6)	94,6 (7)				121,6	111,4
Mercato immobiliare								
Indice dei prezzi delle abitazioni, deflazionato (variazione % su 1 anno)	**6%**			**0,4**	**3,3**	**8,1**	**-5,9**	**-8,3**
Indice dei prezzi delle abitazioni, nominale (variazione % su 1 anno)		34,6 (8)		2,5	4,2	10,1	6,5	1,9
Debito pubblico								
Debito pubblico lordo (% del PIL)	**60%**			**35,2**	**39,5**	**36,3**	**32,1**	**29,4**
Saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)				0,6	-2,8	-0,1	0,2	0,2
Settore bancario								
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	**16,50%**			**11,5**	**10,7**	**10,9**	**0,9**	
Redditività del capitale proprio (%)				10,9	8,4	10,0		
Coefficiente di capitale primario di classe 1		10.6 (9)		17,7	19,2	19,2		
Crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)				1.1e	1.0e	1.0p	0,8	
Mercato del lavoro								
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	**10%**			**6,8 b**	**7,3 b**	**8,1**	**8,2**	**7,9**
Tasso di disoccupazione (su base annua)		6,7 (10)		7,0	8,5	8,8	7,2	7,6
Tasso di attività - % della popolazione (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**-0,2 pp**			**0,8**	**0,0**	**0,6 b**	**1,0**	**1,2**
Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**0,5 pp**			**-0,5**	**-0,2**	**0,2**		
Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)	**2 pp**			**1,1**	**6,3**	**7,9**		

Note: Cfr. allegato 1.

Fonte: servizi della Commissione, Eurostat e BCE; Commissione europea per i dati di previsione (Previsioni d'autunno 2022).

Tabella A1.1 - **Note alle tabelle della sezione relativa ai singoli paesi**

Note: Figures highlighted are the ones at or beyond the threshold. Flags: b: Break in series. d: Definition differs. e: Estimated. p: Provisional.

(1) Current accounts in line with fundamentals (current account norms): derived from reduced from regressions capturing the main determinant of the saving-investment balance, including fundamental determinants , policy factors and global financial conditions. See L. Coutinho et al. (2018), "Methodologies for the assessement of current account benchmarks", European Economy, Discussion Paper 86/2018.

(2) Current account required to stabilise the NIIP above -35% of GDP over 20 years: Calculations make use of Commission's T+10 projections. See L. Coutinho et al. (2018), "Methodlogies for the assemsent oof current account bencghmarks", European Economy, Discussion Paper 86/2018.

(3) Prudential NIIP/NENDI benchmark: the prudential threshold for NIIP is the country-specific level beyond which estimates suggest that a BoP crisis is more likely. Coincidentally, the threshold for NENDI is the same. Turrini A. and S. Zeugner (2019) Benchmarks for Net International Investment Positions, European Economy, Discussion Paper 097/ May 2019.

(4) Fundamentally explained NIIP benchmark (NIIP norm): NIIP achieved if a country had run a current account balance in line with fundamentals since 1994. It thus represents the part of the NIIP that can be explained by fundamentals. Turrini A. and S. Zeugner (2019) Benchmarks for Net International Investment Positions, European Economy, Discussion Paper 097/ May 2019.

(5) NIIP net of non-defaultable instruments (NENDI): subset of the NIIP that abstracts from its pure equity-related components, i.e. foreign direct investment (FDI) equity and equity shares, and from intracompany cross-border FDI debt, and represents the NIIP excluding instruments that cannot be subject to default. Turrini A. and S. Zeugner (2019) Benchmarks for Net International Investment Positions, European Economy, Discussion Paper 097/ May 2019.

(6) Prudential threshold for non-financial corporate and household debt to GDP ratio: corresponds to the level above which the risk of crisis becomes elevated. It is derived from regressions minimising the probability of missed crisis and that of false alerts. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S. (2019), "Is Private Debt Excessive?", Open Economies Review, 1- 42.

(7) The fundamental benchmark for non-financial corporate and household debt to GDP ratio: defined as the average current account required to reach and stabilise the NIIP at -35% of GDP over the next 20 years. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S. (2019), "Is Private Debt Excessive?", Open Economies Review, 1- 42.

(8) Average house price gap: is the simple average of the price-to income, price-to rent and model valuation gaps. The model valuation gap is estimated in a cointegration framework using a system of five fundamental variables; total population, real housing stock, real disposable income per capita, real long-term interest rate and price deflator of final consumption expenditure. Based on Philiponnet, N., Turrini, A. (2017), "Assessing House Price Developments in the EU," European Economy - Discussion Papers 2015 - 048, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

(9) Common equity Tier 1 ratio required by the ECB in the 2021 Supervisory Review and Evaluation Process.

Fonte: servizi della Commissione europea.

ALLEGATO 2: PREVISIONI E PREVISIONI A BREVISSIMO TERMINE DEGLI INDICATORI DEL QUADRO DI VALUTAZIONE

Per migliorare gli elementi prospettici nella lettura del quadro di valutazione, l'analisi della relazione sul meccanismo di allerta si basa anche, laddove possibile, sulle previsioni per il 2022 e oltre. Laddove possibile, tali dati si basano sulle previsioni di autunno 2022 della Commissione. In caso contrario, i dati mostrano perlopiù previsioni elaborate dai servizi della Commissione per la presente relazione sul meccanismo di allerta.

La tabella seguente sintetizza le ipotesi utilizzate per i dati sulle previsioni degli indicatori principali del quadro di valutazione. I dati relativi al PIL utilizzati come denominatori in alcuni rapporti sono tratti dalle previsioni d'autunno 2022 della Commissione.

In caso di tassi di variazione pluriennali (ad esempio, la variazione quinquennale delle quote del mercato delle esportazioni), solo le componenti del 2022 e del 2023 si basano sulle previsioni, mentre le componenti relative al 2021 o agli anni precedenti utilizzano i dati di Eurostat su cui si fonda il quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Tabella 1 - **Metodi di previsione e di previsione a brevissimo termine degli indicatori principali del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici**

Indicatore	Metodo	Fonti di dati
Saldo delle partite correnti, % del PIL (media su 3 anni)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno 2022 della Commissione relative al saldo delle partite correnti (concetto della bilancia dei pagamenti)	AMECO
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	Previsioni elaborate dai servizi della Commissione sulla base delle previsioni d'autunno 2022 della Commissione per l'accreditamento/indebitamento netto totale dell'economia	Servizi della Commissione
Tasso di cambio effettivo reale – 42 partner commerciali, deflatore dell'IPCA (variazione % su 3 anni)	Valori basati sulle previsioni d'autunno 2022 della Commissione	AMECO
Quota del mercato delle esportazioni – % delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	I dati si basano sulle previsioni d'autunno 2022 della Commissione riguardanti: i) le esportazioni di beni e servizi in termini nominali per gli Stati membri (concetto dei conti nazionali), e ii) le esportazioni di beni e servizi per il resto del mondo, tradotte in livelli nominali dal deflatore delle importazioni USA della Commissione e dalle previsioni del tasso di cambio EUR/USD.	AMECO
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, 2010 = 100 (variazione % su 3 anni)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno 2022 della Commissione	AMECO
Indice dei prezzi delle abitazioni (2015 = 100) al netto dell'inflazione (variazione % su 1 anno)	Previsioni elaborate dai servizi della Commissione	Servizi della Commissione
Flusso di credito al settore privato, consolidato (% del PIL)	Previsioni elaborate dai servizi della Commissione	Servizi della Commissione
Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	Previsioni elaborate dai servizi della Commissione	Servizi della Commissione
Debito pubblico lordo (% del PIL)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno 2022 della Commissione	AMECO
Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno 2022 della Commissione	AMECO
Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	Previsioni elaborate dai servizi della Commissione	Servizi della Commissione
Tasso di attività - % della popolazione totale (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	Previsioni elaborate dai servizi della Commissione	Servizi della Commissione

Tabella 3.1: Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici 2021

	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni						Indicatori dell'occupazione		
Anno 2021	Saldo partite correnti - % del PIL (media su 3 anni)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner comemrciali, deflatore dell'IPCA (variazione % su 3 anni)	Quota del mercato delle esportazioni mondiali (variazione % su 5 anni)	Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (2015=100) (variazione % su 3 anni)	Indice dei prezzi delle abitazioni (2015=100), deflazionato (variazione % su 1 anno)	Flussi di crediti al settore privato, consolidati (% del PIL)	Debito del settore privato, consolidato (% del PIL)	Debito pubblico lordo (% del PIL)	Tasso di disoccupazione (media su 3 anni)	Totale delle passività del settore finanziario, non consolidato (variazione % su 1 anno)	Tasso di attività - % della popolazione totale attiva (15-64 anni) (variazione su 3 anni in pp)	Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (variazione su 3 anni in pp)	Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (variazione su 3 anni in pp)
Soglie	-4%/+6%	-35%	±5% (ZE)±11% (Non ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (Non ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16,5%	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	0,5	59,9	0,6	2,4	5,4p	4,5	3,8p	169,0p	109,2	5,9	7,5	1,1	0,0	2,2
BG	0,5	-18,4	3,8	12,2	16,4	2,5p	4,4	84,4	23,9	5,5	9,5	0,6	-1,0	-0,1
CZ	0,5	-15,6	5,0	-1,1	13,9	16,4	2,9	78,8	42,0	2,5	7,9	0,0	0,1	1,5
DK	8,5	77,0	-1,1	6,5	6,1	9,5	12,3	214,7	36,6	5,2	11,7	1,4	0,0	0,3
DE	7,3	70,7	0,5	-5,9	7,4p	8,2p	5,7p	120,4p	68,6	3,4b	7,2	1,2	-0,2	0,3
EE	-0,1	-13,0	1,9	17,8	10,7	10,4	6,5	95,3	17,6	5,9	17,5	-0,2	0,3	4,7
IE	-4,2	-145,5	-2,6	39,9	-7,9	4,2	2,6p	168,1p	55,4	5,7	18,8p	1,8	-0,3	0,7
EL	-5,0	-171,9	-3,1	9,6	4,0p	6,4e	-0,1p	120,7p	194,5	16,7	14,3	-0,8	-3,3	-5,7
ES	1,2	-71,5	-0,5	-10,5	12,3p	1,5	2,5p	139,1p	118,3	14,8d	6,6	0,0d	-0,2d	0,5d
FR	-0,3	-32,1	-0,4	-11,4	4,6p	4,7	6,5p	167,8p	112,8	8,1d	7,3p	0,2d	-0,2d	-3,1d
HR	1,8	-35,1	-1,5	7,9	6,4p	4,5	3,0p	88,5p	78,4	7,2	11,7	2,4	-0,6	-1,8
IT	3,4	8,1	-1,8	-6,2	4,6	0,9	3,3	113,5	150,3	9,6	6,2	-1,1	-1,1	-2,5
CY	-7,5	-117,8	-2,4	24,9	4,1p	-4,3	4,3p	248,4p	101,0	7,4	-0,8	1,7	-0,1	-3,1
LV	-0,7	-27,4	2,3	13,4	14,5	7,3	0,9	58,0	43,6	7,3	13,2	-1,8	-1,1	2,6
LT	4,0	-7,4	4,4	37,9	19,2	11,0	5,9	53,9	43,7	7,3	25,2	0,9	0,6	3,2
LU	4,2	30,6	0,6	13,1	11,2p	12,4	53,9p	340,6p	24,5	5,9	11,4	2,1	0,4	2,7
HU	-1,9	-53,1	-4,1	0,0	12,4p	10,0p	12,7p	80,5p	76,8	3,8	16,4	2,1	-0,1	3,6
MT	-0,8	52,8	-1,2	-0,9	12,9	3,8p	9,4	131,8	56,3	3,8	7,7	3,5	-0,9	0,3
NL	6,4	93,0	2,2	1,1	11,2p	11,2p	11,7p	229,3p	52,4	4,5	-0,3p	1,0	-0,4	0,4
AT	1,9	14,7	1,2	-2,7	9,9	9,9	7,4	129,7	82,3	5,7	8,0	0,1	0,3	1,0
PL	0,3	-39,5	-0,4	24,9	9,9b	3,7	4,0	71,6	53,8	3,3	13,6	3,4	-0,1	0,1
PT	-0,6	-94,7	-2,8	-5,3	12,5p	7,9	4,0p	156,9p	125,5	6,8	7,1	0,7	-0,3	3,1
RO	-5,7	-47,2	1,0	10,6	14,4p	-1,1	3,8p	48,1p	48,9	5,5	14,3	3,2	-0,2	0,5
SI	5,8	-6,8	-0,4	11,6	12,8	7,8	3,5	66,4	74,5	4,7	14,1	0,6	-0,3	3,9
SK	-1,8	-61,0	3,1	-2,9	14,1	3,0	5,5	95,0	62,2	6,4	24,0	0,2	-0,8	4,8
FI	0,3	-1,4	-0,7	4,9	6,0	2,8	6,1	150,1	72,4	7,4	9,4	1,8	-0,2	-0,2
SE	5,6	21,2	2,1	-1,0	5,5	8,1	16,6	215,2	36,3	8,1	10,9	0,6b	0,2	7,9

Le cifre evidenziate sono quelle corrispondenti o superiori alla soglia. Flag: b: interruzione nelle serie, d: differenza di definizione, e: stimato, p: provvisorio.

1) Per gli indicatori relativi all'occupazione, cfr. pag. 2 della relazione sul meccanismo di allerta del 2016. 2) Indice dei prezzi delle abitazioni e = stima della BCN per EL. 3) Indicatori relativi all'occupazione, d = Spagna e Francia hanno valutato la continuità del legame con il lavoro e hanno incluso fra gli occupati coloro che sono stati assenti dal lavoro per un lasso di tempo non noto, ma che si prevede torneranno a svolgere lo stesso lavoro quando le misure sanitarie relative alla COVID-19 lo consentiranno. 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 il volume mondiale delle esportazioni di beni e servizi)

Tabella 3.2.1: Indicatori ausiliari, 2021

Anno 2021	PIL reale (variazione % su 1 anno)	Investimenti fissi lordi (% del PIL)	Spesa interna lorda in R&S (% del PIL)	Partite correnti più conto capitale (accreditamento / indebitamento netto) (% del PIL)	Posizione patrimoniale netta sull'estero esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - flussi (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - stock (% del PIL)	Saldo della bilancia commerciale di prodotti energetici (% del PIL)	Tasso di cambio effettivo reale - partner commerciali della zona euro (variazione % su 3 anni)	Performance delle esportazioni rispetto alle economie avanzate (variazione % su 5 anni)	Ragioni di scambi (variazione % su 5 anni)	Quota del mercato delle esportazioni (volume) (variazione % su 1 anno)	Produttività del lavoro (variazione % su 1 anno)	Crediti deteriorati lordi di soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)	Performance del costo unitario del lavoro rispetto a ZE (variazione % su 10 anni)	Indice dei prezzi delle abitazioni (2015=100) - nominale (variazione % su 3 anni)	Edilizia residenziale (% del PIL)	Debito delle famiglie, consolidato (incl.ONLUS per le famiglie, % del PIL)	Leva bancaria consolidata, soggetti nazionali ed esteri (attività totali/capitale totale)
BE	6,1p	24,2p	na	0,6	37,3	4,0	166,7	-3,3p	0,4	7,1	-1,2p	1,0p	4,2p	1,6p	-3,3	16,1	6,3p	62,1	13,8p
BG	7,6	16,3	0,8p	0,2	49,8	2,6	80,8	-3,4	2,3	17,4	8,2	0,7	7,4	4,8p	54,2	20,5p	2,8	24,9	8,0p
CZ	3,5	26,0	2,0p	0,7	36,4	2,7	82,1	-2,5	4,5	3,4	0,8	-3,4	3,2	1,7p	15,1	41,7	4,6	34,4	12,3p
DK	4,9	22,6	2,8p	9,1	32,1	3,3	56,6	-0,5	-1,3	11,3	1,9	-2,3	2,3	1,8p	-6,6	20,2	6,0	104,3	16,2p
DE	2,6p	21,8p	3,1p	7,3	54,6	1,7	49,6	-1,9p	0,6	-1,6	-1,6p	-0,6p	2,5p	1,1p	12,9	27,1p	7,2p	56,7	14,1p
EE	8,0	28,9	1,7p	7,1	39,9	19,6	125,9	-0,3	1,4	23,2	1,4	9,6	7,9	1,1p	21,7	30,5	4,9	37,8	9,4p
IE	13,6	23,3	1,3p	15,1	-335,1	16,5	418,6	-1,2	-1,7	46,3	-4,4	3,8	7,1	2,4p	-37,6	11,2	2,1	29,7p	8,8p
EL	8,4p	13,3p	1,4p	-4,6	-150,2	3,1	23,4	-3,1p	-4,3	14,6	-5,2p	13,8p	5,6p	8,6p	-22,5	20,4e	1,3p	55,2	17,0p
ES	5,5p	19,8p	na	1,9	-39,7	3,0	76,4	-2,1p	-0,7	-6,4	0,0p	4,1p	3,0p	2,9p	-8,5	11,5	5,4p	58,4	15,8p
FR	6,8p	24,2	2,2	0,8	-37,2	3,0	51,9	-1,7	-0,5	-7,4	-1,0	-1,5p	4,2p	1,9p	-5,2	15,6	6,7p	66,7p	15,8p
HR	10,2p	21,6p	1,3p	5,5	12,0	6,9	63,4	-2,5p	-2,3	12,8	-1,8p	23,0p	8,9p	4,2p	-16,6	25,9	3,1p	34,7	7,8p
IT	6,7	20,0	1,5p	3,0	6,4	0,9	30,8	-2,5	-2,1	-1,9	-2,0	3,1	6,1	3,5p	-6,1	4,5	4,8	43,4	14,3p
CY	6,6p	19,5p	na	-6,4	-76,4	-123,3	1595,5	-4,4p	-2,4	30,6	-1,6p	3,3p	5,3p	5,6p	-16,3	0,0	7,6p	83,0	16,0p
LV	4,1	22,3	0,7p	-2,8	18,9	9,5	67,1	-2,5	1,1	18,5	7,7	-4,4	6,8	2,1p	35,8	25,0	2,2	19,4	10,3p
LT	6,0	21,4	1,1p	2,6	22,2	4,5	55,5	-4,8	3,2	44,2	-4,3	6,7	4,7	1,2p	30,7	33,0	3,0	23,6	15,7p
LU	5,1p	16,5p	na	5,9	-4766,5	-269,1	5498,4	-2,8p	0,6	18,2	2,0p	-0,6p	2,1p	0,6p	9,8	43,6	3,3p	66,0	15,2p
HU	7,1p	27,2p	1,6	-1,5	-1,5	16,1	323,0	-4,4p	-4,4	4,6	-2,2p	0,0p	6,0p	3,2p	14,9	43,0p	3,9p	21,0	10,8p
MT	10,3	22,1p	0,7	-3,6	259,4	25,1	1481,5	-4,4	-1,2	3,6	1,6	-1,3	7,2	3,0p	14,8	15,3p	3,7p	53,4	12,6p
NL	4,9p	21,6p	na	7,3	26,0	-14,4	549,9	-1,5p	2,4	5,7	-0,8p	-5,1p	2,8p	1,4p	1,6	32,8p	5,5p	100,4p	16,3p
AT	4,6	26,5	3,2p	0,4	-4,2	2,6	60,1	-2,4	1,1	1,7	-2,6	-0,7	2,5	1,8p	7,2	28,1	5,3	52,1	11,7p
PL	6,8	17,0	1,4p	-0,8	0,8	5,5	50,1	-2,0	-0,6	30,6	1,1	2,2	5,3b	5,0p	5,1	31,1	2,3	32,3	12,9p
PT	5,5p	20,3p	1,7p	0,6	-36,1	3,1	85,6	-2,7p	-3,0	-1,0	-0,5p	3,2p	3,5p	3,6p	2,3	30,9	3,8p	66,4	12,0p
RO	5,1p	24,1p	0,5p	-5,1	-6,5	4,1	46,6	-2,0p	0,2	15,7	5,6p	2,2p	3,2p	3,4p	35,4	13,0	2,6p	15,8	10,2p
SI	8,2	20,3	na	3,9	9,7	3,4	43,3	-2,8	-1,0	16,7	-1,5	4,2	6,8	2,1p	-0,4	24,5	2,4	26,4	9,6p
SK	3,0	18,9	1,0	-1,2	-14,7	0,8	66,5	-3,6	3,1	1,5	-2,6	0,3	3,6	2,0p	11,9	27,2	3,9	47,8	10,4p
FI	3,0	23,7	3,0	0,7	15,8	8,0	51,6	-1,9	-1,0	9,7	1,3	-4,9	-0,3	1,2p	-5,9	6,9	7,2	67,8	16,2p
SE	5,1	25,6	3,4	5,5	-2,0	9,2	91,7	-0,7	1,7	3,5	-0,1	-2,4	3,8	1,0p	4,2	17,6	5,3	92,5	16,4p

Flag: b: interruzione nelle serie, e: stimato, p:provvisorio.

1) Il termine ufficiale per la trasmissione dei dati relativi al 2021sulla spesa interna lorda in ricerca e sviluppo è il 31ottobre 2022, mentre i dati sono stati estratti il 21ottobre 2022.2) Indice dei prezzi delle abitazioni e =stima della BCN per EL.Fonte: Commissione europea, Eurostat e direzione generale degli Affari economici e finanziari (per il tasso di cambio effettivo reale), Banca centrale europea (per la leva bancaria consolidata e i crediti deteriorati lordi, soggetti nazionali e esteri), e dati del Fondo monetario internazionale, WEO (per il volume mondiale delle esportazioni di beni e servizi)

Tabella 3.2.1 (continua): Indicatori ausiliari, 2021

Anno 2021	Occupazione (variazione % su 1 anno)	Tasso di attività - % della popolazione totale (15-64 anni) (%)	Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni) (%)	Tasso di disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (%)	Giovani non occupati né inseriti in un percorso di istruzione o formazione - % della popolazione totale (15-24 anni)		Persone a rischio di povertà o esclusione sociale -% della popolazione totale		Persone a rischio di povertà dopo trasferimenti sociali -% della popolazione totale		Persone in condizioni di grave deprivazione materialee sociale -% della popolazione totale		Persone che vivono in famiglie a bassissima intensità di lavoro -% della popolazione totale (0-64 anni)	
					%	variazione su 3 anni in pp	%	variazione su 3 anni in pp	%	variazione su 3 anni in pp	%	variazione su 3 anni in pp	%	variazione su 3 anni in pp
BE	1,9p	69,7	2,6	18,2	7,4b	-1,8b	18,8	-1,7	12,7	-3,7	6,3	-0,2	11,9	-1,2
BG	0,2	72,0	2,6	15,8	14,0b	-1,0b	31,7	-1,3	22,1	0,1	19,1	-3,2	8,4	-0,6
CZ	0,4	76,6	0,8	8,2	6,5b	0,9b	10,7	-1,1	8,6	-1,0	1,8	-0,6	5,4	0,9
DK	2,4	79,6	1,0	10,8	7,1b	-0,6b	17,3	-0,2	12,3	-0,4	3,1	-0,4	9,7	-0,3
DE	0,1p	78,7	1,2	6,9	7,5b	1,6b	20,7	2,2	15,8	-0,2	4,2	0,8	9,3	1,3
EE	0,1	79,1	1,6	16,7	10,9b	0,6b	22,2	-1,4	20,6	-1,3	1,9	-1,2	5,1	-0,2
IE	6,0	74,6	1,8	14,5	7,8b	-2,3b	20,0	-0,8	12,9	-2,0	5,1	-1,0	13,0	-0,2
EL	2,7p	67,3	9,2	35,5	11,0b	-3,1b	28,3	-2,0	19,6	1,1	13,9	-2,2	12,1	-1,5
ES	2,5p	73,7d	6,2d	34,8d	11,0bd	-1,4bd	27,8	0,5	21,7	0,2	8,3	-0,4	11,6	0,8
FR	2,5p	73,0d	2,3d	18,9d	10,6bd	-0,5bd	19,3	1,4	14,4	1,0	5,9	-0,8	10,7	3,2
HR	1,2	68,7	2,8	21,9	12,7b	-0,9b	20,9	-1,2	19,2	-0,1	3,5	-2,6	7,5	-1,8
IT	0,6	64,5	5,4	29,7	19,8b	0,6b	25,2p	-0,5p	20,1p	-0,2p	5,9p	-0,6p	10,8p	0,1p
CY	1,3p	76,7	2,6	17,1	12,8b	-0,4b	17,3	-1,8	13,8	-1,6	2,6	-1,2	5,8	-2,3
LV	-2,6	75,8	2,3	14,8	8,6b	0,8b	26,1	-2,3	23,4	0,1	5,3	-5,1	6,6	-0,7
LT	1,2	78,2	2,6	14,3	11,3b	3,3b	23,4	-5,1	20,0	-2,9	6,4	-5,6	7,8	-1,4
LU	3,0p	73,2	1,8	16,9	8,7b	3,4b	21,1b	1,0b	18,1b	1,4b	2,4b	0,8b	5,5b	-2,3b
HU	1,0p	76,2	1,3	13,5	10,6b	-0,1b	19,4	-1,2	12,7	-0,1	10,2	-1,7	5,3	-0,2
MT	2,9	78,2	0,9	9,4	9,8b	2,5b	20,3	1,1	16,9	0,1	5,4	0,7	5,3	0,0
NL	2,0p	83,7	0,8	9,3	5,1b	0,9b	16,6	0,1	14,4	1,1	2,1	-0,5	8,6	0,2
AT	2,0	77,2	2,0	11,0	8,5b	1,7b	17,3	0,5	14,7	0,4	1,8	-1,0	7,4	1,0
PL	1,5b	72,8	0,9	11,9	11,2b	2,5b	16,8p	-1,4p	14,8p	0,0p	2,9p	-1,6p	4,2p	-1,5p
PT	1,9p	75,2	2,9	23,4	7,6b	-0,8b	22,4	0,8	18,4	1,1	6,0	-0,6	5,3	-1,6
RO	1,8p	65,6	2,0	21,0	18,0b	3,5b	34,4	-4,3	22,6	-0,9	23,1	-5,2	3,5	-2,5
SI	1,3	75,0	1,9	12,8	6,6b	0,0b	13,2	-2,2	11,7	-1,6	1,8	-1,4	3,6	-0,8
SK	-0,6	74,6	3,9	20,6	11,0b	0,8b	15,6	0,4	12,3	0,1	5,7	0,3	5,0	-0,2
FI	3,3	78,8	1,8	17,1	7,7b	-0,8b	14,2	-2,4	10,8	-1,2	1,1	-1,1	8,6	-2,5
SE	1,2	82,9	1,9	24,7	5,1b	-0,9b	17,2	-0,5	15,7	-0,7	1,4	0,0	8,9	0,6

Flag: b: interruzione nelle serie, d: differenza di definizione, p: provvisorio.

1) Indicatori relativi all'occupazione, d = Spagna e Francia hanno valutato la continuità del legame con il lavoro e hanno incluso fra gli occupati coloro che sono stati assenti dal lavoro per un lasso di tempo non noto, ma che si prevede torneranno a svolgere lo stesso lavoro quando le misure sanitarie relative alla COVID-19 lo consentiranno. 2) Giovani non occupati né inseriti in un percorso di istruzione o formazione, b = interruzione nelle serie a causa dell'attuazione del regolamento (UE) 2019/1700. 3) Reddito e condizioni di vita, b = introduzione di una componente CAWI per le nuove famiglie selezionate nel 2021per LU.Source: Commissione europea, Eurostat