COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 21.11.2018
COM(2018) 758 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE

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

Relazione 2019 sul meccanismo di allerta

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

{SWD(2018) 466 final}

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

Sulla base degli indicatori prescelti che compongono il quadro di valutazione, di una serie di indicatori ausiliari e di ulteriori informazioni pertinenti, la relazione sul meccanismo di allerta passa al vaglio la situazione degli Stati membri alla ricerca di potenziali squilibri economici che richiedano un intervento politico. La relazione individua gli Stati membri per i quali è necessario un esame approfondito volto a valutare in che modo i rischi macroeconomici si stiano accumulando o stemperando e a stabilire se sussistano squilibri o squilibri eccessivi. Nella preparazione dell'esame approfondito dei vari Stati membri interessati la Commissione terrà conto delle discussioni sulla relazione tenute con il Parlamento europeo e in sede di Consiglio e di Eurogruppo. Secondo una prassi consolidata, vengono in ogni caso sottoposti a un esame approfondito quegli Stati membri per i quali erano stati individuati squilibri durante la precedente tornata di esami approfonditi. I risultati dell'esame approfondito serviranno ad elaborare le raccomandazioni specifiche per paese nel quadro del semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche. La pubblicazione degli esami approfonditi è prevista nel mese di febbraio 2019, in vista del pacchetto delle raccomandazioni specifiche per paese del semestre europeo.

1. SINTESI

La presente relazione avvia l'ottava tornata annuale della procedura per gli squilibri macroeconomici[1]. La procedura mira a individuare gli squilibri che intralciano il buon funzionamento delle economie degli Stati membri e a sollecitare risposte politiche adeguate. La sua attuazione è integrata nel semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche al fine di assicurarne la coerenza con le analisi e le raccomandazioni formulate nell'ambito di altri strumenti di sorveglianza economica. L'analisi annuale della crescita, che viene adottata contestualmente alla presente relazione, fa il punto della congiuntura economica e della situazione sociale in Europa e definisce nelle grandi linee le priorità strategiche dell'Unione per il prossimo anno.

La relazione individua gli Stati membri che dovrebbero essere sottoposti a esami approfonditi al fine di stabilire se presentino squilibri tali da richiedere un intervento politico[2]. Pubblicata all'inizio di ogni ciclo annuale di coordinamento delle politiche economiche, la relazione sul meccanismo di allerta funge da vaglio degli squilibri economici. In particolare, essa si basa sulla lettura in chiave economica del quadro di valutazione costituito da indicatori con soglie indicative e integrato da una serie di indicatori ausiliari. La relazione sul meccanismo d'allerta comprende anche un'analisi delle implicazioni a livello di zona euro degli squilibri nazionali ed esamina in che misura è necessario un approccio coordinato alle risposte di natura politica in considerazione delle

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

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

interdipendenze all'interno della zona euro[3]. A tale proposito, l'analisi contenuta nella presente relazione integra la valutazione fornita nel documento di lavoro dei servizi della Commissione dal titolo "Analisi dell'economia della zona euro", che accompagna la raccomandazione della Commissione di raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro.

La valutazione della relazione sul meccanismo di allerta si colloca nel contesto di una crescita economica che resta ampia, nonostante qualche rallentamento. Le previsioni dell'autunno 2018 della Commissione europea stimano una crescita del PIL reale del 2,1 % nel 2018 e dell'1,9 % nel 2019 sia per l'UE che per la zona euro, il che evidenzia un leggero rallentamento rispetto alla crescita del 2,4 % registrata nel 2017. Si prevede una crescita positiva in tutti gli Stati membri. Le condizioni di impiego dovrebbero registrare un ulteriore miglioramento e tradursi gradualmente in una crescita dei salari più duratura, il che sosterrebbe il consumo e favorirebbe, con il tempo, l'avvicinamento della dinamica dell'inflazione di base all'obiettivo di inflazione stabilito dalle autorità monetarie; il forte aumento degli investimenti dovrebbe persistere, nonostante un lieve calo. Per contro, vi sono indicazioni di una flessione del contributo delle esportazioni nette alla crescita, in un contesto caratterizzato da una maggiore incertezza sulla politica commerciale e dal recente apprezzamento dell'euro. Nel complesso, le prospettive di crescita restano ancorate a basi solide, compresi mercati del lavoro complessivamente forti, condizioni di credito favorevoli, miglioramento dei bilanci e dei profitti delle banche e delle società non finanziarie, ma la crescita è destinata a subire un rallentamento con la maturazione del ciclo nelle principali aree del mondo[4].

La correzione degli squilibri macroeconomici nell'UE sta progredendo sulla scia del rafforzamento della crescita del PIL nominale, ma sul medio termine si profilano all'orizzonte maggiori incertezze. L'espansione economica e i tassi d'inflazione che gradualmente si avvicinano all'obiettivo fissato contribuiscono alla riduzione del rapporto debito/PIL. Tuttavia, l'entità del debito privato e del debito pubblico resta a livelli storicamente elevati e persistono sacche di vulnerabilità di bilancio nel settore finanziario. Con l'avvicinarsi dell'inflazione all'obiettivo fissato dalla BCE il processo di normalizzazione della politica monetaria si rafforzerebbe, con implicazioni in termini di costi di finanziamento, prezzi degli attivi e bilancio. In tale contesto, diversi fattori di attivazione potrebbero portare a un capovolgimento della propensione al rischio, con conseguenze in termini di fiducia per gli Stati membri con prospettive di peggioramento delle finanze pubbliche e del settore finanziario o soggetti a shock di produzione negativi (anche connessi alle implicazioni del recesso del Regno Unito dall'UE). Un certo numero di rischi di revisione al ribasso proviene da paesi terzi, in particolare per quanto riguarda l'attuazione di misure protezionistiche di politica commerciale, le implicazioni delle tensioni geopolitiche riguardo ai prezzi dell'energia, il volgere al termine

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

[4] Cfr., ad esempio, il Bollettino economico della BCE 5/2018.

dell'espansione di bilancio degli Stati Uniti in un contesto di stretta monetaria e le implicazioni per i flussi di capitale e i tassi di cambio derivanti dalla normalizzazione della politica monetaria asincrona in diversi settori dell'economia mondiale[5]. L'interazione tra i suddetti fattori di rischio sta facendo pendere la bilancia verso il basso rendendo le prospettive sempre più incerte, in un contesto in cui la possibilità di attutire gli shock attraverso il risparmio privato e pubblico è limitata in un numero considerevole di Stati membri.

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

- **il riequilibrio delle posizioni delle partite correnti deve proseguire.** I disavanzi elevati delle partite correnti sono stati corretti nella maggior parte degli Stati membri, ma in alcuni casi sono necessarie posizioni sull'estero più prudenti per mantenere un ritmo adeguato di riduzione degli stock delle passività nette verso l'estero. La riduzione di alcuni degli avanzi delle partite correnti più ingenti è diventata visibile solo di recente e resta modesta. In un certo numero di Stati membri, i dati relativi alle partite correnti sono sempre più influenzati da operazioni transfrontaliere connesse alle attività delle multinazionali e dei settori dei servizi a orientamento internazionale che incidono sia sulla bilancia commerciale che sul saldo dei redditi.

- **Le posizioni degli stock verso l'estero restano squilibrate e l'aggiustamento sta avvenendo gradualmente.** Le posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) fortemente negative registrate in Stati membri con un passato di forti disavanzi delle partite correnti si stanno gradualmente riducendo in un contesto di posizioni dei flussi esterni prossime al pareggio o in attivo e di ripresa della crescita del PIL nominale, che occorre sostenere per ridurre le passività a livelli più prudenti. Le NIIP nei paesi con avanzi consistenti continua a migliorare.

- **Le condizioni di competitività di costo stanno diventando meno favorevoli in un certo numero di Stati membri e in generale meno propizie a un riequilibrio più simmetrico.** Dal 2016 il costo del lavoro per unità di prodotto cresce a un ritmo più sostenuto nella maggior parte degli Stati membri, con una forte accelerazione registrata soprattutto in alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale, in parte a causa di strozzature a livello dell'offerta. Gli incrementi della competitività di costo post-crisi sono stati più rapidi nei paesi debitori netti della zona euro che nei paesi creditori netti. Tuttavia, più di recente, il vantaggio comparativo dei paesi debitori netti in termini di dinamiche della competitività di costo ha subito un rallentamento a causa di mercati del lavoro più tesi e di un ritmo più lento dei miglioramenti della produttività, mentre la tensione dei mercati del lavoro nei paesi creditori netti non ha comportato ad oggi un'accelerazione salariale significativa. Le recenti evoluzioni della competitività di costo non si riflettono pienamente in un corrispondente deterioramento della competitività dei prezzi, probabilmente a causa dell'effetto compensativo dei margini prezzo-costo più bassi. Tale effetto potrebbe essere uno dei motivi dell'assenza di elementi che suggeriscano che le perdite di competitività di costo hanno già intaccato la crescita della quota

[5] Cfr. anche le prospettive economiche mondiali dell'ottobre 2018 del Fondo monetario internazionale.

di mercato delle esportazioni, ma gli effetti potrebbero diventare visibili se tali tendenze persisteranno.

- **L'indebitamento del settore privato si sta riducendo, sempre più sulla scia della ripresa della crescita nominale.** Aumenta sempre più il numero di Stati membri in cui il rapporto debito privato/PIL è in calo rispetto a un anno fa. Ciò è dovuto all'aumento della crescita nominale del PIL, in quanto la riduzione attiva dell'indebitamento - vale a dire la riduzione dell'indebitamento in un contesto di contrazione dei livelli di debito in termini nominali - sta avvenendo solo in pochi paesi e a un ritmo contenuto. La riduzione attiva dell'indebitamento è sostanzialmente limitata al settore delle imprese, dato che l'assunzione di prestiti da parte delle famiglie ha ripreso vigore. Il ritmo della riduzione dell'indebitamento resta più accelerato per le imprese che per le famiglie, anche perché l'entità del debito è più elevata per le prime e pertanto l'impatto della crescita del PIL nominale sul rapporto debito/PIL è più forte.

- **Nei paesi con livelli elevati di debito pubblico la riduzione dell'indebitamento da parte della pubblica amministrazione è iniziata solo di recente e procede lentamente.** Anche se la ripresa della crescita nominale e la riduzione della spesa per interessi hanno contribuito a riportare il rapporto debito pubblico/PIL su una traiettoria discendente nella maggior parte degli Stati membri, in un numero crescente di paesi si sta verificando l'allentamento prociclico della disciplina di bilancio, con implicazioni sul margine di manovra per l'attenuazione degli shock in tempi di crisi.

- **Le condizioni nel settore bancario dell'UE stanno migliorando ma in alcuni Stati membri persistono bassi livelli di redditività ed elevati stock di crediti deteriorati.** La redditività è migliorata, soprattutto nei paesi in cui il settore bancario è caratterizzato da una scarsa redditività. La percentuale di crediti deteriorati si è ulteriormente ridotta, in particolare negli Stati membri in cui il loro stock è più elevato. I coefficienti di capitalizzazione sono ulteriormente migliorati nella maggior parte dei paesi. Le valutazioni del capitale azionario delle banche sono aumentate fino all'inizio del 2018, dopo di che si è registrata una correzione al ribasso.

- **L'aumento dei prezzi delle abitazioni ha subito un'accelerazione e ha ripreso una traiettoria positiva in un numero crescente di Stati membri e più paesi presentano possibili segnali di sopravvalutazione.** Allo stesso tempo, recentemente l'aumento dei prezzi delle abitazioni è divenuto più moderato nei paesi in cui sono più evidenti i segni di sopravvalutazione. Per contro, si osservano forti accelerazioni soprattutto nei paesi che, al momento, presentano segni di sopravvalutazione nulli o moderati.

- **Prosegue il miglioramento dei mercati del lavoro e la crescita dei salari sta registrando una graduale ripresa.** I tassi di disoccupazione si stanno riducendo ulteriormente, anche per i giovani e i disoccupati di lunga durata, ma la disoccupazione resta elevata in alcuni Stati membri e la partecipazione al mercato del lavoro è ancora bassa, sebbene spesso sia in aumento. Il disagio sociale sta diminuendo nonostante il retaggio di un lungo periodo di

disoccupazione e scarse retribuzioni in diversi paesi[6]. La crescita dei salari nella zona euro resta inferiore a quella che ci si aspetterebbe con gli attuali livelli di disoccupazione sulla base dei dati storici. I salari nei paesi dell'UE sono tuttavia in graduale ripresa a velocità differenziate, che rispecchiano a grandi linee l'entità delle tensioni che caratterizzano i mercati del lavoro e le strozzature nell'offerta di manodopera in alcuni paesi.

Il riequilibrio della zona euro continua a richiedere particolare attenzione. L'avanzo delle partite correnti della zona euro si è stabilizzato nel 2016, restando in seguito sostanzialmente costante. Il suo livello è il più elevato al mondo ed è superiore a livelli coerenti con i fondamentali dell'economia. In considerazione delle interconnessioni e delle ricadute all'interno della zona euro, è necessaria un'opportuna combinazione di politiche nei paesi della zona euro per garantire che la ripresa della crescita sia sostenibile e compatibile con la stabilità macroeconomica. Nei paesi debitori netti, per ridurre gli elevati stock di debito estero e nazionale occorre mantenere i saldi delle partite correnti a un livello prudente e mantenere un ritmo adeguato di riduzione del debito senza compromettere l'obiettivo di aumentare il potenziale di crescita e allo scopo di prevenire il rischio di inasprimento prociclico delle condizioni in periodi di congiuntura sfavorevole. Nei paesi creditori netti, far fronte ai persistenti avanzi elevati attraverso politiche di stimolo degli investimenti e superare l'inerzia dei salari contribuirebbe a favorire la crescita potenziale e a rendere le prospettive di crescita meno dipendenti dalla domanda estera. Nel riquadro 2 è illustrata più dettagliatamente la dimensione "zona euro" degli squilibri.

Nel complesso, i rischi relativi agli squilibri esistenti continuano a diminuire in un contesto di espansione economica, ma persistono vulnerabilità connesse agli squilibri degli stock e si osservano segni di possibili tendenze non sostenibili. Le potenziali fonti di rischio sono essenzialmente le stesse di quelle individuate nella relazione sul meccanismo di allerta del 2018. Persistono elevati avanzi, mentre l'andamento della competitività è diventato meno favorevole al riequilibrio. La riduzione dell'indebitamento del settore privato ha beneficiato dell'espansione economica ma resta disomogenea, con grandi stock di debito non corretti a un ritmo adeguato. Cosa ancora più importante, una minore riduzione attiva dell'indebitamento del settore privato e in particolare del settore pubblico spinge a chiedersi se la riduzione dell'indebitamento possa fare sempre più affidamento sulla crescita potenziale del PIL in futuro. Una tale sfida sottolinea la necessità di proseguire i processi di riforma avviati in una serie di paesi dell'UE negli ultimi anni e di mantenere in cima alla lista delle priorità le politiche e le riforme volte ad aumentare il potenziale di crescita[7]. Tenuto conto delle prospettive a medio termine sempre più incerte, gli sforzi di riduzione dell'indebitamento da parte del settore privato e del settore pubblico nell'attuale contesto di continua espansione economica sono fondamentali, anche al fine di creare margini per assorbire gli shock di produzione negativi quando le condizioni economiche diverranno meno favorevoli e i rischi si concretizzeranno. Allo stesso tempo, diversi paesi mostrano segni di un possibile surriscaldamento, connessi soprattutto al rapido aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, che comporta una ridotta competitività dei costi, e una crescita dinamica dei prezzi delle abitazioni da livelli già

[6] Cfr. il riquadro 3 per una panoramica dei principali sviluppi recenti dell'UE nel campo dell'occupazione e in quello sociale.

[7] Cfr. anche l'analisi annuale della crescita del 2019 della Commissione europea.

relativamente alti. Tenuto conto della correzione della maggior parte degli squilibri dei flussi e della progressiva riduzione della gravità degli squilibri degli stock, e dei possibili segni di surriscaldamento presenti in diversi paesi, la sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici sta gradualmente prestando maggiore attenzione al monitoraggio delle tendenze potenzialmente non sostenibili e alla prevenzione delle configurazioni dei rischi che potrebbero cristallizzarsi nel medio termine.

Per un certo numero di Stati membri individuati nella relazione sul meccanismo di allerta, analisi più dettagliate e complete saranno fornite negli esami approfonditi. Come nei recenti cicli annuali, gli esami approfonditi saranno integrati nelle relazioni per paese, che presentano l'analisi delle sfide economico-sociali negli Stati membri dell'UE realizzata dai servizi della Commissione Per preparare gli esami approfonditi la Commissione baserà la propria analisi su un'ampia gamma di dati e informazioni pertinenti e sui quadri di valutazione sviluppati dalla Commissione in collaborazione con i comitati e i gruppi di lavoro del Consiglio. L'analisi contenuta negli esami approfonditi costituirà la base per l'individuazione degli squilibri o degli squilibri eccessivi negli Stati membri e per gli eventuali aggiornamenti nelle raccomandazioni specifiche per paese rivolte agli Stati membri[8]. I paesi per i quali sono stati individuati squilibri o squilibri eccessivi sono, e continueranno ad essere, soggetti a un monitoraggio specifico, così da garantire una sorveglianza continua delle politiche adottate nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Gli esami approfonditi saranno preparati per gli Stati membri per i quali sono già stati individuati squilibri o squilibri eccessivi. In linea con la prassi prudenziale, saranno pubblicati esami approfonditi per valutare se gli squilibri esistenti sono in via di correzione, persistono o si stanno aggravando, prestando nel contempo la dovuta attenzione alle politiche correttive attuate. La preparazione di esami approfonditi è pertanto prevista per gli 11 Stati membri per i quali i risultati degli esami approfonditi del 2018 avevano evidenziato squilibri[9]. Tali paesi sono **Bulgaria, Croazia, Cipro, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna** e **Svezia**.

Saranno preparati esami approfonditi anche per la Grecia, soggetta per la prima volta alla sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici, e per la Romania. Tenuto conto dell'analisi della relazione sul meccanismo d'allerta, sarà pubblicato un esame approfondito per la **Grecia**, in precedenza esclusa dalla sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici in quanto soggetta a un programma di aggiustamento macroeconomico nel contesto dell'assistenza finanziaria fino ad agosto 2018[10]. La valutazione della relazione sul meccanismo di allerta non

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

[9] Cfr. "Semestre europeo 2018: valutazione dei progressi in materia di riforme strutturali, prevenzione e correzione degli squilibri macroeconomici e risultati degli esami approfonditi a norma del regolamento (UE) n. 1176/2011", COM(2018) 120 final del 7.3.2018.

[10] Gli Stati membri soggetti a programmi di aggiustamento macroeconomico connessi all'assistenza finanziaria sono esenti dalla sorveglianza nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici (articolo 11 del regolamento (UE) n. 472/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri nella zona euro che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria).

evidenzia ulteriori rischi significativi rispetto a quelli individuati negli ultimi esami approfonditi disponibili per diversi Stati membri che negli ultimi anni sono usciti dal quadro di sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici, nello specifico la Slovenia (per la quale nel 2018 non sono stati individuati squilibri), la Finlandia (uscita dal quadro di sorveglianza nel 2017), il Belgio e l'Ungheria (usciti dal quadro di sorveglianza nel 2016). Le condizioni non sono inoltre cambiante in modo significativo in Austria dalla valutazione contenuta nell'esame approfondito del 2016, che non ha individuato squilibri. Anche il caso dell'Estonia è stato oggetto di un esame approfondito nel 2016, che ha escluso la presenza di squilibri. Nonostante il forte aumento del costo del lavoro per unità di prodotto registrato in seguito, non vi sono state implicazioni significative in termini di saldo esterno, e la necessità di effettuare un nuovo esame approfondito per l'Estonia non è urgente, sebbene sia necessario un monitoraggio attento nell'imminente relazione per paese. Sembra giustificato invece pubblicare un esame approfondito per analizzare la situazione della **Romania** al fine di valutare l'evoluzione e l'eventuale ricomparsa di sviluppi rischiosi già individuati nei precedenti esami approfonditi (nel 2015 e nel 2016), nello specifico in relazione alla competitività e al saldo esterno. Un'analisi approfondita nelle relazioni per paese sembra giustificata per i rischi connessi all'evoluzione del mercato residenziale in diversi Stati membri (Austria, Belgio, Repubblica ceca, Danimarca, Ungheria, Lussemburgo e Regno Unito) e in relazione all'andamento della competitività (Repubblica ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia e Lituania)[11]. Nel complesso la relazione sul meccanismo di allerta indica che occorre effettuare esami approfonditi nei confronti di 13 Stati membri (mentre erano 12 nel ciclo precedente).

Riquadro 1: **Revisioni apportate agli indicatori ausiliari del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici**

Il quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici è integrato da una serie di indicatori ausiliari. Come stabilito nel regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici (regolamento (UE) n. 1176/2011), la lettura in chiave economica del quadro di valutazione deve avvalersi non soltanto dei principali indicatori del quadro di valutazione, ma anche di altri indicatori e informazioni pertinenti. Sin dall'introduzione della sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici, una serie di indicatori ausiliari ha integrato la lettura in chiave economica degli indicatori principali. A differenza degli indicatori principali, gli indicatori ausiliari non hanno soglie (cfr. la tabella 2.1).

Il regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici impone alla Commissione di riesaminare periodicamente e, se necessario, di rivedere il quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici. Il quadro di valutazione è stato oggetto di una serie di revisioni dall'introduzione della procedura per gli squilibri macroeconomici. Nel 2012 è stato aggiunto un indicatore principale per il settore finanziario (passività totali del settore finanziario). Nel 2013 la definizione di una serie di variabili del quadro di valutazione principale è stata riveduta (tasso di cambio effettivo reale, debito del settore privato e flusso di credito) e sono stati aggiunti alcuni indicatori ausiliari (compresa una serie di indicatori sociali e occupazionali). Nel 2015 sono stati aggiunti indicatori principali in materia di occupazione. Nel complesso, le modifiche sono state mirate e contenute.

[11] Nel novembre 2016 il comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) ha segnalato vulnerabilità a medio termine specifiche per paese nel settore degli immobili residenziali per otto Stati membri dell'UE: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Svezia e Regno Unito.

La presente relazione sul meccanismo di allerta illustra alcune modifiche apportate agli indicatori ausiliari al fine di beneficiare dei miglioramenti delle statistiche disponibili e assicurare la pertinenza degli indicatori. Queste ultime modifiche apportate alla serie di indicatori ausiliari mirano a sfruttare i vantaggi offerti da statistiche migliorate sui dati relativi alla bilancia dei pagamenti e al settore bancario (in particolare i crediti deteriorati) e consentono al quadro di valutazione di tener conto di indicatori che sono già ampiamente utilizzati nelle analisi della relazione sul meccanismo di allerta e dell'esame approfondito. Come nelle precedenti revisioni del quadro di valutazione, il Parlamento europeo e il Consiglio (compresi i suoi comitati di esperti) sono stati debitamente consultati e il CERS è stato informato. Le modifiche apportate possono essere sintetizzate come segue[12]:

- Il *debito estero netto* è sostituito dalla *NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default* (NENDI) al fine di ottenere una rappresentatività più ampia degli stock esterni (sia le attività che le passività) esposti al rischio di default. Il nuovo indicatore si avvale della metodologia riveduta per le statistiche della bilancia dei pagamenti (da BPM5 a BPM6), che consente di riportare in modo più dettagliato le attività e passività sull'estero. Rispetto al debito estero netto, la NENDI: i) esclude il debito netto intrasocietario da investimenti esteri diretti, che in alcuni casi rappresenta una percentuale elevata del debito transfrontaliero senza destare preoccupazioni in materia di solvibilità; ii) comprende le quote dei fondi comuni di investimento, che talvolta sono ingenti e sono per lo più coperte da obbligazioni; e iii) comprende i derivati finanziari netti. Da un altro punto di vista, la NENDI è un sottoinsieme della NIIP che esclude le componenti connesse al patrimonio netto, vale a dire gli investimenti esteri diretti in titoli e le partecipazioni ordinarie, e il debito da investimenti esteri diretti transfrontaliero e intrasocietario.
- L'indicatore *indebitamento del settore finanziario non consolidato* della contabilità nazionale è sostituito dall'indicatore *indebitamento del settore bancario consolidato, soggetti nazionali ed esteri* dei dati bancari consolidati della BCE (la cui interpretazione economica è più chiara), che è comparabile tra paesi diversi ed è sistematicamente basato sui valori contabili, anche se riguarda unicamente il settore bancario.
- Sono stati aggiunti due indicatori regolarmente utilizzati nell'analisi della procedura per gli squilibri macroeconomici: in primo luogo il *debito delle famiglie (consolidato)*, al fine di integrare l'indicatore principale relativo al debito del settore privato; in secondo luogo, i *crediti deteriorati lordi*, un indicatore che fornisce informazioni complementari per la valutazione del debito del settore privato. L'aggiunta di quest'ultimo indicatore è stato possibile grazie alla disponibilità di dati confrontabili tra i paesi nelle statistiche bancarie consolidate della BCE a partire dal 2015.
- Affinché il quadro di valutazione continuasse ad essere pertinente e succinto, il numero totale di indicatori è rimasto invariato ed è quindi pari a 28. Due indicatori ausiliari precedentemente inclusi sono stati eliminati: i) la variazione su dieci anni del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (in quanto si sovrappone ai dati sulla variazione su tre anni del costo del lavoro per unità di prodotto, presenti negli indicatori principali, e ai dati sulla variazione su dieci anni del costo del lavoro per unità di prodotto nella zona euro, presenti anch'essi negli indicatori ausiliari); ii) il debito del settore privato non consolidato (che è stato sostituito dall'indicatore principale del debito del settore privato consolidato).

[12] Per maggiori informazioni sulle definizioni statistiche dei nuovi indicatori, cfr. Commissione europea, "Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard", nota tecnica; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

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

La relazione sul meccanismo di allerta si basa su una lettura in chiave economica degli indicatori del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, che costituisce un filtro per individuare indizi di possibili rischi e vulnerabilità. Il quadro di valutazione comprende una serie di 14 indicatori con soglie indicative relativi ad ambiti quali le posizioni sull'estero, la competitività, l'indebitamento privato, il mercato immobiliare residenziale, il settore bancario e l'occupazione. Esso si basa su dati effettivi con un buon valore statistico per garantire la stabilità dei dati e la coerenza tra paesi. Per questo il quadro di valutazione utilizzato per la presente relazione tiene conto dei dati fino al 2017. In conformità con il regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici (regolamento (UE) n. 1176/2011), i valori del quadro di valutazione non sono letti meccanicamente nelle valutazioni contenute nella relazione sul meccanismo di allerta, ma sono sottoposti a una lettura economica che permette di comprendere meglio il contesto economico globale e di tener conto delle considerazioni specifiche per paese[13]. Una serie di indicatori ausiliari integra la lettura del quadro di valutazione. La valutazione della relazione sul meccanismo di allerta prende in considerazione anche dati più recenti e informazioni aggiuntive, informazioni provenienti dai quadri di valutazione, i risultati degli esami approfonditi esistenti e le analisi pertinenti, e le previsioni d'autunno 2018 della Commissione.

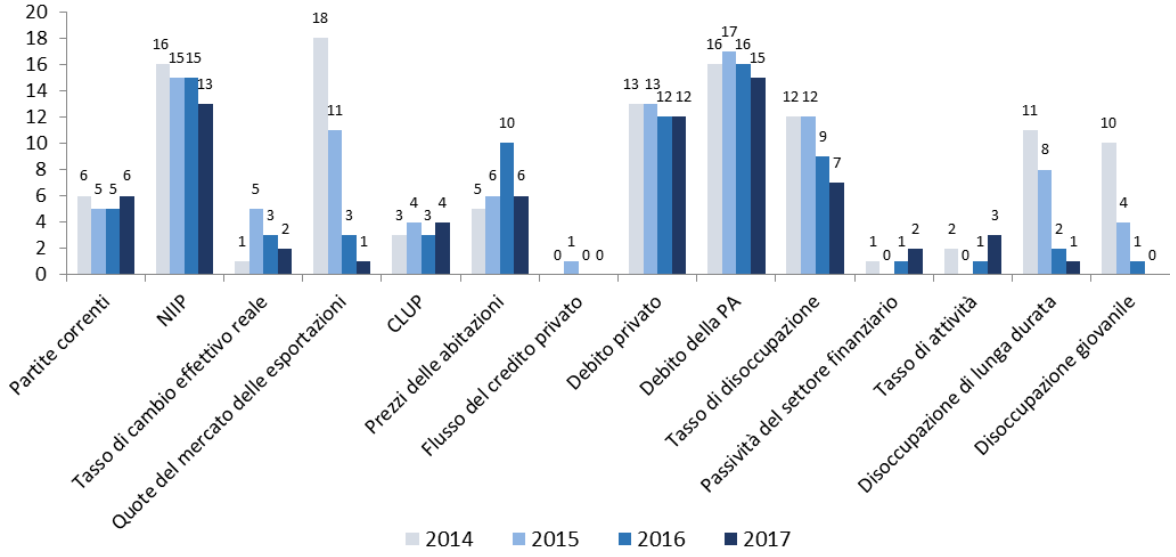
Le variabili del quadro di valutazione relative al 2017 indicano il persistere di squilibri degli stock, che tuttavia sono in graduale diminuzione. In materia di debito pubblico, posizioni patrimoniali nette sull'estero e debito privato, continuano ad essere frequenti valori che superano la soglia nel quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta (grafico 1)[14]. Il numero di Stati membri con risultati che superano le soglie fissate per questi tre indicatori è leggermente al di sotto della frequenza registrata nei precedenti dati del quadro di valutazione, il che conferma il carattere persistente di questi squilibri relativi agli stock e un adeguamento che sta avvenendo solo gradualmente. Nella maggior parte dei casi, il superamento della soglia da parte dei saldi delle partite correnti è per lo più connesso ad avanzi costantemente elevati; l'aumento della frequenza dei valori superiori alla soglia nel 2017 è dovuto a un numero più elevato di forti disavanzi. L'attuale ripresa dell'occupazione si riflette in un'ulteriore riduzione del numero di paesi dell'UE con risultati superiori alla soglia del tasso di disoccupazione, e le riduzioni più numerose riguardano gli indicatori della disoccupazione giovanile e a lungo termine, tenuto conto della loro consueta maggiore sensibilità alla situazione del mercato del lavoro. Nonostante l'ampia e solida ripresa dei prezzi delle abitazioni in

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

[14] Gli indicatori del quadro di valutazione dettagliati e le rispettive soglie indicative sono riportati nella tabella 1.1 in allegato; gli indicatori ausiliari sono riportati nella tabella 2.1. Come spiegato nella nota al grafico 1, la lettura dell'evoluzione dei dati del quadro di valutazione si basa sui dati disponibili al momento della redazione di ciascuna relazione sul meccanismo di allerta. La data limite per i dati per la relazione sul meccanismo di allerta 2019 era il 24 ottobre 2018.

tutta Europa, il quadro di valutazione indica che un numero inferiore di Stati membri supera la soglia per l'aumento dei prezzi delle abitazioni, e alcuni paesi con valori di poco superiori alla soglia nel frattempo sono scesi al di sotto della stessa. Il numero di paesi con un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto superiore alla soglia è rimasto sostanzialmente stabile, mentre un numero ridotto di paesi supera le soglie per il tasso di cambio effettivo reale, e solo nei casi in cui il tasso di cambio reale è sceso al di sotto della soglia inferiore. Il numero di Stati membri che registra perdite di quote sui mercati delle esportazioni che superano la soglia è ulteriormente diminuita.

Grafico 1: Numero di paesi che presentano variabili del quadro di valutazione superiori alla soglia



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

La maggior parte dei paesi dell'UE continua a registrare partite correnti in pareggio o in avanzo e in alcuni paesi persiste il consistente avanzo delle partite correnti, che registra al massimo un lieve calo. Nel complesso, le recenti variazioni dei saldi delle partite correnti sono state relativamente limitate (grafico 3). Nella maggior parte dei casi i consistenti e insostenibili disavanzi delle partite correnti erano già stati corretti entro i primi anni del decennio, trasformandosi in avanzi o posizioni di pareggio, che sono stati mantenuti e spesso leggermente migliorati in anni più recenti. I forti avanzi nei paesi creditori netti sono rimasti sostanzialmente immutati o sono addirittura aumentati. I saldi delle partite correnti sono determinati da fattori ciclici solo in misura limitata: la differenza tra le partite correnti effettive e le partite correnti corrette per il ciclo è generalmente più ridotta, e si assottiglia sempre più, in un contesto di riduzione del divario tra prodotto effettivo e potenziale (grafico 2)[15]. Per la maggior parte dei paesi dell'UE, i recenti risultati delle partite correnti eccedono

[15] I saldi delle partite correnti corretti per il ciclo tengono conto dell'impatto del ciclo mediante aggiustamenti che integrano il divario tra prodotto effettivo e prodotto potenziale a livello nazionale e

quelli ipotizzabili sulla base dei fondamentali (ad esempio, l'invecchiamento demografico e il reddito pro capite)[16]. Tuttavia, in alcuni casi, i risultati recenti potrebbero essere ancora insufficienti per ridurre a un ritmo adeguato lo stock delle passività nette verso l'estero. Le posizioni delle partite correnti sostanzialmente in pareggio nel 2017 sono meno riconducibili rispetto al passato a condizioni cicliche, in quanto i divari negativi tra prodotto effettivo e potenziale negli Stati membri si stanno riducendo o stanno diventando positivi. Trainato dall'aumento dei prezzi del petrolio, l'andamento della bilancia commerciale del settore energetico ha inciso negativamente sul bilancio generale quasi ovunque, ma spesso solo in lieve misura (cfr. la tabella 2.1 dell'allegato per i dati sul bilancio energetico).

- **Cipro è lo Stato membro che registra il maggiore disavanzo delle partite correnti, superiore alla soglia della procedura per gli squilibri macroeconomici** (basata sulla media dei tre anni precedenti al 2017). Le letture dei dati annuali sono peggiorate negli ultimi anni solo per Cipro. I risultati sono **inferiori a quanto suggerirebbero i fondamentali e a quanto è necessario per migliorare la NIIP a un ritmo adeguato** e il peggioramento delle partite correnti nel 2017 non può essere giustificato con l'impatto del ciclo. Al di fuori della zona euro anche le partite correnti del Regno Unito sono al di sotto della soglia del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici.
- Nel 2017 solo altri **cinque Stati membri hanno registrato disavanzi delle partite correnti**: Finlandia, Francia, Grecia, Romania e Slovacchia, e solo questi ultimi due paesi hanno registrano valori inferiori all'1 % del PIL. La **Romania ha registrato un deterioramento** in termini di disavanzo delle partite correnti, che risulta inferiore ai fondamentali per il 2017. **La Grecia si distingue per il forte contributo del divario negativo tra prodotto effettivo e prodotto potenziale** allo scarso disavanzo nominale delle partite correnti; corrette per il ciclo, le partite correnti risultano inferiori al livello necessario per ridurre la NIIP a un ritmo sostenuto e portarla al di sotto della norma delle partite correnti.
- **Nei paesi con una NIIP ampiamente negativa**, come il Portogallo e la Spagna, i risultati effettivi delle partite correnti sono stati superiori a quelli attesi sulla base dei fondamentali ma non sufficienti ad assicurare un miglioramento della NIIP a un ritmo adeguato nel caso del Portogallo. La Croazia ha registrato un avanzo favorevole a una riduzione della NIIP a un ritmo soddisfacente. L'Irlanda ha registrato un notevole avanzo delle partite correnti nel 2017, dopo il

---

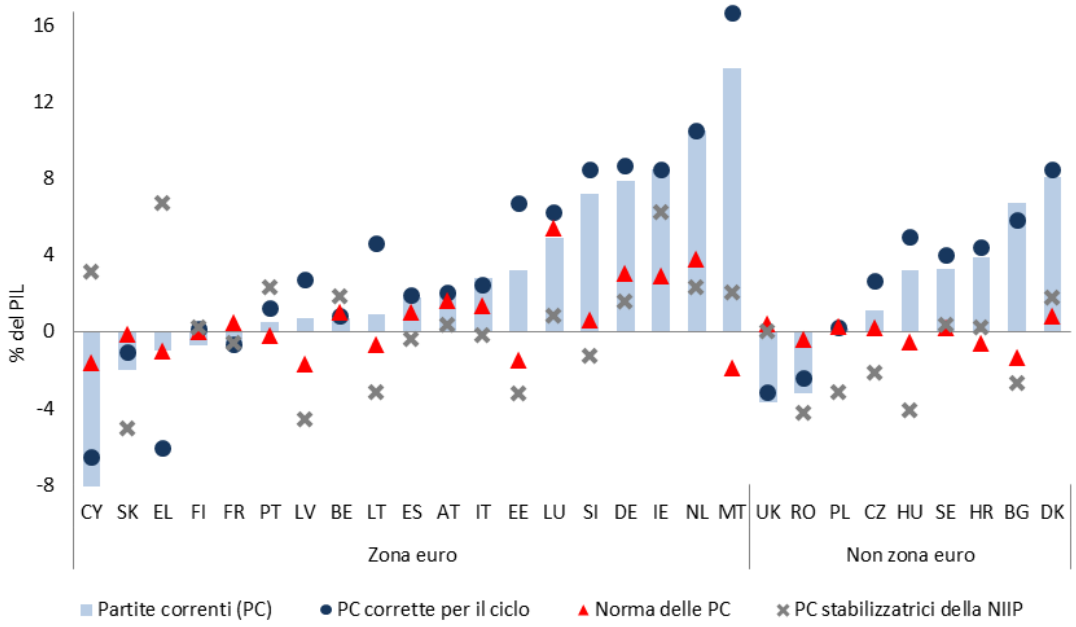
di partner commerciali, cfr. M. Salto e A. Turrini (2010), "Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment", European Economy, Discussion Paper 427/2010.

[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. La metodologia è equiparabile a quella seguita per il documento di lavoro dell'FMI di S. Phillips et al. (2013), "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", IMF Working Paper, 13/272. Per la descrizione della metodologia per il calcolo delle partite correnti basate sui fondamentali utilizzate nella presente relazione sul meccanismo di allerta, si faccia riferimento a L. Coutinho et al. (2018), "Methodologies for the assessment of current account benchmarks", European Economy, Discussion Paper 86, 2018.

disavanzo del 2016, in seguito alle recenti revisioni al ribasso retroattive di considerevole portata. Nel caso dell'Irlanda, i dati relativi alle partite correnti sono fortemente influenzati dalle operazioni transfrontaliere connesse alle attività delle società multinazionali.

- **Quattro paesi dell'UE attualmente superano la soglia del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici a motivo delle eccedenze**. Valori superiori alla soglia sono stati osservati per Danimarca, Germania e Paesi Bassi per diversi anni e, più di recente, per Malta. Nel 2017 l'avanzo della Germania si è ridotto dello 0,5 % del PIL, mentre l'avanzo dei Paesi Bassi è aumentato del 2,5 % del PIL. In tutti e quattro i casi, tali eccedenze sono risultate ampiamente **superiori a quanto si possa spiegare con i fondamentali**, e sono state sempre pari ad almeno 5 punti percentuali del PIL. La dinamica delle eccedenze nei Paesi Bassi e a Malta è stata influenzata in ampia misura dalle operazioni transfrontaliere connesse alle attività delle multinazionali e dei settori dei servizi a orientamento internazionale che incidono sia sulla bilancia commerciale che sul saldo dei redditi. Avanzi delle partite correnti, anche se inferiori alla soglia, sono stati registrati per alcuni anni da diversi altri paesi, inclusi i grandi paesi della zona euro, in particolare l'Italia (cfr. il riquadro 2 per maggiori informazioni sull'avanzo delle partite correnti della zona euro).

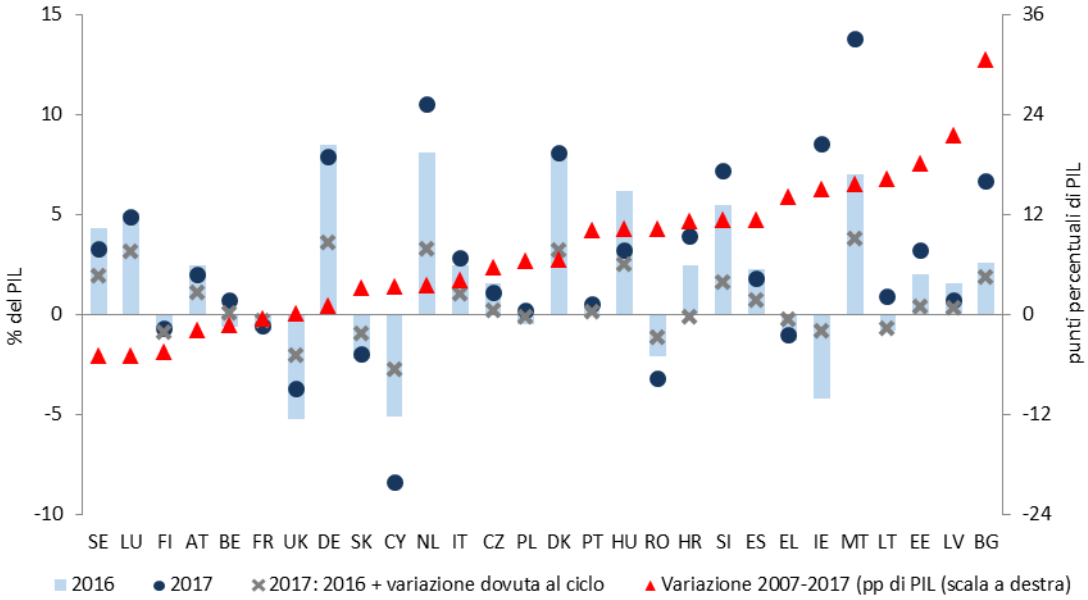
Grafico 2: Saldi delle partite correnti e parametri di riferimento nel 2017



Fonte: Eurostat (dati BPM6), calcoli dei servizi della Commissione.
Nota: i paesi sono classificati in base al saldo delle partite correnti nel 2017. *Saldi delle partite correnti corretti per il ciclo*: cfr. la nota 15. *Norme delle partite correnti:* cfr. la nota 16. Il parametro di riferimento delle *partite correnti stabilizzatrici della NIIP* è definito come il saldo delle partite correnti necessarie per stabilizzare la NIIP al livello attuale nei prossimi 10 anni oppure, se la NIIP attuale è inferiore alla rispettiva soglia prudenziale specifica per paese, come il saldo delle partite correnti necessarie per raggiungere la soglia prudenziale della NIIP nei prossimi 10 anni[17].

[17] Per le metodologie per i parametri di riferimento relativi alle partite correnti, cfr. L. Coutinho et al. (2018); per le soglie prudenziali della NIIP specifiche per paese, cfr. la nota 18.

Grafico 3: Evoluzione dei saldi delle partite correnti



Fonte: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.
Nota: i paesi sono presentati in ordine crescente in termini di variazione del rapporto NIIP-PIL nel periodo compreso tra il 2007 e il 2017. La variazione dovuta al ciclo è calcolata come la variazione del saldo di cui non tiene conto la variazione del saldo delle partite correnti corretto per il ciclo; cfr. la nota 15.

La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) ha continuato a registrare miglioramenti in quasi tutti gli Stati membri, ma valori pesantemente negativi continuano a destare preoccupazione in diversi Stati membri. Gli stock della NIIP sono ancora in gran parte negativi in molti Stati membri dell'UE (grafico 4). Nella maggior parte dei paesi dell'UE che presentano una NIIP negativa, lo stock di passività verso l'estero supera la NIIP che potrebbe essere giustificata sulla base dei fondamentali economici, mentre solo in una minoranza di casi sembra essere inferiore alla soglia prudenziale[18]. In alcuni paesi, lo stock di passività verso l'estero è elevato anche se calcolato al netto degli strumenti finanziari meno rischiosi (NENDI). Il miglioramento della NIIP è proseguito nel 2017 grazie ai risultati delle partite correnti, il cui saldo è spesso positivo, e alla ripresa della crescita del PIL nominale (grafico 5). I miglioramenti tendono ad essere leggermente meno importanti rispetto agli anni precedenti, e gli effetti di valutazione spesso contribuiscono meno al miglioramento della NIIP o addirittura la intaccano leggermente. Le caratteristiche e la forza delle variazioni della NIIP non avevano alcun legame forte con i livelli iniziali della NIIP, ma le letture dei paesi debitori netti sono migliorate o si sono stabilizzate nel 2017 nella maggior parte dei casi.

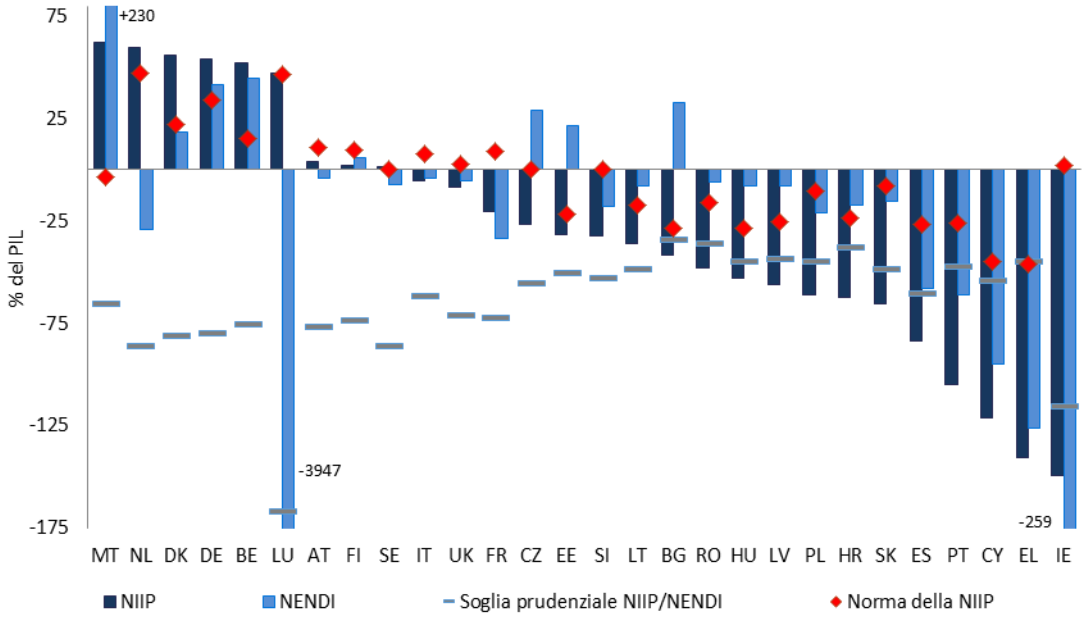
[18] Valori della NIIP in linea con i fondamentali sono ottenuti come il cumulo nel tempo delle norme delle partite correnti (cfr. anche la nota 16). Le soglie prudenziali della NIIP sono determinate dalla massimizzazione della potenza del segnale nel quadro della previsione di una crisi della bilancia dei pagamenti, tenendo conto delle informazioni specifiche per paese sintetizzate in base al reddito pro capite. Per informazioni sulla metodologia di calcolo degli stock della NIIP in linea con i fondamentali, cfr. A. Turrini and S. Zeugner, "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper (prossima pubblicazione).

- Nel 2017 **quasi la metà degli Stati membri ha registrato una NIIP peggiore rispetto alla soglia del quadro di valutazione** del -35 % del PIL. Alcuni paesi hanno mantenuto valori superiori al -100 % del PIL (Cipro, Grecia, Irlanda e Portogallo) e al -80 % del PIL (Spagna); inoltre, Bulgaria, Croazia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Polonia, Romania e Slovacchia hanno registrato ancora valori inferiori al -35 % del PIL richiesto.
- Nei paesi con **una NIIP fortemente negativa**, le letture sono generalmente **inferiori ai parametri di riferimento specifici per paese** (sia le norme della NIIP che le soglie prudenziali della NIIP). È il caso di Irlanda, Grecia, Cipro, Portogallo e Spagna. La Grecia ha registrato un leggero peggioramento della NIIP e il Portogallo ha pubblicato letture invariate; in entrambi i casi gli effetti di valutazione hanno attenuato leggermente i valori della NIIP nel 2017; i risultati di tutti gli altri paesi sono migliorati. Le NIIP più negative sono contraddistinte dalla **forte incidenza delle passività nette del debito**[19]. I dati devono essere considerati, per Cipro e Irlanda, anche alla luce della pertinenza delle attività delle multinazionali e dei settori dei servizi a orientamento internazionale e, per la Grecia, alla luce dell'importante debito pubblico estero a tassi altamente agevolati.
- Nei paesi con una **NIIP negativa intermedia**, ma con valori in ogni caso inferiori alla soglia del -35 % del PIL indicata nel quadro di valutazione, la NIIP risulta spesso al di sotto della norma e in alcuni casi leggermente al di sotto delle soglie prudenziali. In questi paesi il patrimonio netto incide notevolmente sulla NIIP negativa, anche in considerazione degli stock netti di investimenti esteri diretti in entrata. Nei paesi con **posizioni moderate in termini di stock esterni,** la NIIP è spesso al di sopra delle rispettive norme, tranne nel caso della Francia e della Slovenia, in cui è al di sotto.
- Nella maggior parte dei paesi con **NIIP elevate e positive**, tale parametro è al di sopra della norma ed è aumentato nel 2017, in un contesto di consistente avanzo delle partite correnti. I Paesi Bassi e la Danimarca hanno registrato lievi riduzioni della NIIP a causa di effetti di valutazione negativi. Alla fine del 2017 la NIIP di Malta e dei Paesi Bassi era pari a circa il 60 % del PIL, quella di Danimarca e Germania invece era superiore al 50 %[20].

[19] Come indicato dalla variabile NENDI, ossia la NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default. È invece positivo il fatto che i miglioramenti della NIIP in questi paesi nel 2017 sono in gran parte dovuti a miglioramenti della NENDI.

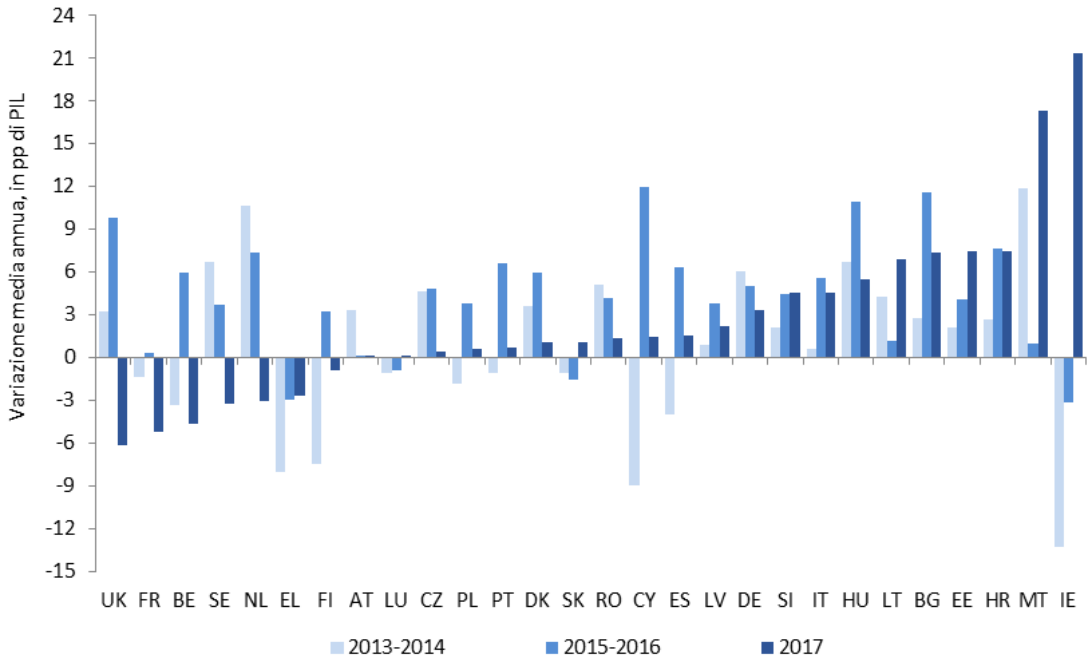
[20] La pertinenza della NENDI varia considerevolmente in questo gruppo di paesi, riflettendo anche la pertinenza dei loro centri finanziari (come in Lussemburgo e a Malta) e le passività del debito estero delle banche e delle multinazionali (ad esempio nei Paesi Bassi).

Grafico 4: Posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) e parametri di riferimento nel 2017



Fonte: Eurostat (BPM6, ESA10), calcoli dei servizi della Commissione.
Nota: i paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto NIIP-PIL nel 2017. La NENDI è la NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (per maggiori informazioni, cfr. il riquadro 1). Per i concetti di norma NIIP e soglia prudenziale NIIP, cfr. la nota 18.

Grafico 5: Dinamica delle posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP)



Fonte: Eurostat
Nota: i paesi sono elencati in ordine decrescente in termini di variazione del rapporto NIIP-PIL nel 2017.

L'andamento della competitività è diventato meno favorevole al riequilibrio. L'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel periodo successivo alla crisi è stato caratterizzato da dinamiche relativamente modeste nei paesi in cui si è verificata una compressione della domanda in seguito alla correzione degli elevati disavanzi delle partite correnti. L'aumento del CLUP ha iniziato a riprendersi con la ripresa economica, restando tuttavia relativamente modesto nonostante la maggiore tensione del mercato del lavoro. Forti accelerazioni del CLUP sono state registrate in una serie di paesi dell'Europa centrale e orientale: dal 2012 in Bulgaria ed Estonia, dal 2013 in Lettonia e Lituania, dal 2016 nella Repubblica ceca, in Ungheria e in Romania. Il CLUP ha subito un'ulteriore accelerazione nel 2017 nella maggior parte degli Stati membri in un contesto di consolidamento dell'espansione economica, senza che si verificasse tuttavia una significativa ripresa del costo del lavoro nei grandi paesi creditori netti. Di conseguenza, è stata confermata la tendenza avviata nel 2016 verso un modello di evoluzione della competitività di costo che appare meno favorevole a un riequilibrio (cfr. anche il riquadro 2).

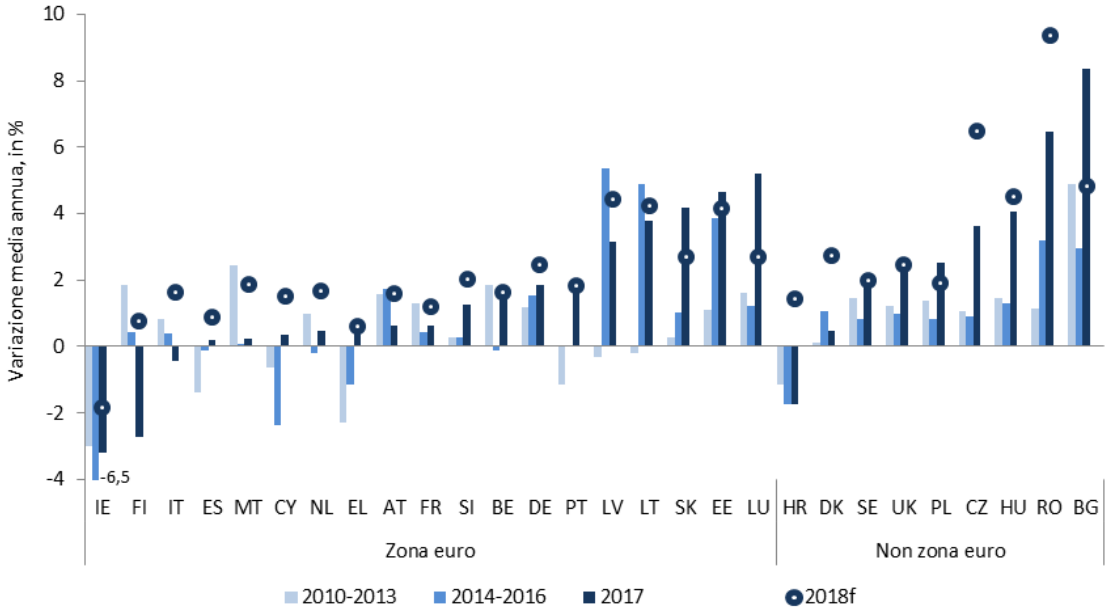
- **Il costo del lavoro per unità di prodotto ha subito un'accelerazione nella maggior parte degli Stati membri**. L'aumento del CLUP negli ultimi anni è stato particolarmente forte in Bulgaria, Estonia, Lettonia e Lituania (grafico 6); per tutti questi paesi è stata superata la soglia del quadro di valutazione. Nel 2017 l'accelerazione del CLUP rispetto agli anni precedenti è emersa chiaramente in Bulgaria e Romania e, in misura minore, anche nella Repubblica ceca, in Lussemburgo e in Slovacchia. Le stime per il 2018 indicano per molti di questi paesi scenari di costante dinamismo del CLUP, che presenta un'accelerazione più marcata nella Repubblica ceca, in Ungheria, in Lettonia, in Lituania e in Romania, mentre subisce una decelerazione ma resta elevato in Bulgaria.

- **L'andamento dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto osservato nei vari paesi riflette le differenze riscontrate a livello di tensione del mercato del lavoro.** I paesi in cui il CLUP è aumentato più velocemente sono generalmente quelli che presentano i tassi di disoccupazione più bassi (grafico 8). I paesi che hanno registrato un rapido tasso di crescita del PIL negli ultimi anni, in particolare i paesi baltici e altri paesi dell'Europa orientale, presentano allo stesso tempo una disoccupazione bassa o moderata e tassi di aumento del CLUP elevati, mentre le dinamiche del costo del lavoro sono in genere più contenute nei paesi con una disoccupazione più elevata. Tale correlazione è quanto ci si attende dalle dinamiche della curva di Phillips, ma risulta piuttosto debole, poiché alcuni paesi presentano tassi di aumento del CLUP di molto superiori rispetto a quelli che la correlazione comporterebbe, in particolare i paesi baltici, la Bulgaria, la Repubblica ceca, l'Ungheria e la Romania. Allo stesso tempo, altri paesi presentano un aumento del CLUP inferiore alle previsioni (è il caso ad esempio di Croazia, Finlandia e Irlanda). Nel primo gruppo di paesi la forte crescita dei salari può essere associata anche alla carenza di manodopera imputabile all'emigrazione, alla carenza di competenze e allo squilibrio tra domanda e offerta di competenze[21].

[21] Cfr. ad esempio Commissione europea (2018), "Labour markets and wage developments in Europe", revisione annuale 2018, e Z. Darvas e I. Gonçalves Raposo (2018), "The ever-rising labour shortages in Europe", Bruegel Blog Post, 25 gennaio 2018.

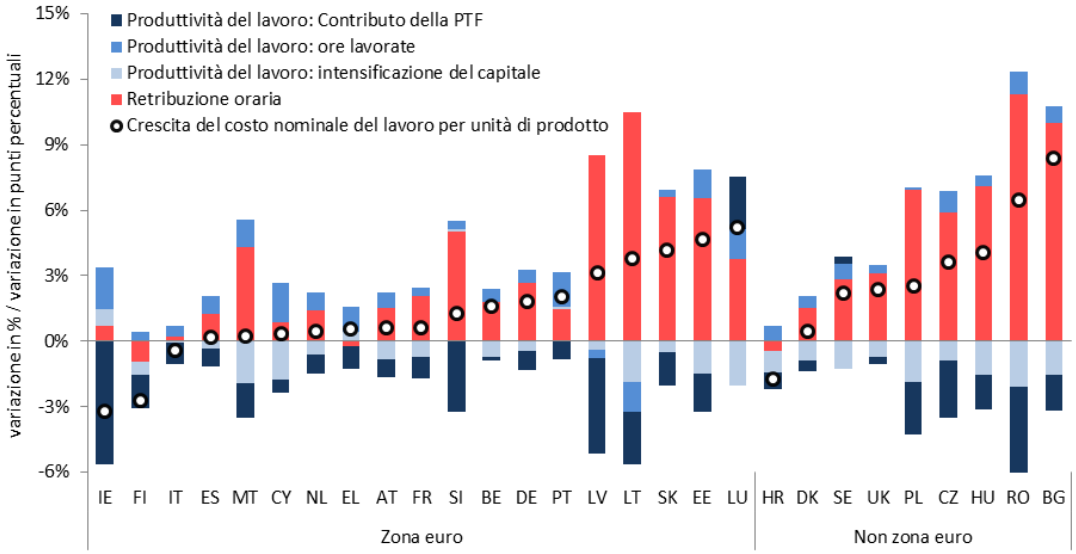
- **La crescita dei salari nominali ha dato il maggiore contributo all'aumento del CLUP osservato nel 2017.** Nella maggior parte degli Stati membri il contributo maggiore alla crescita del CLUP è stato fornito dalla crescita dei salari nominali, mentre la produttività del lavoro ha svolto un ruolo relativamente più modesto. La produttività del lavoro in generale ha contribuito a rallentare l'aumento del CLUP, a causa dell'intensificazione del capitale e della crescita della produttività totale dei fattori (PTF), mentre la riduzione delle ore di lavoro spesso ha comportato la riduzione della produttività (grafico 7).
- **L'evoluzione dell'aumento del CLUP è sempre più slegata dalle esigenze di riequilibrio esterno.** Mentre durante il periodo della crisi la disoccupazione è stata tendenzialmente più elevata nei paesi debitori netti soggetti a un'inversione delle partite correnti e alla conseguente compressione della domanda, con la ripresa economica si è verificata una convergenza dei tassi di disoccupazione, il che implica che l'evoluzione dell'aumento del CLUP, che rispecchia in linea generale il differente grado di tensione del mercato del lavoro, è sempre più scollegato dalle esigenze di riequilibrio esterno. Nel 2017, e in qualche modo a conferma dell'andamento già osservato nel 2016, alcuni paesi debitori netti - dopo anni di riduzione o ristagno - hanno registrato nuovamente un aumento del CLUP, che ha subito un'accelerazione più evidente a Cipro, in Grecia e nel Portogallo. Allo stesso tempo, mercati del lavoro costantemente tesi nei paesi creditori netti non hanno dato luogo finora ad accelerazioni salariali degne di nota.

Grafico 6: Crescita del costo del lavoro per unità di prodotto negli ultimi anni



Fonte: AMECO; i dati per il 2018 provengono dalle previsioni economiche dell'autunno 2018 dei servizi della Commissione europea.
Nota: i paesi sono presentati in ordine crescente in termini di aumento del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2017.

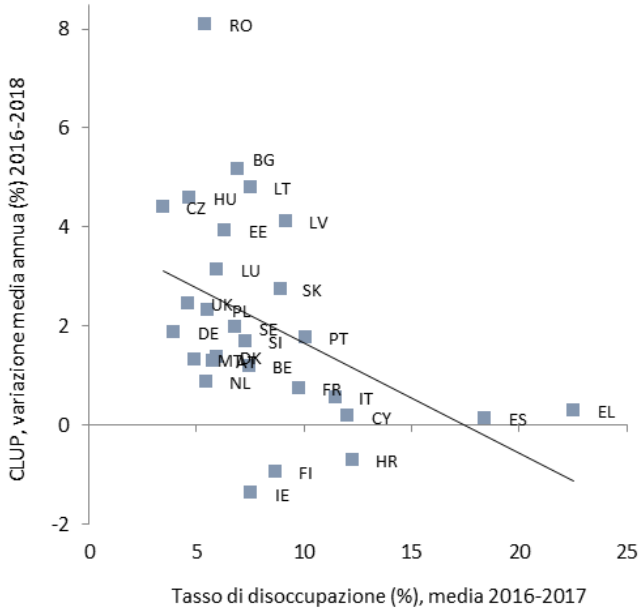
Grafico 7: Crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e fattori di crescita, 2017



Fonte: AMECO, calcoli dei servizi della Commissione

Nota: i paesi sono presentati in ordine crescente in termini di aumento del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2017. La scomposizione si basa sul modello normalizzato di ripartizione della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto in retribuzione oraria nominale e produttività del lavoro, quest'ultima ulteriormente suddivisa in contributo delle ore lavorate, produttività totale dei fattori e accumulazione di capitale, utilizzando un quadro contabile di crescita standard.

Grafico 8: Crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e tasso di disoccupazione



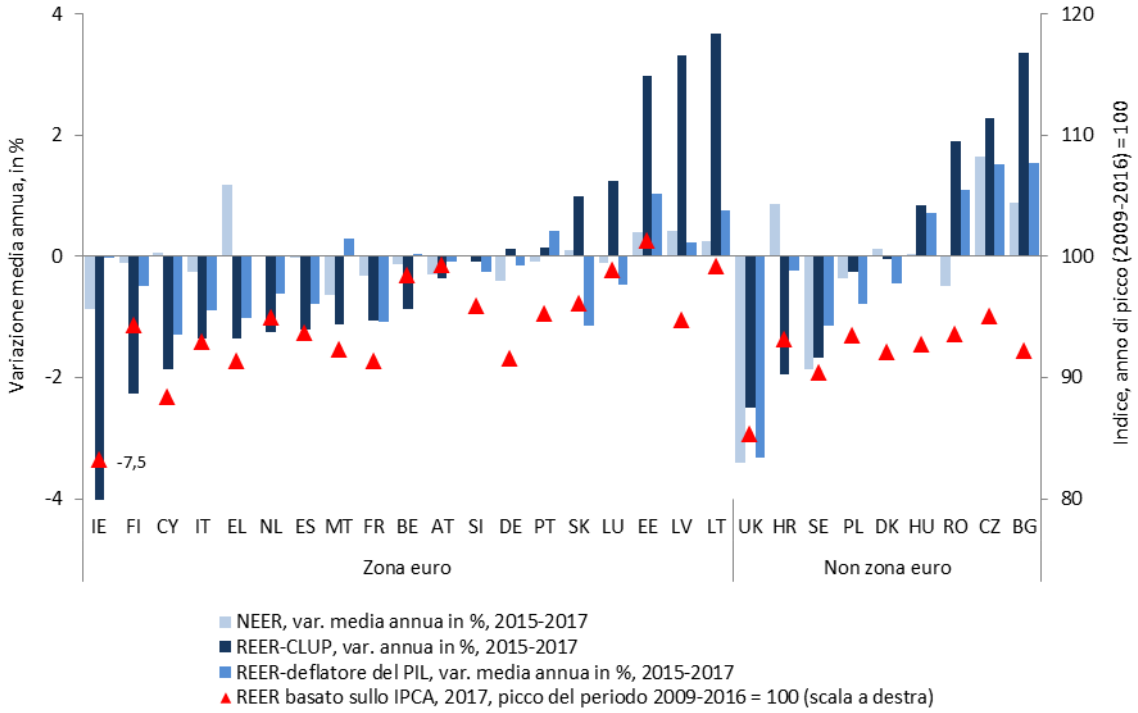
Fonte: AMECO

L'andamento della competitività dei prezzi misurata dai tassi di cambio effettivi reali rispecchia solo in parte le variazioni della competitività di costo basate sul CLUP. Le differenze nell'aumento del CLUP si sono tradotte in incrementi o decrementi della competitività di costo per gli Stati membri dell'UE, misurati mediante i tassi di cambio effettivi reali basati sul CLUP, che tengono conto sia delle variazioni nell'aumento del CLUP rispetto ai concorrenti nei mercati interni e di paesi terzi sia dell'andamento dei tassi di cambio nominali (grafico 9).

- Negli ultimi anni, **la maggior parte degli Stati membri della zona euro ha registrato riduzioni dei tassi di cambio effettivi reali basati sul CLUP**, il che ha fatto sì che la riduzione comparativa del costo del lavoro fosse sufficiente a compensare l'apprezzamento dell'euro in termini effettivi a partire dal 2016. **Alcuni paesi della zona euro**, tuttavia, e in particolare i **paesi baltici**, **hanno registrato invece decrementi della competitività di costo** misurati mediante i tassi di cambio effettivi reali basati sul CLUP. Tra i paesi non appartenenti alla zona euro, le variazioni di tali tassi sono per lo più riconducibili alle fluttuazioni del tasso di cambio nominale, misurate mediante i tassi di cambio effettivi nominali. I deprezzamenti hanno comportato incrementi della competitività in Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito; gli apprezzamenti hanno avuto implicazioni soprattutto per la Bulgaria e la Repubblica ceca. Negli ultimi anni gli incrementi di competitività di costo misurati mediante il tasso di cambio effettivo reale basato sul CLUP sono stati in generale più accentuati nei paesi debitori netti. I dati sono coerenti con quelli esaminati sopra relativi alle dinamiche del CLUP.
- **Le dinamiche della competitività di prezzo**, misurate mediante il tasso di cambio effettivo reale basato sul deflatore del PIL, **sono state più contenute rispetto alle dinamiche della competitività di costo**, misurate mediante il tasso di cambio effettivo reale basato sul CLUP. Ne consegue che parte della variazione del CLUP ha inciso sui margini prezzo-costo invece di essere trasferita ai prezzi (grafico 9). La presenza di elementi indicanti l'esistenza di una **compressione dei margini** si è rivelata particolarmente forte nei paesi che hanno registrato importanti decrementi della competitività di costo, in particolare i paesi baltici, la Bulgaria e la Romania[22].
- In diversi paesi **tassi di inflazione dei prezzi al consumo contenuti o negativi** hanno dato luogo a forti **incrementi della competitività**, misurati mediante il tasso di cambio effettivo reale basato sullo IAPC. Due paesi, Cipro e Irlanda, hanno registrato valori addirittura inferiori alla soglia del quadro di valutazione nel 2017. Nella maggior parte dei paesi, **la posizione attuale in termini di competitività è più favorevole rispetto al periodo pre-crisi poiché il tasso di cambio effettivo reale basato sullo IAPC** è inferiore a quello registrato al momento dei precedenti picchi. Il deprezzamento reale coincide nella maggior parte dei casi con una riduzione del prezzo relativo dei beni e servizi non scambiabili e un aumento della quota di beni e servizi scambiabili nell'economia, il che migliora il potenziale per dinamiche di crescita trainata dalle esportazioni. Tuttavia, in alcuni paesi (Austria, Estonia e Lituania) i valori relativi al tasso di cambio effettivo reale basato sullo IAPC si avvicinano o superano i precedenti picchi.

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

Grafico 9: Tasso di cambio effettivo nominale e reale



Fonte: AMECO

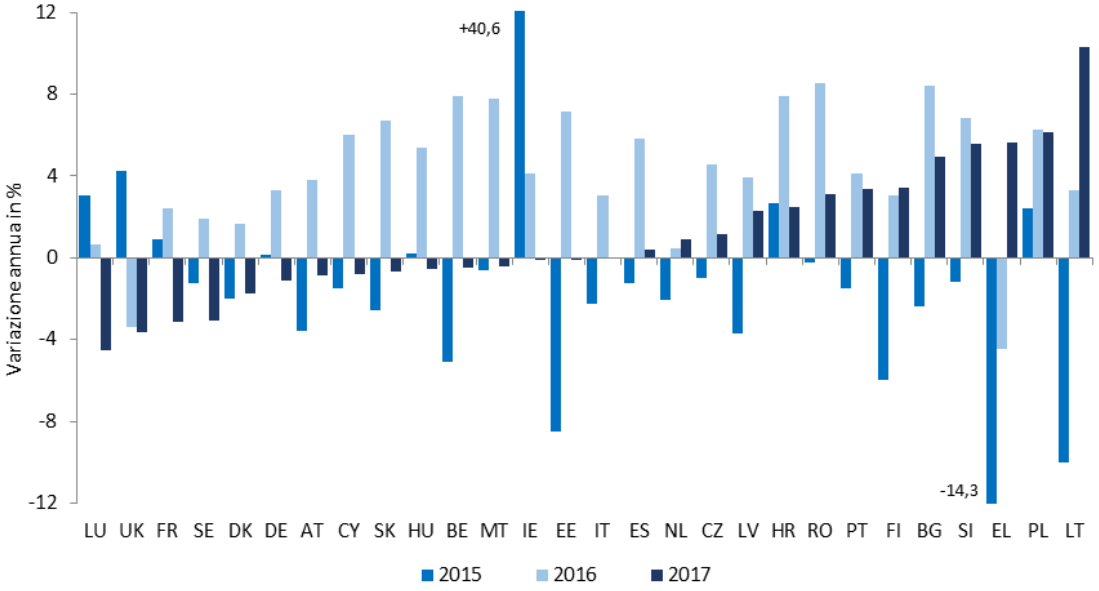
Nota: i paesi sono presentati in ordine crescente in termini di variazione media annuale del tasso di cambio effettivo reale basato sul CLUP tra il 2015 e il 2017. Il tasso di cambio effettivo reale basato sul CLUP, il tasso di cambio effettivo reale basato sul deflatore del PIL e il tasso di cambio effettivo nominale sono calcolati rispetto a 37 partner commerciali; il tasso di cambio effettivo reale basato sullo IAPC è calcolato rispetto a 42 partner commerciali come nel quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta.

Nella maggior parte dei paesi dell'UE si registrano aumenti delle quote del mercato delle esportazioni, la cui entità tuttavia sta diventando più esigua. La variazione su cinque anni delle quote del mercato delle esportazioni cumulate registrata nel 2017 indica valori positivi nella maggior parte degli Stati membri dell'UE, e solo in un paese (la Grecia) la perdita di quote del mercato delle esportazioni è stata inferiore alla soglia del quadro di valutazione. I dati più recenti mostrano uno scenario differenziato, in cui gli incrementi continuano a prevalere ma diventano più modesti nel 2017 in un contesto di apprezzamento dell'euro e di dinamiche dei prezzi delle materie prime meno favorevoli. Allo stesso tempo, nel 2017, sebbene sia proseguita la ripresa dell'attività di esportazione dei paesi dell'UE, la crescita delle esportazioni di altre economie si è avvicinata a quella dell'UE, con un'accelerazione rispetto agli anni precedenti[23].

[23] Cfr. le previsioni d'autunno 2018 della Commissione e le prospettive economiche mondiali dell'ottobre 2018 dell'FMI. Per informazioni sull'andamento delle esportazioni rispetto alle economie avanzate, cfr. anche la tabella 2.1 dell'allegato.

- La generale tendenza positiva delle quote del mercato delle esportazioni registrata in passato dall'UE è stata favorita da una ripresa della domanda di esportazioni all'interno dell'UE e dagli incrementi della competitività sopra citati. **L'aumento delle quote di mercato è stato in generale più evidente nei paesi debitori netti, nei paesi dell'Europa centrale e in alcuni paesi dell'Europa orientale**, il che significa che il maggiore incremento della competitività in questi paesi ha comportato anche vantaggi in termini di penetrazione del mercato delle esportazioni.
- I dati più recenti sulle variazioni della quota di mercato annuale indicano un aumento nel 2016, seguito da risultati generalmente più modesti nel 2017 (grafico 10). **Gli aumenti sono diventati più moderati in quasi tutti gli Stati membri dell'UE nel 2017**, mentre in Grecia e in Lituania si sono verificati aumenti più consistenti, che hanno rispecchiato un'inversione di tendenza rispetto alle precedenti riduzioni significative.

Grafico 10: Variazione delle quote del mercato delle esportazioni negli ultimi anni



Fonte: Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.
Nota: i paesi sono presentati in ordine crescente in termini di variazione annuale delle quote del mercato delle esportazioni nel 2017.

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

Le partite correnti della zona euro si sono stabilizzate a livelli molto elevati. Il saldo delle partite correnti della zona euro è aumentato notevolmente dopo la crisi del 2008 e fino al 2016. Stando alle statistiche sulla bilancia dei pagamenti[24], da allora il suo valore si è stabilizzato al 3,2 % circa del PIL nel 2016 e nel 2017. L'avanzo delle partite correnti della zona euro resta il più elevato a livello mondiale e si stima che sia superiore al valore che ci si aspetterebbe sulla base dei fondamentali dell'economia (circa l'1,5 % del PIL della zona euro)[25]. Secondo le previsioni d'autunno 2018 della Commissione europea[26], a politiche invariate l'avanzo delle partite correnti della zona euro dovrebbe ridursi leggermente nel 2020. Tra i fattori che potrebbero contribuire alla riduzione dell'avanzo figurano il relativo deterioramento della situazione congiunturale in altri settori dell'economia mondiale, il manifestarsi degli effetti delle politiche commerciali restrittive e del recente apprezzamento reale effettivo dell'euro, l'eventuale ulteriore apprezzamento dell'euro (tra l'altro connesso a pressioni al rialzo del mercato derivanti dal consistente e perdurante avanzo con l'estero) e il protrarsi dell'attuale tendenza verso l'aumento dei prezzi del petrolio.

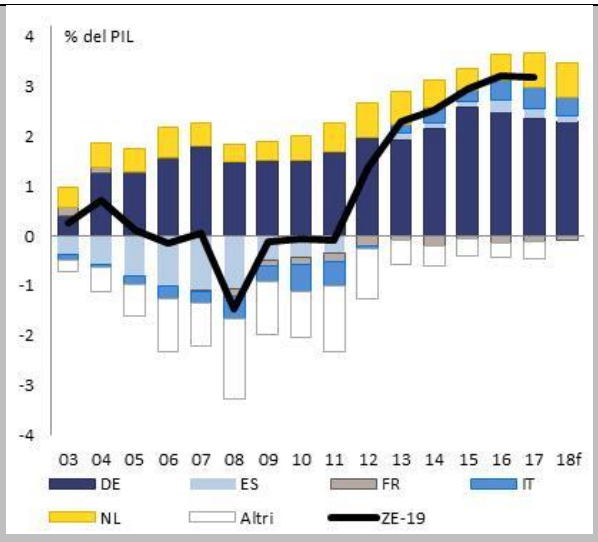
Grafico B.1: Evoluzione delle partite correnti della zona euro: ripartizione per paese

Grafico B.2: Evoluzione delle partite correnti della zona euro: ripartizione per voce

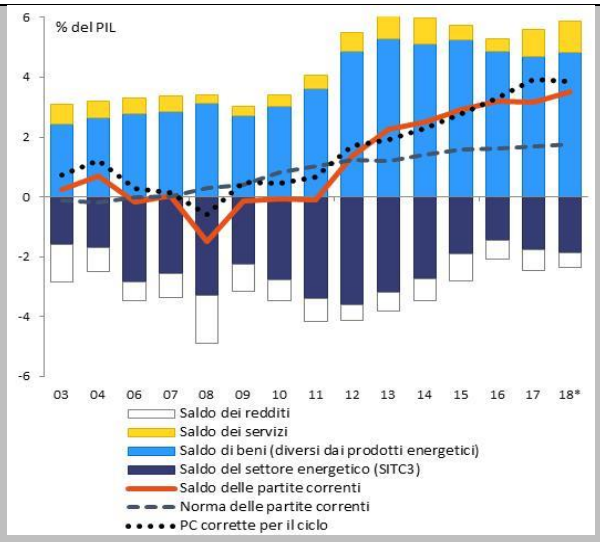
[24] I dati relativi alle partite correnti della zona euro basati sulla bilancia dei pagamenti di recente sono stati rivisti leggermente al ribasso, e attualmente indicano un avanzo inferiore rispettivamente di circa 0,3 e 0,1 punti percentuali del PIL per il 2015 e il 2016 rispetto ai dati disponibili un anno fa. In base ai dati della bilancia dei pagamenti e ai conti nazionali, il saldo delle partite correnti dell'intera zona euro rispetto al resto del mondo è stato pari al 3,2 % del PIL sia nel 2016 che nel 2017. Tuttavia, il totale delle partite correnti degli Stati membri della zona euro è stato pari rispettivamente al 3,5 % e al 4 % del PIL della zona euro nel 2016 e nel 2017. Le discrepanze tra il totale della zona euro e la somma dei saldi delle partite correnti degli Stati membri sono dovute agli aggiustamenti apportati per le asimmetrie presenti nei dati trasmessi per gli Stati membri.

[25] Per informazioni sulla metodologia utilizzata per il calcolo dei saldi delle partite correnti in linea con i fondamentali (norma delle partite correnti), cfr. la nota 16 e i riferimenti ivi contenuti. L'FMI (rapporto sul settore esterno 2018) suggerisce inoltre un valore pari a circa l'1,5 % del PIL per la norma delle partite correnti della zona euro.

[26] Previsioni basate sui dati della contabilità nazionale.



Fonte: AMECO, cifre relative alla bilancia dei pagamenti.



Fonte: Eurostat, cifre relative alla bilancia dei pagamenti.
Nota: "18*" fa riferimento ai dati della media mobile su quattro trimestri fino al secondo trimestre del 2018.

L'accumulo dell'avanzo della zona euro riflette la correzione delle partite correnti precedentemente in disavanzo associata al persistere di avanzi significativi La posizione delle partite correnti della zona euro è stata nel complesso equilibrata fino al 2008, anno in cui è stato registrato un disavanzo in un contesto di forte calo della domanda mondiale di esportazioni, seguito da un avanzo dopo la crisi finanziaria del 2008, soprattutto a causa della forte correzione dei disavanzi elevati a seguito di un'inversione dei flussi finanziari transfrontalieri privati (grafico B.1). L'avanzo è aumentato ulteriormente dopo il 2011 con la diffusione della crisi del debito alla Spagna e all'Italia e la conseguente compressione della domanda interna, che ha contribuito a determinare un avanzo del saldo delle partite correnti in questi due paesi. Dal 2011 si è verificato anche un graduale aumento del significativo avanzo delle partite correnti della Germania. Attualmente l'avanzo delle partite correnti della zona euro è principalmente il risultato degli importanti avanzi registrati in Germania e nei Paesi Bassi, le cui posizioni sull'estero combinate rappresentano la parte più consistente dell'avanzo della zona euro (grafico B.1). Dal 2016 la graduale riduzione dell'avanzo delle partite correnti della Germania è associata alla stabilizzazione dell'avanzo registrato dalla zona euro.

La recente evoluzione delle partite correnti della zona euro è connessa soprattutto al saldo dei prodotti energetici, al saldo dei redditi e al saldo dei servizi. Il saldo dei beni non energetici ha registrato un miglioramento all'indomani della crisi finanziaria, rispecchiando la posizione ciclica relativamente debole della zona euro rispetto ad altre zone del mondo e determinando la maggior parte del miglioramento delle partite correnti (grafico B.2). Conseguentemente, nello stesso periodo il saldo delle partite correnti corretto per il ciclo della zona euro ha registrato un lieve miglioramento. Dal 2013, con la ripresa della produzione nella zona euro, l'avanzo del saldo dei beni si è stabilizzato e ha iniziato a contrarsi solo in misura molto modesta, in un contesto di risultati molto positivi in termini

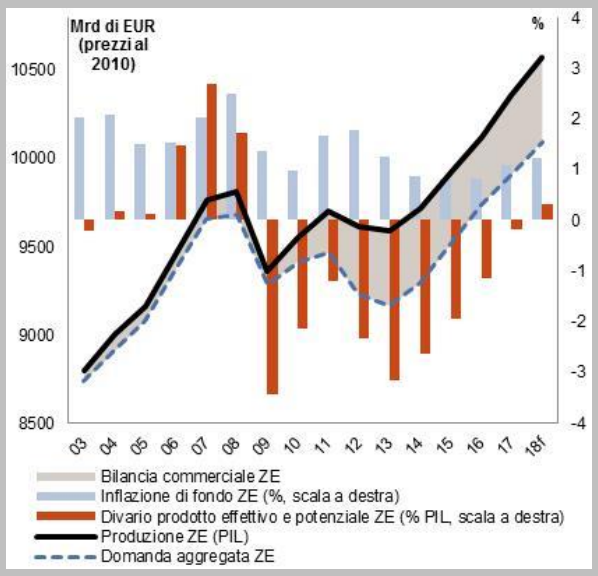
di valore e volume delle esportazioni rispetto ad altre economie avanzate[27]. L'andamento del saldo del settore energetico nel periodo post-crisi è stato determinato soprattutto dalle variazioni dei prezzi del petrolio. In seguito al drastico calo del 2008, i prezzi del petrolio si sono ripresi tra il 2009 e il 2011, per poi scendere nuovamente tra il 2014 e il 2016, sostenendo le variazioni nella direzione opposta nel saldo del settore energetico della zona euro. La ripresa dei prezzi del petrolio iniziata verso la metà del 2016 è stata superiore al peggioramento del saldo del settore energetico registrato da allora[28]. Il contributo negativo del saldo del settore energetico all'avanzo della zona euro a partire dal 2016 è stato compensato dal miglioramento del saldo dei servizi. Nonostante il miglioramento del saldo dei redditi da capitale associato a una NIIP positiva e in aumento nella zona euro a livello aggregato, il saldo dei redditi resta negativo ed è peggiorato nel 2017 a causa delle dinamiche registrate per il reddito netto delle società.

Le dinamiche dell'avanzo della zona euro sono legate al ritardo della domanda interna rispetto alle dinamiche dell'attività economica e a una sostenuta domanda di esportazioni, che si fonda su una domanda favorevole a livello mondiale di merci e servizi europei e su una posizione competitiva migliorata. La differenza tra il reddito e la spesa aggregati, che corrisponde alle esportazioni nette, si è ampliata dal periodo successivo alla crisi finanziaria del 2008 al 2016 (cfr. il grafico B.3). All'inizio della crisi, dinamiche della domanda modeste rispecchiavano un processo di riduzione dell'indebitamento del settore privato su larga scala, in particolare nei paesi debitori netti interessati dall'arresto improvviso delle partite correnti, mentre l'aumento dell'indebitamento netto del settore pubblico ha contribuito ad attenuare l'impatto della crisi sui redditi (grafico B.4). Dopo l'aggravarsi della crisi del debito della zona euro nel 2011, il processo di riduzione dell'indebitamento è iniziato anche nel settore pubblico, fornendo da allora il maggiore contributo all'incremento della posizione di accreditamento netto globale della zona euro. Stando ai dati disponibili, i prestiti netti per le famiglie ammontano attualmente al doppio di quelli del periodo pre-crisi, e le società non finanziarie, che di norma presentano un'esigenza di indebitamento netto, dal 2013 mostrano una posizione positiva di accreditamento netto. L'accreditamento netto della pubblica amministrazione resta negativo e solo di recente ha raggiunto livelli compatibili con il calo del rapporto debito pubblico/PIL nella maggior parte dei paesi della zona euro. Nonostante la riduzione attiva dell'indebitamento, la prolungata stagnazione del PIL nominale dopo la crisi ha fatto sì che il rapporto debito/PIL restasse storicamente elevato per le famiglie, le imprese e le amministrazioni pubbliche in diversi paesi della zona euro. La riduzione dell'indebitamente sta attualmente avvenendo in condizioni economiche favorevoli.

[27] Cfr. anche il Bollettino economico 05/2018 della BCE, riquadro 2.

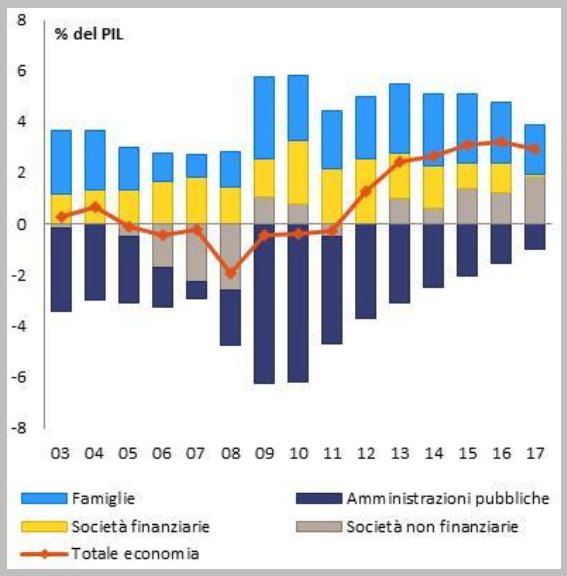
[28] Nel valutare le prospettive del saldo del settore energetico bisogna tener conto anche del progressivo miglioramento strutturale di tale saldo nella zona euro per un determinato livello di prezzi del petrolio associato alla riduzione del peso delle attività ad alto consumo di energia e all'aumento dell'efficienza energetica dei processi di produzione. Cfr. ad esempio IAE (2018), "Energy Efficiency 2017", Agenzia internazionale per l'energia.

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



Fonte: AMECO

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



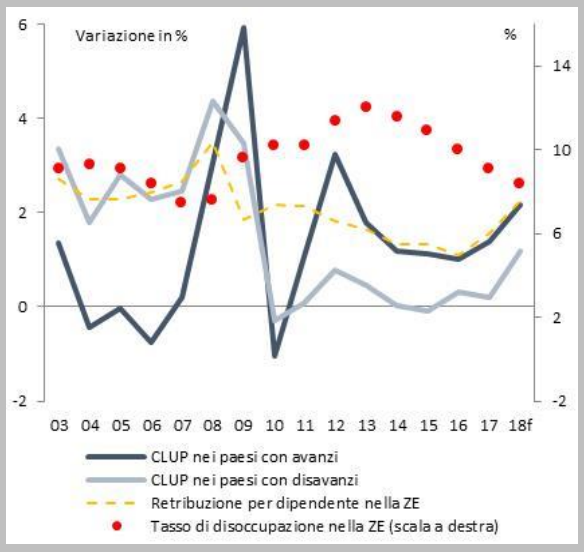
Fonte: Eurostat

Le sfide restano connesse alla persistenza degli squilibri degli stock, alla tenuta dell'attuale espansione economica e ai margini limitati di attenuazione degli shock negativi nei paesi fortemente indebitati. Dopo quasi un decennio di dinamiche deboli, la domanda interna della zona euro si sta riprendendo, il divario tra prodotto effettivo e potenziale si sta attestando su valori positivi e l'inflazione dovrebbe avvicinarsi gradualmente all'obiettivo fissato dalle autorità monetarie (grafico B.3). L'espansione in corso sta favorendo la correzione degli squilibri degli stock ma diverse sfide si profilano all'orizzonte. In primo luogo, vi è incertezza circa la tenuta dell'attuale espansione, dato che non sempre sussistono le condizioni per garantire una crescita su base sostenibile, in particolare a causa di una persistente carenza di investimenti, contesti inadeguati a stimolare l'aumento della produttività e un potenziale inutilizzato in termini di capitale umano[29]. In secondo luogo, il riequilibrio all'interno della zona euro è ancora incompleto. I paesi che in passato hanno avuto un disavanzo elevato continuano ad avere una elevata posizione patrimoniale netta sull'estero negativa che si accompagna a grandi stock di debito privato o pubblico e rappresenta una vulnerabilità. Inoltre, gli stessi paesi gravati da un debito elevato sono generalmente anche quelli con margini relativamente più ridotti per fare affidamento sulla crescita del prodotto potenziale per ridurre il rapporto debito/PIL, il che significa che i margini di risparmio pubblico e privato per assorbire gli shock negativi a livello di produzione saranno probabilmente ridotti (grafico B.6).

[29] Cfr. l'analisi annuale della crescita 2019 della Commissione europea e B. Pierluigi and D. Sondermann (2018), "Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?", Occasional Paper della BCE 211/2018.

Il riequilibrio simmetrico nella zona euro contribuirebbe a ripristinare una crescita sostenibile, assicurando nel contempo la stabilità macroeconomica in futuro. Affinché la crescita sia sostenibile in futuro e compatibile con la stabilità macroeconomica, è necessaria un'adeguata combinazione di politiche. Nei paesi debitori netti, per ridurre i grandi stock di debito estero e nazionale occorre mantenere i saldi delle partite correnti a un livello prudente e assicurare un ritmo adeguato di riduzione del debito pur continuando a perseguire l'obiettivo di aumentare il potenziale di crescita attraverso investimenti e riforme adeguati ed evitando il rischio di inasprimento prociclico delle condizioni in periodi di congiuntura sfavorevole. Il miglioramento delle prospettive in termini di produttività è una necessità particolarmente sentita nei paesi debitori netti sia per la sostenibilità del debito sia per fare in modo che l'andamento relativo della competitività sia più favorevole al riequilibrio, in un contesto in cui i relativi guadagni di competitività dei paesi debitori netti, cominciati nel 2012, si stanno gradualmente riducendo (grafico B.5). Politiche volte a promuovere gli investimenti e a superare l'inerzia salariale contribuirebbero a far fronte al persistente avanzo elevato dei paesi creditori netti, contribuendo nel contempo a sostenere il potenziale di crescita e a rendere le prospettive di crescita meno dipendenti dalla domanda estera.

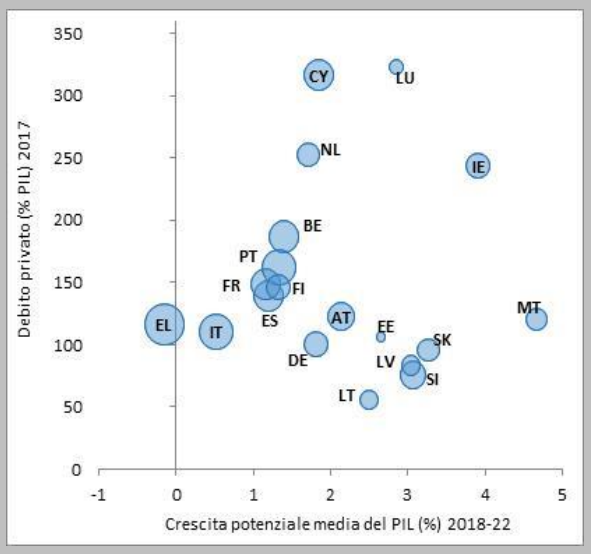
Grafico B.5: Riequilibrio nella zona euro (disoccupazione, salari e crescita del CLUP)



Fonte: AMECO

Nota: i paesi con un avanzo di bilancio comprendono l'Austria, il Belgio, la Finlandia, la Germania, il Lussemburgo e i Paesi Bassi; tutti gli altri paesi dell'attuale zona euro sono considerati paesi con un disavanzo.

Grafico B.6: Debito e prospettive di crescita potenziale nei paesi della zona euro



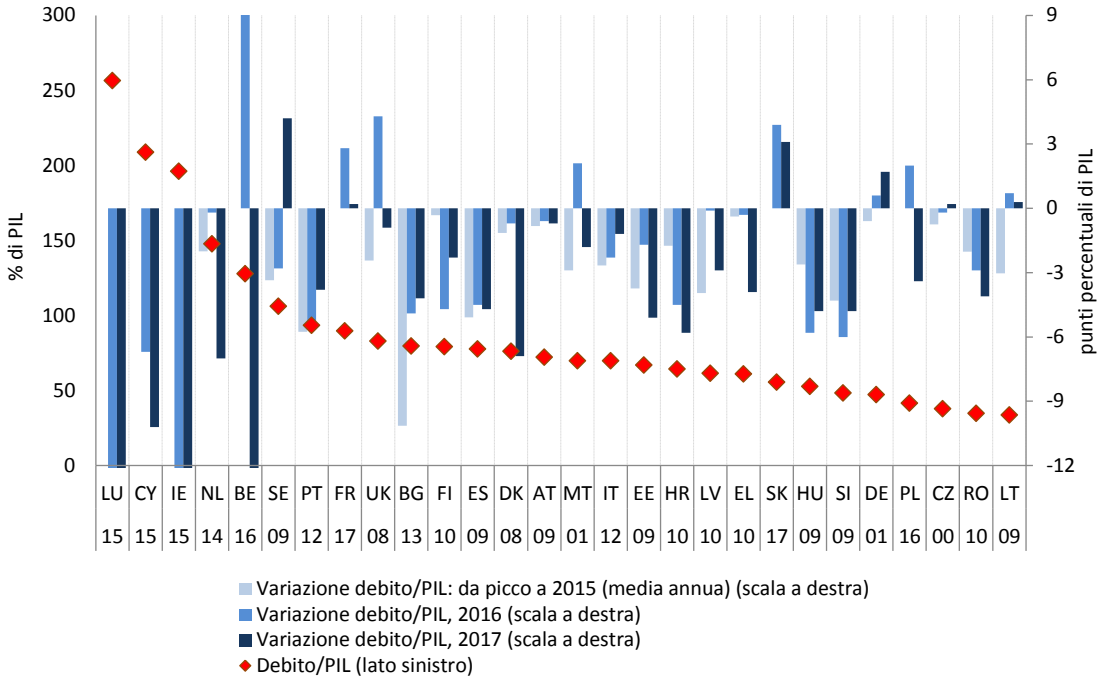
Fonte: AMECO

Nota: la dimensione dei cerchi rappresenta l'importo del debito pubblico (% del PIL) nel 2017

Il rapporto debito/PIL del settore privato sta gradualmente diminuendo, ma resta elevato in una serie di Stati membri. Nel 2017 la soglia del quadro di valutazione per il debito privato è stata superata da dodici Stati membri, gli stessi che figuravano nella relazione sul meccanismo di allerta dello scorso anno. I paesi con il rapporto debito privato/PIL più elevato sono Cipro, Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi, benché i dati in questi paesi siano influenzati dalle operazioni transfrontaliere connesse all'attività delle multinazionali. Anche Belgio, Danimarca, Portogallo, Svezia, e Regno Unito presentano livelli particolarmente elevati di debito privato, superiori al 160 % del PIL. Il contributo relativo delle famiglie e delle imprese non finanziarie agli elevati livelli di debito privato varia da uno Stato membro all'altro. Nel caso del Belgio, dell'Irlanda e del Lussemburgo, l'elevato rapporto debito privato/PIL è dovuto principalmente all'indebitamento delle società non finanziarie. In Danimarca e nel Regno Unito, invece, i livelli elevati di debito privato sono ascrivibili soprattutto alle famiglie. Dal confronto emerge che Cipro, Paesi Bassi, Svezia e Portogallo registrano livelli di debito elevati sia per le famiglie sia per il settore delle imprese. Le differenze in termini di entità del debito privato tra i vari paesi sono ascrivibili in gran parte a differenze nei fattori fondamentali che giustificano l'accumulo del debito, comprese le opportunità di crescita e investimento e lo sviluppo finanziario. La valutazione dei livelli di debito dovrebbe quindi tener conto di questi fattori e di altri elementi che incidono sui rischi posti dall'elevato indebitamento in una prospettiva futura[30].

[30] Tali fattori sono presi in considerazione nei parametri di riferimento specifici per paese elaborati dalla Commissione europea in collaborazione con il Gruppo di lavoro LIME del CPE (Commissione europea, "Benchmarks for the assessment of private debt", nota per il Comitato di politica economica, ARES (2017) 4970814). Un primo parametro di riferimento consente di valutare il debito privato rispetto ai valori che possono essere spiegati in base ai fondamentali economici. Un secondo parametro di riferimento consiste nelle soglie prudenziali basate sulla massimizzazione della potenza del segnale nel quadro della previsione delle crisi bancarie e integrando informazioni specifiche sulla capitalizzazione delle banche, sul debito pubblico e sul livello di sviluppo economico. Nella maggior parte degli Stati membri il rapporto debito privato/PIL superiore alla soglia del quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta è anche superiore a entrambi i parametri di riferimento specifici per paese.

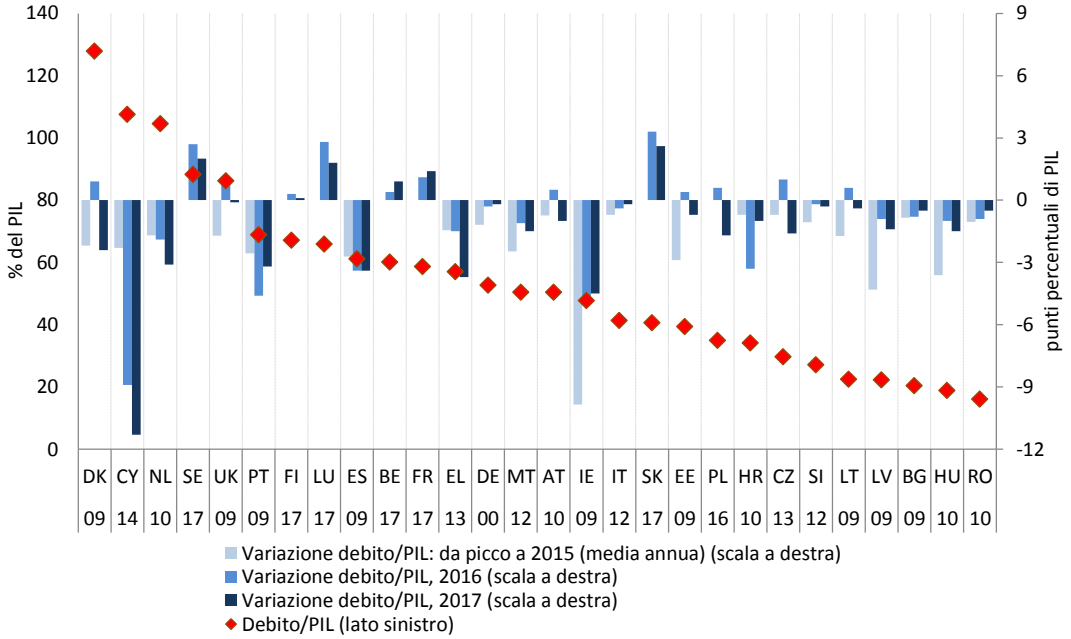
Grafico 11: Ritmo della riduzione dell'indebitamento delle società non finanziarie



Fonte: conti annuali per settore consolidati di Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.

Nota: i paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto debito/PIL nel 2017. I numeri sotto i codici paese indicano l'anno di picco. L'incremento verso il picco è stato calcolato sulla base di un anno iniziale diverso dal 2000 per Croazia e Irlanda (2001) e Cipro (2006). Le osservazioni per LU, IE e BE sono state troncate per mantenere la scala.

Grafico 12: Ritmo della riduzione dell'indebitamento delle famiglie



Fonte: conti annuali per settore consolidati di Eurostat, calcoli dei servizi della Commissione.
Nota: i paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto debito/PIL nel 2017. I numeri sotto i codici paese indicano l'anno di picco. L'incremento verso il picco è stato calcolato sulla base di un anno iniziale diverso dal 2000 per Croazia e Irlanda (2001).

Il rapporto debito privato/PIL sta diminuendo rispetto al picco nella maggior parte degli Stati membri, a un ritmo che non sempre è in linea con le esigenze di riduzione dell'indebitamento. La riduzione dell'indebitamento è iniziata prima per le società non finanziarie, per le quali è stata più rapida rispetto a quella registrata per le famiglie, in ragione sia dei maggiori flussi di credito netto negativi del settore delle imprese sia dell'impatto più incisivo della crescita nominale sulla riduzione del rapporto debito/PIL, dato il livello di indebitamento più elevato delle imprese rispetto alle famiglie.

- In un certo numero di paesi, le **società non finanziarie** sono riuscite a ridurre di almeno la metà il rapporto debito/PIL accumulato tra il 2000 e l'anno in cui il debito ha raggiunto il livello massimo (Croazia, Danimarca, Estonia, Ungheria, Italia, Lettonia, Lituania, Portogallo, Romania, Slovenia, Spagna, Svezia e Regno Unito). Tuttavia, il ritmo di riduzione dell'indebitamento non è stato sempre in linea con le esigenze di riduzione dell'indebitamento, in quanto in alcuni paesi con gli indici di indebitamento delle imprese più elevati (Lussemburgo, Irlanda, Cipro, Paesi Bassi e Belgio) la riduzione dell'indebitamento delle imprese è stata modesta rispetto all'entità del debito, mentre in Francia i livelli del debito delle società non finanziarie hanno continuato ad aumentare (grafico 11).
- Negli ultimi due anni, i tassi di indebitamento delle **famiglie** si sono ridotti nei tre Stati membri in cui le famiglie sono più indebitate (Cipro, Danimarca e Paesi Bassi), e in altri paesi fortemente indebitati come la Grecia, il Portogallo e la Spagna (grafico 12). Nel Regno Unito la riduzione dell'indebitamento si è arrestato per le famiglie, mentre in Finlandia e in Svezia il rapporto debito/PIL, relativamente elevato, ha continuato a crescere.

Grafico 13: Scomposizione della variazione nel rapporto debito/PIL delle società non finanziarie (primo trimestre del 2018)

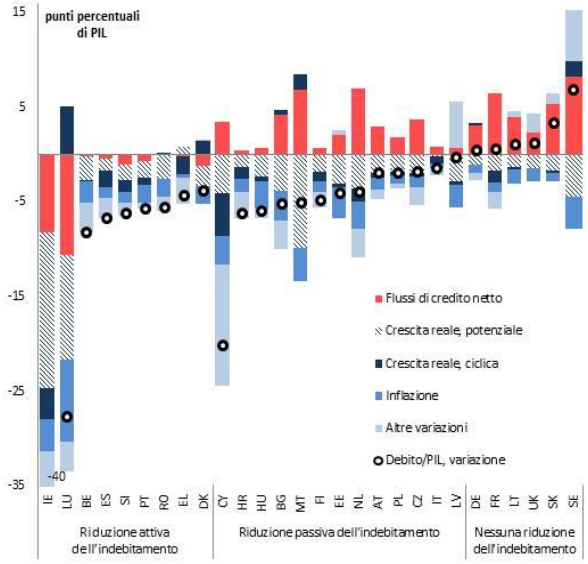
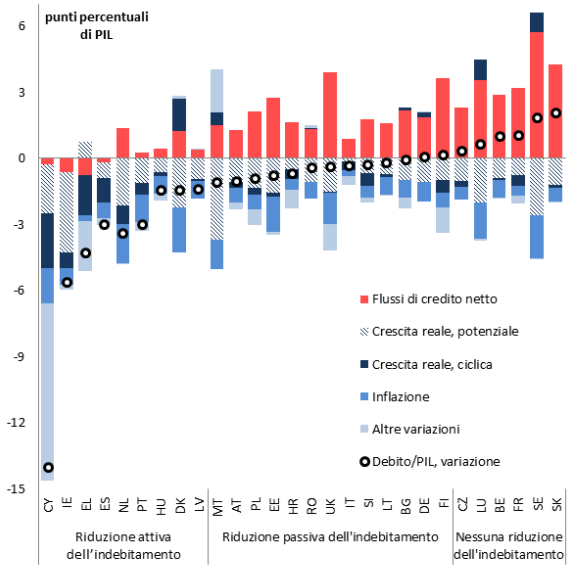


Grafico 14: Scomposizione della variazione nel rapporto debito/PIL delle famiglie (primo trimestre del 2018)



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

La riduzione dell'indebitamento dipende sempre più da tassi più elevati di crescita del PIL nominale. I flussi di credito del settore privato si stanno riprendendo, ma restano relativamente modesti, e in nessuno Stato membro hanno superato la soglia del quadro di valutazione nel 2017. La crescita del PIL nominale ha allentato la pressione alla riduzione attiva dell'indebitamento, il che ha ridotto il numero di paesi con flussi di credito negativi a imprese o famiglie e ha fatto sì che il valore assoluto dei flussi negativi fosse in media più basso (grafici 13 e 14). Inoltre, in alcuni paesi che non avevano registrato una riduzione dell'indebitamento in precedenza è iniziata una riduzione "passiva" dell'indebitamento, ossia dovuta unicamente al fatto che la crescita del PIL nominale sta comportando una riduzione del rapporto debito/PIL e al fatto che i flussi di credito netto stanno facendo aumentare il debito. È il caso di Italia, Austria e Repubblica ceca per quanto riguarda le società non finanziarie e di Austria, Estonia e Polonia per quanto riguarda le famiglie. Come illustrato nei grafici 13 e 14, si stima che buona parte dei tassi di crescita nominale recenti abbia carattere ciclico (ad esempio nel caso di Cipro, Grecia, Spagna, Portogallo e Croazia). Guardando al futuro, le prospettive di un'ulteriore riduzione passiva dell'indebitamento dipenderanno sempre di più dal potenziale di crescita, dato che la crescita dovuta alla componente ciclica inizierà a ridursi poiché il divario tra prodotto effettivo e potenziale si sta portando su valori positivi in un numero crescente di paesi.

Le condizioni nel settore bancario dell'UE stanno migliorando ma in alcuni paesi persistono bassi livelli di redditività e considerevoli stock di crediti deteriorati. È il caso, in particolare, di Grecia, Cipro, Italia e Portogallo (grafici 15 e 16). Quanto ai risultati positivi, nel 2017 la ripresa della redditività del settore bancario è stata particolarmente forte in tali paesi e la riduzione dei crediti deteriorati è stata spesso molto consistente.

- **L'aumento delle passività del settore finanziario ha registrato un rallentamento nel 2017** nella maggior parte dei paesi dell'UE e resta ben al di sotto della soglia del quadro di valutazione in tutti gli Stati membri, tranne due[31]. I flussi di credito bancario sono diventati più contenuti nel 2017 dopo aver raggiunto il livello massimo, e la crescita del credito bancario si è mantenuta più forte per le famiglie che per le società non finanziarie.
- **La maggior parte degli Stati membri ha registrato ulteriori miglioramenti in termini di redditività e coefficienti patrimoniali delle banche** nel corso dell'ultimo anno. Le valutazioni del capitale azionario delle banche sono aumentate fino all'inizio del 2018 e in seguito si è verificata una correzione al ribasso, che ha parzialmente compensato il loro precedente aumento legato in parte all'appiattimento delle curve di rendimento e all'associata compressione dei margini di interesse. Alcuni Stati membri presentano una combinazione di scarsa redditività, coefficienti di capitale tra i più bassi e livelli elevati di crediti deteriorati.
- **Gli stock di crediti deteriorati sono ancora elevati in diversi Stati membri.** La quota di crediti deteriorati nel 2017 è particolarmente elevata in Grecia e a Cipro, dove i crediti deteriorati ammontano rispettivamente al 45 % e al 30 % del totale dei crediti, e in Italia, Portogallo, Bulgaria, Irlanda e Croazia, dove il livello dei crediti deteriorati resta prossimo al 10 % del totale dei crediti[32]. Dopo essere aumentati nel periodo successivo alla crisi, i crediti deteriorati hanno cominciato a diminuire a ritmi diversi in tutta l'UE. **I dati più recenti indicano progressi continui sul fronte della riduzione dei crediti deteriorati**, anche nei paesi con percentuali elevate di tali crediti (ad eccezione della Grecia), in particolare in Portogallo e in Italia (grafico 16)[33].

[31] La Repubblica ceca e la Slovacchia sono le eccezioni. Nel caso della Repubblica ceca, il rapido aumento delle passività del settore finanziario nel 2017 è dovuto in gran parte alle operazioni finanziarie prima della fine dell'impegno in materia di tasso di cambio, quindi non rispecchia l'attività di credito interno. In Slovacchia l'aumento è ascrivibile soprattutto all'aumento delle passività delle banche centrali nei confronti di non residenti nella zona euro. Ciò potrebbe essere connesso ai servizi di gestione delle riserve forniti dalla Banca nazionale della Slovacchia, che non hanno un impatto immediato sull'economia nazionale.

[32] I crediti deteriorati nella serie di indicatori ausiliari del quadro di valutazione sono definiti come il totale degli anticipi e dei crediti deteriorati lordi in percentuale del totale degli anticipi e dei crediti lordi (valore contabile lordo), per il settore "gruppi bancari e singole banche nazionali, controllate estere e filiali estere, tutti gli istituti". Per i valori, cfr. la tavola 2.1.

[33] Le percentuali di crediti deteriorati armonizzate sono disponibili solo a partire dal 2014, il grafico 17 mostra il rapporto tra strumenti di debito deteriorati lordi e totale degli strumenti di debito lordi, che è disponibile in serie temporali più lunghe e che fa riferimento, oltre che ai crediti, anche ad altri strumenti di debito detenuti dal settore bancario. Il valore di quest'ultimo è in genere leggermente

Grafico 15: Redditività e coefficienti patrimoniali delle banche

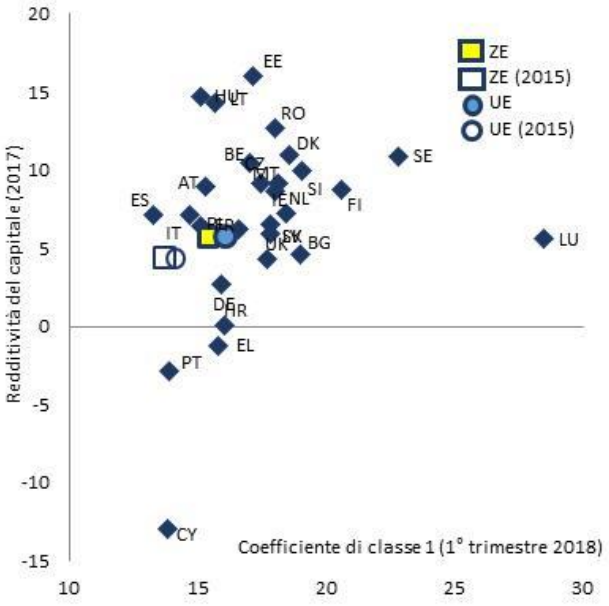
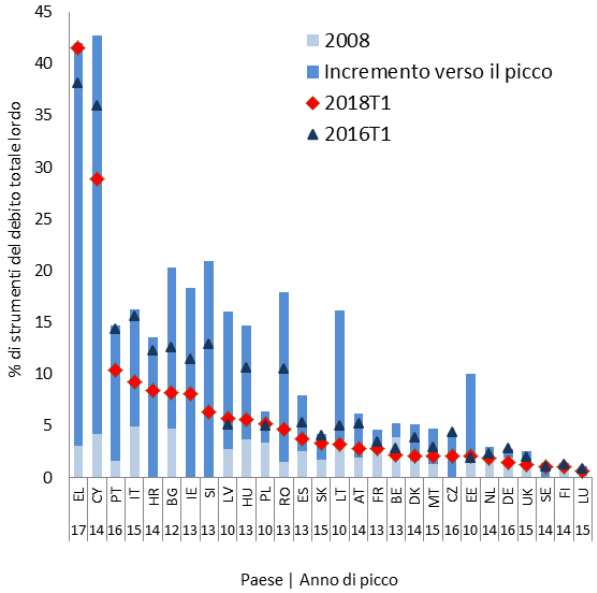


Grafico 16: Strumenti di debito deteriorati



Fonti: BCE, calcoli dei servizi della Commissione.
Note: i dati sugli strumenti di debito deteriorato lordo per il 2008 non sono disponibili per CZ, HR, SE e SI.

L'aumento dei prezzi delle abitazioni è proseguito in quasi tutti i paesi dell'UE nel 2017, ma sembra che i tassi di crescita dei prezzi delle abitazioni stiano divenendo più contenuti dove sono più forti i segnali di sopravvalutazione. Nonostante la continua crescita sostenuta dei prezzi delle abitazioni in tutta l'UE, i dati del 2017 indicano, rispetto al 2016, una riduzione del numero di paesi in cui l'aumento dei prezzi delle abitazioni è superiore alla soglia del quadro di valutazione. Nel 2017 solo sei paesi (Bulgaria, Repubblica ceca, Irlanda, Paesi Bassi, Portogallo e Slovenia) hanno registrato valori superiori alla soglia, mentre la relazione sul meccanismo di allerta 2018 ha individuato casi di valori superiori alla soglia in dieci paesi sulla base dei dati del 2016. Queste variazioni riflettono decelerazioni da medie a moderate rispetto ai valori superiori alla soglia e accelerazioni in pochi paesi. Nel 2017 solo la Grecia e l'Italia hanno registrato tassi di crescita negativi dei prezzi reali delle abitazioni. Dati più recenti indicano che, nel primo semestre del 2018, i tassi di crescita rispetto all'anno precedente hanno superato la soglia del 6 % stabilita nel quadro di valutazione in Ungheria, Irlanda, Lettonia, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia e Slovenia.

- In vari paesi, in particolare a Malta e in Austria, Belgio, Repubblica ceca, Germania, Lussemburgo e Svezia, il protrarsi di tassi sostenuti di crescita dei prezzi reali delle abitazioni

---

inferiore alla percentuale di crediti deteriorati. La differenza massima tra le due percentuali attualmente è di 4 punti percentuali (per la Grecia), mentre per la maggior parte degli Stati membri è di 1 punto percentuale.

ha fatto tornare i prezzi degli immobili a livelli pari o superiori a quelli massimi del periodo pre-crisi. **In un numero crescente di paesi**, tassi di crescita dei prezzi reali delle abitazioni superiori ai tassi di aumento dei redditi, uniti ad altre variabili pertinenti che influiscono di norma sui prezzi degli immobili, stanno portando i livelli dei prezzi del mercato immobiliare verso una situazione di **possibile sopravvalutazione** (Grafico 17)[34].

- Nel 2017 un'**accelerazione** dei prezzi reali delle abitazioni si è verificata, in particolare, **nei paesi in cui i divari di valutazione erano negativi o leggermente positivi** (grafico 18). Un **rallentamento** è stato invece riscontrato **nei paesi con segnali di sopravvalutazione più evidenti**, anche alla luce dei vincoli di accessibilità economica, dell'attuazione di politiche macroprudenziali e dell'effetto meccanico del rialzo dei tassi di inflazione sull'aumento dei prezzi reali delle abitazioni (ad esempio, in Austria, Lussemburgo e Regno Unito). La crescita più sostenuta dei prezzi delle abitazioni riguarda attualmente i paesi con segnali di sopravvalutazione moderati o assenti. I dati trimestrali e quelli relativi agli inizi del 2018 indicano un'accelerazione in Estonia, Croazia, Ungheria, Polonia, Portogallo, Slovenia e Slovacchia. Un rallentamento si nota soprattutto in Bulgaria, Repubblica ceca, Romania e Svezia, dove la crescita dei prezzi delle abitazioni è diventata negativa nel primo semestre del 2018 su base annua[35]. L'Irlanda, il Portogallo e la Slovenia hanno registrato tassi di crescita a due cifre nel primo semestre del 2018 rispetto all'anno precedente.
- In un certo numero di paesi, tra cui la Danimarca, il Lussemburgo, la Svezia e il Regno Unito, **i prezzi delle abitazioni sovrastimati coesistono con alti livelli di indebitamento delle famiglie**. I Paesi Bassi si distinguono per un livello di indebitamento delle famiglie elevatissimo. Nel 2017 lo stock dei crediti ipotecari è cresciuto in modo particolarmente rapido (oltre il 5 % in più rispetto all'anno precedente) in Austria, Belgio, Bulgaria, Repubblica ceca, Estonia, Francia, Lituania, Lussemburgo, Polonia, Romania, Slovacchia e a Malta.

[34] L'analisi delle quotazioni immobiliari si basa su una media di tre parametri: i) il divario di accessibilità economica (scostamento del rapporto prezzo/reddito dalla rispettiva media a lungo termine), ii) il differenziale di rendita (scostamento del rapporto prezzo dell'immobile/canone di locazione dalla rispettiva media a lungo termine) e iii) la stima degli scostamenti dei prezzi delle abitazioni dai valori di equilibrio, giustificati dai fondamentali della domanda e dell'offerta nel mercato immobiliare [cfr. N. Philiponnet e A. Turrini (2017), "*Assessing House Price Developments in the EU*" (Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'UE), documento di riflessione della Commissione europea 048, maggio 2017]. Un indicatore alternativo basato sul rapporto tra i prezzi delle abitazioni e il reddito pro capite disponibile delle famiglie fa ritenere possibile una sopravvalutazione del mercato in Croazia, a Cipro e in Estonia, mentre i segnali di un'eventuale sopravvalutazione sono meno evidenti in Danimarca, Repubblica ceca e Lettonia [cfr. Commissione europea, Previsioni economiche per l'Europa - inverno 2016, *European Economy, Institutional Paper* n. 20, 2016 (riquadro 1.4)].

[35] I paesi menzionati sono quelli che, al primo semestre del 2018, presentavano tassi di crescita dei prezzi reali delle abitazioni superiori o inferiori di almeno 2 punti percentuali rispetto al tasso di crescita annuo del 2017.

Grafico 17: Variazioni dei prezzi delle abitazioni e divari di valutazione nel 2017

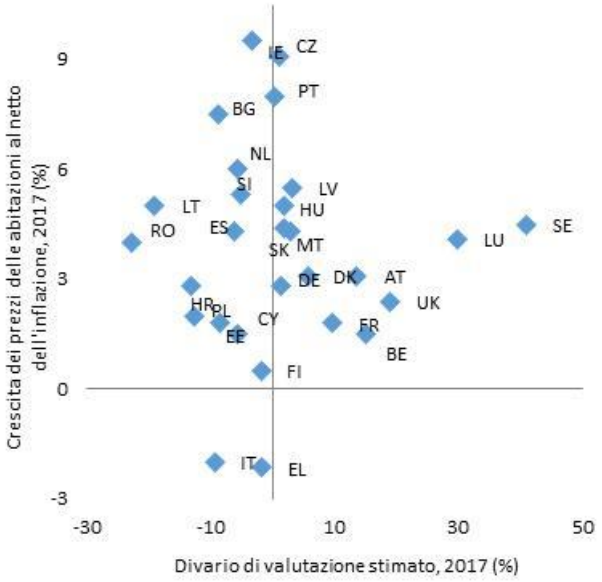
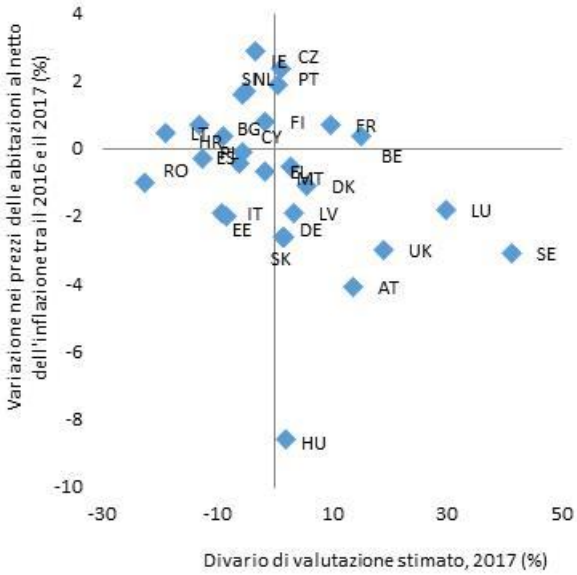


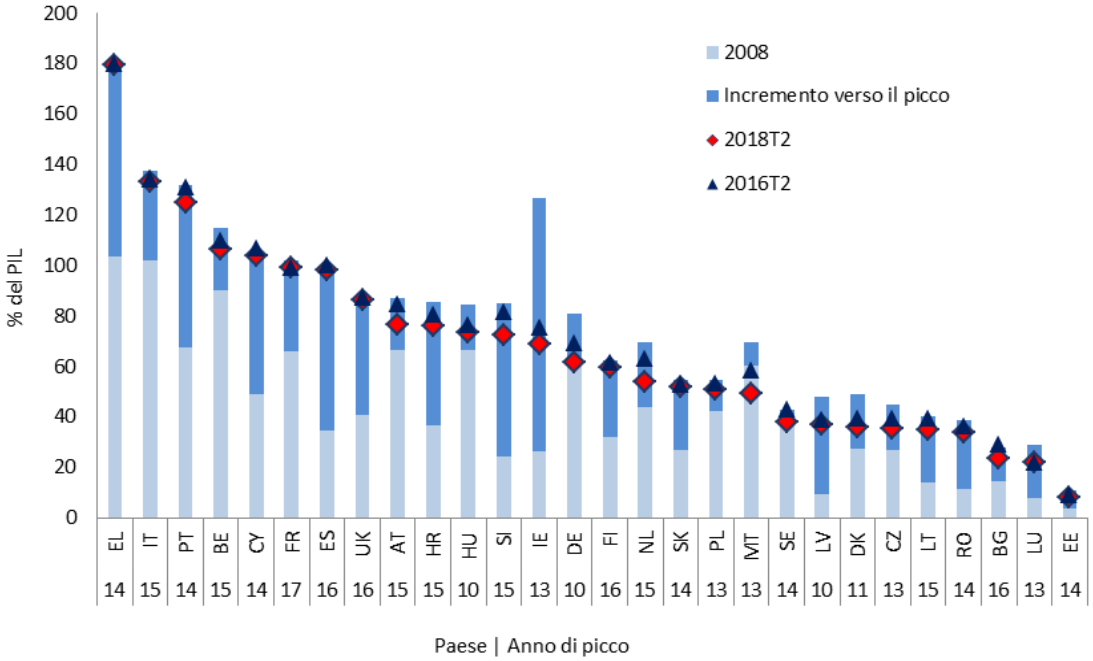
Grafico 18: Divari di valutazione e variazioni della crescita dei prezzi tra il 2016 e il 2017



Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione.
Nota: la stima del divario di sopravvalutazione è la media di tre parametri: lo scostamento del rapporto prezzo/reddito e del rapporto prezzo/canone di locazione dalle rispettive medie a lungo termine e i risultati di un modello dei divari di valutazione basato sui fondamentali (cfr. nota 34).

I rapporti debito pubblico/PIL hanno cessato di crescere in tutta l'UE, ma i livelli di debito rimangono elevati in molti paesi. Nel 2017 i valori del quadro di valutazione hanno superato la soglia in 15 Stati membri. I livelli di indebitamento sono superiori al 100 % del PIL in Belgio, Grecia, Portogallo e Italia, ma in quest'ultima, nel 2018, si registra anche un sensibile aumento dei costi di finanziamento. In otto paesi (Belgio, Cipro, Finlandia, Francia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Regno Unito) il debito pubblico è superiore al 60 % del PIL ed è accompagnato da un indebitamento del settore privato superiore alla soglia prevista. In generale, il rapporto debito pubblico/PIL si è immesso su una traiettoria discendente (grafico 19). Nei paesi con livelli elevati di debito pubblico, tuttavia, la riduzione dell'indebitamento è iniziata solo di recente e procede a rilento. Fra tutti i paesi dell'UE, il rapporto debito/PIL dovrebbe crescere, nel 2019, solo in Lituania e in Romania. Nel complesso, l'indebitamento della pubblica amministrazione si sta riducendo grazie al graduale miglioramento delle posizioni di bilancio degli ultimi anni, alla crescita costante del PIL nominale e alla riduzione della spesa per interessi. Tuttavia, in un numero crescente di paesi è prevedibile un allentamento prociclico della politica di bilancio, a possibile discapito, in futuro, dei margini di assorbimento degli shock negativi sulla produzione.

Grafico 19: Debito pubblico



Fonte: Eurostat

Riquadro 3: **Andamento dell'occupazione ed evoluzione della situazione sociale**

Nel 2017 e nel primo semestre del 2018 i mercati del lavoro dell'UE hanno continuato a migliorare e le grandi disparità tra Stati membri si sono ridotte. L'occupazione è ulteriormente aumentata e il numero di occupati, nell'insieme dell'UE, ha segnato un nuovo picco. La disoccupazione tende a diminuire in tutti i paesi dell'UE, salvo alcuni in cui resta elevata. La ripresa ha contribuito al calo di alcuni indicatori di povertà, ma in alcuni Stati membri la situazione sociale continua a destare preoccupazione. Dal 2008 il rischio di povertà relativa nell'UE è aumentato, ma la deprivazione materiale grave è diminuita, soprattutto negli Stati membri dell'Europa orientale, che partivano da un livello iniziale elevato.

Nel 2017 il *tasso di disoccupazione* è diminuito in tutti gli Stati membri. I miglioramenti sono stati più accentuati nei paesi che presentavano alcuni dei livelli più alti di disoccupazione (riduzione di 2 o più punti percentuali in Croazia, Grecia, Portogallo e Spagna). Tuttavia, sette Stati membri (Grecia, Spagna, Croazia, Cipro, Italia, Lettonia, Portogallo e Francia) hanno superato la soglia dell'indicatore del quadro di valutazione della PSM (media del 10 % degli ultimi tre anni). Nel 2017 i tassi di disoccupazione erano ancora superiori a quelli del 2008 in circa due terzi degli Stati membri. Nell'intera UE e nella zona euro i tassi di disoccupazione erano inferiori di circa 3 punti percentuali rispetto ai livelli massimi raggiunti nel 2013, ma superavano ancora di 0,5 e 1,5 punti percentuali quelli del 2008. Nel primo semestre del 2018 i tassi di disoccupazione hanno continuato a calare costantemente, attestandosi, nel secondo trimestre del 2018, sul 6,9 % e sull'8,3 %, rispettivamente, nell'UE e nella zona euro.

Il *tasso di occupazione* è aumentato in quasi tutti gli Stati membri, proseguendo il trend positivo degli ultimi anni. Il tasso di occupazione (fascia 20-64 anni) ha raggiunto il 72,1 % nel 2017 per l'UE nel suo insieme, superando di molto il picco pre-crisi del 2008, pari al 70,3 %. Ha poi continuato a crescere a partire dal secondo trimestre del 2018, raggiungendo una percentuale record del 73,2 %.

Il *tasso di attività* ha continuato ad aumentare quasi ovunque nell'UE. Negli ultimi tre anni solo tre paesi hanno registrato un calo: Spagna, Cipro e Lussemburgo (rispettivamente, -0,3, -0,4 e -0,6 punti percentuali). In tutti e tre i casi, il calo è stato superiore alla soglia del quadro di valutazione, pari a -0,2 punti percentuali. Per quanto riguarda i dati aggregati, nel 2017 il tasso di attività è stato pari al 73,3 % per l'UE e al 73,1 % per la zona euro, vale a dire, rispettivamente, 2,5 e 2 punti percentuali in più rispetto ai rispettivi livelli del 2008. La tendenza al rialzo è imputabile in gran parte all'aumento della partecipazione dei lavoratori più anziani e delle donne al mercato del lavoro.

La disoccupazione di lunga durata e la disoccupazione giovanile restano su livelli elevati in diversi paesi dell'UE, ma registrano un miglioramento più sensibile rispetto al resto del mercato del lavoro. Nel 2017 la *disoccupazione di lunga durata* è diminuita in tutti gli Stati membri. Solo in due paesi si sono riscontrati tassi superiori ai tre anni precedenti: l'Austria e la Finlandia, in cui la disoccupazione di lunga durata si è attestata, rispettivamente, sull'1,8 % (+0,3 punti percentuali rispetto al 2014) e sul 2,1 % (+0,2 punti percentuali rispetto al 2014). In nessuno dei due casi l'aumento ha superato la soglia del quadro di valutazione, fissata a 0,5 punti percentuali. I tassi più elevati sono stati registrati in Grecia (15,6 %), Spagna (7,7 %), Italia (6,5 %) e Slovacchia (5,1 %). Nei tre anni precedenti al 2017 il *tasso di disoccupazione giovanile* è diminuito in tutti i paesi dell'UE. Nello stesso periodo si è avuto un calo pari o superiore a 10 punti percentuali in Bulgaria, Croazia, Portogallo, Slovacchia, Spagna e a Cipro. Percentuali ancora superiori al 30 %, tuttavia, riguardano la Grecia, l'Italia e la Spagna, mentre la percentuale di giovani non occupati né inseriti in un percorso di istruzione o formazione (i cosiddetti NEET) resta superiore al 15 % in Bulgaria, Croazia, Grecia, Italia, Romania e a Cipro.

Sebbene in via di miglioramento, la situazione sociale desta ancora preoccupazione in vari paesi dell'UE, come indicato dalle misure standard di povertà e deprivazione. Nell'UE la percentuale delle persone a rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE) è diminuita di un punto percentuale, passando, dal 2016 al 2017, al 22,5 %[36]. Si tratta di circa un punto percentuale al di sotto del tasso osservato all'inizio della crisi e di circa due punti percentuali al di sotto del picco registrato nel 2013. Nel 2017 si è riscontrata una diminuzione nella maggior parte dei paesi. L'Austria, la Danimarca, il Lussemburgo e i Paesi Bassi hanno invece subito un incremento, ma rispetto a livelli di partenza relativamente bassi. Il tasso di rischio di povertà o di esclusione sociale è stato estremamente variabile: dal 38,9 % della Bulgaria, seguita da Romania, Grecia e Lituania, al 12 % circa della Repubblica ceca, seguita da Finlandia, Slovacchia e Paesi Bassi. L'evolversi complessivo della situazione di povertà e di esclusione sociale rispecchia il diverso andamento delle varie componenti in gioco. Negli ultimi anni la percentuale delle persone a rischio di povertà (AROP) è aumentata in alcuni Stati membri ed è diminuita in altri: gli aumenti più rilevanti, in un triennio, si sono avuti in Lituania (3,8 punti percentuali) e in Lussemburgo (2,3 punti percentuali), mentre in Grecia e in Polonia si è registrato un calo sensibile (rispettivamente, 1,9 e 2,0 punti percentuali). La deprivazione materiale grave è invece scesa in un triennio (e nel 2017) nella maggior parte degli Stati membri dell'UE; è calata di 5 punti percentuali in un triennio a Malta e in Ungheria, Lettonia e Romania. Per quanto riguarda la percentuale di persone (di età inferiore ai 60 anni) che vivono in una famiglia ad intensità di lavoro molto bassa, la ripresa ha portato ad un calo nella maggior parte dei paesi, ad eccezione della Finlandia e della Lituania, in cui si è avuto un aumento nei tre anni precedenti il 2017; infine, negli ultimi due anni la percentuale della povertà lavorativa si è stabilizzata su un picco del 9,6 % per l'intera UE.

[36] L'indicatore del *rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE)* corrisponde alla percentuale di persone che si trovano in condizioni di vulnerabilità in base ad almeno uno dei tre indicatori sociali seguenti: 1) il *rischio di povertà (AROP)*, che misura la povertà di reddito rispetto alla distribuzione del reddito nazionale ed è calcolato come la quota di persone che dispongono di un reddito (corretto in funzione della composizione del nucleo familiare) inferiore al 60 % della mediana nazionale; 2) la *deprivazione materiale grave*, che comprende indicatori relativi alla mancanza di risorse e indica la quota di persone che si trovano in almeno 4 delle 9 condizioni di deprivazione previste, basate sull'impossibilità di far fronte ad alcuni tipi specifici di spesa; 3) le *persone che vivono in una famiglia ad intensità di lavoro molto bassa*, vale a dire coloro che hanno un'età compresa tra 0 e 59 anni e vivono in una famiglia in cui, nell'anno precedente, gli adulti (18-59 anni) hanno lavorato meno del 20 % del loro potenziale lavorativo totale. Per i dati alla base di tali misure, il periodo di riferimento del reddito corrisponde, per tutti i paesi, ad un arco di tempo fisso di 12 mesi, ad esempio l'anno civile o fiscale che precede quello al quale si riferiscono i dati, ad eccezione del Regno Unito, per il quale il periodo di riferimento del reddito è l'anno in corso, e dell'Irlanda, per la quale l'indagine è continua e il reddito è quello percepito negli ultimi dodici mesi. Al momento della stesura del presente documento, i dati per il 2017 sono disponibili per tutti gli Stati membri, tranne l'Irlanda e il Regno Unito.

3. SINTESI DELLE PRINCIPALI SFIDE CONCERNENTI GLI STATI MEMBRI E DELLE IMPLICAZIONI IN MATERIA DI SORVEGLIANZA

Nel complesso sussistono ancora rischi per un certo numero di Stati membri, secondo combinazioni diverse. Il livello di gravità delle sfide alla stabilità macroeconomica varia sensibilmente da uno Stato membro all'altro, in funzione sia della natura e della portata delle vulnerabilità e delle tendenze non sostenibili, sia del modo in cui esse interagiscono e si combinano tra loro. Le principali fonti di rischio si combinano secondo una serie di tipologie descritte sinteticamente qui di seguito.

- Un certo numero di Stati membri presenta principalmente *vulnerabilità molteplici ed interconnesse relative agli stock*. Si tratta, in genere, dei paesi interessati da cicli di forte espansione e repentina contrazione del credito, cui si è aggiunta un'inversione delle partite correnti che ha avuto un impatto anche sul settore bancario e sul debito pubblico.
    - Per Cipro e per la Grecia, un livello di debito elevato e posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) ampiamente negative si associano a problematiche tuttora presenti nel settore finanziario. In questi paesi la forte esigenza di alleggerire l'indebitamento deve ancora trovare risposta, in un contesto di margini di bilancio limitati, di un tasso di disoccupazione elevato (seppur in calo) e di una modesta crescita potenziale.
    - In Croazia, Irlanda, Portogallo e Spagna le vulnerabilità ereditate da problemi pregressi riguardanti gli stock sono anch'esse rilevanti, molteplici e interconnesse. In Bulgaria, il forte indebitamento delle imprese si somma a criticità tuttora presenti nel settore finanziario. In questi paesi, gli squilibri di stock si stanno attenuando per effetto dell'espansione economica e si associano, in certi casi, al riemergere delle pressioni dei costi che si manifestano a livello dei prezzi delle abitazioni (in particolare, in Irlanda e, in misura crescente, in Portogallo) e a una situazione di stallo quanto al miglioramento della competitività di costo (forti aumenti del CLUP registrati, in particolare, in Bulgaria).
- In alcuni Stati membri le vulnerabilità sono connesse principalmente ai *grandi stock del debito pubblico* e si sommano a preoccupazioni relative alla *crescita potenziale della produzione* e alla *competitività*. È il caso, in particolare, dell'Italia, in cui le vulnerabilità riguardano anche il settore bancario e la grande quantità di crediti deteriorati, che tuttavia recentemente si sta riducendo in modo rapido. Anche il Belgio e la Francia devono far fronte a un debito pubblico elevato e a problemi riguardanti la crescita potenziale, peraltro in un contesto di competitività sotto pressione, ma senza presentare rischi potenziali analoghi per il debito pubblico o connessi alla vulnerabilità delle banche. In Francia il debito relativamente elevato delle imprese è in aumento, mentre in Belgio il debito relativamente elevato delle famiglie è associato a prezzi delle abitazioni probabilmente sovrastimati.
- Alcuni Stati membri presentano *avanzi considerevoli e persistenti delle partite correnti* che derivano anche, in misura variabile, da consumi privati e investimenti modesti, ben oltre quanto ritenuto giustificabile dai fondamentali economici. È il caso, in particolare, della Germania e dei Paesi Bassi. In Germania, l'avanzo si associa a una riduzione dell'indebitamento in tutti i settori dell'economia, anche se i livelli del debito non sono così elevati. Nei Paesi Bassi, l'avanzo elevato è associato a un alto livello di indebitamento delle famiglie e a una forte crescita dei prezzi delle abitazioni. Il persistere di avanzi elevati può sottintendere opportunità di crescita e

di investimento nazionale mancate, con conseguenze sul resto della zona euro in un contesto di inflazione ancora inferiore all'obiettivo e in una congiuntura esterna sempre più incerta, che potrebbe diventare meno favorevole.

- In alcuni Stati membri *l'evoluzione delle variabili dei prezzi o dei costi mostra segnali di potenziale surriscaldamento, in particolare per quanto riguarda il mercato immobiliare o il mercato del lavoro.*
    - In Svezia e, in misura minore, in Austria, Danimarca, Lussemburgo, Paesi Bassi e Regno Unito i prezzi delle abitazioni continuano ad aumentare a ritmo sostenuto, in un contesto di probabile divario di sopravvalutazione e di forte livello di debito delle famiglie, anche se dati recenti indicano un rallentamento dei prezzi del mercato immobiliare. In un certo numero di paesi (ad esempio, in Repubblica ceca, Ungheria e Lettonia), la forte crescita dei prezzi delle abitazioni si associa a minori indizi di sopravvalutazione e ad un debito contenuto delle famiglie.
    - Nella Repubblica ceca e in Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania e Romania, il CLUP continua ad aumentare a ritmo piuttosto sostenuto, mentre la competitività dei prezzi sta diminuendo. In Romania, l'accelerazione del CLUP avviene in un contesto di peggioramento del disavanzo del saldo delle partite correnti e di politiche di bilancio procicliche che potrebbero acuire i possibili rischi di surriscaldamento.

I prossimi esami approfonditi contribuiranno ad analizzare queste sfide in modo più dettagliato e a valutare le esigenze di intervento sul piano strategico.

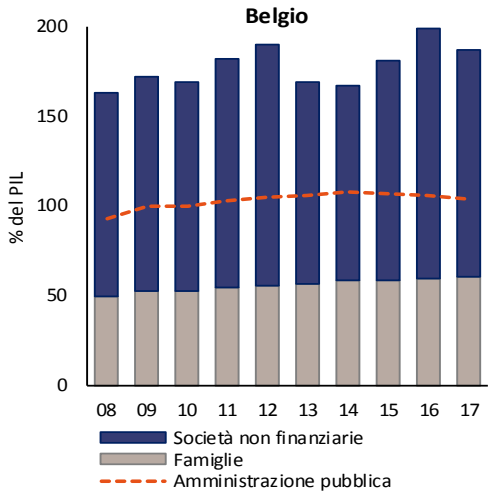
Nel complesso, occorrerà effettuare esami approfonditi per 13 Stati membri: Bulgaria, Croazia, Cipro, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Spagna e Svezia. Di questi, undici sono già stati oggetto di tale esame nel precedente ciclo annuale di attuazione della PSM. Secondo una prassi consolidata, si procederà ad un nuovo esame approfondito per valutare se gli squilibri individuati sono in via di peggioramento o di correzione, ai fini di un aggiornamento della precedente valutazione. Gli Stati membri interessati sono: Bulgaria, Croazia, Cipro, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna e Svezia. Un esame approfondito sarà inoltre effettuato per la Grecia, al fine di valutare gli eventuali squilibri connessi a una serie di fattori, in particolare le vulnerabilità degli stock. In precedenza, la Grecia è stata esclusa dalla sorveglianza prevista dalla PSM, in quanto soggetta a un programma di aggiustamento macroeconomico nel contesto dell'assistenza finanziaria fino all'agosto del 2018. Per un certo numero di Stati membri che, negli ultimi anni, sono usciti dal quadro di sorveglianza della PSM (la Slovenia nel 2018, la Finlandia nel 2017 e il Belgio e l'Ungheria nel 2016) o per i quali l'esame approfondito non ha evidenziato squilibri (Austria ed Estonia nel 2016), la valutazione di cui alla presente relazione sul meccanismo di allerta non evidenzia altri rischi significativi rispetto a quelli individuati nell'ambito degli ultimi esami approfonditi disponibili. Sembra invece giustificato procedere a un esame approfondito per la Romania per poter valutare l'evoluzione e l'eventuale ricomparsa di fattori di rischio già constatati nei precedenti esami, in particolare per quanto riguarda la competitività e il saldo esterno.

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

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

La sostenibilità esterna si fonda su un saldo delle partite correnti in via di miglioramento e su una NIIP favorevole. Dopo alcuni anni di moderazione salariale, la crescita del CLUP è aumentata, pur restando contenuta. Nel 2017 si è registrata una modesta riduzione della quota del mercato delle esportazioni. Il debito del settore privato è relativamente elevato, in particolare per le società non finanziarie, sebbene i dati relativi al debito risultino gonfiati dai prestiti infragruppo, ampiamente diffusi. I rischi connessi al debito delle famiglie sono dovuti principalmente al mercato immobiliare, in cui, negli ultimi anni, si è riscontrato un incremento modesto dei prezzi reali delle abitazioni, pur in assenza di misure atte a controbilanciare il rapido aumento verificatosi prima del 2008. Il debito pubblico si è stabilizzato ed è leggermente diminuito rispetto al picco del 2014, ma il suo livello elevato continua a rappresentare un serio problema per la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche. La situazione del mercato del lavoro è migliorata e la disoccupazione, compresa quella di lungo periodo e giovanile, è in costante flessione. Il tasso di attività, ancora basso rispetto ad altri paesi dell'UE, è in contrasto con la percentuale elevata e crescente di posti di lavoro vacanti.

Grafico A1: ***Debito nei vari settori dell'economia***



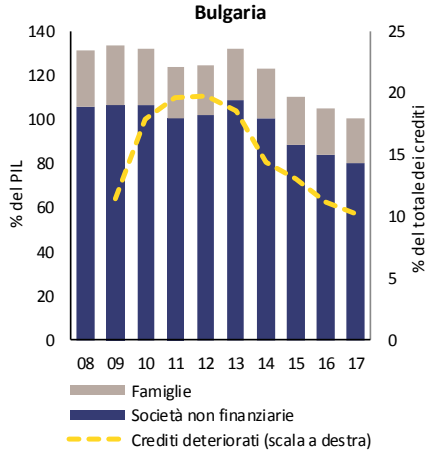
Fonte: Eurostat

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative soprattutto al debito pubblico, oltre che all'indebitamento privato, ma con rischi limitati. La Commissione, pertanto, non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Bulgaria*:* nel marzo del 2018 la Bulgaria *presentava squilibri* riguardanti, in particolare, fragilità nel settore finanziario associate all'indebitamento elevato e ai crediti deteriorati delle imprese. Nel quadro di valutazione aggiornato tre indicatori superano la soglia indicativa: la NIIP, il CLUP nominale e la crescita dei prezzi reali delle abitazioni.

Nel 2017 l'avanzo delle partite correnti è ulteriormente aumentato, mentre la NIIP negativa, legata essenzialmente agli investimenti diretti esteri, è ulteriormente migliorata. Nel 2017 la crescita del CLUP è notevolmente aumentata, ma il tasso di

Grafico A2: Debito privato e crediti deteriorati



Fonte: Eurostat e BCE

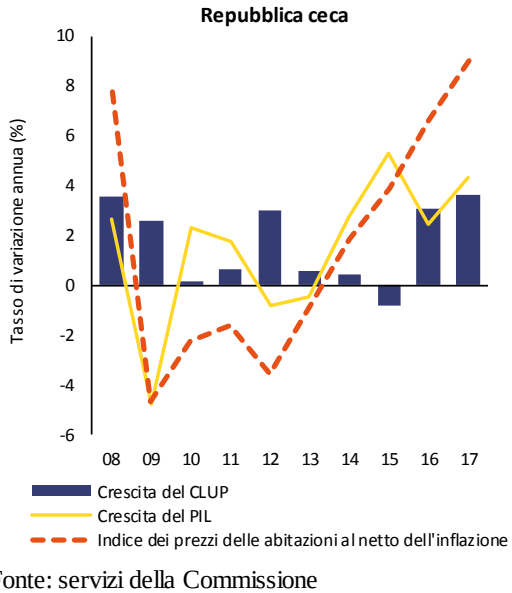
cambio effettivo reale è rimasto sostanzialmente stabile e si sono registrati alcuni incrementi delle quote del mercato delle esportazioni. Il livello elevato del debito delle imprese continua a destare preoccupazione, anche se il rapporto debito/PIL è progressivamente diminuito negli ultimi anni, in parte per effetto della forte crescita del PIL nominale. La nuova fase di ripresa dei flussi di credito rallenterà il processo di riduzione dell'indebitamento, ma potrebbe anche favorire maggiori investimenti privati e una crescita potenziale più forte. Inoltre, anche se in flessione, la percentuale dei crediti deteriorati è ancora elevata, in particolare nel settore societario. Nonostante i progressi compiuti nel migliorare la vigilanza del settore finanziario, a seguito dell'esame della qualità degli attivi del 2016, alcune fragilità sono tuttora meritevoli di attenzione, ad esempio le operazioni con parti collegate e le esposizioni ad attivi di difficile valutazione. I prezzi reali delle abitazioni sono aumentati rapidamente e, parallelamente, sono aumentati anche i crediti edilizi e il credito ipotecario. In questa fase non vi sono ancora segnali di sopravvalutazione, ma le attuali dinamiche del mercato immobiliare richiedono particolare attenzione. A fronte di questi sviluppi congiunturali positivi, la disoccupazione è ulteriormente diminuita, in particolare quella giovanile e di lunga durata, e i tassi di attività sono migliorati.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative a vulnerabilità residue nel settore finanziario e al debito delle imprese. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel marzo 2018, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o accertarsi della loro correzione.

Repubblica ceca: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Repubblica ceca. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: l'aumento dei prezzi reali delle abitazioni e le passività totali del settore finanziario.

Nel 2017 il saldo delle partite correnti, tendenzialmente in via di miglioramento, ha registrato un lieve avanzo. L'impegno riguardante il tasso di cambio è scaduto nell'aprile del 2017 ed è stato seguito da un apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, mentre la NIIP ha continuato a rafforzarsi, anche se più a rilento rispetto agli anni precedenti. Il CLUP nominale, aumentato per effetto della forte crescita delle retribuzioni, dovrebbe ulteriormente accelerare tenuto conto della grave carenza di offerta nel mercato del lavoro. Nonostante l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, negli ultimi anni si sono comunque registrati alcuni incrementi delle quote del mercato delle esportazioni. L'aumento dei prezzi delle abitazioni e il credito ipotecario hanno registrato un'ulteriore accelerazione e richiedono un attento monitoraggio. Il debito del settore privato è tuttavia modesto, compreso quello delle famiglie, che risulta stabile. Il debito pubblico è basso e continua a diminuire grazie all'avanzo di bilancio. Nel 2017 le passività del settore finanziario sono aumentate a un ritmo notevolmente accelerato e hanno superato la soglia indicativa, principalmente a causa dell'acquisto di depositi denominati in corona ceca (CZK)

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



Fonte: servizi della Commissione

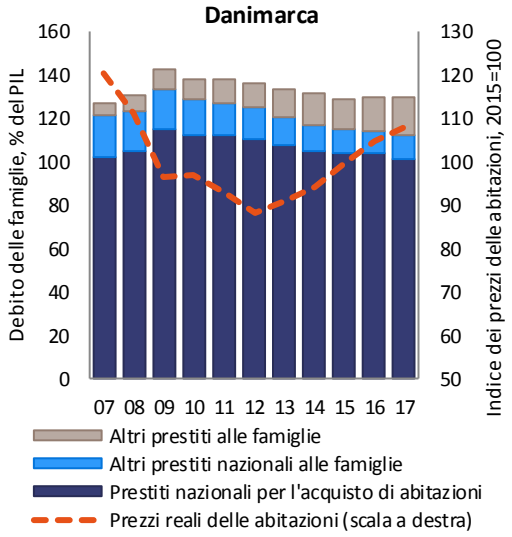
da parte di non residenti, prima della scadenza dell'impegno riguardante il tasso di cambio. Il tasso di disoccupazione è ulteriormente diminuito e il mercato del lavoro è molto teso (*tight*).

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla competitività e alle pressioni nel mercato immobiliare, sebbene i rischi, in questa fase, appaiano contenuti. La Commissione, pertanto, non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Danimarca*:* nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Danimarca. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il saldo delle partite correnti e il debito del settore privato.

Il saldo delle partite correnti continua a registrare forti eccedenze. Eccedenze consecutive hanno portato a una NIIP ampiamente positiva, generando un reddito primario netto positivo che, a sua volta, va a rafforzare il saldo positivo delle partite correnti. La crescita del CLUP è contenuta, pur in presenza di un mercato del lavoro più teso che esercita pressioni sulle retribuzioni, e la dinamica della produttività è moderata. La quota del mercato delle esportazioni è sostanzialmente stabile. Pur rallentando a livello nazionale, i prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere più rapidamente nelle principali aree metropolitane. Questi sviluppi meritano particolare attenzione. Il debito delle famiglie è ancora il più alto dell'UE in percentuale del PIL e si sta riducendo lentamente, in un contesto di modesta crescita del credito. Le famiglie hanno continuato ad aumentare il risparmio, sulla scia degli sforzi di riduzione del debito, e sono state introdotte misure di politica macroprudenziale volte a limitare la sottoscrizione di prestiti rischiosi. Per quanto riguarda le imprese, l'indebitamento è ancora modesto. Il mercato del lavoro continua a migliorare, la crescita dell'occupazione è solida e la carenza di manodopera è sempre più diffusa.

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

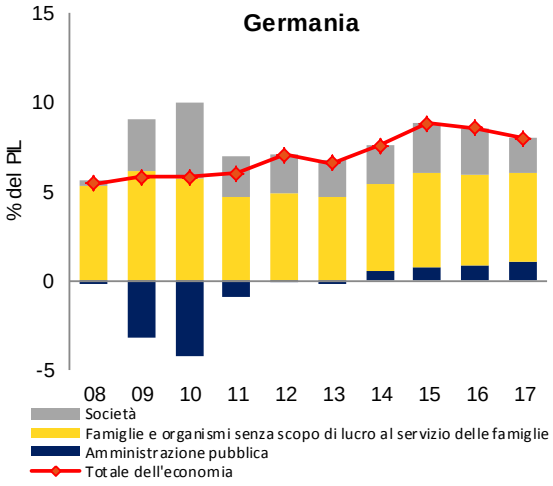


Fonte: Eurostat e BCE

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alle partite correnti, al debito privato e al settore immobiliare, ma i rischi appaiono contenuti. La Commissione, pertanto, non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Germania: nel marzo 2018 la Commissione ha concluso che la Germania *presentava squilibri macroeconomici* dovuti, in particolare, a un avanzo elevato delle partite correnti, connesso ad investimenti modesti rispetto al risparmio del settore sia privato che pubblico. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori restano superiori alla soglia indicativa: il saldo delle partite correnti e il debito pubblico.

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



Fonte: servizi della Commissione

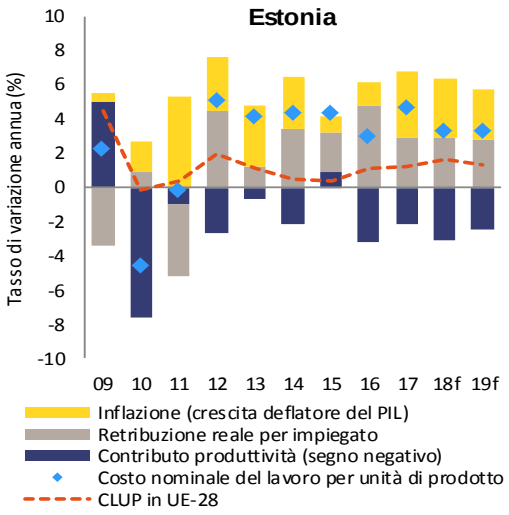
Il saldo delle partite correnti continua a registrare un avanzo molto consistente, pur essendosi leggermente ridotto nel 2017 su base annua. Con il costante aumento della domanda interna, l'avanzo delle partite correnti dovrebbe continuare a ridursi, pur restando elevato, e dovrebbe portare a un ulteriore rafforzamento della NIIP. La crescita del CLUP resta moderata. Nel 2017 la crescita delle esportazioni si è rafforzata, ma a fronte di una leggera perdita di quote di mercato. L'indebitamento del settore privato continua a diminuire nonostante i bassi livelli del debito in tale settore. Contemporaneamente, gli investimenti delle imprese sono in aumento rispetto al PIL. Continuano a crescere anche gli investimenti nel settore immobiliare, seppur con ritardo nelle aree metropolitane rispetto alle esigenze abitative. L'aumento dei prezzi reali delle abitazioni e dei costi di costruzione merita attenzione, anche per quanto riguarda le disparità regionali a livello di prezzi e di disponibilità di alloggi. La crescita del credito si sta gradualmente rafforzando. Il tasso di risparmio delle famiglie rimane a un livello elevato nonostante la crescita moderata delle retribuzioni e il forte consumo privato, per effetto del maggior afflusso degli utili distribuiti dalle società. Il debito pubblico, che ha continuato a contrarsi, dovrebbe scendere al di sotto del 60 % del PIL entro il 2019, a fronte tuttavia di una carenza di investimenti pubblici ancora rilevante. La disoccupazione totale, quella giovanile e quella di lunga durata sono ulteriormente diminuite e si attestano su livelli ancora molto bassi.

In conclusione, la lettura in chiave economica, evidenziando problematiche relative alla persistente eccedenza del risparmio rispetto agli investimenti, che determina un ingente avanzo delle partite correnti, solo gradualmente in calo, sottolinea la necessità di proseguire il processo di riequilibrio. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel marzo 2018, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o accertarsi della loro correzione.

Estonia: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per l'Estonia. Nel quadro di valutazione aggiornato la crescita del CLUP nominale è superiore alla soglia indicativa.

Nel 2017 l'avanzo delle partite correnti è ulteriormente aumentato e la NIIP è migliorata, fino a raggiungere un livello entro la soglia. Il CLUP nominale continua a crescere a ritmo sostenuto per effetto dell'inflazione e del consistente aumento delle retribuzioni. La dinamica della produttività è stata modesta e ha inciso in qualche misura sugli indicatori della competitività di costo. Il tasso di cambio effettivo reale ha continuato ad apprezzarsi, mentre le quote del mercato delle esportazioni sono rimaste stabili. La crescita dei prezzi reali delle abitazioni è stata dinamica negli ultimi anni, ma ha subito un rallentamento nel 2017, attestandosi su livelli modesti. La riduzione dell'indebitamento privato è in corso, mentre il livello del debito pubblico è molto basso. Il mercato del lavoro è in crescente tensione, ma l'immigrazione ha attenuato in qualche misura la carenza di manodopera.

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



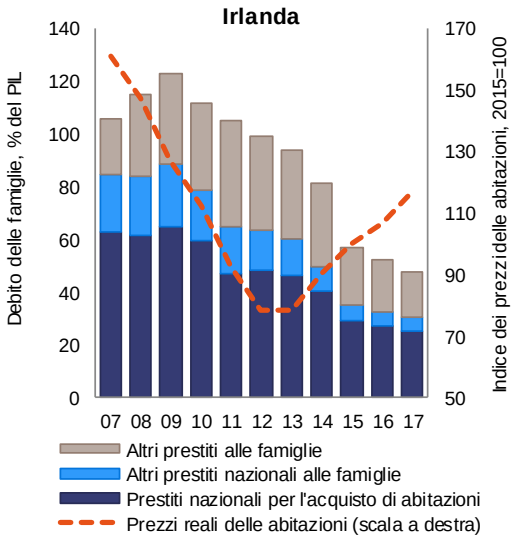
Fonte: servizi della Commissione

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

Irlanda: nel marzo 2018 la Commissione ha concluso che l'Irlanda *presentava squilibri macroeconomici*, in particolare per le vulnerabilità derivanti da ingenti stock del debito pubblico e privato e da passività nette verso l'estero. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la NIIP, il tasso di cambio effettivo reale (REER), il debito privato, il debito pubblico e la variazione annuale dei prezzi reali delle abitazioni.

Nel 2017 la posizione delle partite correnti ha registrato un elevato avanzo, rispetto all'ingente disavanzo del 2016 e alle eccedenze degli anni precedenti. In questi ultimi anni la volatilità delle importazioni di prodotti di proprietà intellettuale e la produzione per conto terzi hanno contribuito a tali oscillazioni del saldo delle

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



Fonte: Eurostat, servizi della Commissione e BCE

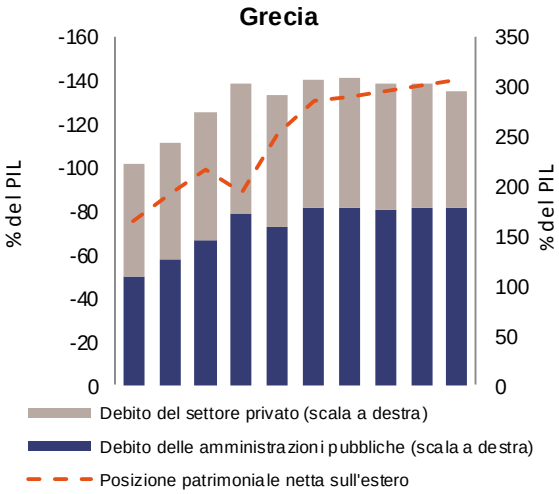
partite correnti.[37] La NIIP ha continuato a migliorare, ma è ancora fortemente negativa, in gran parte a causa dello scarso collegamento tra le attività delle imprese multinazionali e l'economia nazionale. Negli ultimi anni la forte crescita della produttività, gonfiata anche dalle operazioni delle multinazionali, ha contribuito a migliorare la competitività. Il debito del settore privato resta elevato, ma ha continuato a scendere. Le famiglie hanno proseguito la riduzione del debito e le banche irlandesi hanno alleggerito le loro esposizioni verso le imprese nazionali, il che fa pensare a un processo di costante riduzione dell'indebitamento delle imprese. La situazione delle società non finanziarie nazionali è di più difficile interpretazione, tenuto conto del peso delle multinazionali sul totale del debito delle imprese. L'aumento dei prezzi delle abitazioni è stato molto dinamico a partire dal 2014, soprattutto a causa dell'offerta limitata, e richiede un attento monitoraggio. Pur rimanendo elevato, il rapporto debito pubblico/PIL è in flessione grazie alla forte crescita economica. La quota dei crediti deteriorati è tendenzialmente in calo da qualche anno a questa parte, ma è ancora consistente. Sebbene le banche siano ben capitalizzate, i livelli di accantonamento sono diminuiti. La loro redditività, benché ancora modesta, è in via di graduale miglioramento. Nel 2017 il tasso di disoccupazione è sceso al di sotto della soglia prevista dalla PSM e, attualmente, la disoccupazione di lunga durata e quella giovanile continuano a diminuire.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla volatilità della posizione sull'estero, agli stock del debito pubblico e privato, al rapido aumento dei prezzi delle abitazioni e alla quota relativamente elevata dei crediti deteriorati. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel marzo 2018, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o accertarsi della loro correzione.

Grecia: Dal 2010 e fino a poco tempo fa la Grecia è stata oggetto di programmi di assistenza finanziaria. La sorveglianza degli squilibri e delle misure correttive si è svolta pertanto nel contesto di tali programmi e non nel quadro della PSM. Anche se il paese, negli ultimi anni, ha intrapreso misure significative per ridurre lo squilibrio dei flussi e gestire i rischi connessi, si prevede che gli squilibri di stock, retaggio del passato, proseguiranno. Tale situazione è evidenziata dal quadro di valutazione aggiornato, in cui alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la NIIP, le perdite di quote del mercato delle esportazioni, il debito pubblico e il tasso di disoccupazione.

La NIIP, anche se positiva per il settore privato, risulta complessivamente molto negativa a causa

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



Fonte: Eurostat

[37] La produzione per conto terzi è un processo in cui le società multinazionali con sede in un dato paese concludono contratti con imprese straniere per produrre beni per loro conto. La vendita di tali beni è registrata come esportazione dal paese in cui hanno sede le società multinazionali, poiché queste ne sono proprietarie, anche se i beni non entrano affatto nel circuito economico nazionale.

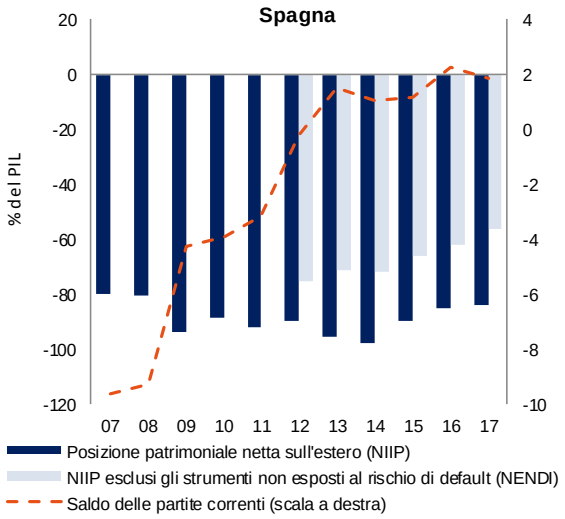
della quota elevata del debito pubblico estero. Anche se gran parte del debito pubblico estero è stato concesso a tassi superagevolati, sarà necessario che, ai fini di una sostenibilità a lungo termine della NIIP, i recenti miglioramenti delle partite correnti vengano sostenuti in un contesto di crescita della domanda interna. Nell'ultimo quinquennio si sono osservate ingenti perdite di quote del mercato delle esportazioni, ma nel 2017 la tendenza sembra essersi invertita. Il rapporto debito pubblico/PIL è molto elevato, sebbene si preveda una diminuzione e la sua sostenibilità sia basata sull'accordo dell'Eurogruppo del giugno 2018. Nel 2017 i prezzi delle abitazioni hanno continuato a scendere in termini reali, per poi stabilizzarsi agli inizi del 2018. La crescita del credito resta negativa contestualmente alla progressiva riduzione dell'indebitamento privato. L'elevata percentuale di crediti deteriorati impedisce il ripristino di un flusso di credito salutare per l'economia e necessario per sostenere la crescita a medio termine. La disoccupazione è in calo, ma rimane elevata, in particolare quella giovanile e quella di lungo periodo.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative all'elevato debito pubblico ed estero, ad un modesto tasso di risparmio e ad un ingente stock di crediti deteriorati; tutto ciò in un contesto di elevata disoccupazione, debole crescita della produttività e fiacchezza degli investimenti. La Commissione, pertanto, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi in un'analisi approfondita mirante a verificare l'esistenza di squilibri.

Spagna: nel marzo 2018 la Commissione ha concluso che la Spagna *presentava squilibri macroeconomici*, in particolare per i livelli elevati del debito estero e interno, sia pubblico che privato, in un contesto di forte disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la NIIP, il rapporto del debito, sia privato che pubblico, sul PIL, il tasso di disoccupazione e la crescita del tasso di attività.

Il riequilibrio esterno è proseguito, anche se con una certa lentezza, e la NIIP, seppur migliorata, resta molto negativa. La crescita del CLUP nominale è rimasta stabile in un contesto di aumento contenuto delle retribuzioni e di debole crescita della produttività. La crescita dei mercati delle esportazioni è stata modesta in termini tendenziali, nonostante il lieve apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale nel 2017. Il debito del settore privato ha continuato a scendere per tutto il 2017, soprattutto per le imprese, ma resta l'esigenza di alleggerire l'indebitamento. La riattivazione dei flussi di credito ha inoltre favorito una ripresa degli investimenti. Per le famiglie, il ritmo di riduzione del debito è frenato anche dal forte aumento del credito al consumo. In questi ultimi anni i prezzi delle abitazioni, precedentemente sottovalutati, si stanno riprendendo. La forte crescita economica degli ultimi anni è stata il motore principale della riduzione del disavanzo pubblico, ma a causa dei persistenti disavanzi il rapporto debito pubblico/PIL si sta riducendo solo lentamente. La disoccupazione sta diminuendo rapidamente, ma è ancora a livelli molto elevati, soprattutto tra i giovani. Parallelamente, la debole crescita della produttività fa sì che gli incrementi di competitività siano saldamente ancorati ai vantaggi in termini di costo.

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

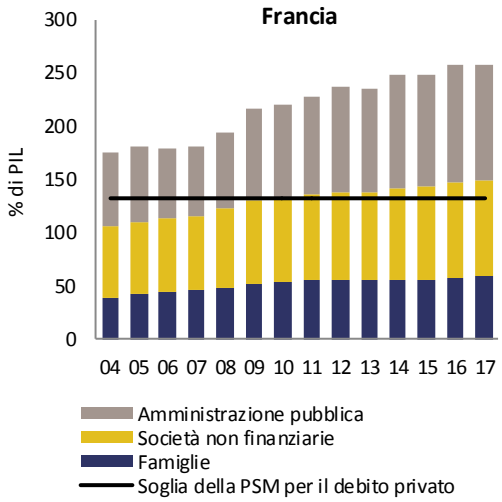


Fonte: servizi della Commissione

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla sostenibilità esterna, al debito pubblico e privato e all'aggiustamento del mercato del lavoro, in un contesto di debole crescita della produttività. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati nel marzo 2018 e della loro rilevanza transfrontaliera, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o accertarsi della loro correzione.

Francia: nel marzo 2018 la Commissione ha concluso che la Francia *presentava squilibri macroeconomici* connessi, in particolare, a un debito pubblico elevato e a una scarsa competitività, in un contesto di debole crescita della produttività. Nel quadro di valutazione aggiornato, gli indicatori relativi al debito del settore pubblico e privato e al tasso di disoccupazione sono pari o superiori alla soglia indicativa.

Grafico A10: ***Debito nei vari settori dell'economia***



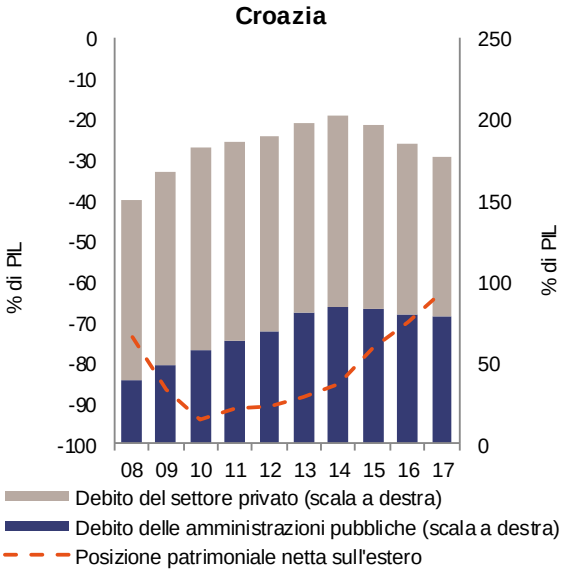
Fonte: Eurostat

Nel 2017 il disavanzo delle partite correnti è rimasto più o meno stabile, mentre la NIIP si è deteriorata. Nonostante una ripresa delle esportazioni, le quote di tale mercato hanno subito piccole perdite nel corso dell'anno, mentre il tasso di cambio effettivo reale si è stabilizzato. Il contenimento delle dinamiche salariali ha permesso di limitare la crescita del CLUP. La dinamica della produttività, tuttavia, è rimasta debole. Le vulnerabilità derivanti da un debito pubblico elevato e tuttora in ascesa restano una delle principali fonti di preoccupazione. Un ulteriore punto di debolezza è rappresentato dalla combinazione dei livelli elevati del debito sia pubblico che privato. Il debito del settore privato è relativamente elevato, in particolare per le società non finanziarie, mentre la crescita del credito è in lieve ripresa. I prezzi reali delle abitazioni sono moderatamente aumentati. La situazione del mercato del lavoro migliora, con l'indicatore della disoccupazione che si sposta all'interno della soglia.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative all'elevato indebitamento e alla scarsa competitività, in un contesto di debole crescita della produttività. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel marzo 2018, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o accertarsi della loro correzione.

Croazia: nel marzo 2018 la Commissione ha concluso che la Croazia *presentava squilibri macroeconomici eccessivi*, connessi ai livelli elevati del debito pubblico, privato ed estero, tutti denominati in gran parte in valuta estera, in un contesto di scarsa crescita potenziale. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la NIIP, il debito pubblico e il tasso di disoccupazione.

Grafico A11: ***NIIP, debito privato e debito pubblico***



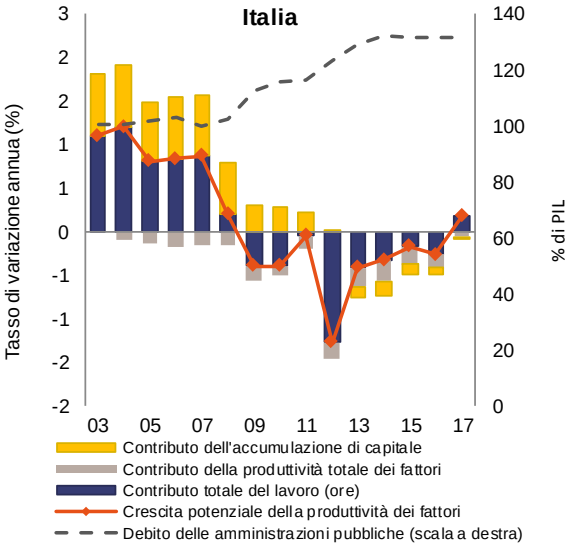
Fonte: Eurostat

Sostenuta dal crescente avanzo delle partite correnti, la NIIP negativa, imputabile in larga misura agli investimenti diretti esteri, si è rafforzata, pur rimanendo al di sopra della soglia ed esposta a persistenti rischi valutari. La crescita negativa del CLUP nominale indica ulteriori miglioramenti della competitività di costo, sebbene il tasso di cambio effettivo reale sia rimasto stabile. Di conseguenza, nel 2017 la Croazia ha continuato a guadagnare quote di mercato, ma più a rilento rispetto agli anni precedenti. Il debito del settore privato ha continuato a diminuire nonostante una ripresa dei flussi di credito nel 2017. La riduzione dei crediti deteriorati nel settore bancario ha subito un rallentamento e un'ampia quota di crediti alle società non finanziarie è tuttora deteriorata. Il rapporto debito pubblico/PIL è ulteriormente diminuito nel 2017 anche per effetto di un saldo delle amministrazioni pubbliche in via di miglioramento. Il tasso di disoccupazione ha continuato a calare. Tuttavia, la partecipazione al mercato del lavoro è ancora molto bassa e, unita all'andamento lento della produttività, continua a pesare sulla crescita potenziale. I rischi connessi al più importante datore di lavoro del paese, Agrokor, sono diminuiti dopo l'adozione di un piano di ristrutturazione del debito da parte dei suoi creditori.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia livelli del debito ancora elevati ma in calo, esposizioni al rischio di cambio in tutti i settori dell'economia e l'importanza di una maggior crescita potenziale ai fini di una correzione duratura. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel marzo 2018, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.

Italia: nel marzo 2018 la Commissione ha concluso che l'Italia *presentava squilibri macroeconomici eccessivi*, in particolare per i rischi derivanti dal livello molto elevato del debito pubblico e dal protrarsi di una situazione di debole dinamica della produttività, in un contesto di volume rilevante di crediti deteriorati e di disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato due indicatori superano la soglia indicativa: il debito pubblico e il tasso di disoccupazione.

Grafico A12: ***Crescita potenziale e debito pubblico***



Fonte: servizi della Commissione

La posizione sull'estero è relativamente forte, con un avanzo delle partite correnti e una NIIP in via di miglioramento. Nel 2017 il rapporto debito pubblico/PIL si è stabilizzato su un livello molto elevato, ma la sua riduzione, in prospettiva, è ostacolata dai piani di bilancio del governo, da una ripresa più fiacca del previsto e da costi di finanziamento più elevati. Parallelamente, la debole crescita della produttività e il calo della popolazione in età lavorativa pesano sulla crescita potenziale del paese. La debole crescita della produttività è frutto di carenze strutturali di lunga data, tra cui un contesto imprenditoriale meno favorevole di quello di altri paesi analoghi, vincoli di finanziamento, la mancanza di lavoratori altamente qualificati e un basso livello di investimenti in attivi immateriali. Il risanamento dei bilanci delle banche è proseguito e nel 2017 il settore bancario italiano è tornato a registrare profitti. Le vulnerabilità, tuttavia, permangono, in particolare per le banche di piccole e medie dimensioni, ancora gravate da uno stock elevato di crediti deteriorati pregressi e più esposte al rischio sovrano rispetto alle grandi banche. Le condizioni del mercato del lavoro stanno gradualmente migliorando, ma il tasso di disoccupazione continua ad essere elevato e molto al di sopra dei livelli pre-crisi, in particolare per i giovani e per i disoccupati di lunga durata. Il tasso generale di partecipazione al mercato del lavoro, seppur in rialzo, resta al di sotto della media della zona euro. Sulla scia della ripresa in corso, gli squilibri macroeconomici dell'Italia hanno smesso di deteriorarsi, ma restano considerevoli e si stanno risolvendo solo gradualmente. Il rallentamento della crescita del PIL reale e il riacutizzarsi delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato potrebbero mettere a repentaglio i progressi finora compiuti.

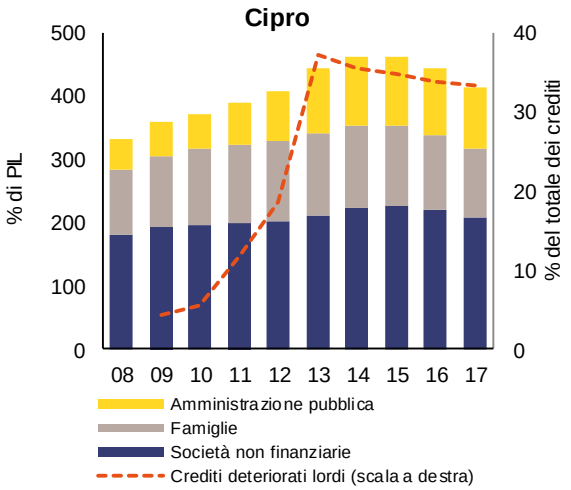
In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative all'alto livello del debito pubblico, in un contesto di maggiore volatilità del mercato e di elevata disoccupazione. La dinamica della produttività resta debole e si associa al rinnovato timore che possa innescarsi un circolo vizioso tra banche e debito sovrano. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel marzo 2018, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.

Cipro: nel marzo 2018 la Commissione ha concluso che Cipro *presentava squilibri macroeconomici eccessivi*, in particolare per gli ingenti stock del debito privato, pubblico ed estero e l'elevata percentuale di crediti deteriorati presenti nel sistema bancario. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori si mantengono, nel 2017, al di sopra della soglia indicativa: le partite correnti, la

NIIP, il tasso di cambio effettivo reale, il debito del settore privato, il debito pubblico, il tasso di disoccupazione e la variazione del tasso di attività.

Nel 2017 il disavanzo delle partite correnti è aumentato, in un contesto di forte crescita delle importazioni, mentre la NIIP è rimasta ampiamente negativa. L'adeguamento della competitività di costo si è ridotto a motivo dell'aumento marginale del CLUP e della stabilizzazione del tasso di cambio effettivo reale. Il livello di indebitamento privato, sia delle famiglie che delle imprese, è tra i più elevati dell'UE e il processo di riduzione del debito è lento. Il risparmio delle famiglie, in particolare, è negativo. Dopo aver toccato il minimo, l'aggiustamento al ribasso dei prezzi reali delle abitazioni si è concluso e i prezzi delle abitazioni hanno iniziato moderatamente a salire. La quota molto elevata dei crediti deteriorati ostacola il flusso di credito nell'economia, necessario per sostenere la crescita potenziale a medio termine. Il rapporto debito pubblico/PIL è ancora molto elevato. In rapida flessione, la disoccupazione resta elevata, in particolare quella giovanile, nonostante i miglioramenti registrati nello scorso triennio sia per quest'ultima che per quella di lunga durata.

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



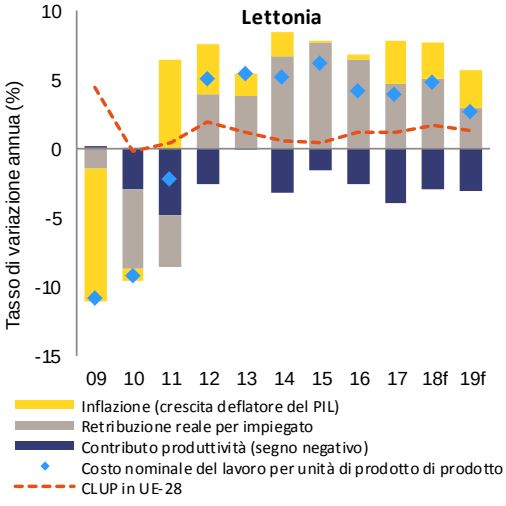
Fonte: Eurostat e BCE

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla sostenibilità esterna, al debito pubblico e privato, alle vulnerabilità nel settore finanziario e all'aggiustamento del mercato del lavoro. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato nel marzo 2018, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.

Lettonia: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Lettonia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la NIIP e la crescita del CLUP.

Le partite correnti sono in sostanziale equilibrio e la NIIP negativa, rappresentata in gran parte da investimenti diretti esteri, è migliorata in considerazione della forte crescita del PIL nominale, pur rimanendo al di sopra della soglia. Da vari anni il CLUP è in rapida crescita in termini comparativi, per effetto del forte aumento delle retribuzioni e di un mercato del lavoro teso, e l'indicatore è rimasto al di sopra della soglia del quadro di valutazione dal 2014. Attenuato in parte da margini di profitto ridotti, l'impatto sulla competitività esterna dei prezzi e sull'andamento delle esportazioni è stato finora limitato.

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



Fonte: servizi della Commissione

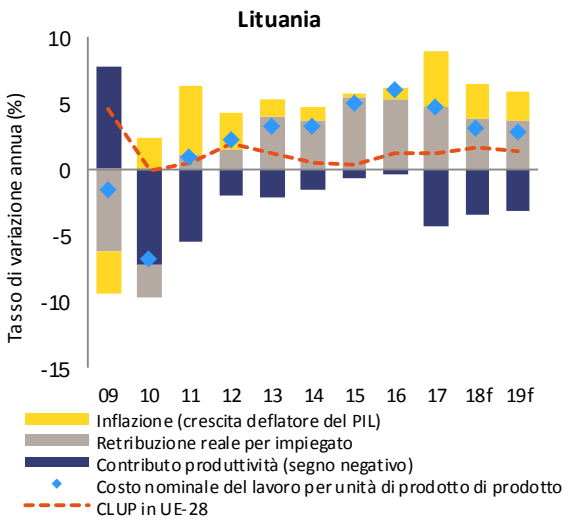
In futuro, la crescita delle retribuzioni dovrebbe rimanere elevata a causa di un peggioramento delle tensioni del mercato del lavoro. Nel complesso, questi sviluppi mettono a rischio la competitività del paese e le prospettive di crescita a medio termine. L'aumento dei prezzi reali delle abitazioni resta dinamico. Dopo il rallentamento del 2017 rispetto al 2016, nel primo semestre del 2018 i prezzi delle abitazioni hanno subito una nuova accelerazione. Nel complesso, la crescita del credito è stata modesta. I livelli del debito pubblico e privato sono relativamente bassi.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla dinamica del mercato del lavoro e alla competitività esterna, sebbene i rischi, in questa fase, appaiano contenuti. La Commissione, pertanto, non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Lituania: nei precedenti cicli della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Lituania. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la NIIP negativa e il CLUP nominale.

Le partite correnti sono sostanzialmente in equilibrio e, tenuto conto della forte crescita del PIL nominale, la NIIP negativa, rappresentata in gran parte da investimenti diretti esteri, è migliorata, pur mantenendosi leggermente al di sopra della soglia. Per anni la crescita del CLUP è stata elevata in termini comparativi e l'indicatore è superiore alla soglia del quadro di valutazione dal 2015, per effetto del forte aumento delle retribuzioni imputabile a un mercato del lavoro teso e, tra gli altri fattori, al rapido aumento del salario minimo a partire dal 2016. Attenuato in parte da margini di profitto ridotti, l'impatto del progressivo aumento del costo del lavoro sulla competitività di costo esterna e sull'andamento delle esportazioni è stato finora limitato, ma questa situazione, di per sé, potrebbe non essere sostenibile a più lungo termine. In futuro, la crescita delle retribuzioni dovrebbe rimanere elevata in un contesto di calo della disoccupazione e di crescente tensione del mercato del lavoro. Nel complesso, questi sviluppi possono pesare sulla competitività e sulle prospettive di crescita del paese a medio termine. Negli ultimi anni l'aumento dei prezzi delle abitazioni è stato dinamico e graduale, anche se ancora entro la soglia. Il credito ha ripreso a crescere e i livelli del debito, sia pubblico che privato, continuano ad essere relativamente bassi e stabili.

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

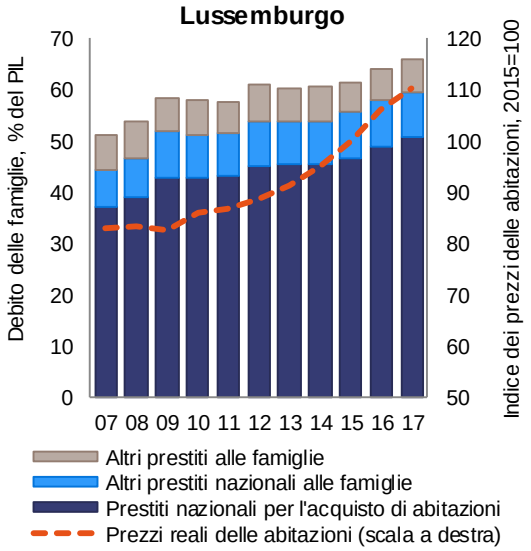


Fonte: servizi della Commissione

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto e alla competitività esterna, sebbene i rischi, in questa fase, appaiano contenuti. La Commissione, pertanto, non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Lussemburgo: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per il Lussemburgo. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: l'indebitamento privato, la variazione del tasso di attività e il tasso di disoccupazione di lunga durata.

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



Fonte: Eurostat e BCE

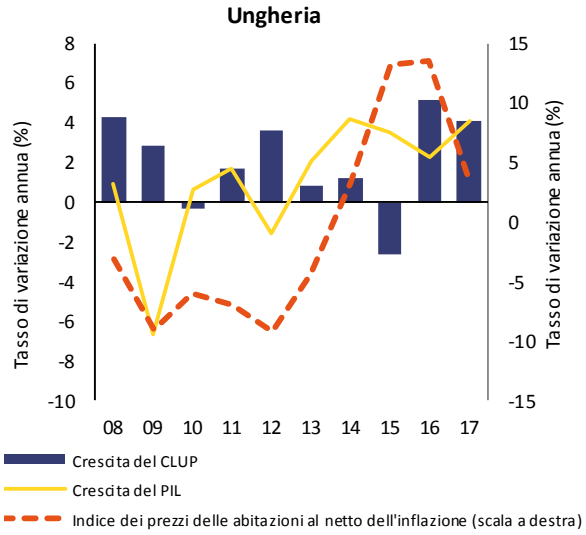
La posizione sull'estero continua a mostrare un avanzo stabile delle partite correnti e una NIIP positiva e costante. Tuttavia, le cifre rispecchiano più la posizione del paese quale centro finanziario internazionale che non il dinamismo dell'economia nazionale. Gli incrementi cumulati delle quote del mercato delle esportazioni si sono stabilizzati. Più di recente, però, si sono registrate alcune perdite di mercato, in parte favorite dal peggioramento della competitività di costo, a sua volta deteriorata da una crescita più forte del CLUP e dalla crescita dei prezzi all'importazione. Nell'ultimo decennio, i prezzi reali delle abitazioni stanno aumentando a un ritmo relativamente sostenuto e, in generale, questa situazione continua a richiedere un attento monitoraggio. L'aumento dei prezzi delle abitazioni si iscrive in un contesto dinamico del mercato del lavoro, unito ad alti flussi migratori netti e a condizioni di finanziamento favorevoli, anche se l'offerta, relativamente limitata e insufficiente, non è ancora in grado di rispondere alla forte domanda. L'accessibilità economica delle abitazioni continua a deteriorarsi a causa del costante aumento dei prezzi degli immobili. L'indebitamento delle imprese è molto elevato, ma è in gran parte dovuto a prestiti transfrontalieri interaziendali. Il debito delle famiglie, costituito in massima parte da crediti ipotecari, è aumentato costantemente, a dimostrazione del dinamismo del mercato immobiliare e grazie a condizioni di credito favorevoli. Il calo dei tassi di interesse e l'allungamento dei termini dei mutui hanno alleviato le pressioni finanziarie sulle famiglie e la maggior parte dei nuovi mutui ipotecari è a tasso fisso; ciononostante, un alto numero di famiglie indebitate continua ad essere esposto a rischi di rialzo dei tassi di interesse. I rischi per la stabilità finanziaria del paese sono tuttavia mitigati dalla solidità del settore bancario. Il debito pubblico resta molto basso. Nonostante il recente rallentamento dell'economia, il mercato del lavoro sta diventando più teso e la disoccupazione sta ulteriormente calando.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia essenzialmente alcuni rischi contenuti connessi all'aumento costante dei prezzi delle abitazioni e dell'indebitamento delle famiglie. La Commissione, pertanto, non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Ungheria: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per l'Ungheria. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la NIIP e il debito pubblico.

L'avanzo delle partite correnti registrato negli ultimi anni ha portato a un rapido e netto miglioramento della NIIP negativa, dovuto in larga misura anche agli investimenti diretti esteri. Nel 2017 le quote del mercato delle esportazioni sono aumentate, grazie ad un settore automobilistico in espansione. Il CLUP nominale è notevolmente aumentato in un contesto di crescente tensione del mercato del lavoro. L'aumento dei costi salariali amministrativi ha contribuito all'aumento del costo della manodopera, che è stato in parte compensato dagli sgravi contributivi a favore dei datori di lavoro. I flussi di credito al settore privato sono diventati positivi, ma nel 2017 il loro volume ha continuato a ridursi. La crescita dei prezzi reali delle abitazioni è rallentata dopo l'aumento significativo degli anni precedenti, ma le quotazioni elevate in alcune regioni e il rapido aumento della sottoscrizione di prestiti ipotecari sono comunque meritevoli di attenzione. La ripresa del mercato immobiliare, attualmente in corso, può contribuire a ridurre ulteriormente il volume dei crediti deteriorati, ancora elevato. La redditività e la capacità di assorbimento degli shock del settore bancario sono migliorate. Nonostante la congiuntura economica favorevole, il debito pubblico si è ridotto solo gradualmente grazie a una politica di bilancio prociclica. La disoccupazione è scesa ai minimi storici e la crescente tensione del mercato del lavoro ha contribuito alla rapida crescita delle retribuzioni, che è rimasta superiore agli aumenti di produttività.

Grafico A17: ***PIL, CLUP e prezzi delle abitazioni***



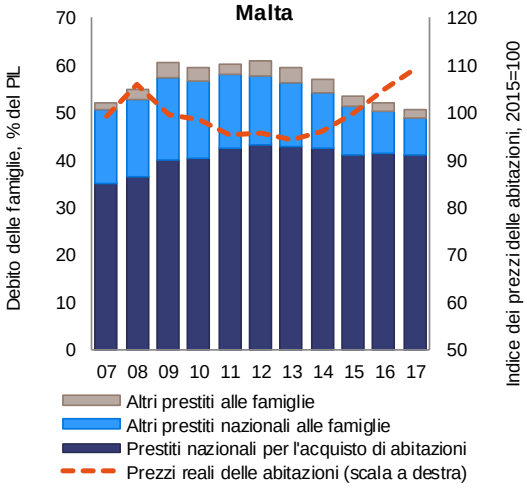
Fonte: servizi della Commissione

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative al mercato immobiliare e a un mercato del lavoro in crescente tensione, sebbene i rischi appaiano contenuti. Pertanto la Commissione non condurrà, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

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

Nel 2017 l'avanzo elevato delle partite correnti è ulteriormente aumentato, attestandosi su livelli decisamente elevati, in concomitanza con un forte miglioramento della NIIP, già positiva. La posizione sull'estero, tuttavia, non è tanto legata agli sviluppi interni quanto piuttosto alle fluttuazioni del settore delle imprese rivolte verso i mercati internazionali. L'andamento della competitività di costo e l'evoluzione del tasso di cambio effettivo reale sono stati relativamente favorevoli, mentre la moderata dinamica

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



Fonte: Eurostat e BCE

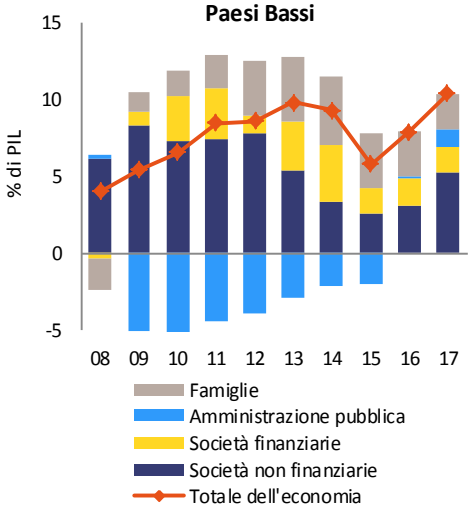
salariale, unita a una crescita relativamente sostenuta della produttività del lavoro, hanno mantenuto la crescita del CLUP su livelli modesti. Nel 2017 il rapporto debito privato/PIL è diminuito sensibilmente, sostenuto da una forte crescita del PIL nominale. Mentre l'indebitamento delle imprese resta elevato, il tasso di crescita del credito alle famiglie è rallentata. Il rapporto debito pubblico/PIL ha seguito una tendenza decisamente al ribasso. Nel 2017 i prezzi reali delle abitazioni sono saliti e giustificano pertanto un monitoraggio. In particolare, la forte attività economica e le limitate possibilità di investimento dei risparmi privati hanno risvegliato l'interesse nel mercato immobiliare. Nel settore bancario nazionale la qualità degli attivi migliora e le riserve di capitale disponibili sembrano sufficienti ad assorbire i rischi immediati che potrebbero derivare dal mercato immobiliare o dal modo in cui è percepito il quadro istituzionale. Il mercato del lavoro continua a registrare risultati decisamente positivi, con una forte crescita dell'occupazione accompagnata da un ulteriore calo della disoccupazione, peraltro già bassa.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alla posizione sull'estero e al mercato immobiliare, in un contesto di solida crescita economica, sebbene i rischi per il momento appaiano contenuti. La Commissione, pertanto, non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Paesi Bassi: nel marzo 2018 la Commissione ha concluso che i Paesi Bassi *presentavano squilibri macroeconomici* relativi, in particolare, alla rilevante entità dello stock del debito privato e all'elevato avanzo delle partite correnti. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la media triennale del saldo delle partite correnti, il debito del settore privato e la crescita dei prezzi reali delle abitazioni.

L'avanzo delle partite correnti rimane molto consistente ed è ulteriormente aumentato nel 2017, mentre la NIIP è leggermente diminuita. Anche se tutti i settori sono risparmiatori netti, l'aumento dell'avanzo delle partite correnti nel 2017 è imputabile essenzialmente a società non finanziarie con un'eccedenza di risparmio derivante da una redditività di impresa relativamente elevata e da un tasso di investimento comparativamente basso. A fronte di una crescita salariale in linea con l'andamento della produttività, l'evoluzione del CLUP è stata modesta. Il debito privato è a livelli elevati, mentre il debito delle imprese è imputabile anche ai debiti infragruppo delle multinazionali. Il debito delle famiglie è elevato ed è alimentato da un trattamento fiscale agevolato per gli immobili di proprietà e da tassi ipotecari favorevoli. Se il debito delle famiglie in percentuale del PIL tende a diminuire, il debito nominale è invece nuovamente in aumento. Il mercato immobiliare è in forte ripresa, come dimostrato dall'ulteriore accelerazione dei prezzi delle abitazioni nel 2017, anche a fronte di un funzionamento subottimale del mercato delle locazioni. Il mercato del lavoro è in crescente tensione e la disoccupazione, già bassa, tende a ridursi.

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



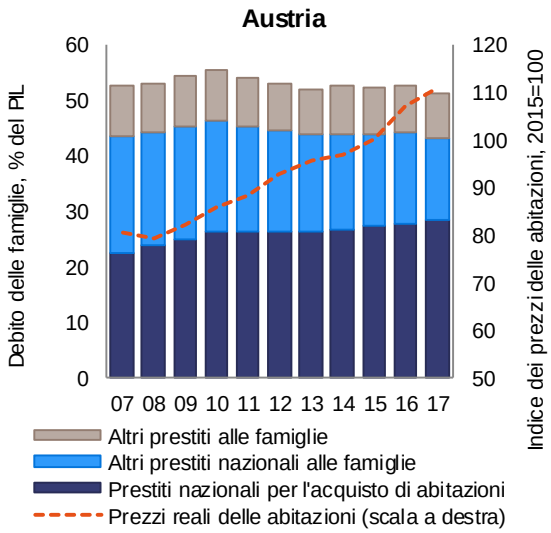
Fonte: Eurostat

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative all'elevato indebitamento delle famiglie e alla forte eccedenza del risparmio interno. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel marzo 2018, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o accertarsi della loro correzione.

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

Nel 2017 l'avanzo delle partite correnti si è stabilizzato su un livello moderato, con una NIIP leggermente positiva. Le quote del mercato delle esportazioni sono rimaste stabili. La crescita del CLUP è stata modesta, per l'effetto combinato di un incremento della crescita della produttività del lavoro e di un esiguo aumento delle retribuzioni. Nel 2017 i prezzi reali delle abitazioni hanno continuato a salire, ma più a rilento rispetto al 2016. Sebbene questi sviluppi giustifichino un monitoraggio, l'aumento dei prezzi non sembra imputabile al credito, la cui crescita appare in leggera accelerazione. Inoltre, il tasso di indebitamento sia delle imprese che delle famiglie è in lenta flessione. Continuando la sua tendenza al ribasso, anche il debito pubblico è diminuito nel 2017, sulla scia di una forte crescita economica e del processo di liquidazione delle attività degli istituti finanziari nazionalizzati. La situazione del settore bancario è ulteriormente migliorata anche grazie alla ripresa nei paesi vicini. Alla luce di queste condizioni economiche favorevoli e della forte crescita dell'occupazione, il tasso di disoccupazione si è notevolmente ridotto.

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



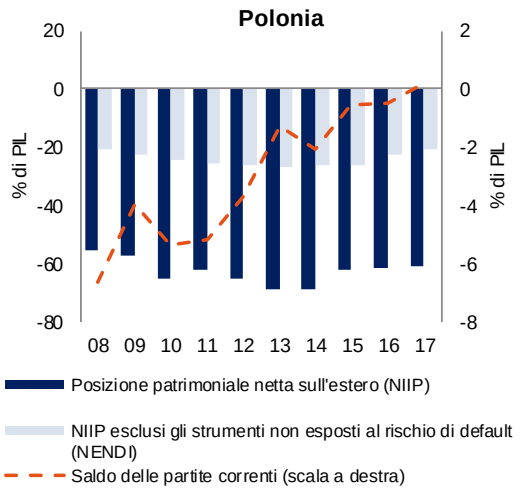
Fonte: Eurostat e BCE

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

Polonia: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Polonia. Nel quadro di valutazione aggiornato la NIIP supera la soglia indicativa.

Nel 2017 il saldo delle partite correnti è migliorato, attestandosi su una posizione prossima al pareggio, mentre la NIIP negativa è stata stabile. Le vulnerabilità esterne rimangono contenute dal momento che gli investimenti diretti esteri rappresentano gran parte delle passività verso l'estero. Nel 2017 l'aumento delle quote del mercato delle esportazioni è stato nuovamente consistente. In concomitanza sia con la forte crescita della produttività che con il progressivo aumento delle retribuzioni, la crescita del CLUP nominale è stata contenuta. Nel 2017 il rapporto debito privato/PIL si è ridotto, per effetto di una forte crescita del PIL e di un apprezzamento dello zloty nei confronti delle valute in cui è denominata una parte dello stock di debito in essere. Su livelli già relativamente bassi, il debito pubblico espresso in percentuale del PIL è ulteriormente diminuito grazie alla rapida crescita economica nominale, a un disavanzo nominale inferiore e all'apprezzamento dello zloty. I rischi per il settore bancario sono rimasti contenuti. L'andamento fortemente positivo del mercato del lavoro è proseguito, con un conseguente calo del tasso di disoccupazione a un livello molto basso.

Grafico A21: ***NIIP e saldo delle partite correnti***



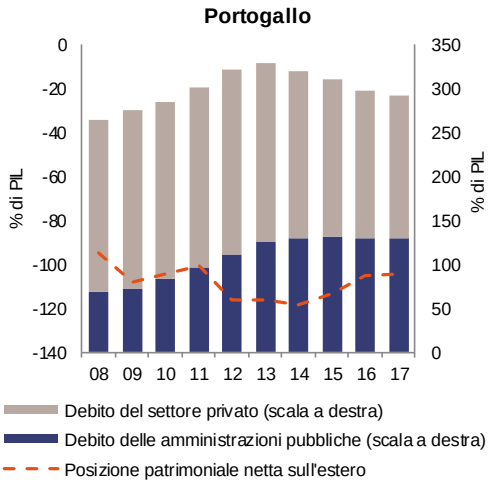
Fonte: servizi della Commissione

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

Portogallo: nel marzo 2018 la Commissione ha concluso che il Portogallo *presentava squilibri macroeconomici*, in particolare per gli ingenti stock di passività nette verso l'estero, il debito sia pubblico che privato e l'elevato volume dei crediti deteriorati, in un contesto di debole crescita della produttività. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: la NIIP, il debito pubblico, il debito privato, il tasso di disoccupazione e la crescita dei prezzi reali delle abitazioni.

La posizione delle partite correnti è stabile e registra un lieve avanzo, mentre la NIIP resta fortemente negativa e il ritmo di aggiustamento dovrebbe rimanere molto lento. Nel 2017, a fronte di un apprezzamento marginale del tasso di cambio effettivo reale, la

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



Fonte: Eurostat

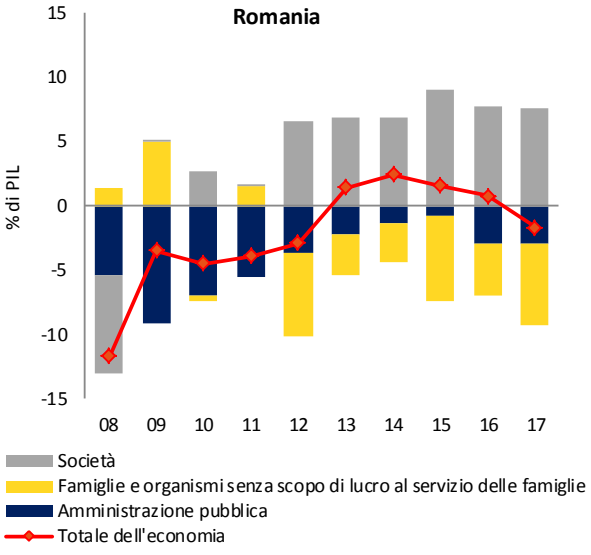
competitività dei prezzi è lievemente peggiorata. La crescita del CLUP nominale si è moderatamente accelerata, mentre la crescita della produttività del lavoro, nel 2017, è stata negativa. Questi sviluppi, tuttavia, risultano sostanzialmente in linea con quelli dei partner commerciali e si registra un incremento delle quote del mercato delle esportazioni. La riduzione dell'indebitamento privato è in corso e il credito continua a crescere debolmente. Il debito pubblico è ancora molto elevato, ma secondo le previsioni dovrebbe diminuire in modo costante. Le banche hanno rafforzato notevolmente i bilanci e il reddito netto, ma le vulnerabilità persistono, in presenza di un volume di crediti deteriorati che, nonostante la recente contrazione, è ancora elevato. La crescita dei prezzi delle abitazioni resta forte, ma in un contesto di precedente sottovalutazione e di sostanziale stabilità dello stock dei crediti ipotecari. Beneficiando della congiuntura economica positiva, il mercato del lavoro, negli ultimi anni, ha registrato un diffuso miglioramento e la disoccupazione è calata in modo significativo.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative agli squilibri delle variabili di stock, in particolare le passività nette verso l'estero, il debito sia pubblico che privato, le vulnerabilità del settore bancario e la debole crescita della produttività. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel marzo 2018, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o accertarsi della loro correzione.

Romania: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Romania. Nel quadro di valutazione aggiornato solo un indicatore supera la soglia indicativa: la NIIP.

Nel 2017 il disavanzo delle partite correnti ha continuato a deteriorarsi a causa di un'accelerazione delle importazioni, soprattutto di beni di consumo. Nonostante il crescente disavanzo delle partite correnti, la NIIP negativa, rappresentata essenzialmente da investimenti diretti esteri, è ulteriormente migliorata per effetto della forte crescita del PIL nominale. Nel 2017 la Romania ha continuato a registrare buoni risultati nel settore delle esportazioni, guadagnando altre quote di mercato. In tale anno, tuttavia, il CLUP è aumentato in misura molto rilevante a causa della maggiore crescita delle retribuzioni, in particolare nel settore pubblico. Nonostante i buoni risultati finora ottenuti dal lato delle esportazioni, l'esperienza passata suggerisce che l'aumento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici potrebbe esercitare un effetto di trascinamento sul settore privato, causando, in prospettiva, perdite di competitività di costo. La crescita dei prezzi reali delle abitazioni è diminuita in misura marginale nel 2017 e rimane modesta. Il settore bancario continua ad essere ben capitalizzato e liquido. Pur in lieve ripresa, la crescita del credito al settore privato resta debole. Nel 2017 il tasso di disoccupazione si è ulteriormente ridotto per effetto di un mercato del lavoro in crescente tensione, mentre il tasso di attività è lievemente aumentato. Tenuto conto della forte crescita del PIL nominale, il debito sia pubblico che privato è diminuito in percentuale del PIL, restando in entrambi i casi relativamente basso. Nel medio periodo, tuttavia, la politica di bilancio dovrebbe mantenere una tendenza espansionistica nonostante le condizioni economiche favorevoli,

Grafico A23: ***Accreditamento/indebitamento netto per settore***



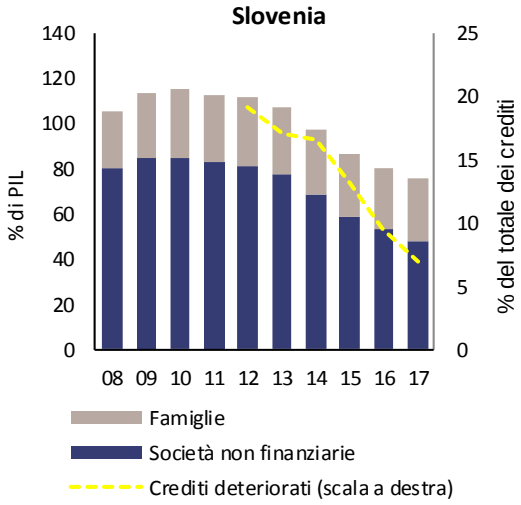
Fonte: servizi della Commissione

con eventuali ricadute negative sulla dinamica del debito pubblico e delle partite correnti. Il crescente disavanzo commerciale e l'accelerazione del CLUP sono entrambi ricollegabili ad una politica di bilancio prociclica sistematicamente attuata dal governo, che ha stimolato un'economia già in forte crescita attraverso ripetuti tagli fiscali e aumenti delle retribuzioni dei dipendenti pubblici. Modifiche normative frequenti e imprevedibili, inoltre, contribuiscono a creare un clima di incertezza in ambito commerciale, con ripercussioni negative sulle decisioni e sugli investimenti delle imprese che rischiano di ridurre l'attrattiva del paese per gli investitori stranieri.

Dalla lettura in chiave economica emerge un aumento delle vulnerabilità, in particolare per quanto riguarda la posizione sull'estero e la competitività. La Commissione, pertanto, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi in un'analisi approfondita mirante a verificare l'esistenza di squilibri.

Slovenia: nel marzo 2018 la Commissione ha concluso che la Slovenia *non presentava più squilibri macroeconomici*. Nel quadro di valutazione aggiornato il debito pubblico e la crescita dei prezzi reali delle abitazioni superano la soglia indicativa.

Grafico A24: ***Debito privato e crediti deteriorati***



Fonte: Eurostat e BCE

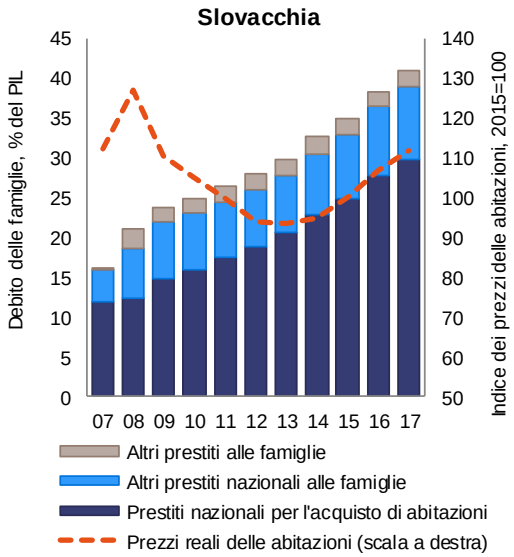
Nel 2017 l'ampio avanzo delle partite correnti è ulteriormente aumentato grazie ad una forte crescita delle esportazioni. La NIIP negativa è considerevolmente migliorata e non è più al di sopra della soglia. Le quote del mercato delle esportazioni sono aumentate, mentre la crescita del CLUP è stata contenuta e il tasso di cambio effettivo reale si è deprezzato. Sotto la spinta del settore imprenditoriale, il debito del settore privato si è ulteriormente ridotto, mentre i flussi di credito verso il settore privato sono diventati positivi. Gli investimenti sono notevolmente migliorati, ma sono ancora al di sotto delle medie storiche. I prezzi delle abitazioni sono aumentati un po' più rapidamente rispetto agli anni precedenti, ma gli investimenti negli immobili residenziali sono stabili e la crescita del credito ipotecario è contenuta. Il debito pubblico rimane elevato, ma è diminuito rispetto al picco del 2015. I costi previsti dell'invecchiamento demografico continuano a mettere a rischio la sostenibilità di bilancio a medio e a lungo termine. Il settore bancario si è stabilizzato, il suo indebitamento si sta riducendo e il volume dei crediti deteriorati, tuttora relativamente consistente, continua tendenzialmente a contrarsi, facendo prevedere un'ulteriore riduzione. Il mercato del lavoro è ancora migliorato, il tasso di attività è in aumento e il tasso di disoccupazione è in calo. Una lieve ripresa si è registrata anche nella crescita della produttività del lavoro.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative soprattutto alla sostenibilità di bilancio a lungo termine. La Commissione, pertanto, non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Slovacchia: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Slovacchia. Nel quadro di valutazione aggiornato, la NIIP e le passività totali del settore finanziario superano la soglia indicativa.

Nel 2017 il disavanzo della bilancia delle partite correnti è ulteriormente aumentato, ma resta complessivamente modesto. La NIIP è sostanzialmente negativa, nonostante qualche recente miglioramento, ma i rischi sono contenuti, poiché le passività con l'estero sono in gran parte legate agli investimenti diretti esteri, soprattutto nel settore automobilistico in espansione e nel settore finanziario. Le quote del mercato delle esportazioni e il tasso di cambio effettivo reale sono rimasti sostanzialmente stabili. La crescita del CLUP nominale è aumentata, sotto la spinta di un forte aumento delle retribuzioni in un contesto di crescente tensione del mercato del lavoro. La crescita dei prezzi delle abitazioni è ancora forte, ma si è allentata nel 2017 rispetto al 2016, attestandosi su un tasso appena al di sotto del valore soglia. Il credito al settore privato ha subito un certo rallentamento, mentre il rapporto debito privato/PIL ha continuato complessivamente a crescere. Il settore bancario, in gran parte sotto controllo straniero, è ben capitalizzato. L'ulteriore calo del tasso di disoccupazione, sia complessivo che di lunga durata, è stato accompagnato da un aumento del tasso di partecipazione.

Grafico A25: ***Debito famiglie e indice prezzi abitazioni***



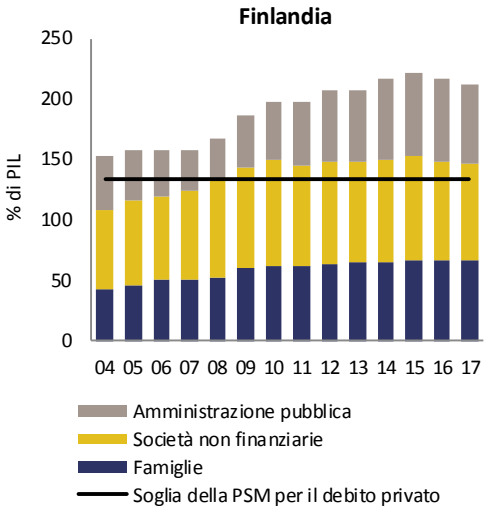
Fonte: Eurostat e BCE

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative ad aspetti esterni, al mercato immobiliare e alla crescita del credito, ma i rischi appaiono finora contenuti. La Commissione, pertanto, non condurrà in questa fase un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Finlandia: nel precedente ciclo della PSM *non sono stati identificati squilibri macroeconomici* per la Finlandia. Nel quadro di valutazione aggiornato alcuni indicatori superano la soglia indicativa: il livello del debito privato e il debito pubblico.

Dopo diversi anni di disavanzo, nel 2017 il saldo delle partite correnti è rimasto leggermente negativo, mentre la NIIP è marginalmente positiva. Le quote del mercato delle esportazioni sono aumentate per il secondo anno consecutivo, mentre gli indicatori della competitività di costo sono migliorati conseguentemente ad una riduzione del CLUP e al deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale. Nel 2018 e nel 2019 l'aumento delle esportazioni dovrebbe ancora superare l'aumento delle importazioni. Secondo le previsioni, tuttavia, con il parziale dissiparsi dell'effetto positivo del patto di competitività, gli indicatori

Grafico A26: ***Debito nei vari settori dell'economia***



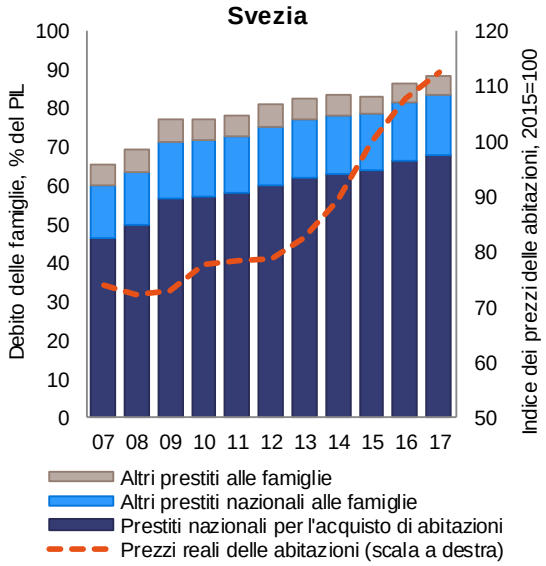
Fonte: Eurostat

della competitività di costo dovrebbero stabilizzarsi. Nel 2017 il rapporto debito/PIL sia del settore pubblico che del settore privato è sceso ulteriormente per effetto della forte ripresa della produzione. La crescita del credito privato è stata tuttavia accelerata dalle condizioni di credito favorevoli, dai bassi tassi di interesse e dal miglioramento delle prospettive economiche, ma potrebbe in futuro limitare la riduzione dell'indebitamento, mentre il debito privato è ancora a livelli elevati. Le famiglie sono fortemente indebitate e il loro tasso di risparmio è a un livello storicamente basso. La capitalizzazione del settore finanziario, ancora adeguata, limita i rischi per la stabilità finanziaria, mentre la relativa stabilità dei prezzi reali delle abitazioni limita a sua volta i rischi di indebitamento delle famiglie. Il rapporto debito pubblico/PIL si sta riducendo grazie ad un contesto più favorevole alla crescita economica. L'occupazione continua ad aumentare e la disoccupazione continua a diminuire per effetto della maggiore attività economica.

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

Svezia: nel marzo 2018 la Commissione ha concluso che la Svezia *presentava squilibri*, in particolare per i livelli sovrastimati dei prezzi delle abitazioni, sommati al costante aumento del debito delle famiglie. Nel quadro di valutazione aggiornato l'indicatore del debito del settore privato supera la soglia indicativa.

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



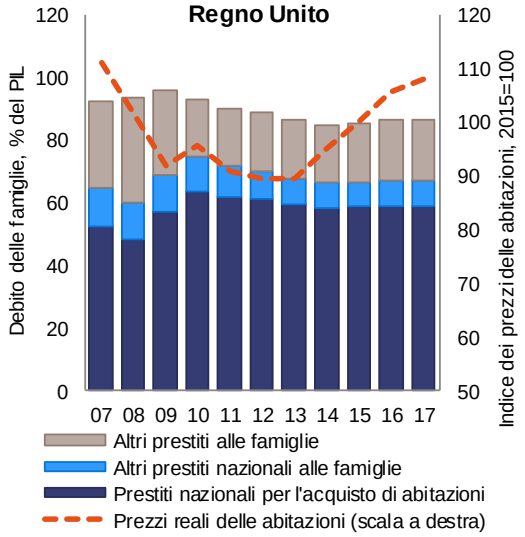
Fonte: Eurostat e BCE

Nel 2017 l'avanzo delle partite correnti si è ridotto ed è ancora modesto. La NIIP è leggermente diminuita ed è ora prossima al pareggio. Le perdite di quote del mercato delle esportazioni sono rallentate e l'indicatore è ora leggermente al di sotto della soglia. La crescita del CLUP risulta contenuta, mentre il tasso di cambio effettivo reale si è deprezzato. Il debito delle famiglie, che non smette di crescere dal 2008, è aumentato anche nel 2017 ed è elevato. Tale aumento si è associato ad aumenti dei prezzi delle abitazioni, con conseguenti rischi per la stabilità macroeconomica. Nell'autunno 2017 i prezzi delle abitazioni hanno registrato una lieve flessione, ma restano complessivamente molto alti. I prezzi delle abitazioni e l'indebitamento delle famiglie sono indotti al rialzo dal regime fiscale agevolato previsto per gli immobili di proprietà, dai bassi tassi di interesse sui mutui ipotecari e da alcuni aspetti specifici del mercato ipotecario. I rischi per il sistema bancario sembrano contenuti, poiché la qualità degli attivi e la redditività restano buone e le finanze delle famiglie sono generalmente solide. Il mercato del lavoro è in crescente tensione e la disoccupazione sta scendendo ulteriormente.

In conclusione, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative all'elevato debito privato e al settore immobiliare. Pertanto la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel marzo 2018, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere degli squilibri o accertarsi della loro correzione.

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

Grafico A28: ***Debito famiglie e indice prezzi abitazioni***



Fonte: Eurostat e BCE

Nel 2017 il saldo delle partite correnti si è leggermente ridotto, soprattutto a seguito di un miglioramento del saldo dei redditi primari, ma il forte disavanzo e l'ingente fabbisogno di finanziamento estero che ne consegue permangono. Il deprezzamento della lira sterlina ha sostenuto la NIIP, che è lievemente negativa, e ha migliorato la competitività dei prezzi in un contesto di crescita moderata del CLUP. Ad oggi, tuttavia, la risposta netta degli scambi commerciali internazionali all'indebolimento della moneta è stata deludente. Dopo anni di graduale riduzione dell'indebitamento, il rapporto debito privato/PIL si è stabilizzato su livelli minimi. Il debito delle famiglie, in particolare, è ancora considerevole e continua a richiedere un attento monitoraggio. La crescita dei prezzi reali delle abitazioni ha subito un rallentamento e il costo degli alloggi è in fase di stabilizzazione, anche se a un livello elevato. Il debito pubblico è elevato e sostanzialmente stabile. La forte crescita dell'occupazione ha continuato ad andare di pari passo con un tasso di disoccupazione basso e in calo, sebbene la produttività del lavoro resti debole.

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

Tabella 1.1: Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici 2017

Anno 2017	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni						Indicatori dell'occupazione		
	Saldo partite correnti - % del PIL (media triennale)	**Posizione patrimoniale netta sull'estero** (% del PIL)	**Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore IAPC** (variazione % triennale)	**Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali** (variazione % quinquennale)	**Indice del CULP nominale (2010=100)** (variazione % triennale)	**Indici del prezzo delle abitazioni (2015=100), al netto dell'inflazione** (variazione % annuale)	**Flusso del credito al settore privato, consolidato** (% del PIL)	**Debito del settore privato, consolidato** (% del PIL)	**Debito pubblico lordo** (% del PIL)	**Tasso di disoccupazione** (media triennale)	**Passività totali del settore finanziario, non-consolidato** (variazione % annuale)	**Tasso di attività - % della popolazione totale (15-64 anni)** (variazione triennale in punti percentuali)	**Tasso disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni)** (variazione triennale in punti percentuali)	**Tasso disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni)** (variazione triennale in punti percentuali)
Soglie	-4/6%	-35%	±5% (EA) ±11% (Non-EA)	-6%	9% (ZE) 12% (Non-ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16,50%	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	-0,3	52,6	0,9	3,9	1,1	1,5p	-1,5	187,0	103,4	7,8b	0,7	0,3b	-0,8b	-3,9b
BG	3,1	-42,8	-3,3	19,4	13,6p	6,2	6,2	100,1	25,6	7,7	1,1	2,3	-3,5	-10,9
CZ	1,0	-26,5	5,4	8,2	5,9	9,1p	4,1	67,4	34,7	4,0	22,9	2,4	-1,7	-8,0
DK	8,1	56,3	-2,1	0,5	3,0	3,2	-1,4	204,0	36,1	6,0	4,1	0,7b	-0,4b	-1,6
DE	8,4	54,0	-2,5	6,5	5,1	2,9	4,9	100,1	63,9	4,2	4,0	0,5	-0,6	-0,9
EE	2,3	-31,4	2,9	2,6	12,4	1,8	3,6	106,4	8,7	6,3	9,7	3,6	-1,4	-2,9
IE	2,9	-149,3	-6,2	64,4	-17,2	9,5p	-7,5	243,6	68,4	8,4	4,3	0,9	-3,6	-9,0
EL	-0,8	-142,5	-2,8	-10,0	-1,0p	-2,2e	-0,8p	116,4p	176,1	23,3	-12,9	0,9	-3,9	-8,8
ES	1,8	-83,8	-2,5	9,8	0,0p	4,5	0,2p	138,8p	98,1	19,6	4,0	-0,3	-5,2	-14,6
FR	-0,6	-20,1	-2,9	2,7	1,3p	1,8	7,0p	148,2p	98,5	10,0	4,3	0,5	-0,3	-1,9
HR	3,6	-62,4	0,0	20,0	-4,3d	2,8	1,2	98,4	77,5	13,5	3,9	0,3	-5,5	-17,7
IT	2,3	-5,3	-3,1	2,0	1,1	-2,0p	2,1	110,5	131,2	11,6	4,3	1,5	-1,2	-8,0
CY	-5,0	-121,5	-6,6	6,9	-2,7p	1,3p	8,7p	316,3p	96,1	13,0	-2,3	-0,4	-3,2	-11,3
LV	0,6	-56,3	1,7	7,8	14,7	5,5	0,3	83,5	40,0	9,4	6,1	2,4	-1,3	-2,6
LT	-0,7	-35,9	2,3	9,7	16,0	5,4	3,7	56,1	39,4	8,0	14,0	2,2	-2,1	-6,0
LU	5,0	47,0	-0,9	25,2	7,1	4,1	-15,5	322,9	23,0	6,1	-1,7	-0,6	0,5	-6,9
HU	4,0	-52,9	0,1	11,3	6,7	3,3	0,9	71,4	73,3	5,4	-8,0	4,2	-2,0	-9,7
MT	8,4	62,6	-2,3	11,2	1,7	4,1p	2,9	120,2	50,9	5,2	4,7	4,4	-1,1	-1,2
NL	8,3	59,7	-1,6	1,2	-0,2p	6,0	3,0p	252,1p	57,0	5,9	2,0p	0,7	-1,0	-3,8
AT	2,1	3,7	0,3	2,3	3,7	3,5	4,3	122,5	78,3	5,7	1,8	1,0	0,3	-0,5
PL	-0,3	-61,2	-3,4	28,4	4,5p	1,7	2,7	76,4	50,6	6,2	6,3	1,7	-2,3	-9,1
PT	0,4	-104,9	-0,7	14,6	3,5p	7,9	1,3p	162,2p	124,8	10,9	1,8	1,5	-3,9	-10,9
RO	-2,2	-47,7	-5,5	37,0	11,9p	4,0	1,7p	50,8p	35,1	5,9	8,1	1,6	-0,8	-5,7
SI	5,7	-32,3	-2,0	18,6	3,4	6,2	0,8	75,6	74,1	7,9	5,1	3,3	-2,2	-9,0
SK	-2,0	-65,6	-1,9	6,7	6,9	4,4	5,9	96,1	50,9	9,8	17,9	1,8	-4,2	-10,8
FI	-0,7	2,4	-2,6	-4,3	-2,5	0,5	8,2	146,4	61,3	8,9	-3,8	1,3	0,2	-0,4
SE	4,0	1,8	-5,4	-4,3	3,7	4,6	13,1	194,4	40,8	7,0	6,8	1,0	-0,2	-5,1
UK	-4,6	-8,6	-10,7	-1,0	5,4	2,4	8,4	169,0	87,4	4,8	-1,6	0,9	-1,1	-4,9

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

1) Per gli indicatori dell'occupazione, cfr. pag. 2 dell'AMR 2016. 2) Indice dei prezzi delle abitazioni e = fonte NCB per EL. 3) Per NULC HR, d: i dati sull'occupazione basati sul concetto nazionale e non interno. 4) Tasso di disoccupazione, tasso di attività, tasso di disoccupazione di lunga durata e tasso di disoccupazione giovanile: BE: Revisione della metodologia d'indagine; IE: introduzione dell'Indagine sulle forze di lavoro in sostituzione dell'Indagine nazionale trimestrale sulle famiglie come fonte dei dati; DK: miglioramento della raccolta di dati, introduzione di interviste online assistite dal computer.

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

Tabella 2.1: Indicatori ausiliari, 2017

Anno 2017	PIL reale (variazione %annuale)	Investimenti fissi lordi (% del PIL)	Spesa interna lorda in R&S (% del PIL)	Partite correnti più conto capitale (indebitamento/accreditamento netto) (% del PIL)	Debito estero netto (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - flussi (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - stock (% del PIL)	Saldo della bilancia commerciale di prodotti energetici (% del PIL)	Tasso di cambio effettivo reale - Partner commerciali della zona euro (variazione % triennale)	Performance delle esportazioni rispetto alle economie avanzate (variazione % quinquennale)	Ragioni scambio (variazione % quinquennale)	Quote del mercato delle esportazioni (volume) (variazione % annuale)	Produttività del lavoro (variazione % annuale)	Indice del CULP nominale (2010=100) (variazione % su 10 anni)	Performance relativa del CULP (ZE) (variazione % su 10 anni)	Indice del prezzo delle abitazioni (2015=100) - nominale (variazione % triennale)	Edilizia residenziale (% del PIL)	Debito del settore privato, non consolidato (% del PIL)	Indebitamento del settore finanziario, non consolidato (% debito/patrimonio netto)
BE	1,7	23,5	:	0,8	45,0	-7,8	199,9	-2,5	2,8	-0,8	1,0	-0,3	0,3	2,7p	1,4	8,2	5,9	60,1	13,2p
BG	3,8	18,5	0,8p	7,7	33,1	3,8	88,4	-4,2	-3,0	14,0	5,7	0,5	2,0p	10,2p	50,9	19,5	2,9	20,4	7,7p
CZ	4,3	24,7	1,8p	2,0	28,8	4,3	78,3	-2,6	5,8	3,3	3,1	1,4	2,7	2,8p	1,0	24,4p	3,9	29,7	12,4p
DK	2,3	20,5	:	8,1	18,6	0,6	54,3	-0,1	-0,5	-4,0	2,9	-0,9	0,7	2,5p	-0,2	17,7	4,6	128,0	16,4p
DE	2,2	20,3	3,0e	7,9	41,5	2,1	42,1	-1,8	0,3	1,7	5,9	-0,7	0,7	1,8p	8,4	16,0	6,1	52,7	14,1p
EE	4,9	24,4	:	4,2	21,5	5,9	95,5	-0,6	2,5	-2,0	4,2	-1,8	2,1	1,9p	22,5	18,1	4,3	39,4	6,8p
IE	7,2	23,5	1,1	-1,1	-259,1	0,3	435,6	-1,2	-2,1	57,0	-0,1	2,5	4,2	9,9p	-39,2	32,8p	2,0	47,7	6,6p
EL	1,5p	12,9p	1,1p	-0,5	-126,4	1,8	17,6	-1,8p	-1,7	-14,1	7,4p	1,5p	0,0p	45,0p	-12,9	-8,3e	0,6p	57,0	8,8p
ES	3,0p	20,5p	:	2,1	-58,1	0,6	58,6	-1,8p	-1,0	4,8	0,8p	-0,1p	0,4p	4,4p	-11,1	15,1	5,2p	61,1	13,5p
FR	2,2p	22,5p	:	-0,5	-33,5	1,9	46,5	-1,7p	-0,5	-1,9	5,0p	-0,8p	1,1p	3,1p	-0,2	2,6	6,2p	58,6	15,2p
HR	2,9	20,1	:	4,5	-17,3	3,6	58,7	-2,9	0,7	14,6	2,5	1,1	0,7d	8,8p	-15,0	1,7	:	34,1	7,4p
IT	1,6	17,6	:	2,7	-3,9	0,5	26,1	-1,9	-0,6	-2,6	7,6	0,4	0,4	11,2p	-0,3	-4,6	4,4	41,3	12,2p
CY	4,2p	20,9p	:	-7,9	-95,1	50,0	1017,8	-4,2p	-3,7	2,1	0,9p	0,7p	0,4p	30,7p	-8,9	1,0p	5,7p	107,5	12,1p
LV	4,6	20,9	0,5p	1,5	-7,6	3,8	59,0	-3,0	0,9	2,9	3,4	0,9	4,7	5,6p	7,7	14,0	1,9	22,2	8,9p
LT	4,1	19,2	0,9	2,1	-7,9	2,4	40,9	-3,0	1,5	4,8	5,9	8,3	4,7	3,2p	8,9	19,0	2,7	22,4	10,7p
LU	1,5	18,9	:	4,5	-3947,3	-264,1	8263,3	-2,8	0,1	19,5	-0,1	-7,2	-1,8	0,7p	14,9	18,0	3,2	65,9	13,2p
HU	4,1	22,2	1,4	4,2	-8,1	-9,3	211,0	-3,8	0,7	6,3	3,3	-0,6	2,1	8,4p	6,3	35,8	2,8	18,8	9,7p
MT	6,7	21,1	0,6	14,3	229,6	27,3	1627,0	-8,9	1,4	6,2	2,7	-1,5	1,4	3,1p	4,8	17,5p	4,8	50,4	13,5p
NL	2,9p	20,5p	:	10,4	-29,5	39,4	615,5	-0,8p	-0,5	-3,3	1,7p	0,0p	0,7p	2,1p	-2,5	17,0	4,4p	104,5p	16,7p
AT	2,6	23,6	3,2p	1,9	-4,1	3,7	66,7	-2,1	2,1	-2,3	1,9	-0,6	0,8	3,5p	5,7	19,9	4,4	50,4	11,6p
PL	4,8	17,7	1,0	1,4	-20,7	2,0	49,7	-2,0	-3,0	22,7	6,1	4,2	3,4p	6,6p	1,7	7,4	2,8	34,9	8,8p
PT	2,8p	16,6p	1,3p	1,4	-60,9	4,6	79,6	-2,1p	0,9	9,5	7,3p	2,5p	-0,5p	13,3p	-8,2	20,6	2,8p	68,9	10,6p
RO	7,3p	22,6p	:	-2,0	-5,8	2,8	44,5	-1,3p	-5,0	30,9	3,6p	4,4p	4,3p	6,6p	32,8	15,6	:	16,1	9,6p
SI	4,9	18,5	:	6,4	-17,7	2,2	37,3	-2,6	-1,4	13,3	3,6	5,4	1,9	9,2p	1,1	12,5	2,1	27,1	8,0p
SK	3,2	21,4	0,9	-1,1	-15,1	6,3	72,4	-3,5	-1,5	1,9	-1,6	0,6	1,0	3,7p	2,0	19,0	2,7	40,6	9,3p
FI	2,8	22,1	2,8	-0,6	6,1	5,8	55,0	-1,6	-1,0	-8,6	5,5	2,2	1,6	1,2p	5,4	2,0	6,4	67,1	18,9p
SE	2,1	25,0	3,3	3,2	-7,0	5,8	4,2	-0,9	-3,9	-8,6	1,2	-2,1	-0,2	1,3p	5,6	30,7	5,7	88,2	16,5p
UK	1,7	17,2	1,7p	-3,8	-5,3	2,5	76,5	-0,6	-6,7	-5,4	5,3	0,4	0,7	1,5p	5,0	18,5	4,0	86,2	15,0p

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

1) Il termine per la trasmissione ufficiale per i dati 2017 della spesa interna lorda in R&S è il 31 ottobre 2018, ma i dati sono stati estratti il 24 ottobre 2018. 2) Indice dei prezzi delle abitazioni e = fonte NCB per EL. 3) Produttività del lavoro per HR d: dati sull'occupazione basati sul concetto nazionale e non interno.

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

Tabella 2.1 (seguito): Indicatori ausiliari, 2017

Anno 2017	Tasso di occupazione (variazione % 1 anno)	Tasso di attività - % della popolazione totale (15-64 anni) (%)	Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-64 anni)	Disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-64 anni) (%)	Giovani non occupati, né inseriti in un percorso di istruzione o formazione - % della popolazione totale (15-24 anni)		Persone a rischio di povertà o esclusione sociale - % della popolazione totale		Persone a rischio di povertà dopo trasferimenti sociali - % della popolazione totale		Persone in condizioni di grave deprivazione materiale - % della popolazione totale		Persone che vivono in famiglie con un'intensità di lavoro molto bassa - % della popolazione totale (0-59 anni)	
					%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali
BE	1,4	68,0b	3,5b	19,3b	9,3b	-2,7b	20,3	-0,9	15,9	0,4	5,1	-0,8	13,5	-1,1
BG	1,8p	71,3	3,4	12,9	15,3	-4,9	38,9	-1,2b	23,4	1,6	30,0	-3,1	11,1	-1,0
CZ	1,6	75,9	1,0	7,9	6,3	-1,8	12,2	-2,6	9,1	-0,6	3,7	-3,0	5,5	-2,1
DK	1,6	78,8b	1,3b	11,0	7,0b	1,2b	17,2	-0,7	12,4	0,3	3,1	-0,1	10,0	-2,2
DE	1,4	78,2	1,6	6,8	6,3	-0,1	19,0	-1,6	16,1	-0,6	3,4	-1,6	8,7	-1,3
EE	2,7	78,8	1,9	12,1	9,4	-2,3	23,4	-2,6b	21,0	-0,8	4,1	-2,1	5,8	-1,8b
IE	2,9	72,7	3,0	14,4	10,9b	-4,4b	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1,5p	68,3	15,6	43,6	15,3	-3,8	34,8	-1,2	20,2	-1,9	21,1	-0,4	15,6	-1,6
ES	2,6p	73,9	7,7	38,6	13,3	-3,8b	26,6	-2,6	21,6	-0,6	5,1	-2,0	12,8	-4,3
FR	1,1p	71,5	4,2	22,3	11,5	0,3b	17,1	-1,4	13,3	0,0	4,1	-0,7	8,1	-1,5
HR	2,2d	66,4	4,6	27,2	15,4	-3,9	26,4	-2,9	20,0	0,6	10,3	-3,6	12,2	-2,5
IT	1,2	65,4	6,5	34,7	20,1	-2,0	28,9	0,6	20,3	0,9	10,1	-1,5	11,8	-0,3
CY	3,9p	73,9	4,5	24,7	16,1	-0,9	25,2	-2,2	15,7	1,3	11,5	-3,8	9,4	-0,3
LV	0,0	77,0	3,3	17,0	10,3	-1,7	28,2	-4,5	22,1	0,9	11,3	-7,9	7,8	-1,8
LT	-0,5	75,9	2,7	13,3	9,1	-0,8	29,6	2,3	22,9	3,8	12,4	-1,2	9,7	0,9
LU	3,4	70,2	2,1	15,4	5,9	-0,4	21,5	2,5	18,7	2,3	1,2	-0,2	6,9	0,8
HU	2,0	71,2	1,7	10,7	11,0	-2,6	25,6	-6,2	13,4	-1,6	14,5	-9,5	6,6	-6,2
MT	5,2	72,2	1,6	11,3	8,6b	-1,7b	19,2	-4,6	16,8	0,9	3,3	-6,9	6,7	-3,1
NL	2,2p	79,7	1,9	8,9	4,0	-1,5	17,0	0,5	13,2	1,6	2,6	-0,6	9,5	-0,7
AT	1,7	76,4	1,8	9,8	6,5	-1,2	18,1	-1,1	14,4	0,3	3,7	-0,3	8,3	-0,8
PL	1,4p	69,6	1,5	14,8	9,5	-2,5	19,5	-5,2	15,0	-2,0	5,9	-4,5	5,7	-1,6
PT	3,3p	74,7	4,5	23,8	9,3	-3,0	23,3	-4,2	18,3	-1,2	6,9	-3,7	8,0	-4,2
RO	2,8p	67,3	2,0	18,3	15,2	-1,8	35,7	-4,6	23,6	-1,5	19,7	-6,2	6,9	-0,3
SI	2,9	74,2	3,1	11,2	6,5	-2,9	17,1	-3,3	13,3	-1,2	4,6	-2,0	6,2	-2,5
SK	2,2	72,1	5,1	18,9	12,1	-0,7	16,3	-2,1	12,4	-0,2	7,0	-2,9	5,4	-1,7
FI	1,2	76,7	2,1	20,1	9,4	-0,8	15,7	-1,6	11,5	-1,3	2,1	-0,7	10,7	0,7
SE	2,3	82,5	1,2	17,8	6,2	-1,0	17,7	-0,5	15,8	0,2	1,1	0,1	8,8	-0,2
UK	1,0	77,6	1,1	12,1	10,3	-1,6	:	:	:	:	4,9p	-2,5p	:	:

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

1) Il termine per la trasmissione ufficiale dei dati 2016 sulle persone a rischio di povertà ed esclusione sociale è il 30 novembre 2018, ma i dati sono stati estratti il 24 ottobre 2018. 2) CLUP nominale e produttività del lavoro per HR d: dati sull'occupazione basati sul concetto nazionale e non interno. 3) Dati sulla forza lavoro per IE: introduzione dell'Indagine sulle forze di lavoro in sostituzione dell'Indagine nazionale trimestrale sulle famiglie come fonte dei dati.

Fonte: Commissione europea, Eurostat