COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 18.11.2020
COM(2020) 745 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE

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

Relazione 2021 sul meccanismo di allerta

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

{SWD(2020) 275 final}

La presente relazione sul meccanismo di allerta avvia la decima tornata annuale della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM). La procedura mira a individuare, prevenire e correggere gli squilibri che intralciano il buon funzionamento delle economie degli Stati membri, dell'Unione economica e monetaria o dell'intera Unione e a 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 (articoli 1 e 2 del regolamento (UE) n. 1176/2011)[1].

Il ciclo di sorveglianza del semestre europeo di quest'anno, compresa l'attuazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, è in via di adeguamento per tenere conto della creazione del dispositivo per la ripresa e la resilienza. La strategia annuale per la crescita sostenibile, adottata alla metà di settembre 2020, ha fatto il punto della situazione economica e sociale in Europa e ha definito nelle grandi linee le priorità strategiche dell'Unione oltre a fornire orientamenti strategici per l'attuazione del dispositivo per la ripresa e la resilienza.

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

La presente relazione sul meccanismo di allerta individua gli Stati membri che dovrebbero essere sottoposti a esami approfonditi al fine di stabilire se presentino squilibri tali da richiedere un intervento politico (articolo 5 del regolamento (UE) n. 1176/2011). Nella preparazione dell'esame approfondito degli Stati membri interessati la Commissione terrà conto delle discussioni concernenti la relazione tenute in sede di Parlamento europeo, Consiglio e Eurogruppo. Gli esami approfonditi, che saranno pubblicati nella primavera 2021, forniranno alla Commissione la base per valutare l'esistenza e la gravità degli squilibri macroeconomici e per individuare le carenze delle politiche adottate.

1. SINTESI

La presente relazione sul meccanismo di allerta è realizzata nel contesto della crisi della COVID-19. Alla luce del rapido e marcato mutamento delle condizioni economiche determinato dalla crisi generata dalla COVID-19, la lettura in chiave economica della presente relazione comprende una

[1] Il Regno Unito è uscita dall'Unione europea il 31 gennaio 2020 sulla base dell'accordo sul recesso del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord dall'Unione europea e dalla Comunità europea dell'energia atomica ("l'accordo di recesso", GU C 384 I del 12.11.2019, pag. 1) ma il diritto dell'Unione continua ad applicarsi nei confronti del Regno Unito e al suo interno per tutta la durata del periodo di transizione che avrà fine il 31 dicembre 2020.

valutazione rafforzata e prospettica dei rischi per la stabilità macroeconomica e per l'evoluzione degli squilibri macroeconomici. A tal fine occorre guardare oltre i dati definitivi annuali del quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta, che nella relazione di quest'anno riguarda il periodo fino al 2019. Pertanto, al fine di valutare le possibili implicazioni della crisi COVID-19, la relazione di quest'anno, rispetto a quelle degli anni precedenti, fa un uso maggiore di previsioni e dati ad alta frequenza[2].

L'attuale ciclo di sorveglianza del semestre europeo è oggetto di un adeguamento temporaneo per assicurare un'attuazione coerente ed efficace del dispositivo per la ripresa e la resilienza, che inciderà anche sull'attuazione della procedura per gli squilibri macroeconomici. La strategia annuale per la crescita sostenibile 2021, adottata a metà settembre, ha avviato il ciclo del semestre europeo di quest'anno e ha definito orientamenti strategici per l'attuazione del dispositivo per la ripresa e la resilienza[3]. Il dispositivo per la ripresa e la resilienza prevede che gli Stati membri adottino piani per la ripresa e la resilienza che definiscono riforme e investimenti per affrontare i principali problemi economici e sono conformi alle priorità dell'UE, incluse le raccomandazioni specifiche per paese rivolte agli Stati membri negli ultimi anni e in particolare nei cicli del semestre 2019 e 2020. Il dispositivo per la ripresa e la resilienza costituisce pertanto un'opportunità per gli Stati membri di attuare riforme e investimenti in linea con le raccomandazioni della procedura per gli squilibri macroeconomici al fine di affrontare le cause strutturali soggiacenti e di lunga data degli squilibri macroeconomici esistenti. Il monitoraggio specifico delle risposte politiche agli squilibri macroeconomici non avrà luogo nell'autunno 2020, bensì nel contesto della valutazione dei piani per la ripresa e la resilienza[4]. La prossima edizione degli esami approfonditi, che sarà pubblicata nella primavera 2021 contestualmente alla valutazione dei programmi di stabilità e convergenza, analizzerà a fondo la gravità e l'andamento degli squilibri precedentemente individuati e i rischi che se ne presentino di nuovi[5].

La maggior parte degli squilibri macroeconomici è stata oggetto di un processo di correzione in un contesto macroeconomico favorevole fino allo scoppio della crisi COVID-19. *Squilibri di flusso*, quali i disavanzi delle partite correnti eccessivamente elevati o un notevole aumento del credito, erano stati corretti negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2008, in un contesto di diffusa riduzione dell'indebitamento del settore privato. L'espansione economica iniziata nel 2013 ha favorito la correzione *degli squilibri di stock*, che è iniziata più tardi ed è progredita più lentamente, inducendo la riduzione del rapporto tra il debito privato, pubblico ed esterno e il PIL e rafforzando i bilanci delle banche. Al contempo, negli ultimi anni l'espansione economica ha generato alcuni rischi di surriscaldamento, soprattutto a livello delle dinamiche dei prezzi delle abitazioni e dell'andamento della competitività di costo, in particolare nei paesi in cui la crescita economica era più vigorosa.

---

2 Il regolamento (UE) n. 1176/2011 fa menzione esplicita del fatto che l'analisi della relazione sul meccanismo di allerta possa utilizzare altre informazioni pertinenti (articolo 3, paragrafo 2). I dati del quadro di valutazione figurano nelle tabelle 1 e 2 alla fine della presente relazione. La presente relazione è corredata di un allegato statistico.

3 Strategia annuale per la crescita sostenibile 2021 (COM(2020) 575 final), disponibile al seguente indirizzo: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_20_1658

4 Per gli Stati membri che presentano squilibri, il monitoraggio specifico consiste in una sorveglianza mirata dei progressi delle politiche volte a correggere gli squilibri, in aggiunta alla sorveglianza che avviene nel ciclo del semestre europeo. Negli anni scorsi era stato effettuato in autunno.

5 Per gli Stati membri che presentavano squilibri o squilibri eccessivi nel febbraio di quest'anno, i commenti specifici per paese nella relazione sul meccanismo di allerta di quest'anno (sezione 5) sintetizzano inoltre le più recenti raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici e le misure adottate da tali paesi per darvi attuazione.

Una serie di squilibri macroeconomici esistenti è aggravata dalla crisi COVID-19 e nuovi rischi potrebbero profilarsi all'orizzonte. In particolare, è in aumento il rapporto tra debito pubblico e privato e PIL. In prospettiva futura il rimborso del debito del settore privato potrebbe essere ostacolato da livelli modesti di attività economica, dai fallimenti e dalla debolezza del mercato del lavoro. Tali difficoltà di rimborso potrebbero incidere sui bilanci delle banche e comprometterne ulteriormente la redditività. Allo stesso tempo, si prevede che le dinamiche eccessivamente esuberanti del costo del lavoro o dei prezzi delle abitazioni, che hanno caratterizzato il recente passato, si affievoliranno, ma potrebbero insorgere problemi qualora tali adeguamenti si traducessero in eccessive correzioni al ribasso, in particolare per quanto riguarda i prezzi delle case negli Stati membri in cui le famiglie hanno già un debito elevato.

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

- **prevedibilmente, nella maggior parte degli Stati membri l'evoluzione delle partite correnti a seguito della crisi COVID-19 non subirà grosse variazioni.** Il disavanzo delle partite correnti resta modesto nella maggior parte dei paesi. In alcuni casi continuano a registrarsi avanzi consistenti, che si sono però ridotti negli ultimi anni. A causa della crisi COVID-19 si prevedono pochi cambiamenti nelle partite correnti, in forte contrasto con l'andamento registrato nel corso della crisi finanziaria mondiale: allora i paesi dell'UE presentavano disavanzi significativi e la crisi ne ha innescato la correzione. La stabilità dei dati relativi alle partite correnti cela tuttavia grandi cambiamenti nel contributo dei vari settori alla posizione generale sull'estero, in quanto i forti aumenti della posizione di accreditamento netto del settore privato sono controbilanciati da un sostanziale peggioramento della posizione di accreditamento netto degli Stati derivante dai loro sforzi per attenuare l'impatto della crisi.
- **Secondo le previsioni i miglioramenti registrati negli ultimi anni nella posizione patrimoniale netta sull'estero della maggior parte degli Stati membri si arresteranno.** Benché in una serie di Stati membri permangano ingenti stock di squilibri esterni, i miglioramenti della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) sono proseguiti nel 2019 nella maggior parte dei paesi dell'UE, grazie a saldi delle partite correnti superiori ai livelli di stabilizzazione della posizione patrimoniale netta sull'estero, alla crescita del PIL nominale e talvolta a forti effetti di valutazione positivi. In prospettiva, si prevede che il miglioramento del rapporto tra posizione patrimoniale netta sull'estero e PIL si arresterà sulla scia della forte contrazione del PIL nel 2020 e della relativa stabilità dei risultati delle partite correnti.
- **All'inizio della crisi COVID-19 sono emerse alcune tensioni sui finanziamenti esterni in alcuni Stati membri non appartenenti alla zona euro.** I movimenti di capitali e i tassi di cambio di alcuni Stati membri non appartenenti alla zona euro sono stati soggetti a pressioni di mercato per un breve periodo tra fine marzo e aprile in una fase di accresciuta avversione al rischio. Da allora tali pressioni sono diminuite in un contesto di miglioramento dei risultati dei mercati finanziari.
- **Benché l'impatto della crisi COVID-19 sul mercato del lavoro sia stato fino ad oggi relativamente modesto, se paragonato alla portata della recessione, grazie anche all'adozione di misure quali i regimi di riduzione dell'orario lavorativo, si prevede tuttavia un aumento della disoccupazione.** La crisi ha messo fine ad anni di miglioramento dei mercati del lavoro in tutta l'UE. Ad oggi ha determinato per lo più un calo della media oraria per addetto, mentre la disoccupazione è aumentata solo leggermente. Il fenomeno del mantenimento delle eccedenze di manodopera da parte delle imprese, che ha caratterizzato molte economie dell'UE nel 2020, è largamente dovuto a iniziative finanziate con fondi statali per preservare i posti di lavoro, in particolare i regimi temporanei di riduzione dell'orario lavorativo. Ci si aspetta

comunque un aumento della disoccupazione anche se in una fase successiva, come avviene in genere dopo una recessione. Vi sono in particolare rischi di perdite significative di posti di lavoro nei settori fortemente colpiti dalla pandemia, ma ciò dipenderà dalla durata di tali effetti e dall'intensità della risposta politica.

- **Benché il costo del lavoro per unità di prodotto sia aumentato rapidamente in diversi paesi dell'UE negli ultimi anni a seguito dell'aumento dei salari e del debole incremento della produttività, in prospettiva se ne prevede una riduzione dopo il forte incremento registrato nel 2020.** Forti dinamiche del costo del lavoro per unità di prodotto in un contesto di vigorosa crescita economica sono state registrate negli ultimi anni in diversi paesi dell'Europa centrale e orientale e nei paesi baltici. In base alle proiezioni, la riduzione della produttività del lavoro, derivante dal calo della produzione associato agli interventi per preservare i posti di lavoro, spingerà al rialzo il costo del lavoro per unità di prodotto nel 2020, nonostante il marcato rallentamento della crescita dei salari. Nel 2021 la prevista graduale ripresa dell'attività economica determinerà prevedibilmente un rialzo della produttività nominale, controbilanciando in parte l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2020.
- **Si prevede che nel 2020 il debito delle imprese aumenterà considerevolmente in tutti i settori, in particolare a causa del fabbisogno di liquidità.** La pandemia ha determinato un forte aumento del credito per finanziare il capitale di esercizio e nella maggior parte dei paesi si è registrato un aumento del credito alle società non finanziarie. Le garanzie del credito hanno aiutato le imprese a contrarre prestiti a sostegno delle loro attività e a rafforzarne le posizioni in liquidità. Anche le moratorie sul rimborso dei debiti hanno contribuito all'aumento del debito. Stando alle previsioni, un livello del debito crescente e il concomitante calo significativo del PIL nel 2020 farà aumentare in modo notevole il rapporto debito/PIL, soprattutto nel breve termine. In prospettiva le dinamiche del rapporto debito/PIL migliorerebbero di pari passo con la ripresa ma il servizio del debito potrebbe essere problematico, in particolare nei settori in cui l'impatto della pandemia si farà sentire più a lungo, con ricadute negative anche sui bilanci dei creditori.
- **Le dinamiche del debito delle famiglie appaiono relativamente contenute.** Prima della crisi COVID-19 il credito alle famiglie aveva ripreso a crescere a ritmi sostenuti in diversi paesi dopo anni di riduzione dell'indebitamento o di dinamiche moderate. L'andamento dello stock di debito delle famiglie sembra essere in leggera decelerazione nel 2020, nonostante l'impatto delle moratorie sul debito, che hanno allentato le pressioni di liquidità per le famiglie indebitate e ridotto la frequenza dei rimborsi. Il rapporto debito delle famiglie/PIL registra nel 2020 un aumento automatico dovuto al calo del PIL. Allo stesso tempo si è registrato un aumento dei risparmi delle famiglie a seguito del drastico calo dei consumi. Le prospettive di rimborso del debito delle famiglie sono tuttavia oscurate dal peggioramento del mercato del lavoro.
- **Benché la crescita dei prezzi delle abitazioni sia rimasta vigorosa nel 2020, con accelerazioni in alcuni paesi, è probabile un suo rallentamento e una possibile correzione al ribasso.** Nel 2019 i prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere a tassi elevati, anche in una serie di paesi in cui erano presenti rischi di sopravvalutazione. L'impatto della crisi sulle prospettive occupazionali e sui redditi delle famiglie si traduce generalmente in una riduzione nelle dinamiche dei prezzi delle abitazioni. I più recenti dati trimestrali indicano già un rallentamento dei mercati immobiliari in più della metà dei paesi dell'UE. Le previsioni sulla crescita dei prezzi delle abitazioni indicano per il periodo 2020-2021 correzioni al ribasso nella grande maggioranza degli Stati membri.
- **Dopo una tendenza al ribasso negli ultimi anni grazie a una crescita vigorosa del PIL nominale, il debito pubblico è ora in rapida crescita in tutti gli Stati membri e in particolare in quelli in cui la crisi COVID-19 ha avuto il più forte impatto.** Negli ultimi anni il debito pubblico ha continuato a diminuire nella maggior parte degli Stati membri, ma in alcuni paesi

fortemente indebitati la riduzione è stata nulla o limitata. Durante la crisi, i governi degli Stati membri dell'UE hanno consentito l'attivazione degli stabilizzatori automatici e hanno fornito un sostegno diretto in termini di bilancio e liquidità per mitigare la crisi sanitaria e gli effetti della riduzione delle spese del settore privato. Il rapporto debito pubblico/PIL registra un aumento più marcato nei paesi in cui i livelli del debito erano già altissimi prima della crisi e ciò si spiega inoltre con il fatto che la recessione è stata più profonda in questi paesi. Un allentamento eccezionale delle condizioni monetarie e diverse iniziative adottate a livello UE e di zona euro hanno mantenuto i costi di finanziamento a livelli storicamente bassi, sostenendo la fiducia. Mentre alcuni paesi hanno tratto vantaggio dall'elevata liquidità e dalla richiesta degli investitori di allungare le scadenze del loro debito sovrano, la struttura del debito pubblico potrebbe comportare rischi per altri paesi, a causa in particolare dei titoli a breve termine e della quota elevata del debito denominata in valuta estera.

- **Benché le condizioni del settore bancario dell'UE siano migliorate negli ultimi anni, lo shock della COVID-19 potrebbe metterne alla prova la resilienza.** Le condizioni nel settore bancario sono considerevolmente migliorate dopo la crisi finanziaria mondiale e i coefficienti di capitale e le riserve di liquidità sono molto più elevati rispetto a dieci anni fa. Tuttavia hanno pesato sul settore i ridotti livelli di redditività in un contesto di bassi tassi di interesse e, in alcuni paesi, i livelli ancora relativamente elevati dei crediti deteriorati. L'abbondante liquidità messa a disposizione dalle banche centrali ha contribuito ad evitare una stretta creditizia a seguito della pandemia della COVID-19, mentre la sospensione dei pagamenti dei dividendi e l'allentamento temporaneo della regolamentazione hanno dato ulteriore respiro alle banche. Si prevede che la crisi avrà un impatto negativo sulla qualità degli attivi e le prospettive di redditività. Le crescenti difficoltà di rimborso del debito da parte di imprese e famiglie potrebbero tradursi in crediti deteriorati in futuro, in particolare non appena arrivino a scadenza le moratorie sul debito. La correzione al ribasso dei prezzi delle abitazioni può avere un impatto sulla valutazione delle garanzie reali e quindi sui bilanci delle banche.

Lo shock provocato dalla COVID-19, che sta esacerbando gli squilibri esistenti nella zona euro, impone di utilizzare al meglio le misure di sostegno dell'UE. Secondo le previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione, gli Stati membri che più hanno risentito della crisi sul piano economico, per la gravità della pandemia o per la loro dipendenza da settori altamente esposti, sono caratterizzati da livelli elevati di debito pubblico e esterno. Se ne può concludere che la crisi generata dalla COVID-19 determina un'accentuazione delle tendenze già esistenti nella zona euro per quanto riguarda il debito nazionale ed estero. Una serie di paesi che hanno risentito fortemente della pandemia erano stati caratterizzati negli ultimi anni da una crescita potenziale anemica. Per questo la pandemia potrebbe inoltre esacerbare le divergenze economiche. Contestualmente, nonostante il forte calo della domanda mondiale, si prevede che la zona euro nel suo insieme continuerà a presentare un avanzo commerciale, indice del fatto che vi potrebbe essere ulteriore margine per un'espansione della domanda interna a livello aggregato della zona euro, sostenendo al contempo gli sforzi della BCE per conseguire gli obiettivi di inflazione. Alla luce dell'indebitamento crescente in tutti gli Stati membri, il dispositivo per la ripresa e la resilienza e altri strumenti di sostegno finanziario messi in atto nella zona euro e nell'UE, tra cui SURE e ReactEU, e una maggiore flessibilità nell'uso degli altri fondi dell'UE, possono aiutare gli Stati membri a creare le condizioni per una ripresa duratura e ad aumentare la resilienza. In prospettiva è importante che le misure politiche di sostegno, le riforme e gli investimenti messi in atto nella zona euro siano combinati in modo tale da affrontare in modo efficace gli squilibri macroeconomici, in particolare quando sono eccessivi.

Complessivamente si può concludere che, a seguito della crisi COVID-19, si registra un aumento dei rischi nei paesi che già registravano squilibri (eccessivi). In una certa misura si può dire che la crisi COVID-19 costituisca un passo indietro nella graduale riduzione degli squilibri in molti Stati membri, che era principalmente trainata dall'espansione economica registrata a partire dal 2013. Allo stesso tempo le pressioni di surriscaldamento preesistenti connesse alla forte crescita dei prezzi delle abitazioni e del costo del lavoro per unità di prodotto appaiono ora meno rischiose nel medio termine e potrebbero persino subire una correzione al ribasso. Benché finora le pressioni sui flussi di capitale e sui tassi di cambio si siano dimostrate di breve durata nel 2020, il clima sui mercati potrebbe rimanere volatile. Per questo la sorveglianza deve concentrarsi sui paesi in cui i rischi appaiono in aumento e che grosso modo coincidono con quelli in cui sono già stati individuati squilibri. Inoltre devono essere monitorati attentamente gli sviluppi in altri Stati membri, comprese alcune economie non appartenenti alla zona euro, nelle quali in primavera i problemi di sostenibilità esterna si sono tradotti in pressioni di mercato, come pure negli Stati membri con livelli di debito molto elevati.

L'aumento del rapporto debito privato e debito pubblico/PIL nel 2020 impone di esercitare un attento monitoraggio, pur non richiedendo in questa fase nuovi esami approfonditi. I rischi di squilibri macroeconomici, in particolare quelli legati all'aumento del rapporto debito/PIL, si stanno aggravando soprattutto nei paesi che già presentavano squilibri o squilibri eccessivi. Gli aumenti significativi del rapporto debito/PIL nel 2020 sono in larga misura legati all'effetto automatico di recessioni temporanee ma profonde che hanno ridotto il denominatore di tale rapporto. L'aumento del debito pubblico e del debito delle imprese è legato inoltre agli aggiustamenti dovuti allo shock temporaneo della COVID-19 e al risultato di interventi politici mirati e temporanei (collegati anche a misure quali garanzie bancarie e moratorie sui rimborsi) volti ad attenuare l'impatto della crisi ed evitare che in prospettiva la pandemia abbia ripercussioni ancora maggiori sull'attività economica, i redditi e la stabilità macroeconomica. Evitare che la recessione si protragga e si aggravi è necessario per migliorare le prospettive future del debito, anche qualora ciò implichi un aumento temporaneo dello stesso.

Saranno preparati esami approfonditi per gli Stati membri nei quali sono già stati individuati squilibri o squilibri eccessivi. In linea con la prassi prudenziale saranno condotti esami approfonditi per valutare se gli squilibri esistenti siano in via di correzione, persistano o si stiano aggravando, prestando al contempo la dovuta attenzione alle politiche correttive attuate. La preparazione di esami approfonditi è pertanto prevista per i 12 Stati membri per i quali i risultati degli esami approfonditi del febbraio 2020 hanno individuato squilibri o squilibri eccessivi[6]. Sono nove gli Stati membri che presentano attualmente squilibri (**Croazia, Francia, Germania, Irlanda, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Spagna**, e **Svezia**), mentre nel caso di **Cipro, Grecia**, e **Italia** sono stati individuati squilibri eccessivi.

La presente relazione sul meccanismo di allerta illustra gli sviluppi potenzialmente rischiosi in diversi Stati membri per i quali non saranno effettuati esami approfonditi. A seguito della pandemia sono emersi rischi connessi al finanziamento esterno in alcuni paesi non appartenenti alla zona euro. Nel caso dell'Ungheria appare necessario il monitoraggio dell'interazione tra debito pubblico

---

[6] Cfr. "Semestre europeo 2020: 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(2020) 150 final del 26.2.2020). La Bulgaria è stata oggetto di un esame approfondito nel febbraio di quest'anno, da cui è emerso che non presentava più squilibri.

e finanziamento esterno[7]. Il debito pubblico è finanziato in parte in valuta estera, indice del carattere aperto dell'economia e del fatto che parte delle entrate dei settori pubblico e privato sono in valuta estera. Tuttavia, il debito pubblico ha una scadenza molto breve ed è per buona parte detenuto dal settore bancario nazionale, mentre all'inizio del 2020 le riserve ufficiali erano prossime ai minimi prudenziali. Se, da un lato, le pressioni sul mercato si sono attenuate a partire dalla primavera e non vi sono attualmente indicazioni concrete che vi siano rischi di squilibri, tali rischi, dall'altro, potrebbero riemergere in futuro e richiedono pertanto un attento monitoraggio. Le implicazioni dell'aumento del rapporto debito/PIL meritano anche un monitoraggio in alcuni Stati membri attualmente non soggetti alla sorveglianza nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici. Si prevede che sia il debito privato che il debito pubblico aumenteranno ulteriormente al di sopra delle soglie della procedura per gli squilibri macroeconomici. Gli Stati membri nei quali si prevede che il debito privato aumenti al di sopra della soglia sono la Danimarca, la Finlandia e il Lussemburgo. Secondo le previsioni, il debito pubblico crescerà ulteriormente al di sopra del 60 % del PIL in Austria e in Slovenia. Non è ancora molto chiaro in che misura tali sviluppi comporteranno rischi aggiuntivi per la stabilità macroeconomica, data in particolare la necessità di valutare le prospettive di crescita nel medio e lungo termine e di come siano influenzate dalla crisi COVID-19. Pertanto, benché il previsto aumento del rapporto debito/PIL richieda un attento monitoraggio, non è necessario in questa fase effettuare un esame approfondito per altri Stati membri.

2. PROSPETTIVE ECONOMICHE IN MUTAMENTO: LE IMPLICAZIONI PER GLI SQUILIBRI ECONOMICI DELLA ZONA EURO

La pandemia generata dalla COVID-19 ha rappresentato uno shock unico per l'economia. Lo scoppio della pandemia è stato seguito, a partire da marzo 2020, da misure restrittive per limitare il contagio che sono state gradualmente allentate a partire da maggio nella maggior parte degli Stati membri. Le misure messe in atto erano generalmente proporzionate alla gravità dell'emergenza sanitaria ma con differenze rilevanti da un paese all'altro[8]. A seguito della pandemia un massiccio shock della domanda che ha colpito i consumi è stato aggravato da restrizioni dell'approvvigionamento durante il confinamento. La dinamica dei consumi rimane modesta rispetto alle tendenze registrate prima della pandemia, in particolare per le attività nell'ambito dei servizi in cui è più difficile evitare il contatto umano. Gli investimenti continuano a essere ostacolati dal perdurare dell'incertezza. La minore crescita del reddito e dell'occupazione, nonché la dinamica modesta del mercato delle esportazioni, continueranno a frenare la domanda. La perturbazione di alcune catene del valore e le misure di distanziamento sul luogo di lavoro continuano a incidere sull'offerta e a ridurre la produttività[9]. L'UE e altre regioni del mondo sono attualmente colpite da una nuova ondata della pandemia, sulla cui gravità e durata permangono notevoli incertezze. Nel complesso, le previsioni economiche dell'autunno 2020 della Commissione prevedono un calo del PIL al -7,8 % nella zona euro e al -7,4 % nell'UE nel 2020. Nonostante le previsioni di ripresa nel 2021, il PIL si attesterà presumibilmente al di sotto dei livelli pre-crisi del 2019 (grafico 1)[10] [11].

---

7 L'interazione tra le finanze pubbliche e il settore esterno merita di essere analizzata anche nell'esame approfondito previsto per la Romania.

8 Cfr. https://ec.europa.eu/info/files/policy-measures-against-spread-coronavirus_en. Cfr. anche il "Fiscal Monitor" dell'ottobre 2020 del Fondo monetario internazionale.

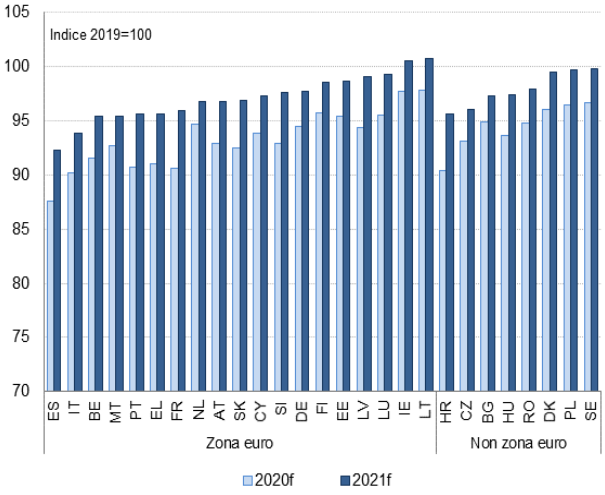
9 Cfr. anche le prospettive economiche mondiali del Fondo monetario internazionale, capitolo 2, ottobre 2020.

10 Commissione europea, previsioni economiche d'autunno 2020, documento istituzionale 136, novembre 2020.

Grazie a una risposta politica di eccezionale portata è stato possibile attenuare le ripercussioni economiche della crisi COVID-19. Nell'UE e nelle principali aree del mondo sono stati messi in atto interventi politici straordinari per evitare il collasso dei redditi a seguito delle misure restrittive adottate e per ridurre il rischio di elevate perdite di posti di lavoro e di fallimento delle imprese. I governi hanno fornito un sostegno di bilancio in forma di regimi temporanei di riduzione dell'orario lavorativo e un sostegno al reddito per i disoccupati. Sono state decise moratorie per il pagamento delle imposte e il rimborso dei mutui ipotecari. Sono state fornite garanzie per i prestiti bancari per evitare una contrazione del credito. La BCE ha adottato un'ampia gamma di misure di sostegno per preservare la stabilità finanziaria e il regolare funzionamento dei mercati, tra cui la fornitura di liquidità supplementare alle banche, l'allentamento dei requisiti in materia di garanzie e i corposi acquisti supplementari di attività del settore pubblico e privato nell'ambito del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica. Il meccanismo di vigilanza unico ha allentato i requisiti normativi per le banche in maniera anticiclica. Il meccanismo europeo di stabilità (MES) ha messo a disposizione di tutti gli Stati membri della zona euro un sostegno per la gestione della crisi pandemica basato sulla linea di credito soggetta a condizioni rafforzate (ECCL). L'UE e i suoi Stati membri hanno istituito tre reti di sicurezza per i lavoratori, le imprese e gli emittenti sovrani: uno strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione nello stato di emergenza (SURE), il fondo di garanzia paneuropeo della Banca europea per gli investimenti e la misura di salvaguardia per la gestione della crisi pandemica nel quadro del MES. La Commissione ha presentato proposte di nuovi strumenti per sostenere la ripresa (Next Generation EU) che sono state approvate dal Consiglio europeo di luglio, in particolare un dispositivo su larga scala per la ripresa e la resilienza. Il dispositivo concede sovvenzioni e prestiti per promuovere le riforme e gli investimenti, rafforzare la resilienza economica e sociale e agevolare la transizione verde e digitale, coerentemente con gli obiettivi dell'Unione in tali ambiti. È stata adottata una serie di altre misure politiche, tra l'utilizzo più rapido e flessibile dei rimanenti fondi dell'UE, l'istituzione di un quadro temporaneo per gli aiuti di Stato e l'attivazione della clausola di salvaguardia generale nel quadro del patto di stabilità e crescita.

[11] Il Regno Unito non è incluso nei grafici delle sezioni che seguono in quanto riguardano l'attuazione della procedura per gli squilibri macroeconomici nel 2021, che ha luogo alla fine del periodo di transizione.

Grafico 1: PIL a prezzi costanti rispetto ai livelli pre-crisi



Fonte: Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea (f)

Grafico 2: Clima economico e indice dei mercati azionari, 2013-2020



Fonte: Commissione europea e BCE, dati forniti da DataStream

La pandemia della COVID-19 è stata seguita all'inizio da forti reazioni sui mercati finanziari. I mercati finanziari hanno anticipato una grave recessione subito dopo lo scoppio della crisi pandemica. I mercati azionari hanno registrato un crollo a cause delle aspettative riviste sugli utili societari. I corsi delle obbligazioni hanno registrato dinamiche di fuga verso la sicurezza con conseguente aumento dei premi di rischio sui titoli di Stato percepiti come più rischiosi dagli investitori e incremento dei differenziali sulle obbligazioni societarie, in particolare per i segmenti a basso rating. Le dinamiche dei tassi di cambio sono state influenzate dalle pressioni sui mercati emergenti in un contesto di deflusso di capitali e di significative correzioni al ribasso dei prezzi del petrolio e delle materie prime. Pressioni al ribasso sono state registrate anche sulle valute di alcuni Stati membri non appartenenti alla zona euro. Tensioni sono state avvertite in particolare su alcune valute e rendimenti obbligazionari di Stati membri non appartenenti alla zona euro che hanno adottato regimi di cambio flessibili in un contesto di maggiore volatilità dei flussi di capitali[12].

La situazione sui mercati internazionali è migliorata sensibilmente dopo l'adozione di misure di sostegno da parte delle autorità pubbliche, discostandosi dalle prospettive dell'economia reale. I mercati azionari e obbligazionari si sono ripresi in un contesto di riduzione dei premi di rischio. I mercati dei tassi di cambio si sono stabilizzati, come quelli delle materie prime. Le perdite accumulate a seguito della pandemia sono state sostanzialmente ridotte e la volatilità del mercato è stata frenata. In un contesto caratterizzato da interventi massicci, tempestivi e credibili da parte delle autorità pubbliche, i mercati finanziari sembrano essersi discostati dalla prospettive dell'economia reale, che è tuttora caratterizzata da notevoli rischi al ribasso (grafico 2)[13].

---

12 Cfr. inoltre BCE, Rapporto sulla stabilità finanziaria, maggio 2020, Banca dei regolamenti internazionali, Relazione economica annuale, giugno 2020; e Fondo monetario internazionale, Relazione sulla stabilità finanziaria, aprile 2020, aggiornamento giugno 2020 e ottobre 2020.

13 L'indicatore del clima economico della Commissione, nonostante i segni di recupero, è tuttora al di sotto della media registrata dopo la ripresa del 2013, mentre il principale indice dei corsi azionari della zona euro è

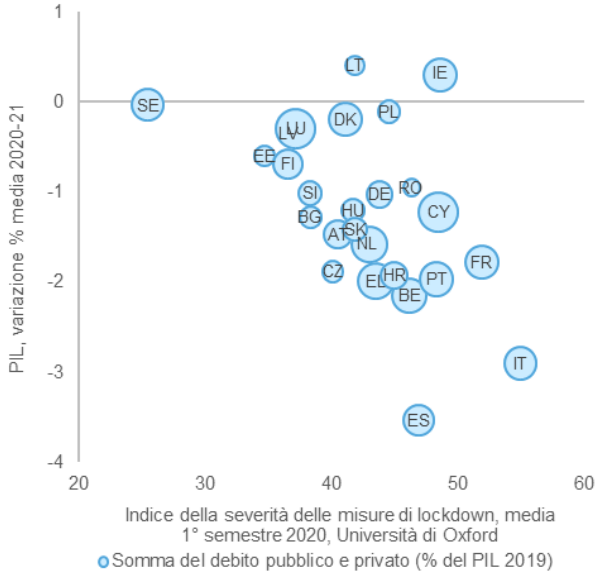
Esiste un elevato grado di incertezza riguardo alle prospettive economiche collegate all'evoluzione della pandemia come pure alle risposte politiche e al comportamento degli operatori economici. Gli effetti della recessione di primavera 2020 non si sono ancora pienamente dispiegati per quanto riguarda le implicazioni per l'occupazione, i fallimenti e i bilanci delle banche. La seconda ondata della pandemia, attualmente in corso, ha un impatto sulle prospettive di crescita a seguito dell'adozione di nuove misure di contenimento, che nel breve periodo si presume peseranno sull'attività e sul clima economici, con effetti negativi sui consumi e sugli investimenti, per quanto in misura minore rispetto alla primavera grazie all'adozione di un approccio più mirato. Di conseguenza, dopo una forte ripresa nel terzo trimestre, il PIL dell'UE sembra destinato a segnare una battuta d'arresto nel quarto trimestre del 2020. In aggiunta a tutto questo potrebbero riemergere tensioni commerciali e geopolitiche. Poiché il sostegno garantito dalle autorità monetarie e di bilancio è stato finora giudicato credibile dai mercati finanziari, una revoca prematura delle misure di politica economica potrebbe costituire un rischio. Non si possono escludere una nuova valutazione dei rischi e possibili nuovi episodi di tensioni finanziarie, soprattutto nei paesi che presentano una combinazione di elevato indebitamento, deboli posizioni esterne e un grande fabbisogno che non può essere integralmente finanziato a livello nazionale. Una nota positiva è data dal fatto che i progressi più rapidi nel controllo della pandemia e l'attuazione di politiche ambiziose e coordinate all'interno dell'UE potrebbero velocizzare la ripresa.

L'attuale andamento dell'economia ha implicazioni per gli squilibri macroeconomici. Il rapporto debito pubblico e privato/PIL è in aumento nella maggior parte degli Stati membri. Ciò è dovuto sia all'esito automatico della riduzione del denominatore del rapporto debito/PIL indotto dalla recessione sia da un aumento dell'indebitamento del settore pubblico e delle imprese per attenuare l'impatto della crisi COVID-19. In ultima analisi, il peggioramento delle prospettive per il debito pubblico e privato rappresenta un rischio che potrebbe incidere negativamente sui bilanci del settore finanziario in aggiunta alle possibili conseguenze dirette dello shock COVID-19 in termini di riduzione della redditività. Allo stesso tempo è tuttavia probabile che si arresti la tendenza osservata in una serie di Stati membri per quanto riguarda il deterioramento della competitività di prezzi e costi e la forte crescita dei prezzi delle abitazioni. Ciò solleva, però, a sua volta interrogativi sulle implicazioni di tale inversione di tendenza. In particolare, l'andamento debole o negativo del reddito da lavoro potrebbe ridurre la capacità di rimborso delle famiglie, mentre una correzione al ribasso dei prezzi delle abitazioni, soprattutto se si verifica in paesi con elevati livelli di indebitamento delle famiglie e avviene in modo disordinato, potrebbe incidere negativamente sui bilanci delle banche, riducendo il valore delle garanzie.

---

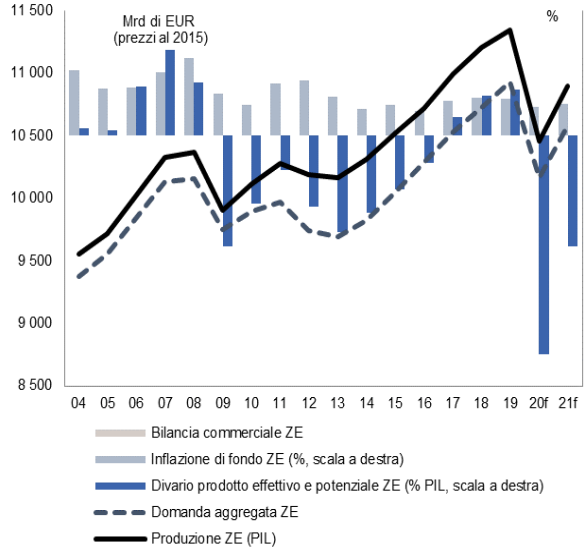
risalito sostanzialmente a valori in linea con la media per lo stesso periodo successivo al 2013. Cfr. anche Fondo monetario internazionale, Relazione sulla stabilità finanziaria, aggiornamento giugno 2020 e ottobre 2020.

Grafico 3: Recessione, Indice di Oxford sulla severità delle misure di confinamento e i livelli di debito pre-COVID-19



Fonte: Eurostat, Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea e *Oxford COVID-19 Government Response Tracker* ("Oxford COVID-19 - Monitoraggio delle risposte dei governi").

Grafico 4: Produzione, domanda interna, esportazioni nette e inflazione di fondo nella zona euro



Fonte: AMECO e previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea.
Nota: mentre la differenza tra PIL e domanda interna dovrebbe corrispondere, per definizione, alla bilancia commerciale, i dati non sono pienamente allineati a causa delle discrepanze segnalate all'interno della zona euro.

Lo shock indotto dalla COVID-19 sembra aver esacerbato gli squilibri esistenti all'interno della zona euro[14]**.** Benché il livello del debito non sembra aver aggravato in modo significativo la recessione post-COVID-19, la maggior parte dei paesi maggiormente colpiti dalla pandemia e che hanno dovuto adottare misure di contenimento era caratterizzata da stock relativamente elevati di debito pubblico o privato (grafico 3)[15]. A causa delle recessioni particolarmente forti, il rapporto debito/PIL è in aumento soprattutto nei paesi in cui gli stock del debito erano già relativamente elevati[16]. Alcuni dei paesi

---

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

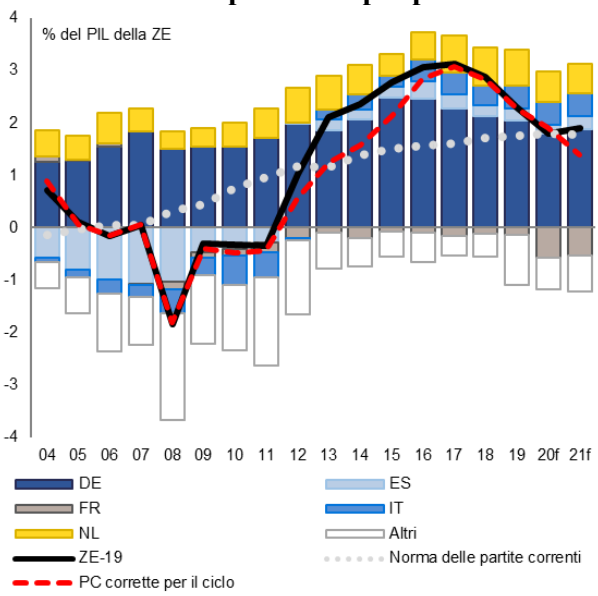
15 L'indice di Oxford riportato nel grafico 3 ha aggregato otto misure di contenimento e una componente sanitaria. Cfr. T. Hale et al. (2020), "*Variation in government responses to COVID-19*". BSG, Working Paper 32 (Version 8.0), Blavatnik School of Government, Università di Oxford, ottobre.

16 Se ci si basa su variabili quali la severità del confinamento, la qualità delle istituzioni e la dipendenza dal turismo, il debito pubblico non appare significativo in un esame trasversale dei fattori determinanti della portata della recessione post-COVID. I risultati confermano la convinzione secondo cui gli interventi delle autorità monetarie a sostegno dei mercati obbligazionari sono stati efficaci per evitare che le tensioni su tali mercati aggravassero le recessioni. Cfr. A. Sapir, "*Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently?*", Policy Contribution Issue no. 18, settembre 2020.

debitori netti duramente colpiti dalla pandemia sono inoltre caratterizzati da una quota relativamente elevata di entrate provenienti dal turismo (ad esempio Cipro, Grecia, Portogallo, Spagna), che sono particolarmente esposte alla crisi COVID-19, con implicazioni anche per i loro saldi con l'estero. In sintesi, la crisi della pandemia sembra aver rafforzato tendenze già esistenti all'interno della zona euro per quanto riguarda le divergenze economiche e l'indebitamento interno ed estero.

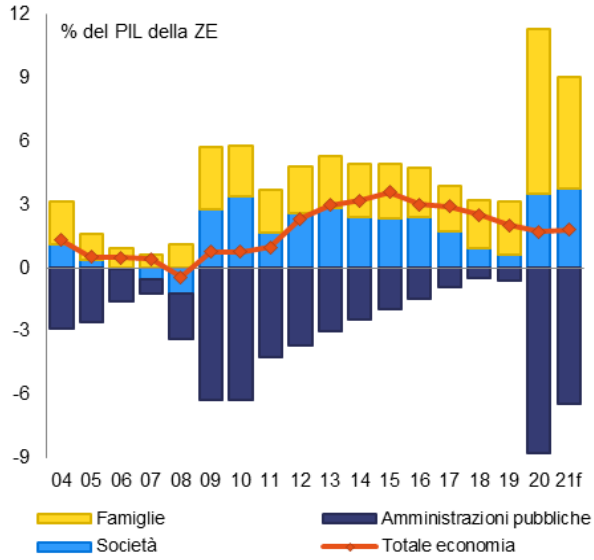
In considerazione del forte calo della domanda aggregata, cesserà probabilmente la graduale riduzione dell'avanzo commerciale della zona euro. L'avanzo commerciale della zona euro è in calo dal 2017 e si prevede che rimanga sostanzialmente stabile nel 2020 e nel 2021. Si prevede che il calo del PIL nel 2020 e la sua ripresa nel 2021 siano sostanzialmente in linea con l'andamento della domanda interna. Analogamente si prevede che la dinamica delle importazioni della zona euro sia fortemente allineata a quella delle esportazioni. Non si prevede pertanto un'ulteriore riduzione dell'avanzo commerciale della zona euro nel contesto di un deterioramento del divario tra prodotto effettivo e potenziale nel 2020, che si prevede sarà più pronunciato di quello osservato nel 2009 dopo la crisi finanziaria. In parallelo, si prevede che l'inflazione di fondo rimarrà contenuta (grafico 4).

Grafico 5: Evoluzione delle partite correnti della zona euro: ripartizione per paese



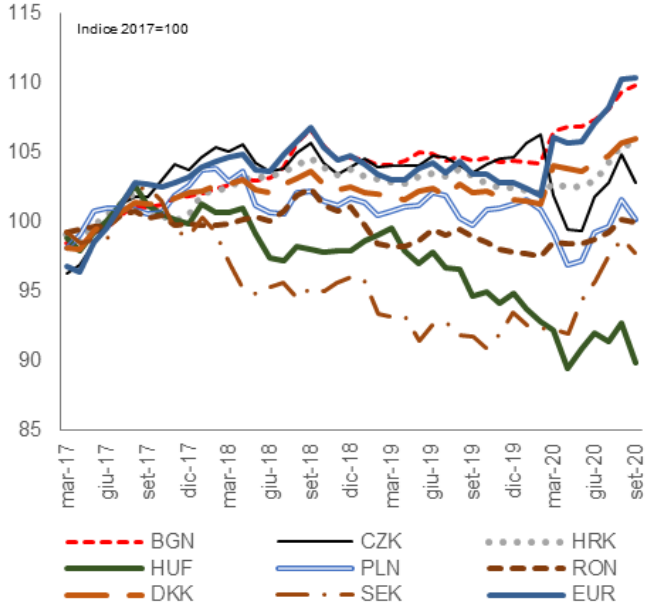
Fonte: Eurostat, bilancia dei pagamenti e Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea.
Nota: Le partite correnti della ZE19 per gli anni 2020 e 2021 corrispondono alle cifre adeguate delle previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea, che tengono conto delle discrepanze all'interno della zona euro nei dati comunicati da diversi istituti statistici nazionali (cfr. la nota 17).

Grafico 6: Accreditamento/indebitamento netto nella zona euro



Fonte: AMECO, Eurostat, Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea.
Nota: Le cifre relative al totale dell'economia nella ZE19 per gli anni 2020 e 2021 corrispondono alle cifre adeguate delle previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea. Per gli anni precedenti, le cifre relative al totale dell'economia della ZE19 corrispondono ai dati BdP di Eurostat sull'accreditamento/indebitamento netto. I dati per i settori delle famiglie e delle società per il 2020 e il 2021 sono calcolati come somma dei paesi ZE19, ad eccezione di Malta per la quale non sono disponibili dati.

Grafico 7: Tassi di cambio nominale effettivo (NEER)



Fonte: BCE

L'avanzo delle partite correnti della zona euro in percentuale del PIL è in calo dal 2017 e, secondo le proiezioni, diminuirà ulteriormente nel 2020. Le partite correnti della zona euro sono aumentate fino al 2017, nel contesto di un ampio processo di riduzione del debito, e da allora sono in flessione. Per il 2019 il saldo delle partite correnti della zona euro è stimato al 2,3 % del PIL(grafico 5)[17]. Mentre tra il 2017 e il 2018 la riduzione dell'avanzo delle partite correnti era dovuta principalmente all'andamento della bilancia commerciale delle merci, in particolare in relazione alle tensioni di politica commerciale e a una bolletta energetica più costosa, nel 2019 il calo è stato in gran parte riconducibile al saldo dei servizi. Ciononostante l'avanzo delle partite correnti della zona euro è rimasto nel 2019 il più elevato a livello mondiale in termini nominali. Il suo valore, anche se corretto per il ciclo, è rimasto leggermente al di sopra di una norma delle partite correnti in linea con i fondamentali economici della zona euro stimati al 2 % del PIL[18]. A politiche invariate, secondo le previsioni di autunno 2020 della Commissione europea l'avanzo delle partite correnti della zona euro scenderà ulteriormente all'1,8 % del PIL nel 2020 per salire fino all'1,9 % del PIL nel 2021, attestandosi quindi al di sotto della stima attuale della norma delle partite correnti. La prevista riduzione dell'avanzo della zona euro è in parte dovuta a una riduzione della bolletta energetica; il notevole apprezzamento dell'euro, iniziato nei primi mesi del 2020, (grafico 7) implicherebbe inoltre una riduzione delle partite correnti in futuro.

Se la ripartizione geografica dell'avanzo delle partite correnti della zona euro è rimasta stabile, i cambiamenti principali riguardano il contributo dei diversi settori dell'economia. L'avanzo della zona euro riflette principalmente le ingenti - ma in costante diminuzione - eccedenze registrate in Germania e nei Paesi Bassi, i cui saldi con l'estero combinati rappresentavano il 2,7 % del PIL della

---

17 Le cifre relative alle partite correnti della zona euro qui menzionate e utilizzate si riferiscono al saldo "aggiustato" delle partite correnti della zona euro rispetto al resto del mondo (dalle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti della zona euro), un valore in linea con la relazione degli Stati membri sul saldo delle partite correnti rispetto al resto del mondo (secondo il cosiddetto "concetto comunitario"). Questa cifra potrebbe discostarsi dalla somma dei saldi nominali delle partite correnti degli Stati membri, a causa delle asimmetrie dei saldi nella zona euro comunicati dai diversi istituti statistici nazionali.

18 L'FMI (rapporto sul settore esterno 2020) indica un valore pari a circa l'1,4 % del PIL per la norma delle partite correnti della zona euro.

zona euro nel 2019[19]. Si prevede che i saldi delle partite correnti della zona euro mantengano una certa stabilità tra i paesi anche nel 2020 e nel 2021 (grafico 5). La stabilità dei dati delle partite correnti cela tuttavia notevoli variazioni delle posizioni di accreditamento netto nei diversi settori dell'economia, in quanto il forte aumento della posizione di accreditamento netto del settore privato è quasi interamente compensato da un deterioramento di quella del settore pubblico (grafico 6). Questa tendenza, osservata per la zona euro nel suo insieme, trova riscontro anche all'interno dei singoli paesi. Nel 2020 il forte aumento dei risparmi delle famiglie è in gran parte riconducibile alle misure di confinamento e a un rallentamento della dinamica dei consumi di servizi che non consentono un sufficiente distanziamento fisico, come pure al risparmio precauzionale per far fronte a una situazione di maggiore incertezza. Il rapido aumento della posizione di accreditamento netto delle imprese è in parte dovuto al calo degli investimenti e in parte a un aumento del risparmio precauzionale. Il calo delle entrate pubbliche e le misure di bilancio messe in atto per attenuare l'impatto della pandemia sui redditi si sono tradotti in un sostanziale deterioramento della posizione di accreditamento netto del settore pubblico. Una situazione analoga, anche se meno marcata, è prevista nel 2021.

In prospettiva, per affrontare i crescenti rischi macroeconomici sarà necessaria un'attuazione efficace delle misure UE di sostegno.

- L'attuale crisi è profondamente diversa dalla crisi finanziaria del 2008. Mentre quest'ultima era dovuta in gran parte alla correzione di squilibri insostenibili (indebitamento eccessivo del settore finanziario, ampi e crescenti disavanzi con l'estero e debiti pubblici in aumento in periodi di congiuntura favorevole), la crisi della COVID-19 è il risultato di shock che hanno colpito l'economia a seguito di restrizioni governative e nuovi modelli comportamentali indotti da preoccupazioni sanitarie. Si tratta di shock intervenuti in un contesto in cui, grazie alle recenti condizioni economiche favorevoli, la maggior parte delle posizioni sull'estero ha registrato un pareggio o un avanzo, la riduzione dell'indebitamento del settore finanziario negli ultimi anni ha creato solide riserve di capitale nel settore bancario, la riduzione dell'indebitamento del settore privato ha riportato il rapporto debito privato/PIL a livelli ben inferiori ai massimi osservati prima della crisi finanziaria del 2008 e il rapporto debito pubblico/PIL ha avviato una traiettoria discendente nella maggior parte degli Stati membri della zona euro.
- In prospettiva, le possibilità di rimborso del debito dipenderanno dalla capacità di assicurare la ripresa economica e di rafforzare i fondamentali economici, ciò che richiederà a sua volta l'adozione di un orientamento favorevole per tutto il 2021. Una ripresa sostenibile è fondamentale sia per il settore pubblico, perché incide sulla dinamica delle entrate pubbliche, sia per il settore delle imprese finanziarie e non finanziarie, in quanto la capacità di rimborso è in funzione della redditività, come pure per le famiglie, la cui capacità futura di rimborsare i mutui ipotecari dipenderà dalle dinamiche dell'occupazione e del reddito.
- Un uso efficace degli strumenti messi in atto nella zona euro e nell'UE, associato a un'effettiva attuazione delle riforme e degli investimenti, potrebbe favorire una ripresa duratura e a rafforzare la resilienza. Sarà fondamentale che i finanziamenti dell'UE siano interamente assorbiti e convogliati verso gli usi più produttivi, sia per rafforzare l'impatto economico dei fondi sia per prevenire il rischio che tale aumento della spesa in un breve lasso di tempo alimenti una crescita eccessiva delle attività non commerciabili e squilibri esterni nei paesi in cui i flussi in entrata rappresentano una grande quota del PIL.

---

[19] La somma degli avanzi registrati in Germania e nei Paesi Bassi è superiore all'avanzo della zona euro, dato che alcuni Stati membri hanno registrato un disavanzo nel 2019; cfr. anche la nota 17.

- In prospettiva è importante che le misure politiche di sostegno, le riforme e gli investimenti messi in atto nella zona euro siano combinati in modo tale da affrontare in modo efficace gli squilibri macroeconomici, in particolare quando sono eccessivi.

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

La relazione sul meccanismo di allerta si basa su una lettura in chiave economica degli indicatori del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, **che costituisce un filtro per individuare indizi di possibili rischi e vulnerabilità**. Il quadro di valutazione comprende 14 indicatori con soglie indicative nei seguenti settori: posizioni sull'estero, competitività, debito privato e pubblico, mercati immobiliari, settore bancario e occupazione. Esso si basa su dati effettivi con una buona qualità statistica per garantire la stabilità dei dati e la coerenza tra paesi. 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[20]. Una serie di 28 indicatori ausiliari integra la lettura del quadro di valutazione.

Rispetto alle precedenti, la presente relazione sul meccanismo di allerta fa un uso maggiore delle previsioni e dei dati ad alta frequenza al fine di valutare anche le possibili implicazioni della crisi della COVID-19 in un contesto di grande incertezza. Tali implicazioni non possono essere rilevate dal quadro ufficiale della relazione sul meccanismo di allerta, in quanto esso tiene conto soltanto dei dati fino al 2019. Pertanto, i valori delle variabili del quadro di valutazione e altre variabili pertinenti per l'analisi della procedura per gli squilibri macroeconomici relativi al 2020 e al 2021 sono stati stimati utilizzando i dati delle previsioni della Commissione e le previsioni a brevissimo termine (*nowcast*) tratte dai dati infrannuali (cfr. il riquadro 1 per i dettagli sulle variabili del quadro di valutazione). Benché tale esercizio appaia necessario per valutare la situazione attuale, occorre tuttavia ricordare che tali previsioni sono caratterizzate da una sostanziale incertezza. Nella valutazione della relazione sul meccanismo di allerta si tiene conto, come negli anni precedenti, anche delle informazioni tratte dai quadri di valutazione, nonché dei risultati degli esami approfonditi esistenti e delle relative analisi. L'analisi della Commissione continua a essere soggetta ai principi di trasparenza per quanto riguarda l'analisi e i dati utilizzati e di prudenza in relazione alle conclusioni, tenendo conto del fatto che sussistono incertezze quanto alla qualità dei dati.

I dati del quadro di valutazione indicano che la recente correzione degli squilibri degli stock è destinata ad arrestarsi e che presumibilmente la crisi attenuerà i rischi di surriscaldamento osservati negli ultimi anni. L'analisi dei valori che nel corso degli anni sono risultati superiori alla soglia nel quadro di valutazione della relazione sul meccanismo di allerta rivela alcune tendenze che sono illustrate di seguito (grafico 8).

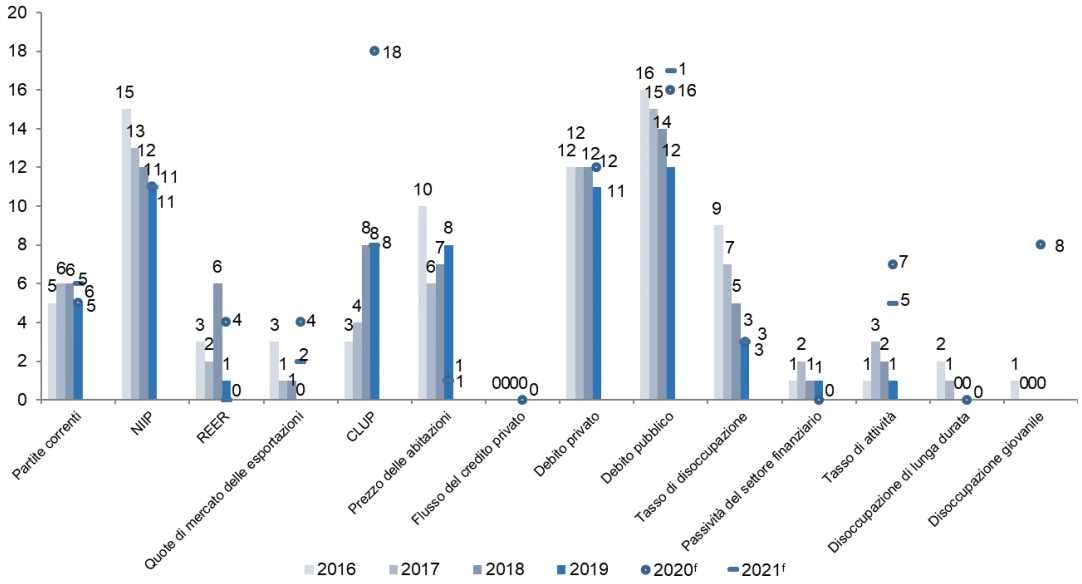
- L'espansione economica iniziata nel 2013 ha contribuito a ridurre il rapporto debito privato e debito pubblico/PIL grazie al favorevole effetto denominatore, come si può constatare dal numero di paesi che presentano rapporti debito/PIL superiori alle soglie fino al 2019. La crisi della COVID-19 sembrerebbe aver messo fine a questa tendenza.

---

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

- Dopo la correzione degli ampi disavanzi delle partite correnti degli anni 2000, la scorsa decade è stata segnata dall'accumulo di ampi avanzi delle partite correnti in alcune economie, che si è poi ridotto negli ultimi anni. Si prevede che la crisi COVID-19 non modificherà in modo sostanziale l'aggiustamento esterno, poiché il suo impatto sui conti con l'estero sarà prevedibilmente limitato, con ripercussioni solo marginali sul numero di paesi che superano le soglie per i saldi delle partite correnti e le posizioni patrimoniali nette sull'estero.
- Il rapido aumento del costo del lavoro per unità di prodotto e dei prezzi delle abitazioni ha determinato negli ultimi anni valori superiori alle relative soglie. Si prevede tuttavia che la crisi COVID-19 metterà gradualmente fine alla tendenza al surriscaldamento registrata nei paesi in rapida crescita. Questo aspetto è particolarmente visibile nel livello dei prezzi delle abitazioni, che sono attesi al ribasso e che in alcuni casi rischiano di superare la soglia. Anche la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è attesa al ribasso ma soltanto dopo un aumento temporaneo ma pronunciato nel 2020, con oltre la metà degli Stati membri che rischiano di superare la soglia. Ciò è dovuto all'effetto meccanico di una produttività visibilmente in ribasso a causa della brusca contrazione dell'attività e della minore incidenza sull'occupazione. Secondo le previsioni i tassi di cambio reali effettivi supereranno le soglie soprattutto a causa dell'andamento del tasso di cambio nominale.

Grafico 8: Numero di Stati membri che presentano variabili del quadro di valutazione superiori alla soglia



Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione (cfr. riquadro 1).
Nota: Il numero di paesi che presentano variabili del quadro di valutazione superiori alla soglia è basato sull'edizione del quadro di valutazione pubblicata con la rispettiva relazione annuale sul meccanismo di allerta. Eventuali revisioni ex-post possono comportare una differenza tra il numero di paesi che superano la soglia calcolato utilizzando le cifre più recenti per le variabili del quadro di valutazione e il numero riportato in questo grafico. Si rimanda al riquadro 1 per una descrizione degli approcci applicati ai fini delle previsioni degli indicatori del quadro di valutazione per gli anni 2020 e 2021. Per i seguenti indicatori sono fornite previsioni solo per il 2020: flussi di crediti ai privati, debito privato, passività del settore finanziario, disoccupazione di lunga durata, disoccupazione giovanile.

Riquadro 1: Previsioni a brevissimo termine (*nowcast*) dei principali indicatori del quadro di valutazione

Per migliorare gli elementi prospettici nella lettura del quadro di valutazione, l'analisi della relazione sul meccanismo di allerta si basa anche, laddove possibile, sulle previsioni e proiezioni per il 2020 e il 2021 e sulle previsioni a brevissimo termine per l'anno in corso. Laddove possibile, tali dati si basano sulle previsioni di autunno 2020 della Commissione. Negli altri casi i dati indicano previsioni a brevissimo termine basate su indicatori indiretti elaborati dai servizi della Commissione specificamente per la presente relazione sul meccanismo di allerta.

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

In caso di tassi di variazione pluriennali (come la variazione quinquennale delle quote del mercato delle esportazioni), solo le componenti del 2020 e del 2021 si basano sulle previsioni, mentre le componenti relative al 2019 o agli anni precedenti utilizzano i dati di Eurostat su cui si fonda il quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Tabella: Approcci per le previsioni e le previsioni a brevissimo termine degli indicatori principali del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici

Indicatore	Approccio	Fonti dei dati
Saldo delle partite correnti, % del PIL (media a 3 anni)	Valori tratti dalle previsioni di autunno della Commissione relative al saldo delle partite correnti (concetto della bilancia dei pagamenti)	AMECO
Posizione patrimoniale netta sull'estero (% del PIL)	Le previsioni di autunno della Commissione per l'accreditamento/indebitamento netto totale dell'economia indicano la variazione della posizione patrimoniale netta sull'estero che tiene conto delle operazioni; altri effetti (ad es., le variazioni di valutazione) sono presi in considerazione fino al secondo trimestre del 2020 e sono ipotizzati pari a zero in seguito.	AMECO, Eurostat
Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore dello IAPC (variazione % a 3 anni)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno della Commissione	AMECO
Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali (variazione % a 5 anni)	I dati si basano sulle previsioni della Commissione riguardanti i) le esportazioni di beni e servizi in termini nominali per gli Stati membri dell'UE (concetto dei conti nazionali), e ii) le esportazioni di beni e servizi per il resto del mondo, tradotte in livelli nominali dal deflatore delle importazioni USA della Commissione e dalle previsioni del tasso di cambio EUR/USD	AMECO
Indice del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, 2010 = 100 (variazione % a 3 anni)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno della Commissione	AMECO
Indice dei prezzi delle abitazioni (2015 = 100) al netto dell'inflazione (variazione % a 1 anno)	Previsioni basate su modelli calcolate sulla scorta di un modello di valutazione degli immobili residenziali condiviso con gli Stati membri nel contesto del gruppo di lavoro LIME del CPE. Le previsioni indicano le variazioni percentuali attese dei prezzi reali delle abitazioni sulla base dei fondamentali economici (popolazione, patrimonio immobiliare, tassi di interesse a lungo termine e deflatore dei prezzi della spesa per consumi finali privati), come pure del termine di correzione dell'errore che sintetizza l'aggiustamento dei prezzi verso il loro rapporto di lungo periodo con i fondamentali.	Eurostat, servizi della Commissione

Flussi di crediti al settore privato, dati consolidati (% del PIL)	Il dato relativo al 2020 rappresenta un indicatore dei flussi di credito dal primo al terzo trimestre del 2020 basato sui dati consolidati dei conti settoriali trimestrali della BCE per il primo e secondo trimestre del 2020, oltre a indicatori relativi ad alcune componenti dei flussi di credito a partire dal terzo trimestre del 2020. Questi ultimi si basano sui dati della BCE relativi alle posizioni di bilancio (BSI) delle IFM per quanto riguarda i flussi dei prestiti al settore privato per formulare previsioni sulle componenti dei prestiti bancari nel terzo trimestre del 2020 e sulle statistiche della BCE in materia di emissioni di titoli (SEC) relative alle emissioni nominali di titoli di debito per formulare previsioni sulle emissioni obbligazionarie nel terzo trimestre 2020.	BCE (CST, BSI, SEC)
Debito del settore privato, dati consolidati (% del PIL)	La cifra del 2020 fornisce un'approssimazione del debito del settore privato alla fine del terzo trimestre del 2020. Essa si basa sui dati consolidati dei conti settoriali trimestrali della BCE per il secondo trimestre del 2020. Questo dato, che è una proiezione relativa al terzo trimestre del 2020, utilizza dati sui prestiti bancari (tratti dalla banca dati BSI della BCE) e sulle passività obbligazionarie (basati sulle statistiche SEC della BCE).	BCE (CST, BSI, SEC)
Debito pubblico lordo (% del PIL)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno della Commissione	AMECO
Tasso di disoccupazione (media a 3 anni)	Valori tratti dalle previsioni d'autunno della Commissione	AMECO
Totale delle passività del settore finanziario, dati non consolidati (variazione % a 1 anno)	Le cifre del 2020, basate su dati della BCE, rappresentano la crescita delle passività delle IFM fino a settembre 2020.	BCE (BSI)
Tasso di attività - in % della popolazione totale di età compresa tra 15 e 64 anni (variazione a 3 anni in punti percentuali)	Il tasso di variazione per il 2020 e il 2021 si basa sulle previsioni d'autunno della Commissione relative alla variazione dell'intera popolazione attiva (di tutte le età) meno le previsioni d'autunno della Commissione relative all'andamento della popolazione (fascia di età 15-64 anni).	AMECO
Tasso di disoccupazione a lungo termine - in % della popolazione attiva di età compresa tra 15 e 74 anni (variazione a 3 anni in punti percentuali)	Le previsioni a brevissimo termine per il 2020 si basano sui dati più recenti (primo e secondo trimestre del 2020, ipotizzando un tasso costante per il resto dell'anno)	Eurostat (IFL)
Tasso di disoccupazione giovanile - in % della popolazione attiva di età compresa tra 15 e 24 anni (variazione a 3 anni in punti percentuali)	Le previsioni a brevissimo termine per il 2020 si basano sui dati più recenti (gennaio-settembre 2020, ipotizzando un tasso costante per il resto dell'anno)	Eurostat (IFL)

3.1 Settore esterno e competitività

Complessivamente le partite correnti sono rimaste piuttosto stabili nel 2019. Dopo una generale tendenza all'indebolimento delle posizioni delle partite correnti nel 2018, in un contesto caratterizzato dal calo della domanda mondiale di esportazioni e dall'aumento dei prezzi del petrolio, tra il 2018 e il 2019 le variazioni delle partite correnti non hanno mostrato un andamento chiaro e sono rimaste relativamente contenute (grafico 10). Nel 2019 sono stati osservati miglioramenti degni di nota in Bulgaria, Danimarca e Lituania, mentre le partite correnti di Cipro sono peggiorate, continuando a registrare valori negativi. Gli ingenti avanzi di alcuni paesi, tra cui Germania e Paesi Bassi, si sono in qualche misura ridotti.

- **Due Stati membri registrano disavanzi delle partite correnti che oltrepassano la soglia minima del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici nel 2019.** L'ingente disavanzo di Cipro si è ulteriormente deteriorato nel 2019 e, di conseguenza,

la media su tre anni è rimasta al di sotto della soglia del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici e al di sotto della rispettiva norma delle partite correnti e del livello necessario per portare la NIIP in territorio prudenziale nei prossimi 10 anni[21]. Dopo essere ancora peggiorate lievemente, nel 2019 la media delle partite correnti della Romania su tre anni ha raggiunto la soglia del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici; una lettura nettamente peggiore della rispettiva norma.

- **Nel 2019 il disavanzo delle partite correnti della maggior parte degli Stati membri era al di sopra dei parametri di riferimento specifici per paese, fatte salve alcune eccezioni degne di nota** (grafico 9)[22]. Le partite correnti corrette per il ciclo sono state per lo più prossime o superiori ai saldi nominali, rispecchiando l'impatto negativo del rallentamento del ciclo economico[23]. Il saldo delle partite correnti di Cipro e Romania è inferiore alla norma delle partite correnti giustificata dai fondamentali. I disavanzi di Cipro, Grecia e Portogallo sono al di sotto del livello necessario per garantire la convergenza della NIIP verso un livello prudente[24].

- **Tre paesi dell'UE continuano a registrare avanzi delle partite correnti che superano la soglia superiore del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici e i parametri di riferimento specifici per paese.** Danimarca, Germania e Paesi Bassi rientrano in questo scenario da quasi un decennio, ma mentre nel 2019 l'avanzo della Danimarca è aumentato, i saldi di Germania e Paesi Bassi hanno continuato a ridursi gradualmente. Nei Paesi Bassi i saldi delle partite correnti sono determinati anche dalle attività delle società multinazionali che incidono sia sulla bilancia commerciale che sul saldo dei redditi.

Le previsioni indicano una certa stabilità della lettura delle partite correnti anche nel 2020 e nel 2021, ma con importanti cambiamenti per quanto riguarda il contributo dei diversi settori dell'economia alla posizione sull'estero. La crisi COVID-19 è all'origine di un forte calo delle esportazioni e delle importazioni, in proporzioni analoghe. Sebbene la posizione di accreditamento netto aggregata dei paesi dell'UE non mostri importanti variazioni, si registrano notevoli cambiamenti per quanto riguarda la posizione di accreditamento netto di diversi settori dell'economia. Nel 2020 le posizioni delle amministrazioni pubbliche hanno subito un sostanziale declino a seguito delle misure di

---

21 Per la metodologia relativa alle soglie prudenziali della NIIP specifiche per paese, cfr. la nota 25.

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

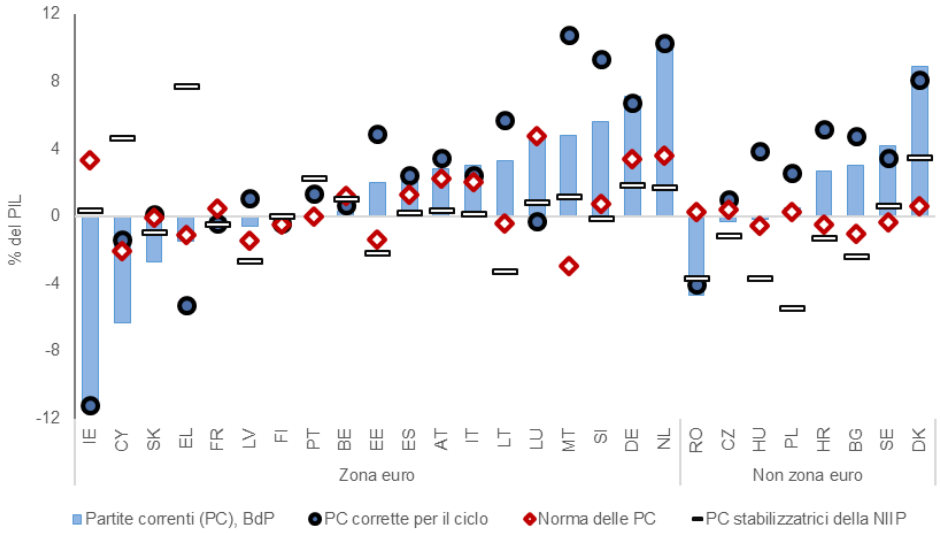
23 I saldi delle partite correnti corretti per il ciclo tengono conto dell'impatto del ciclo mediante aggiustamenti che integrano il divario tra prodotto effettivo e prodotto potenziale a livello nazionale e di partner commerciali, cfr. M. Salto e A. Turrini (2010), "Comparing alternative methodologies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

24 Il forte disavanzo registrato dall'Irlanda nel 2019 è dovuto ad effetti una tantum associati alle attività delle imprese multinazionali. Il divario tra le partite correnti effettive e quelle necessarie per stabilizzare la NIIP dipende in misura determinante dal lasso di tempo considerato. Ad esempio, il saldo delle partite correnti necessario per stabilizzare la NIIP della Grecia al di sopra della soglia prudenziale entro un orizzonte temporale di 20 anni corrisponderebbe a un avanzo dell'1,7 % del PIL, contro un avanzo del 7,7 % del PIL se calcolato su un orizzonte temporale di 10 anni.

sostegno adottate per attenuare la forte recessione, che compensano il maggiore risparmio netto delle famiglie e delle imprese (grafico 11).

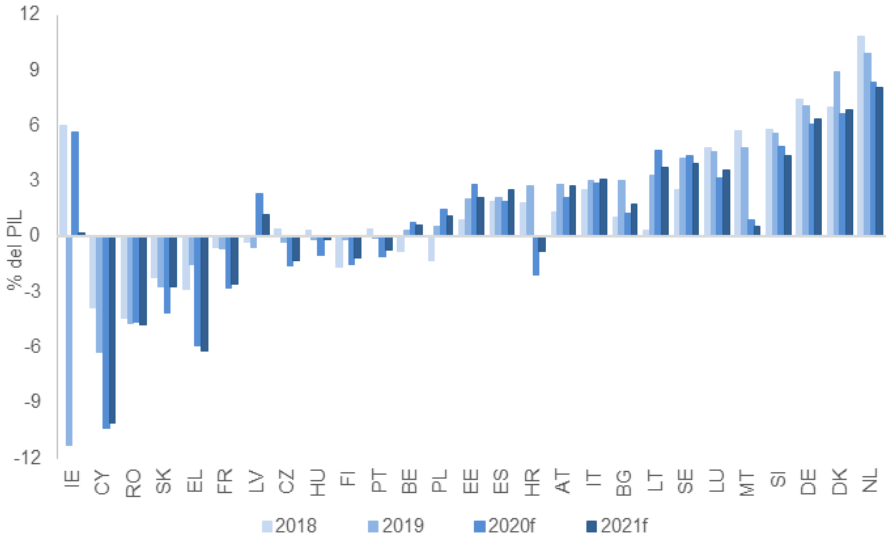
- **Secondo le previsioni, i dati delle partite correnti di alcuni paesi debitori netti che dipendono fortemente dall'esportazione di servizi turistici sono destinati a peggiorare.** È il caso, in particolare, di Croazia, Cipro, Grecia e Malta.
- **È prevedibile che nel 2020 si verifichi una riduzione degli ampi avanzi** e che Germania e Paesi Bassi siano interessati da un calo marcato nel biennio 2020-2021.

Grafico 9: Saldi delle partite correnti e parametri di riferimento nel 2019



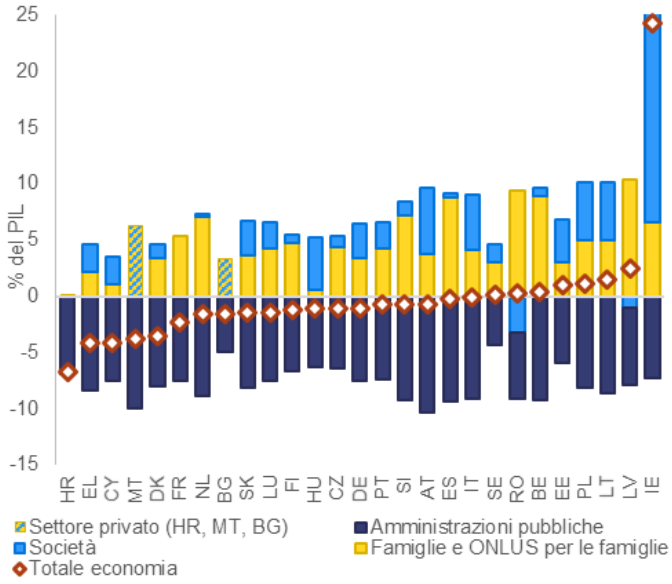
Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione.
Nota: I paesi sono classificati in base al saldo delle partite correnti nel 2019. Saldi delle partite correnti corretti per il ciclo: cfr. nota 23. Norme delle partite correnti: cfr. nota 22. Il parametro di riferimento delle partite 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.

Grafico 10: Evoluzione dei saldi delle partite correnti



Fonte: Eurostat, Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea e calcoli effettuati dai servizi della Commissione.
Nota: I paesi sono presentati in ordine crescente dei saldi delle partite correnti nel 2019.

Grafico 11: Variazione dal 2019 al 2020 nell'accreditamento/indebitamento netto per settore



Fonte: AMECO e Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea.
Nota: Una parte della variazione dell'accreditamento netto del settore societario in Irlanda si colloca fuori scala nel presente grafico.

Le NIIP hanno continuato a migliorare nella maggior parte degli Stati membri, ma persistono ingenti stock di passività verso l'estero e la crisi potrebbe aggravare alcuni di questi oneri. I miglioramenti sono proseguiti nel 2019 nella maggior parte dei paesi dell'UE, trainati da risultati effettivi delle partite correnti superiori alle soglie di stabilizzazione della NIIP, dalla crescita del PIL nominale e talvolta da consistenti effetti di valutazione positivi. Tuttavia un certo numero di paesi dell'UE continua ad avere ingenti NIIP negative. Nel 2019 11 Stati membri (uno in meno rispetto al 2018) hanno registrato NIIP superiori alla soglia del quadro di valutazione di -35 % del PIL. In tali paesi i valori sono inferiori a quelli che potrebbero essere giustificati dai fondamentali (norme NIIP) e, nella maggior parte dei casi, anche al di sotto delle rispettive soglie prudenziali (grafico 12)[25]. La crisi sta arrestando i miglioramenti dei rapporti NIIP/PIL più negativi.

- Alcuni paesi della zona euro, quali Cipro, Grecia, Irlanda e Portogallo, continuano ad avere **NIIP fortemente negative** al di sotto del -100 % del PIL. Le NIIP di questi quattro paesi sono ben al di sotto sia delle norme della NIIP che delle soglie prudenziali. In Irlanda e a Cipro i livelli della NIIP rispecchiano in larga misura le relazioni finanziarie transfrontaliere delle società multinazionali e la grande importanza delle società veicolo. Nei quattro paesi suddetti e in Spagna, le passività del debito incidono ampiamente sulla NIIP, come indica la NENDI (NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default) decisamente negativa[26]. In Grecia l'ingente

[25] I valori della NIIP in linea con i fondamentali ("norme della NIIP") risultano dal cumulo nel tempo delle norme delle partite correnti (cfr. anche la nota 22). 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 e S. Zeugner (2019), "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper 097/2019.

[26] La NENDI è un sottoinsieme della NIIP dal quale sono escluse le componenti puramente connesse al capitale proprio - vale a dire gli investimenti diretti esteri (IDE) sotto forma di capitale e di partecipazioni in capitale,

debito pubblico estero, spesso contratto a condizioni estremamente agevolate, rappresenta la parte più consistente della NIIP[27]. Il marcato calo del PIL previsto per il 2020 avrà presumibilmente qualche effetto negativo sul rapporto NIIP/PIL che secondo le previsioni, in molti casi, peggiorerà.

- Nei paesi con **NIIP più moderatamente negative** che superano la soglia del quadro di valutazione, le NIIP sono inferiori a quanto ipotizzabile in base ai fondamentali specifici per paese, ma talvolta sono prossime alle soglie prudenziali o migliori. Questi paesi, in particolare Croazia, Ungheria, Lettonia, Polonia, Romania e Slovacchia e altri paesi dell'Europa centrale e orientale e del Baltico, tendono ad essere grandi beneficiari netti di IDE, per cui i dati relativi alle NENDI sono più favorevoli. I cambiamenti attesi per questi paesi nel 2020 sono per lo più da lievi a moderati.
- La maggior parte delle **NIIP decisamente positive** ha continuato ad aumentare nel 2019: Germania, Danimarca e Paesi Bassi registrano NIIP positive che superano il 70 % del PIL e il loro aumento nel 2019 è stato sostenuto anche da marcati effetti di valutazione positivi; per Belgio, Malta e Lussemburgo i livelli superano il 50 % del PIL. In tutti questi casi, i valori delle NIIP sono decisamente superiori alle rispettive norme, vale a dire a quanto potrebbe essere giustificato o prevedibile sulla base dei fondamentali specifici per ciascun paese.

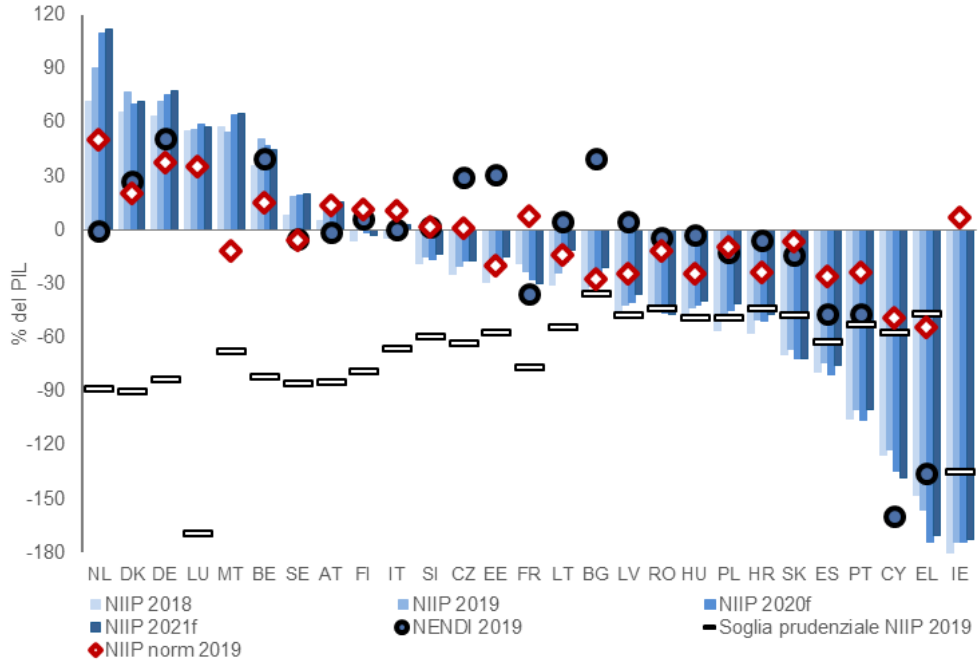
L'insorgenza della pandemia è stata seguita da tensioni sui prestiti esterni in alcuni paesi non appartenenti alla zona euro. All'inizio della crisi provocata dalla COVID-19, nella maggior parte delle economie emergenti con tassi di cambio fluttuanti si sono verificati deprezzamenti e fughe di capitali. I mercati hanno anticipato eventuali compromessi da parte delle autorità monetarie tra il sostegno alle loro economie e la stabilizzazione delle rispettive valute. Si sono manifestate tensioni anche in alcune valute degli Stati membri non appartenenti alla zona euro che hanno adottato regimi di cambio flessibili. I deprezzamenti si sono verificati soprattutto a marzo e aprile, in particolare in Ungheria, ma a maggio la pressione si è allentata e le valute si sono stabilizzate - e in alcuni casi si sono apprezzate nei mesi successivi. Benché successivamente le tensioni nei mercati finanziari e, di conseguenza, i rischi connessi al finanziamento esterno sembrino essere diminuiti, alcuni Stati membri non appartenenti alla zona euro potrebbero essere ancora vulnerabili in caso i mercati finanziari mondiali manifestassero una maggiore avversione al rischio o se riemergesse una certa volatilità dei flussi di capitale. Questa situazione potrebbe essere influenzata da una serie di condizioni, tra cui le prospettive del fabbisogno di finanziamento estero, compreso delle amministrazioni pubbliche, e la disponibilità di riserve in valuta estera.

---

e il debito da investimenti diretti esteri transfrontaliero intrasocietario - e rappresenta la NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default. Cfr. Commissione europea, "Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard", 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.

[27] Il peggioramento della NIIP in Grecia nel 2019 è in larga misura imputabile a effetti di valutazione negativi.

Grafico 12: Posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) 2018-2021 e parametri di riferimento nel 2019



Fonte: Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione (cfr. riquadro 1).
Nota: I paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto NIIP-PIL nel 2019. La NENDI corrisponde alla NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default. Per i concetti di norma della NIIP e soglia prudenziale della NIIP, cfr. la nota 25. I valori NENDI per IE, LU e MT sono fuori scala.

Nel 2019 il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) ha continuato a crescere dinamicamente in vari paesi dell'UE, ma la crisi COVID-19 sta smorzando tale tendenza. Il quadro di valutazione mostra che, come nell'anno precedente, nel 2019 l'indicatore di crescita del CLUP supera la soglia in otto paesi: Bulgaria, Repubblica ceca, Estonia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Romania e Slovacchia; ad eccezione del Lussemburgo, tutti avevano già superato la soglia nel 2018. Dal 2013 la crescita del CLUP ha accelerato nei paesi del Baltico e in vari paesi dell'Europa centrale e orientale, in un contesto caratterizzato da una forte crescita economica, mercati del lavoro tesi e carenza di competenze.

Secondo le previsioni, gli sviluppi successivi allo scoppio della pandemia saranno segnati da un aumento una tantum del CLUP nel 2020, seguito da una dinamica più moderata. Con la crisi COVID-19, le proiezioni indicano che la crescita del CLUP subirà un brusco aumento in tutta l'UE nel 2020 dato che la produttività calerà quasi ovunque. Si prevede tuttavia una parziale inversione di tendenza nel 2021, perché con la ripresa economica attesa la produttività tornerebbe a crescere e determinerebbe la riduzione sensibile o la stagnazione del CLUP in un contesto caratterizzato dal rallentamento della crescita dei salari (grafico 13, riquadri in alto).

- **Nel 2019 la crescita salariale ha continuato ad essere il principale motore dell'aumento del CLUP in molti paesi, ma la crisi sta attualmente portando a una marcata moderazione salariale** e mettendo fine alle pressioni di surriscaldamento osservate fino al 2019. Per il 2020 e il 2021 si prevede una crescita più moderata di salari e retribuzioni nella maggior parte dei paesi dell'UE. Nel 2020 questa dinamica rispecchia principalmente la diminuzione delle ore lavorate,

prodottasi in gran parte nel contesto di specifici regimi temporanei[28] nell'ambito dei quali i lavoratori mantengono il posto di lavoro ma con una riduzione dell'orario lavorativo e della retribuzione[29].

- **Nel 2019 la produttività del lavoro è aumentata in misura limitata e la crisi di quest'anno ne sta ulteriormente minando l'andamento:** nel 2020 si prevede un calo drastico della produttività in quasi tutti i paesi dell'UE, se misurata in termini di produzione per occupato. La recessione del 2020 è stata accompagnata da una diminuzione della manodopera impiegata, che è però dovuta principalmente alla riduzione dell'orario lavorativo, mentre il numero degli occupati è variato solo leggermente[30]. Di conseguenza, quando la produttività è misurata in termini di produzione per ora lavorata, le perdite appaiono più moderate (grafico 13, quarto riquadro). La pratica diffusa di mantenere una gran quantità di manodopera in eccesso osservata in tutta l'UE è stata in larga misura favorita dall'ampio ricorso a regimi di riduzione dell'orario lavorativo sovvenzionati dai governi[31]. Nel 2021, con l'avvio della ripresa, ci si attende un balzo in avanti dei dati sulla produttività che tuttavia, nella maggior parte dei casi, non supererà le letture precedenti la crisi, registrando livelli analoghi o inferiori.

---

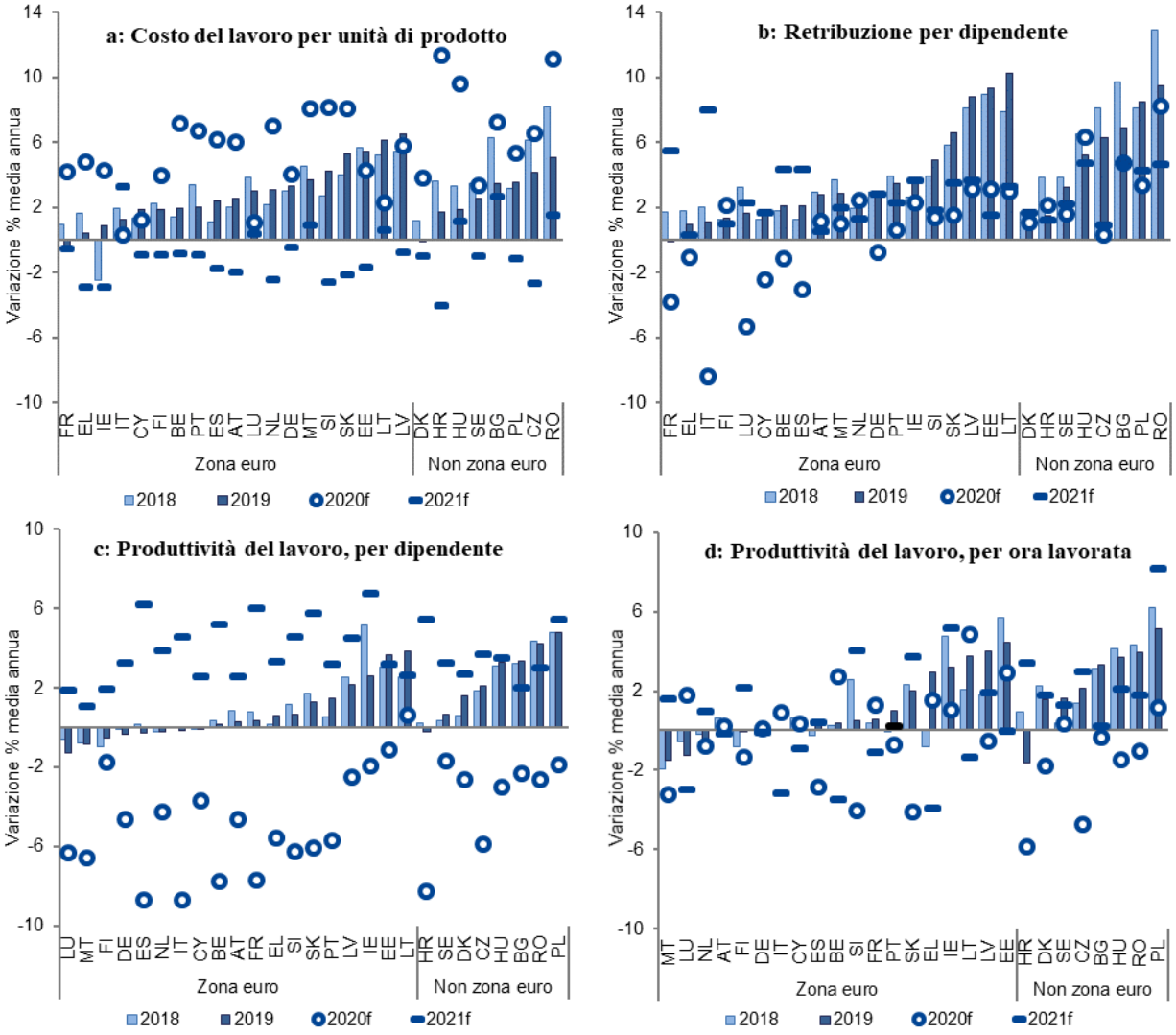
28 I 10 Stati membri dell'UE che disponevano di meccanismi di sostegno al reddito nel quadro di regimi di riduzione dell'orario lavorativo prima della pandemia li hanno adattati per far fronte agli shock della COVID-19. In altri paesi sono state introdotte misure analoghe su base ad hoc (cfr. anche riquadro 2; e Commissione europea (2020), "Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020", prossima pubblicazione). Tali regimi beneficeranno dei fondi nell'ambito dello strumento SURE messo a disposizione dalla Commissione.

29 Il calo della retribuzione per dipendente appare più pronunciato nei paesi in cui il sostegno al reddito è classificato come trasferimenti pubblici anziché come reddito da lavoro.

30 In media, in tutta la zona euro si stima che la riduzione delle ore lavorate totali nel primo semestre del 2020 sia per il 75 % dovuta a una riduzione delle ore lavorate medie e per la percentuale restante a un calo dell'occupazione. Cfr. Bollettino economico della BCE, n. 6/2020.

31 V. Botelho, A. Consolo e A. Dias da Silva (2020), "Una valutazione preliminare dell'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area euro", Bollettino economico della BCE, n. 5/2020. OCSE (2020), Policy Responses to Coronavirus (COVID-19) "Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond", 3 agosto 2020, https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#biblio-d1e2009.

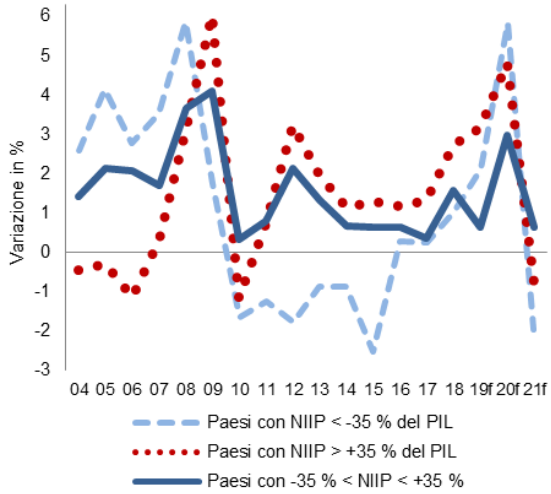
Grafico 13: Crescita del costo del lavoro per unità di prodotto negli ultimi anni, retribuzioni e produttività



Fonte: AMECO; Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea per i dati per il 2020 e il 2021. I dati sono riferiti al numero di dipendenti e al numero di persone occupate.
Nota: In ciascun grafico, i paesi sono presentati in ordine crescente della rispettiva variabile nel 2019.

Per quanto riguarda la zona euro, si prevede che gli andamenti del CLUP contribuiranno al riequilibrio in misura leggermente minore rispetto al passato. Nel 2019 la crescita del CLUP in diversi paesi creditori netti, tra cui Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi, è stata lievemente superiore rispetto a quella registrata in alcuni paesi debitori netti, tra cui Cipro, Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo. Tuttavia, nel biennio 2020-2021, l'aumento procederà a un ritmo quasi uguale in entrambi i gruppi di paesi e non contribuirà quindi a un ulteriore riequilibrio delle posizioni esterne (grafico 14). Al tempo stesso, alcuni paesi debitori netti sono stati tra quelli maggiormente colpiti dalla crisi COVID-19 (cfr. anche la sezione 2) e hanno quindi registrato un rallentamento più pronunciato dell'attività, cosicché in futuro le pressioni sui costi e sui salari potrebbero essere meno marcate al loro interno.

Grafico 14: Aumento del costo del lavoro per unità di prodotto nella zona euro



Fonte: AMECO; Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea per i dati per il 2020 e il 2021.
Note: I paesi con NIIP > +35 % del PIL sono DE, LU, NL, BE, MT. I paesi con NIIP tra 35 % e -35 % del PIL sono FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. I paesi restanti rientrano nel gruppo con NIIP inferiore a -35 % del PIL. La ripartizione dei paesi si basa sui valori medi della NIIP nel periodo 2017-2019. I paesi creditori netti hanno registrato un avanzo medio delle partite correnti nello stesso periodo. Le cifre si riferiscono alle medie ponderate in rapporto al PIL per i tre gruppi di paesi.

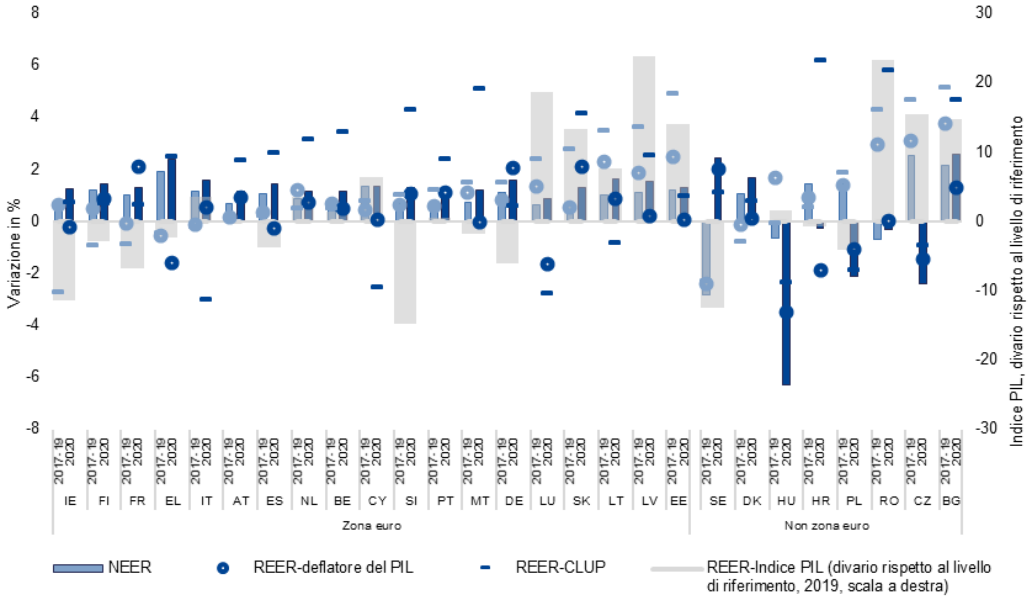
La dinamica dei tassi di cambio effettivi reali (REER) è sempre più determinata dalla volatilità dei tassi di cambio nominali. Tra il 2016 e il 2018 l'apprezzamento dell'euro ha determinato un aumento del tasso di cambio effettivo reale nella maggior parte degli Stati membri (grafico 15). La perdita di competitività è stata più evidente se misurata in termini di costo del lavoro per unità di prodotto, ma nel 2019 si è assistito ad un miglioramento riconducibile al transitorio deprezzamento dell'euro. Alla luce degli sviluppi descritti, nel 2019 solo l'Estonia si è collocata al di sopra delle soglie a causa di un tasso di cambio effettivo reale basato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) apprezzato (nel 2018 i paesi erano sei), rispecchiando anche una dinamica modesta dell'inflazione. In prospettiva, l'apprezzamento dell'euro nel 2020 porterà presumibilmente a una perdita di competitività a livello mondiale di tutti i paesi che adottano la moneta unica, mentre le valute di alcuni paesi non appartenenti alla zona euro hanno registrato deprezzamenti.

- **I deprezzamenti nominali sono stati frequenti nel 2019, mentre nel 2020 si osservano differenze più marcate tra i vari paesi per quanto riguarda gli andamenti valutari.** Nel 2019 la maggior parte dei paesi dell'UE ha registrato deprezzamenti nominali, che sono stati ancora più marcati per alcuni Stati membri non appartenenti alla zona euro, in particolare Ungheria, Romania e Svezia. Nel 2020 l'euro ha cominciato a rivalutarsi nuovamente dopo la pandemia e, al di fuori della zona euro, le altre valute ne hanno seguito sostanzialmente l'andamento o hanno registrato un marcato apprezzamento (Svezia) o si sono notevolmente deprezzate, come nel caso dell'Ungheria e, in misura minore, della Repubblica ceca e della Polonia.

- **Nel 2019 c'è stato un apprezzamento dei tassi di cambio effettivi reali basati sul CLUP nella maggior parte degli Stati membri, ma a un ritmo meno sostenuto rispetto agli ultimi anni e la crisi sta ulteriormente ridimensionando tale tendenza.** In particolare nel 2019 diversi paesi dell'Europa centrale e orientale, tra cui alcuni paesi della zona euro (in particolare i paesi baltici e la Slovacchia) e paesi non appartenenti alla zona euro (in particolare Bulgaria, Repubblica ceca e Romania), hanno continuato a mostrare un maggiore apprezzamento reale. Tra i paesi creditori netti, solo Germania e Malta hanno registrato un notevole apprezzamento del REER. Nella maggioranza degli Stati membri, dopo le previsioni di apprezzamento reale per il 2020 che riflettono i balzi temporanei del CLUP, la modesta crescita di quest'ultimo fattore attesa per il 2021 determinerà presumibilmente apprezzamenti reali contenuti.

- **Nella maggior parte degli Stati membri si osserva ancora una compressione del margine prezzo-costo.** Negli ultimi anni sono state osservate dinamiche dei tassi di cambio effettivi reali basati sul CLUP superiori a quelle del tasso di cambio effettivo reale basato sul PIL che si sono protratte fino al 2019, sebbene a un ritmo inferiore, il che suggerisce un'ulteriore compressione dei margini di profitto[32]. Questa tendenza è proseguita nel 2020, in modo più marcato per alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale, il Belgio, la Grecia, Malta e la Spagna.
- **In prospettiva anche i valori del tasso di cambio effettivo reale suggeriscono che l'evoluzione della competitività di costo potrebbe diventare meno favorevole al riequilibrio rispetto al passato.** Nel corso del 2020 e del 2021 si prevede che i grandi paesi debitori netti o i paesi maggiormente colpiti dalla recessione causata dalla COVID-19, come Croazia, Francia, Italia, Portogallo o Spagna, registreranno solo miglioramenti della competitività limitati o nulli rispetto alla Germania e ai Paesi Bassi.
- **Il livello degli indici del tasso di cambio effettivo reale appare superiore al parametro di riferimento soprattutto negli Stati membri caratterizzati da tendenze più prolungate di forti dinamiche dei prezzi relativi**. Ciò vale in particolare per i paesi dell'Europa centrale e orientale.

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



Fonte: AMECO; Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea per i dati per il 2020 e il 2021.
Nota: I paesi sono presentati in ordine crescente in termini di variazione media annuale del tasso di cambio effettivo reale basato sul deflatore del CLUP negli anni tra il 2017 e il 2019. I tassi di cambio effettivo nominale (NEER) e reale (REER) sono calcolati con riferimento a 37 paesi partner. Il livello dell'indice REER basato sul PIL è espresso come differenza percentuale rispetto a un parametro di riferimento che rappresenta il REER a livelli coerenti con i fondamentali dell'economia. La lettura del grafico evidenzia il divario del livello osservato di REER rispetto al livello di riferimento di REER: valori positivi dell'indice denotano una sopravvalutazione, valori negativi una sottovalutazione[33].

---

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

33 La metodologia applicata per il calcolo dei parametri di riferimento basati sui fondamentali dell'economia rispecchia la nota per il Gruppo di lavoro LIME del CPE "Benchmarks for the assessment of real effective exchange rates", presentata il 15 giugno 2020.

La crescita delle quote del mercato delle esportazioni ha subito un rallentamento nel 2019 e si prevede che diminuirà ulteriormente per la maggior parte degli Stati membri. Nel 2019 nessuno Stato membro ha registrato perdite di quote del mercato delle esportazioni al di sotto della soglia del quadro di valutazione (sulla base delle variazioni delle quote cumulate nell'arco di 5 anni). La pandemia sta mutando profondamente il contesto commerciale, con ricadute sulle quote del mercato delle esportazioni.

- **Secondo le previsioni le quote del mercato delle esportazioni nel 2020 diminuiranno in circa la metà degli Stati membri dell'UE.** La crisi sta riducendo in modo più marcato gli scambi intra-UE rispetto a quelli extra-UE, perché ha finora colpito più duramente l'Unione rispetto ad altre aree del mondo. Poiché i paesi dell'UE commerciano principalmente tra loro, i loro principali mercati di esportazione si sono ridotti rispetto a quelli di altre regioni del mondo, comportando tra l'altro una perdita di quote di mercato per la maggior parte degli Stati membri.
- **Le quote del mercato delle esportazioni diminuiscono in modo più marcato per i paesi che esportano principalmente servizi, in particolare legati al turismo.** La contrazione degli scambi commerciali riguarda soprattutto i servizi, in particolare nel settore del turismo che è duramente colpito dalle restrizioni ai viaggi all'estero e dal cambiamento di comportamento dei consumatori. Nel 2020 si prevede un calo più pronunciato delle quote del mercato delle esportazioni di Croazia, Cipro, Grecia, Francia, Italia, Portogallo e Spagna, tutti paesi caratterizzati da una forte dipendenza da un settore del turismo duramente colpito. Al contrario, Germania e Paesi Bassi conquisteranno presumibilmente quote del mercato delle esportazioni.

3.2 Debito privato e mercati immobiliari

Il debito del settore privato in percentuale del PIL è diminuito nella maggior parte degli Stati membri fino al 2019 in un contesto caratterizzato da un andamento dell'economia favorevole, sebbene in alcuni paesi i livelli rimangano elevati. Nel 2019 11 Stati membri hanno superato la soglia del quadro di valutazione per quanto riguarda il debito privato totale, rispetto ai 12 del 2018: Cipro, Danimarca, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Svezia registrano un rapporto debito privato/PIL superiore al 200 %, un dato che rispecchia anche la grande rilevanza delle imprese multinazionali e delle società veicolo in diversi di questi paesi; Belgio, Finlandia, Francia e Portogallo registrano livelli inferiori, ma sempre superiori alla soglia. Il debito varia notevolmente da un paese all'altro in funzione di fattori strutturali specifici che giustificano tali differenze. Tuttavia, in alcuni Stati membri appare elevato anche rispetto ai valori di riferimento che tengono conto dei fondamentali economici specifici di tali paesi e in alcuni casi appare elevato anche rispetto alle soglie prudenziali[34].

[34] Parametri di riferimento specifici per paese sono stati elaborati dalla Commissione europea in collaborazione con il Gruppo di lavoro LIME del CPE (Commissione europea, "Benchmarks for the assessment of private debt", nota per il Comitato di politica economica, ARES (2017) 4970814) e JC. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini, et al. "Is Private Debt Excessive?", Open Economies Review 31, 2020, pagg. 471–512. I parametri di riferimento basati sui fondamentali consentono di valutare il debito privato rispetto a valori che possono essere spiegati sulla base dei fondamentali economici e sono derivati da regressioni che catturano i principali fattori determinanti per la crescita del credito tenendo conto di un determinato stock iniziale di debito. Le soglie prudenziali rappresentano il livello di debito al di là del quale la probabilità di una crisi bancaria è relativamente alta; tali livelli sono basati sulla massimizzazione della potenza del segnale nel quadro della

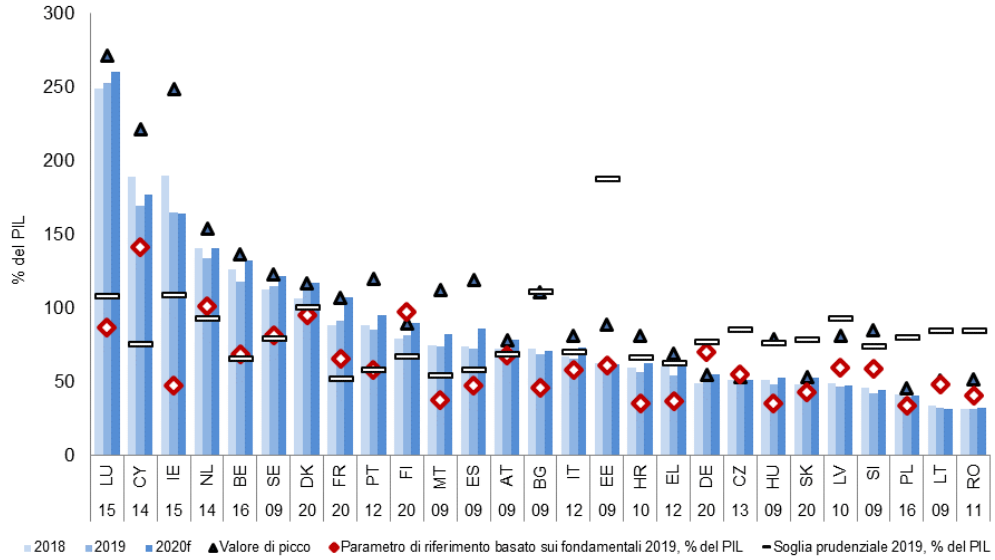
- **La riduzione dell'indebitamento del settore privato è proseguita nel 2019 e nella maggior parte dei paesi UE il rapporto debito/PIL del settore privato è diminuito.** La riduzione del rapporto debito/PIL tra il 2018 e il 2019 è principalmente riconducibile alla crescita del PIL nominale ("riduzione passiva dell'indebitamento"), parallela a un aumento dell'indebitamento in un numero crescente di paesi negli ultimi anni.
- **Negli ultimi anni l'indebitamento ha continuato a intensificarsi, soprattutto per il settore delle famiglie**. Nonostante flussi creditizi netti per lo più positivi, tra il 2018 e il 2019 il rapporto debito/PIL per le società non finanziarie (SNF) è diminuito in tutti i paesi dell'UE, ad eccezione di Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Lussemburgo e Svezia. Per quanto riguarda le famiglie, solo la metà circa degli Stati membri ha registrato una riduzione del rapporto debito/PIL. Negli ultimi anni la dinamica dello stock di debito (operazioni che incidono sullo stock di credito e sulle consistenze di titoli di debito) è stata relativamente forte per quanto riguarda le famiglie (cfr. relazione 2020 sul meccanismo di allerta). Tra il 2018 e il 2019 si è nuovamente osservato lo stesso andamento.
- **Nel 2019 il debito delle società non finanziarie è rimasto al di sopra dei parametri di riferimento in diversi paesi:** in Belgio, a Cipro, in Danimarca, in Francia, in Irlanda, in Lussemburgo, nei Paesi Bassi, a Malta, in Portogallo, in Spagna e in Svezia è stato superiore ai livelli giustificati sia dai fondamentali economici che dalle soglie prudenziali. Si prevede che nel 2020 il debito delle società non finanziarie si stabilizzerà su valori prossimi alle soglie prudenziali in Austria, Croazia, Grecia e Italia e che continuerà a superare i livelli prudenziali in Finlandia (grafico 16). In diversi paesi, in particolare Belgio, Cipro, Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi, il debito delle società non finanziarie risente in misura significativa del debito transfrontaliero infragruppo e di quello delle società veicolo.
- **Nel 2019 il debito delle famiglie è rimasto al di sopra dei parametri di riferimento in diversi Stati membri.** In Danimarca, Finlandia, Francia, Grecia, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna e Svezia i livelli di debito sono superiori sia al parametro di riferimento basato sui fondamentali sia alle soglie prudenziali (grafico 21). Il debito delle famiglie supera i livelli prudenziali in Belgio e a Cipro e vi si avvicina in Austria, Germania e Italia. In alcuni paesi il rapporto debito/PIL per il settore delle famiglie appare notevolmente più elevato se calcolato come percentuale del reddito lordo disponibile. È il caso di Irlanda, Lussemburgo e Malta.

Nel 2020 il rapporto debito privato/PIL sembra essere in aumento nella maggior parte degli Stati membri, in particolare per quanto riguarda le società non finanziarie. Le stime del rapporto debito/PIL per le società non finanziarie e le famiglie (basate, per quanto riguarda gli stock di debito, sulle informazioni disponibili ricavate dai dati mensili) indicano aumenti non trascurabili nella maggior parte dei paesi dell'UE. Tale aumento è in gran parte conseguenza automatica della riduzione dei valori del PIL al denominatore del rapporto. Tuttavia, in particolare per quanto riguarda le società non finanziarie, vi contribuisce anche la dinamica dello stock del debito. I flussi creditizi netti saranno presumibilmente elevati nel 2020 nella maggior parte dei paesi dell'UE, in particolare in Belgio, Finlandia, Francia, Irlanda, Lussemburgo, Spagna e Svezia, in alcuni casi ampiamente superiori rispetto al 2019.

---

previsione delle crisi bancarie, riducendo al minimo la probabilità di "crisi mancate" e di falsi allarmi e integrando informazioni specifiche a livello di paese sulla capitalizzazione delle banche, sul debito pubblico e sul livello di sviluppo economico.

Grafico 16: Debito delle società non finanziarie



Fonte: Eurostat, Conti di bilancio finanziario di settore - crediti (F4) più titoli di debito (F3), AMECO e stime dei servizi della Commissione (cfr. riquadro 1).
Nota: I paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto debito/PIL delle società non finanziarie nel 2019. I numeri sotto i codici dei paesi indicano l'anno in cui tale rapporto debito/PIL ha raggiunto il picco. Per la definizione di parametri di riferimento basati su fondamentali dell'economia e soglie prudenziali, cfr. la nota 34.

Per quanto riguarda le società non finanziarie, l'aumento del fabbisogno di prestiti nel 2020 si spiega con forti perdite e carenze di liquidità.

- **I rapporti debito/PIL nel 2020 sembrano in aumento soprattutto nei paesi in cui la pandemia colpisce più duramente i profitti e i flussi di cassa di queste società**. In generale, i paesi per i quali si prevede un calo sostanziale degli utili netti di gestione delle società nel 2020 sono gli stessi che registravano i flussi creditizi netti (operazioni) più consistenti in percentuale del PIL nel 2019 (cfr. grafico 20).

- **Al fine di costituire riserve di liquidità, le società non finanziarie hanno dovuto aumentare l'indebitamento per finanziare il capitale di esercizio, il che significa che il debito netto non è aumentato tanto quanto il debito lordo.** Parte del prestito è stata utilizzata per ricostituire e aumentare le riserve di liquidità volte a far fronte alla maggiore incertezza della situazione economica e per beneficiare di misure speciali temporanee a sostegno dei flussi di credito. L'assunzione di prestiti per finanziare gli investimenti ha svolto un ruolo secondario. Nel complesso, nonostante la notevole assunzione di prestiti nel 2020, si prevede che il tasso di risparmio delle società non diminuirà in misura sostanziale. Si può inoltre presumere un aumento dei risparmi netti delle imprese in tutti i paesi dell'UE imputabile ai minori investimenti (cfr. grafico 11).

- **L'assunzione di prestiti è stata agevolata da una serie di misure politiche**. Oltre all'ampia offerta di liquidità alle banche da parte delle autorità monetarie e all'adeguamento delle norme prudenziali, i flussi di credito, in particolare alle piccole e medie imprese, sono stati mantenuti anche grazie alle garanzie pubbliche sui crediti.

- **Le moratorie sul rimborso del debito contribuiscono a rafforzare la dinamica del debito nel 2020**. Il ritardo nel rimborso da parte delle società non finanziarie consentito dalle moratorie in tutta l'UE, come misura governativa o iniziativa volontaria dei prestatori, comporta un aumento automatico delle dinamiche dello stock del debito, il che trova conferma in una relazione molto più positiva nel 2020 rispetto al 2019 tra la variazione del debito delle società non finanziarie e i

prestiti "effettivamente nuovi" concessi da istituti finanziari monetari (rinegoziazioni e rimborsi esclusi) (cfr. grafici 17 e 18). Nel 2020 la dinamica del debito è stata quindi meno influenzata dai rimborsi rispetto al passato, probabilmente a seguito delle moratorie.

- **In futuro la dinamica del rapporto debito/PIL sarà presumibilmente più contenuta per una serie di motivi.** In primo luogo si prevede che l'aumento automatico del rapporto debito/PIL dovuto alla riduzione del denominatore sia di breve durata poiché l'aumento del rapporto debito/PIL nel 2020 è dovuto principalmente a una flessione temporanea del ciclo economico (cfr. grafico 19). In secondo luogo, le misure eccezionali messe in campo nel 2020 saranno gradualmente eliminate: la scadenza delle moratorie sui debiti comporterà un aumento dei rimborsi: per le imprese che si trovano in grandi difficoltà, la graduale eliminazione delle garanzie di credito comporterà minori possibilità di prestito; inoltre i risultati delle indagini suggeriscono che in futuro le condizioni di prestito potrebbero diventare più rigide[35]. In terzo luogo, le società non finanziarie avranno la possibilità di attingere alle riserve di liquidità in alternativa a nuovi prestiti.

- **Il perdurare delle difficoltà per il settore delle società non finanziarie potrebbe compromettere le prospettive di investimento e di rimborso del debito.** La redditività rimarrà profondamente compromessa soprattutto nei settori dei servizi esposti alla pandemia e ciò potrebbe comportare non solo una riduzione degli investimenti, ma anche difficoltà a rimborsare il debito esistente. Più in generale, alla scadenza delle moratorie sul debito, l'onere del debito sarà maggiore a causa degli interessi accumulati.

Grafico 17: Nuovi prestiti di IFM alle SNF vs evoluzione del rapporto debito/PIL delle SNF, 2019

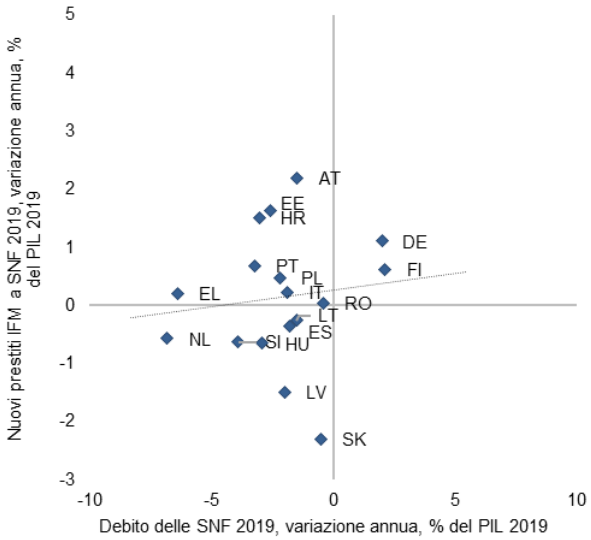
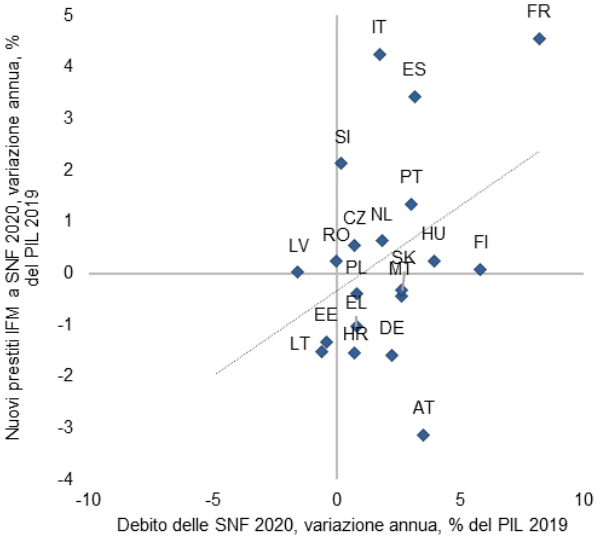


Grafico 18: Nuovi prestiti di IFM alle SNF vs evoluzione del rapporto debito/PIL delle SNF, 2020



Fonte: BCE, banca dati MIR, Eurostat e calcoli effettuati dai servizi della Commissione (cfr. riquadro 1 per le previsioni sul debito privato).
Nota: I nuovi prestiti di IFM si riferiscono a crediti "effettivamente nuovi" concessi da istituti finanziari monetari (IFM) e comprendono esclusivamente prestiti di nuova emissione di IFM a SNF, ad esclusione di rinegoziazioni e rimborsi. Sono esclusi Belgio, Cipro e Lussemburgo, i cui dati sono considerati "anomali", così come Bulgaria, Danimarca, Irlanda e Svezia per indisponibilità di dati.

[35] BCE (2020): Indagine sul credito bancario della zona euro — Secondo trimestre del 2020, luglio 2020.

Grafico 19: Scomposizione della variazione nel rapporto debito/PIL delle SNF (2019 – 2020)

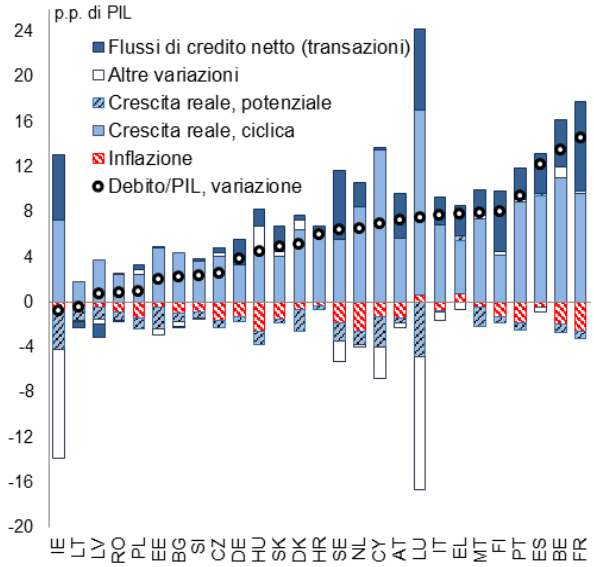
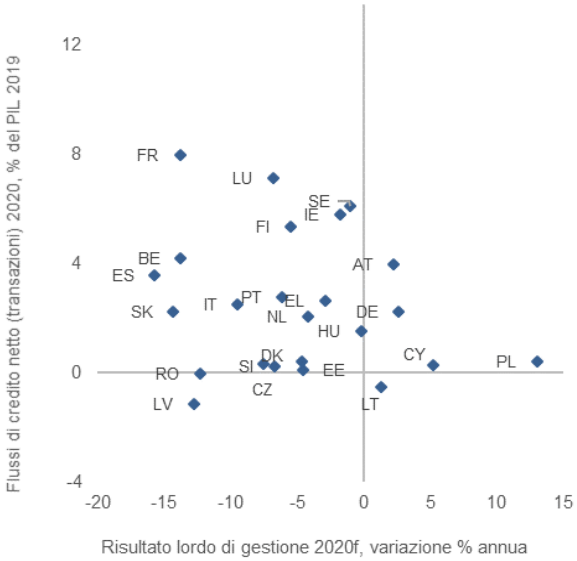
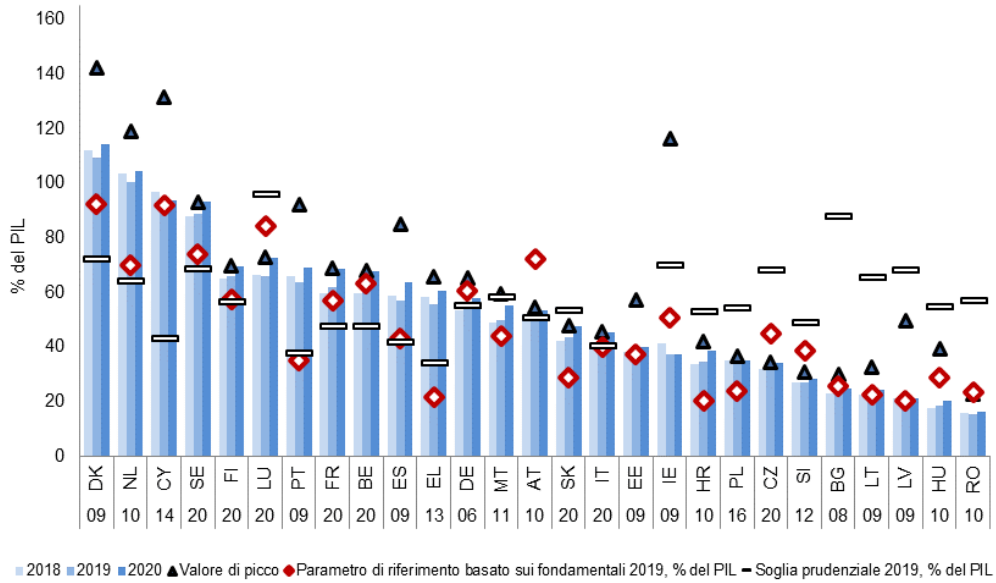


Grafico 20: Evoluzione del risultato lordo di gestione nel 2020 e crediti netti (operazioni) alle SNF



Fonte: AMECO, Eurostat e stime dei servizi della Commissione (cfr. riquadro 1) e calcoli basati sui dati mensili della BCE sui prestiti di IFM e alle operazioni (flussi) relative a titoli di debito con il settore privato tratti dalla banca dati BSI, Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea.
Nota: I flussi di crediti netti (operazioni di debito) corrispondono alle operazioni relative a prestiti (F4) e titoli di debito (F3) tratte dai conti di bilancio finanziario di settore dell'Eurostat. Il risultato lordo di gestione delle SNF non è disponibile per Bulgaria, Croazia e Malta.

Grafico 21: Debito delle famiglie

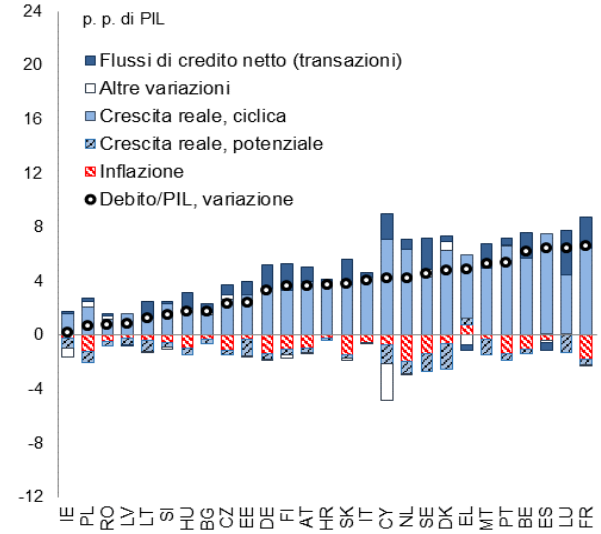


Fonte: Eurostat, Conti di bilancio finanziario di settore - crediti (F4) più titoli di debito (F3), AMECO e stime dei servizi della Commissione (cfr. riquadro 1).
Nota: I paesi sono presentati in ordine decrescente in termini di rapporto debito/PIL delle famiglie nel 2019. I numeri sotto i codici dei paesi indicano l'anno in cui tale rapporto debito/PIL ha raggiunto il picco. Per la definizione di parametri di riferimento basati su fondamentali dell'economia e soglie prudenziali, cfr. la nota 34.

Per quanto riguarda le famiglie, la pandemia sembra aver portato a un rallentamento della dinamica di indebitamento alla luce delle minori prospettive di reddito e dell'aumento dei risparmi.

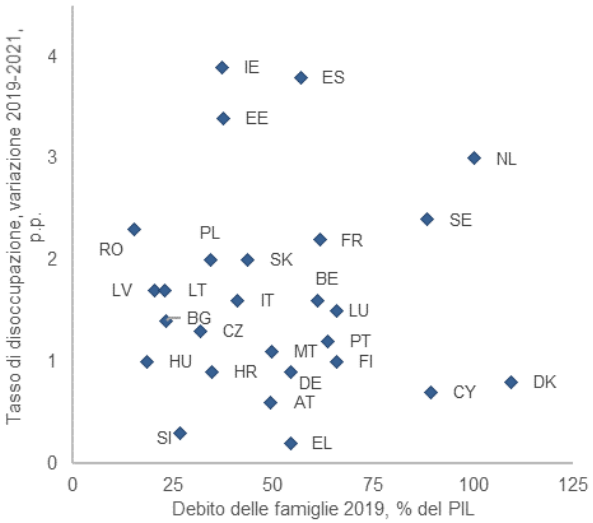
- **Secondo le previsioni, nel 2020 i flussi creditizi netti (operazioni di debito) verso le famiglie saranno prossimi allo zero o moderati per la maggior parte dei paesi dell'UE**. Come mostrato nel grafico 22, l'aumento generalizzato del rapporto debito delle famiglie/PIL è dovuto in larga misura al crollo del PIL e non alle operazioni di credito e su titoli, che sono piuttosto limitate e sembrano essersi ridotte in quasi tutti i paesi dell'UE rispetto al 2019. La decelerazione dell'indebitamento delle famiglie sembra giustificata dal peggioramento delle prospettive di reddito abbinato a un aumento del risparmio, in parte precauzionale e in parte dovuto a misure restrittive che limitano le possibilità di consumo. Le differenze tra paesi possono essere legate alla rigidità delle misure di confinamento e all'interruzione degli acquisti di abitazioni, ai diversi livelli di sostegno pubblico ai redditi delle famiglie e alle condizioni del credito, nonché alle condizioni del mercato immobiliare.
- **L'indebitamento delle famiglie rallenta nonostante l'effetto delle moratorie**. Come nel caso delle società non finanziarie, le moratorie del debito hanno un effetto positivo sull'evoluzione dello stock del debito a causa dei minori rimborsi. Per tale motivo, il debito delle famiglie sembra diminuire a velocità ridotta.
- **È probabile che la dinamica del debito delle famiglie rimanga modesta e che sorgano difficoltà di rimborso a seguito del deterioramento dei mercati del lavoro**. Nonostante il persistere di condizioni finanziarie favorevoli e le misure governative volte ad attenuare le ripercussioni della crisi sul mercato del lavoro e sulle famiglie, i redditi delle famiglie rimarranno sotto pressione. In particolare, dopo essere calati fino al 2020, per tutto il 2021 i tassi di disoccupazione subiranno probabilmente un aumento generalizzato che rispecchierà tra l'altro la perdita di posti di lavoro a seguito della graduale soppressione delle misure adottate dai governi per attenuare l'impatto della pandemia, quali in particolare i regimi sovvenzionati di riduzione dell'orario, che saranno prevedibilmente temporanei, per evitare di mantenere posti di lavoro in imprese non redditizie. Le famiglie potrebbero incontrare maggiori difficoltà a rimborsare i debiti anche nei paesi già caratterizzati da un tasso del debito delle famiglie relativamente elevato (grafico 23).

Grafico 22: Scomposizione della variazione nel rapporto debito/PIL delle famiglie (2019 – 2020)



Fonte: I flussi di crediti netti (operazioni di debito) corrispondono alle operazioni relative a prestiti (F4) e titoli di debito (F3) tratte dai conti di bilancio finanziario di settore dell'Eurostat. Altre fonti sono AMECO e stime dei servizi della Commissione (cfr. riquadro 1) e calcoli basati sui dati mensili della BCE sui prestiti di IFM e alle operazioni (flussi) relative a titoli di debito con il settore privato tratti dalla banca dati BSI.

Grafico 23: Debito delle famiglie e disoccupazione



Fonte: AMECO; Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea per i dati per il 2020 e il 2021.

I prezzi delle abitazioni hanno continuato ad aumentare fino all'inizio del 2020, in alcuni casi accelerando.

- **Nel 2019 otto Stati membri hanno registrato un aumento dei prezzi reali delle abitazioni al di sopra della soglia del quadro di valutazione** (Croazia, Repubblica ceca, Grecia, Ungheria, Lussemburgo, Polonia, Portogallo e Slovacchia), un paese in più rispetto al 2018. Nel complesso questa evoluzione ha confermato che la crescita dinamica dei prezzi delle abitazioni osservata a partire da metà del decennio circa prosegue.
- **Nel 2019 i prezzi delle abitazioni sono aumentati in quasi tutti i paesi dell'UE e tra il 2018 e il 2019 si è registrata un'accelerazione nella maggior parte degli Stati membri.** Per contro, Bulgaria, Danimarca, Germania, Irlanda, Lettonia, Malta, Paesi Bassi, Romania, Slovenia e Spagna hanno registrato un rallentamento.
- **La recente tendenza positiva della crescita dei prezzi delle abitazioni è stata trainata principalmente dall'andamento dei fondamentali economici.** I bassi tassi di interesse e l'accelerazione dei redditi da lavoro sono stati i principali fattori alla base della recente domanda di servizi abitativi, in un contesto caratterizzato da ritardi nell'adeguamento dell'offerta di abitazioni. L'accelerazione della crescita del debito ipotecario si è manifestata solo dopo che l'accelerazione dei prezzi delle abitazioni si è consolidata e diffusa in tutta l'UE.
- **Si osserva una forte crescita dei prezzi delle abitazioni anche in Stati membri che mostrano segnali di sopravvalutazione** (grafico 24). Tra il 2018 e il 2019 si è osservata una lieve flessione

dei prezzi in alcuni dei paesi in cui la sopravvalutazione è comprovata, ma questa tendenza non ha interessato altri casi significativi, tra cui il Lussemburgo e la Svezia[36].

- **Nel 2019 la maggior parte degli Stati membri ha evidenziato una sopravvalutazione** che sembra essere ampiamente comprovata dal confronto tra gli indici di prezzo e i valori di riferimento. I limiti dell'accessibilità economica delle abitazioni sono confermati dalle stime dei livelli dei prezzi. In circa la metà dei paesi dell'UE sono necessari più di 10 anni di reddito per acquistare un'abitazione di 100 m²[37].

Grafico 24: Variazioni dei prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione e divari di valutazione nel 2019

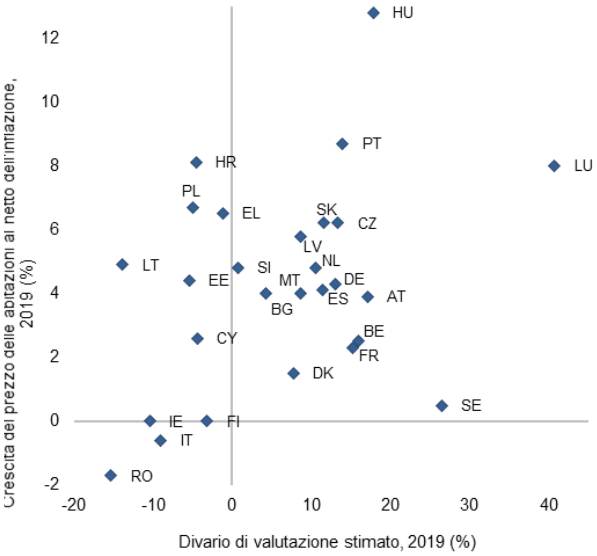
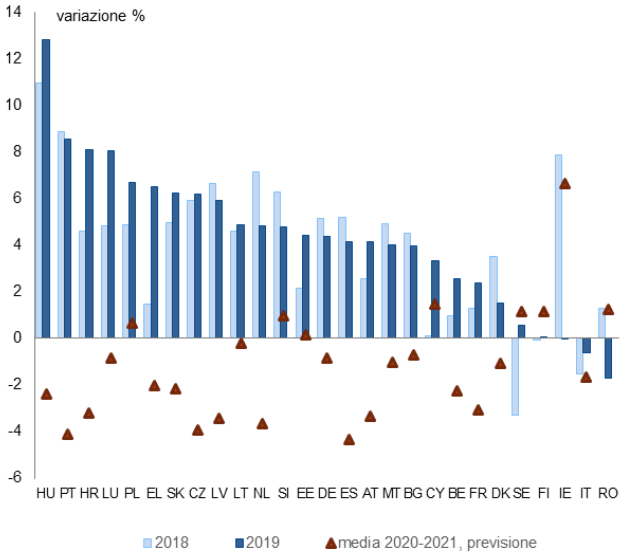


Grafico 25: Evoluzione della crescita dei prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione



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 divari di valutazione risultanti da un modello basato sulla regressione dei fattori che incidono sui prezzi delle abitazioni (cfr. la nota 36). Le previsioni relative ai prezzi delle abitazioni si basano su un modello basato sulla regressione dei fattori che incidono sui prezzi delle abitazioni (cfr. la nota 40).

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

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

È probabile che in futuro la crisi della COVID-19 frenerà la recente dinamica dei prezzi delle abitazioni, soprattutto alla luce del calo dei redditi da lavoro.

- **I dati trimestrali del 2020 rivelano che la crescita dei prezzi reali delle abitazioni inizia a rallentare in diversi Stati membri.** Mentre la maggior parte dei paesi dell'UE ha continuato a registrare una crescita dei prezzi nel secondo trimestre di quest'anno rispetto allo stesso trimestre del 2019, in altri si inizia già a osservare un rallentamento o addirittura un calo dei prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione. A Cipro e in Ungheria si osservano correzioni al ribasso su base annua e in oltre la metà dei paesi dell'UE rallentamenti e stagnazioni. Dall'esame della dinamica tra un trimestre e il precedente nella prima metà del 2020 emerge una tendenza più diffusa di correzioni al ribasso, soprattutto in Estonia, Ungheria e Romania, ma anche, in una certa misura, in Lettonia, Portogallo, Slovenia e Svezia[38].

- **Le stime dei livelli di prezzo elaborati a partire dalle quotazioni dei venditori confermano un indebolimento incipiente del mercato immobiliare.** I dati sui prezzi delle abitazioni fino alla metà del 2020 potrebbero non rispecchiare pienamente l'impatto della crisi COVID-19 perché in molti casi le transazioni erano state concordate prima dello scoppio della pandemia. Tuttavia anche le recenti stime dei prezzi richiesti suggeriscono correzioni al ribasso in alcuni paesi[39].

- **Anche le previsioni dei prezzi delle abitazioni basate su modelli indicano un rallentamento dei mercati immobiliari per tutto il 2021 e correzioni al ribasso in gran parte degli Stati membri dell'UE** (grafico 25). Il calo dei redditi da lavoro spiega gran parte delle decelerazioni attese, che secondo le previsioni saranno particolarmente marcate soprattutto nei paesi che mostrano attualmente segnali di sopravvalutazione[40].

In alcuni Stati membri la sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni continua a coesistere con alti livelli di indebitamento delle famiglie, in particolare in Belgio, Danimarca, Lussemburgo, Paesi Bassi e Svezia. I Paesi Bassi sono inoltre caratterizzati da elevati livelli di prezzo rispetto al reddito medio delle famiglie. Nel 2019 lo stock di crediti ipotecari è cresciuto a un ritmo particolarmente sostenuto in Bulgaria e a Malta (in cui è aumentato di oltre il 10 % rispetto all'anno precedente) e ha subito un incremento di oltre il 5 % in altri 14 paesi. In alcuni casi si è registrata una forte crescita a partire da livelli già relativamente elevati, in particolare in Belgio, Francia, Germania, Lussemburgo e

---

38 L'evoluzione trimestrale dei prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione può risentire di fattori stagionali. Ciò vale in particolar modo per la Romania a causa della stagionalità del deflatore utilizzato, il deflatore di contabilità nazionale per la spesa dei consumi finali delle famiglie. Dati più recenti, basati sull'indice dei prezzi delle abitazioni di Valueguard HOX, indicano che i prezzi nominali delle abitazioni in Svezia sono aumentati dell'8,9 % su base annua nel settembre 2020.

39 Tali stime sono state ottenute da un campione casuale stratificato per regione per case e appartamenti di una superficie massima di 600 m^2. I dati sono estratti dal sito web di servizi immobiliari Idealista.com. Per ciascun paese, il campione iniziale era composto da circa 1 700-2 000 immobili ed aveva natura dinamica, in quanto nel momento in cui alcune proprietà cessano di essere disponibili ne sono incluse di nuove. Il prezzo mediano al metro quadro è stato monitorato costantemente tra aprile e settembre 2020, rivelando un chiaro andamento al ribasso nei tre paesi analizzati.

40 Le previsioni dei prezzi delle abitazioni sono calcolate dai servizi della Commissione europea nel quadro di un modello di correzione degli errori, utilizzando come variabili esplicative: popolazione, reddito disponibile, patrimonio immobiliare, tasso di interesse a lungo termine e deflatore dei prezzi della spesa per consumi finali privati, nonché il residuo della relazione di cointegrazione stimata.

Malta. Fatta eccezione per Grecia e Portogallo, la forte crescita dei prezzi delle abitazioni è stata associata a una forte crescita dei mutui ipotecari[41].

3.3 Settore pubblico

Nel 2019 il rapporto debito pubblico/PIL è diminuito ulteriormente nella maggior parte degli Stati membri in un contesto caratterizzato da condizioni economiche favorevoli, ma sta tornando ad aumentare in tutta l'UE, soprattutto nei paesi colpiti più duramente dalla crisi generata dalla COVID-19. Nel 2019 il rapporto debito/PIL ha superato la soglia del 60 % prevista dal quadro di valutazione in 12 Stati membri (erano 14 nel 2018): Grecia, Italia e Portogallo hanno registrato un debito superiore al 100 % del PIL; Belgio, Cipro, Francia e Spagna erano leggermente al di sotto di tale valore e tra gli altri Stati membri con un debito superiore al 60 % del PIL vi sono Austria, Croazia, Ungheria e Slovenia. Nello stesso anno la riduzione del rapporto debito/PIL è stata più evidente (superiore a 5 punti percentuali) a Cipro, in Grecia e in Irlanda, mentre il debito pubblico è rimasto invariato in Francia e in Italia. Nel 2019 e già da qualche anno, in alcuni casi (tra cui Belgio, Cipro, Francia e Portogallo) il debito pubblico superiore al 60 % del PIL era accompagnato da un debito del settore privato superiore alla rispettiva soglia del quadro di valutazione.

La crisi COVID-19 sta provocando un chiaro aumento del rapporto debito pubblico/PIL. Le perdite a livello di produzione e di entrate connesse alle recessioni del 2020, nonché le estese misure di sostegno messe in atto dai governi per contenere l'impatto della crisi sono all'origine di un aumento dell'indebitamento e della crescita degli stock di debito in tutti gli Stati membri dell'UE. I governi hanno consentito l'attivazione degli stabilizzatori automatici durante la crisi e hanno fornito un sostegno diretto di bilancio e di liquidità per attenuare la crisi sanitaria e la riduzione della spesa del settore privato. Inoltre, parte dell'aumento del rapporto debito/PIL nel 2020 è conseguenza diretta di una considerevole riduzione del PIL nominale.

- **Secondo le previsioni, alla fine del 2021 il rapporto debito pubblico/PIL rimarrà superiore - talvolta di molto - ai livelli del 2019 in tutti i paesi dell'UE.** È prevedibile che alla fine del 2020 un numero molto maggiore di Stati membri supererà la soglia del 60 % del PIL e altri ancora supereranno il 100 %. Nel 2021 il rapporto debito/PIL resterà presumibilmente stabile o diminuirà leggermente in circa la metà dei paesi, grazie alla ripresa e a disavanzi più bassi previsti (grafico 26). Tuttavia negli altri Stati membri il debito pubblico continuerà probabilmente ad aumentare nel 2021, in particolare in Romania, paese in cui per l'anno prossimo si prevedono un ulteriore peggioramento del già elevato disavanzo pubblico e un aumento considerevole del rapporto debito/PIL, rispetto però a un livello relativamente basso.
- **L'aumento del rapporto debito pubblico/PIL sarà in genere più accentuato laddove i livelli del debito pre-crisi erano già relativamente elevati.** Ciò è motivato dal fatto che la recessione è stata generalmente più grave in questi paesi, soprattutto perché vi è stato un numero elevato di

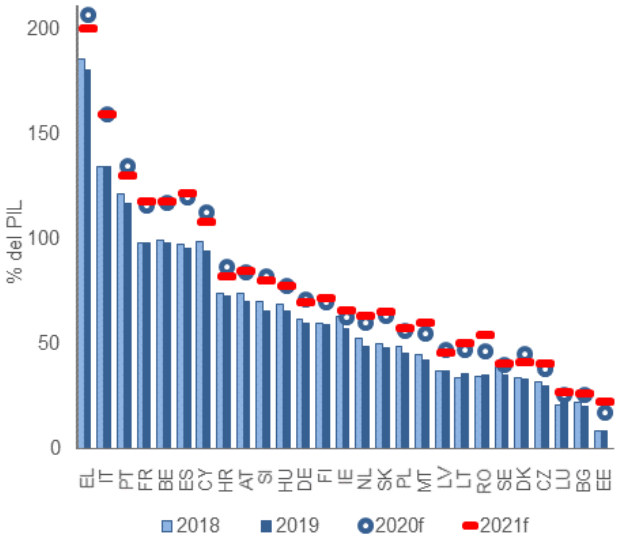
[41] Nel settembre 2019 il comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) ha emesso avvertimenti e raccomandazioni sulle vulnerabilità a medio termine specifiche per paese nel settore degli immobili residenziali per nove Stati membri: raccomandazioni per Belgio, Danimarca, Finlandia, Lussemburgo, Paesi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

contagi o sono state adottate misure di contenimento rigide e perché le loro economie dipendono maggiormente da settori come il turismo. Si prevede che nel 2020 Grecia, Italia e Spagna registreranno un aumento del rapporto debito pubblico/PIL superiore a 20 punti percentuali. L'aumento del debito rispecchia anche aggiustamenti stock/flussi tali da incrementare il debito, che comprendono tra l'altro forme di sostegno finanziario non registrate nei saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche. Tali effetti saranno presumibilmente più elevati a Cipro, in Danimarca, in Germania e in Slovenia.

- **I finanziamenti pubblici non sono diventati più costosi.** Nel corso del 2019 i rendimenti dei titoli di Stato sono rimasti stabili o sono diminuiti: Dopo lo shock indotto dalla COVID-19 e le conseguenti turbolenze nei mercati finanziari in marzo e aprile, hanno subito un'impennata per alcuni paesi della zona euro, ma anche per paesi non appartenenti alla zona euro. Tuttavia, in un contesto di ridotta volatilità dei mercati finanziari e a seguito di interventi di grande portata delle autorità monetarie, i rendimenti sono nuovamente calati e si sono allineati ai livelli osservati all'inizio del 2020, in alcuni casi fermandosi addirittura al di sotto di tali valori, e hanno registrato aumenti solo in rarissimi casi.

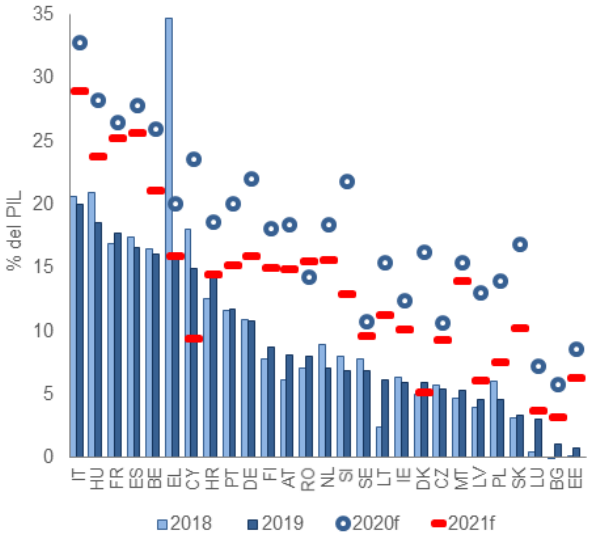
La struttura del debito pubblico potrebbe comportare rischi aggiuntivi per alcuni paesi. La struttura delle scadenze del debito pubblico varia notevolmente da uno Stato membro all'altro, il che implica anche esigenze di rifinanziamento diverse nel prossimo futuro. Il fabbisogno di finanziamento lordo per i prossimi anni sarà probabilmente pari o superiore al 20 % del PIL per Belgio, Francia, Ungheria, Italia e Spagna (grafico 27). Alcuni paesi non appartenenti alla zona euro e non aderenti all'ERM II, tra cui Ungheria e Romania, sono esposti a rischi aggiuntivi a causa di quote relativamente elevate di debito pubblico denominate in valuta estera.

Grafico 26: Debito pubblico



Fonte: AMECO; Previsioni economiche d'autunno 2020 della Commissione europea per i dati 2020 e 2021.
Nota: I paesi sono presentati in ordine decrescente di debito pubblico nel 2019 in termini del PIL rispettivo.

Grafico 27: Fabbisogno di finanziamento lordo delle amministrazioni pubbliche



Fonte: Calcoli dei servizi della Commissione.
Nota: Il fabbisogno di finanziamento lordo è calcolato come somma di disavanzo di bilancio, aggiustamenti stock/flussi e ammortamenti del debito. I paesi sono presentati in ordine decrescente di fabbisogno di finanziamento delle amministrazioni pubbliche nel 2019 in termini del PIL rispettivo.

3.4 Settore finanziario

Il settore bancario dell'UE si è notevolmente rafforzato negli ultimi anni nonostante in alcuni Stati membri permangano problemi legati alla bassa redditività e ai crediti deteriorati.

- **La situazione del settore bancario dell'UE è migliorata rispetto all'inizio della crisi finanziaria mondiale.** I crediti deteriorati sono diminuiti in misura sostanziale, soprattutto nei paesi in cui erano più elevati. I coefficienti di capitale hanno smesso di crescere nel 2018 dopo aver raggiunto livelli al di sopra dei requisiti regolamentari per il capitale di classe 1 in tutti gli Stati membri. Le banche dispongono inoltre di riserve di liquidità molto più consistente di dieci anni fa. L'aumento delle passività del settore finanziario è rimasto contenuto nel 2019 e solo l'Ungheria ha superato la soglia del quadro di valutazione.
- **Il settore bancario dell'UE rimane caratterizzato da bassi livelli di redditività**, che si sono ulteriormente indeboliti nel 2019 in un contesto di bassi tassi di interesse. La redditività appare particolarmente debole a Cipro, in Germania, in Grecia, in Irlanda e in Portogallo, mentre i coefficienti di capitale risultano comparativamente più bassi in Germania, Grecia, Portogallo, Spagna e Ungheria.
- **Alcuni paesi dell'UE devono far fronte alle sfide derivanti da una combinazione di bassa redditività, coefficienti di capitale inferiori alla media e livelli elevati di crediti deteriorati** (grafico 28 e grafico 29)[42]. In Grecia la percentuale di crediti deteriorati è diminuita, pur attestandosi ancora intorno al 35 %, mentre la redditività è solo marginalmente positiva e i coefficienti di capitale sono tra i più bassi dell'UE. Le banche cipriote sono riuscite a ridurre le loro ingenti quote di crediti deteriorati al di sotto del 20 % e la redditività delle banche è positiva ma inferiore alla media dell'UE. In Italia, Bulgaria e Portogallo la percentuale di crediti deteriorati è nettamente diminuita negli ultimi anni, con ulteriori, seppur più modeste, riduzioni nel 2019, arrivando al di sotto del 7 %. I coefficienti di capitale sono inferiori alla media in Italia e Portogallo, paesi in cui, soprattutto in quest'ultimo, la redditività è più bassa.

È probabile che lo shock provocato dalla COVID-19 avrà un impatto significativo sulla qualità degli attivi bancari, sulla redditività e sul capitale. Questi effetti, non ancora visibili, potrebbero manifestarsi solo dopo un certo tempo, anche come conseguenza delle massicce politiche di sostegno attuate. Lo shock provocato dalla COVID-19 ha esercitato un notevole effetto frenante sulle prospettive economiche e alcune singole banche sono pesantemente esposte a settori che sono stati colpiti dalla crisi in modo sproporzionato. L'abbondante liquidità concessa dalle banche centrali ha contribuito a limitare la stretta creditizia a seguito della pandemia di COVID-19 e la sospensione dei pagamenti dei dividendi

[42] I crediti deteriorati nella serie di indicatori ausiliari del quadro di valutazione sono definiti come il totale degli anticipi e dei crediti deteriorati lordi in percentuale del totale degli anticipi e dei crediti lordi (valore contabile lordo), per il settore "gruppi bancari e singole banche nazionali, controllate estere e filiali estere, tutti gli istituti". Per i valori, cfr. la tavola 2.1 in allegato. Le percentuali di crediti deteriorati armonizzate sono disponibili solo a partire dal 2014. Pertanto, per i dati relativi al 2008 e "all'incremento verso il picco", il Grafico 29 mostra i dati relativi al rapporto tra strumenti di debito deteriorati lordi e totale degli strumenti di debito lordi, che è disponibile in serie temporali più lunghe e che fa riferimento, oltre che ai crediti, anche ad altri strumenti di debito detenuti dal settore bancario. Questi ultimi sono in genere leggermente inferiori alle percentuali di crediti deteriorati, soprattutto in quanto il denominatore è maggiore, vale a dire che il totale degli strumenti di debito lordo è superiore al totale dei prestiti. La differenza massima tra le due percentuali attualmente è di quattro punti percentuali (per la Grecia), mentre per la maggior parte dei paesi è inferiore a un punto percentuale.

e il parziale allentamento temporaneo della regolamentazione stanno dando ulteriore respiro alle banche. Tuttavia, si profila una serie di sfide che possono compromettere i bilanci e il capitale delle banche[43]:

- **Aumento dei crediti deteriorati.** Le difficoltà di rimborso del debito da parte delle società non finanziarie la cui redditività risente maggiormente della crisi generata dalla COVID-19 comporteranno molto probabilmente un aumento dei crediti deteriorati. Si prevede una crescita del numero di fallimenti, soprattutto nei settori in cui vi sono minori possibilità di ridurre il distanziamento fisico garantendo la sicurezza. L'impatto che ne deriverà sulle prospettive di reddito e di occupazione delle famiglie comporta il rischio del deterioramento di una percentuale maggiore di debito ipotecario. Inoltre, nei paesi che soffrono di problemi pregressi, le banche avranno maggiori difficoltà a vendere i crediti deteriorati esistenti. Sono già stati effettuati pagamenti ritardati a motivo delle moratorie. Per la stessa ragione, una quota di prestiti che di norma sarebbero classificati come crediti deteriorati non può attualmente essere classificata come tale. I dati disponibili su un campione di banche dell'UE di importanza sistemica mostrano che, dal secondo trimestre del 2020, lo stock di crediti deteriorati ha smesso di diminuire[44]. Le prime stime relative a una possibile evoluzione della percentuale di crediti deteriorati indicano un aumento considerevole[45].
- **Si prevede che la redditività delle banche dell'UE peggiori ulteriormente.** Secondo le stime, la redditività registrerà un'ulteriore contrazione a causa della minore domanda di credito, della compressione dei margini di interesse e delle perdite su crediti[46]. Allo stesso modo, le quotazioni azionarie bancarie hanno subito un forte calo a seguito della pandemia di COVID-19. Già stagnanti nel 2019, le quotazioni azionarie bancarie sono calate drasticamente nel marzo 2020 proprio all'insorgere della pandemia di COVID-19, e da allora si sono riprese solo marginalmente, restando nettamente inferiori all'andamento globale degli indici sui mercati azionari europei.
- **Valutazione degli attivi.** Le banche stanno assorbendo ingenti quote di titoli di Stato. Le istituzioni finanziarie legate al debito sovrano nei paesi caratterizzati da finanze pubbliche più fragili potrebbero essere esposte a un circolo vizioso negativo. Inoltre, l'indebolimento dei mercati immobiliari, in particolare per quanto riguarda gli immobili non residenziali, rischia di ridurre il valore delle garanzie ipotecarie e di generare un circolo vizioso tra i prezzi delle abitazioni, i bilanci bancari e la disponibilità di mutui ipotecari.

L'attuale crisi protrarrà ulteriormente il contesto di bassi tassi di interesse producendo un possibile impatto negativo sul settore finanziario non bancario. Poiché incide soprattutto sugli attivi finanziarie a basso rischio, l'ambiente a basso rendimento mette a dura prova anche la redditività e il bilancio degli istituti finanziari non bancari che detengono portafogli di attivi ampiamente investiti in attivi a basso rischio, come le compagnie di assicurazione (in particolare il comparto delle assicurazioni sulla vita) e i fondi pensione. In cerca di rendimento, molte istituzioni finanziarie non bancarie hanno

---

43 I risultati di una prova di stress effettuata recentemente dalla BCE per stimare la perdita di capitale del settore bancario della zona euro in base a scenari alternativi sono consultabili all'indirizzo https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html.

44 Fonte: Quadro operativo dei rischi, stilato dall'ABE, secondo trimestre 2020.

45 Secondo lo studio di Allianz Research del luglio 2020, *European Banks – Could Eur 300 bn of Additional NPLs Crunch the Recovery in Europe?*, tra dicembre 2019 e dicembre 2021 la percentuale di crediti deteriorati nella zona euro potrebbe aumentare di 1,7-2,3 punti percentuali.

46 BCE, Rapporto sulla stabilità finanziaria, maggio 2020. ABE, *The EU Banking Sector: First Insight into the COVID-19 Impacts*, nota tematica EBA/REP/2020/17.

aumentato la leva finanziaria e l'esposizione ad attivi più rischiosi, i cui prezzi sono diminuiti a seguito della pandemia di COVID-19, causando perdite significative di valore, in particolare per i fondi di investimento. Si prevede che anche gli sviluppi recenti avranno un impatto negativo sul settore assicurativo[47].

Grafico 28: Redditività e coefficienti patrimoniali del settore bancario

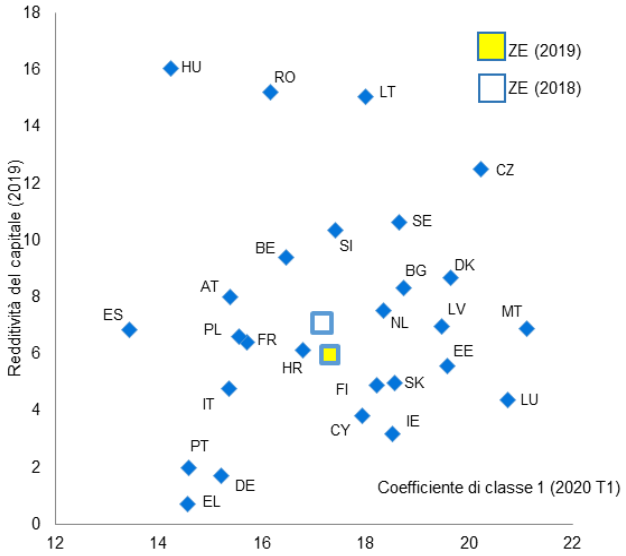
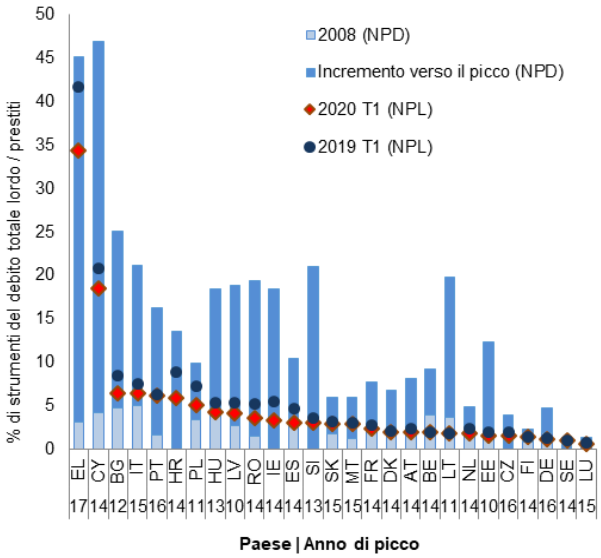


Grafico 29: Crediti deteriorati



Fonte: BCE, calcoli dei servizi della Commissione.
Nota: I valori medi per la zona euro nel grafico 28 non sono ponderati in base alle dimensioni economiche. Non sono disponibili dati sugli strumenti di debito deteriorato lordo per il 2008 per Croazia, Irlanda, Repubblica ceca, Slovenia e Svezia. Nel grafico 29, i dati relativi al 2008 e l'"incremento verso il picco" si riferiscono al rapporto tra strumenti di debito deteriorato lordo e totale degli strumenti di debito lordo; le percentuali dei crediti deteriorati si riferiscono al primo trimestre del 2018 e al primo trimestre del 2019; i numeri sotto i codici dei paesi indicano l'anno in cui i crediti deteriorati hanno raggiunto il picco.

47 EIOPA (2020): *Financial Stability Report*, luglio 2020.

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

Nel 2019, prima della pandemia, i mercati del lavoro hanno continuato a migliorare nonostante l'attività economica in Europea stesse già rallentando. Nel 2019 l'occupazione è ulteriormente cresciuta nell'UE, stabilendo un nuovo record nel numero di persone occupate. Il tasso di occupazione è aumentato in quasi tutti gli Stati membri: il paese che ha registrato il maggiore aumento è stata la Bulgaria (2,4 punti percentuali), seguita da Cipro (1,9 punti percentuali), Grecia (1,6 punti percentuali) e Croazia (1,5 punti percentuali). La disoccupazione ha continuato a diminuire in quasi tutti gli Stati membri, raggiungendo il tasso più basso dal 2000 (6,5 %) nel dicembre 2019 e all'inizio del 2020 tutti i paesi avevano i tassi di disoccupazione più bassi dal 2013. Il calo è stato particolarmente marcato nei paesi con un elevato tasso di disoccupazione come Grecia e Croazia (-2 punti percentuali), Cipro (-1,3 punti percentuali) e Spagna (-1,2 punti percentuali), mentre in Svezia il tasso di disoccupazione è aumentato di 0,4 punti percentuali e in Lussemburgo e in Lituania ha oscillato intorno allo stesso livello del 2018, anche se rispetto a livelli di partenza relativamente bassi in tutti e tre i casi. Di conseguenza, le differenze nei tassi di disoccupazione tra i diversi paesi si sono notevolmente ridimensionate, pur rimanendo significative all'inizio della pandemia di COVID-19.

I tassi di attività hanno dimostrato una buona tenuta di fronte al rallentamento precedente la pandemia e la disoccupazione *di lunga durata* e *giovanile* è migliorata più nettamente rispetto agli altri indicatori del mercato del lavoro. Nel 2019 il tasso di attività (nella popolazione di 15-64 anni) è diminuito solo in Francia (-0,4 punti percentuali), in Lettonia (-0,2 punti percentuali) e in Estonia (-0,2 punti percentuali). Il divario tra i paesi con il tasso di attività più basso e più elevato è rimasto sostanzialmente invariato a circa 16 punti percentuali. Nel 2019 la *disoccupazione di lunga durata* è diminuita in tutti gli Stati membri, che hanno registrato tassi inferiori a quelli del triennio precedente. I tassi più elevati sono stati registrati in Grecia (12,2 % della popolazione attiva), Italia (5,6 %) e Spagna (5,3 %). Nel triennio precedente il 2019 il *tasso di disoccupazione giovanile* è diminuito in quasi tutti i paesi dell'UE; tuttavia, in Grecia e Spagna era ancora superiore al 30 %, mentre in l'Italia si collocava appena al di sotto di tale livello. Allo stesso tempo, nel 2019 la percentuale di giovani (15-24 anni) non occupati né inseriti in un percorso di istruzione o formazione (i cosiddetti NEET) in tutta l'UE è stata del 10,1 %, con cifre record superiori al 10 % in diversi Stati membri (tra cui Bulgaria, Cipro, Croazia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Romania, Slovacchia, Spagna e Ungheria).

La povertà e l'esclusione sociale si sono ulteriormente ridimensionate nel 2019 ma restano elevate in diversi Stati membri. Nell'UE la percentuale delle persone a rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE) è diminuita ulteriormente passando nel 2019 al 21,4 %[48]: mentre tutti i paesi hanno registrato diminuzioni nel triennio fino al 2019, la Svezia e il Lussemburgo hanno subito un incremento, anche se rispetto a livelli di partenza relativamente bassi. Nonostante un calo significativo del tasso di rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE) dal 39 % circa al 32,5 %, la Bulgaria continua a registrare il livello più elevato nell'UE, seguita da Romania e Grecia, entrambe con oltre il 30 %, mentre Spagna, Lettonia e Lituania hanno registrato tassi superiori al 25 %.

Tuttavia, la pandemia di COVID-19 ha cambiato radicalmente le prospettive. In poche settimane, le prospettive per il 2020 hanno subito un drammatico peggioramento. Nel secondo trimestre del 2020 il PIL è risultato inferiore di quasi il 15 % rispetto alla fine del 2019 (18 % per la zona euro) e l'occupazione è diminuita

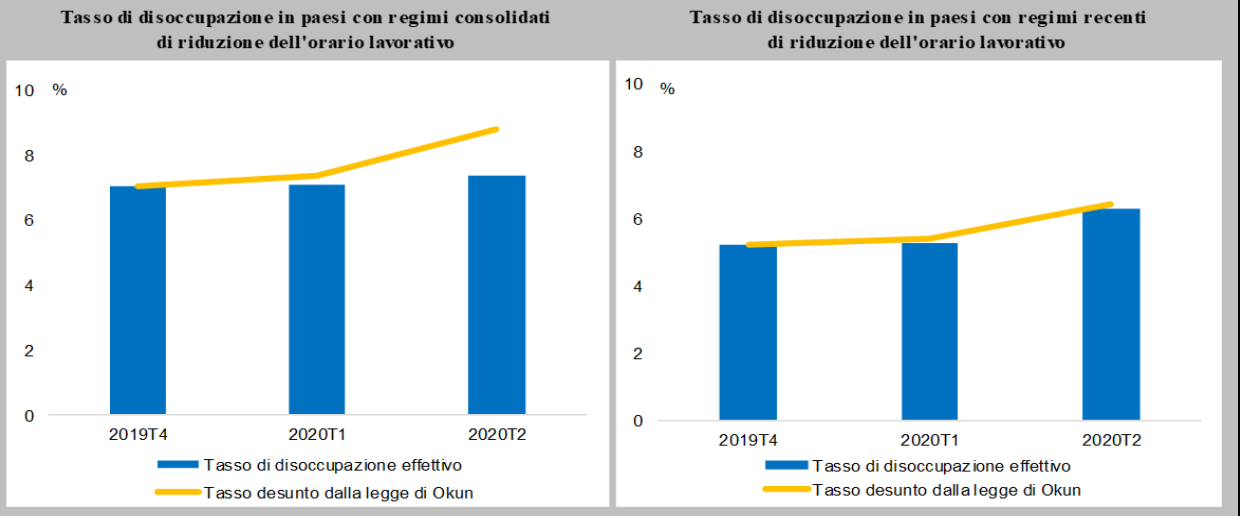
[48] Media ponderata dei 25 Stati membri per i quali erano disponibili dati al 23 ottobre 2020. L'indicatore del *rischio di povertà o di esclusione sociale (AROPE)* corrisponde alla percentuale di persone che si trovano in condizioni di vulnerabilità in base ad almeno uno dei tre indicatori sociali 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 con reddito disponibile (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.

del 3 %, pari a 6 milioni di occupati in meno (2,9 % per la zona euro), una diminuzione di proporzioni mai verificatesi nelle prime fasi di una recessione. Inoltre, vi è molta incertezza legata alle conseguenze di questo shock senza precedenti, in quanto l'impatto economico può variare notevolmente da paese a paese, a seconda, tra l'altro, dell'intensità dei focolai e delle loro diverse specializzazioni settoriali.

L'ampio ricorso a regimi di riduzione dell'orario lavorativo ha attenuato l'impatto della recessione sulla disoccupazione. Anche se il tasso di disoccupazione è aumentato in tutti gli Stati membri, nettamente in controtendenza rispetto all'andamento degli anni precedenti, gli aumenti sono stati relativamente modesti nella maggior parte dei paesi. L'ampio ricorso a regimi di riduzione dell'orario lavorativo ha contribuito a frenare la massiccia perdita di posti di lavoro che molti paesi avrebbero altrimenti subito a seguito delle gravi perdite di produzione dei primi due trimestri del 2020. Ciò vale in particolare per i paesi che dispongono di regimi di riduzione dell'orario lavorativo ben consolidati, mentre nei paesi che li hanno introdotti di recente, in parte a causa della loro concezione o dei ritardi nell'attuazione, tali regimi riescono a malapena a frenare l'aumento della disoccupazione rispetto a quanto ci si sarebbe potuto attendere sulla base di dati storici (grafico sottostante)[49].

Il calo del tasso di attività spiega la diminuzione dei tassi di disoccupazione osservata in alcuni Stati membri. La gravità della recessione ha portato all'inattività molti disoccupati che hanno rinunciato a cercare un posto di lavoro. In nove Stati membri, che rappresentano oltre un terzo della popolazione dell'UE, si è registrata una contrazione del tasso di attività. Per l'UE nel suo complesso, il tasso di attività (15-64 anni) è sceso dal 73,5 % nel quarto trimestre del 2019 al 71,8 % nel secondo trimestre del 2020. Ad esempio, in Italia il calo del tasso di disoccupazione di 2 punti percentuali tra gennaio e aprile riflette una contrazione del tasso di attività (di 3,5 punti percentuali) maggiore rispetto a quella del tasso di occupazione (-1,7 punti percentuali).

Grafico: Tasso di disoccupazione effettivo in presenza di regimi di riduzione dell'orario lavorativo e previsioni in base alla legge di Okun



Fonte: Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020.
Nota: La legge di Okun si riferisce al rapporto osservato tra la disoccupazione e le perdite di produzione di un paese.

Poiché la crisi generata dalla COVID-19 colpisce relativamente di più i lavoratori maggiormente vulnerabili, occorrerà un impegno sostenuto per attenuare le crescenti disuguaglianze sociali ed economiche. L'impatto della pandemia sull'occupazione varia a seconda dei paesi, dei settori e dei lavoratori[50]. In particolare, è probabile che i lavoratori più vulnerabili dal punto di vista economico (lavoratori con un basso

[49] Commissione europea (2020), "Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020" (prossima pubblicazione). I paesi con regimi consolidati di riduzione dell'orario lavorativo sono: Austria, Belgio, Germania, Spagna, Finlandia, Francia, Italia, Lussemburgo, Portogallo e Svezia.

[50] Cfr. Basso, G., et al. (2020), "The new hazardous jobs and worker reallocation", OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 247, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/400cf397-en.

livello di istruzione, lavoratori a basso salario, migranti non nati nell'UE) e i giovani lavoratori svolgano un lavoro in settori particolarmente esposti ai rischi epidemiologici (commercio al dettaglio, strutture ricettive e servizi di ristorazione). La maggior parte di essi rientra in forme di occupazione atipiche. Di conseguenza, in assenza di misure correttive, la COVID-19 potrebbe avere un impatto proporzionalmente più nefasto sui lavoratori a basso reddito, con un conseguente aumento dei tassi di povertà. In tale contesto, gli Stati membri hanno adottato misure temporanee a sostegno dei gruppi vulnerabili con redditi molto bassi e delle persone che non hanno diritto alle indennità di disoccupazione. In futuro, le risposte politiche nazionali, sostenute da iniziative dell'UE come SURE, ReactEU, i fondi SIE e il dispositivo per la ripresa e la resilienza, saranno fondamentali per attutire efficacemente le conseguenze sociali della crisi.

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

Fino al 2019 gli squilibri macroeconomici erano essenzialmente in via di correzione in un contesto di condizioni economiche favorevoli, ma nuovi rischi si profilano a seguito della pandemia di COVID-19.

- **Gli squilibri "di flusso" corretti dopo la crisi finanziaria del 2008 e l'espansione economica in atto dal 2013 hanno contribuito a ridurre gli squilibri degli stock**, principalmente grazie a un maggiore denominatore che ha ridotto il rapporto debito pubblico/PIL. Al contempo, negli ultimi anni l'espansione ha generato rischi di surriscaldamento soprattutto a livello dei prezzi delle abitazioni e della competitività di costo, in particolare nei settori in cui la crescita era più vigorosa, una tendenza mantenutasi fino al 2019.
- **A seguito della pandemia di COVID-19 una serie di squilibri macroeconomici esistenti rischiano di aggravarsi e potrebbero emergerne di nuovi.** Dalle previsioni e dai dati infrannuali emerge in particolare che il rapporto debito/PIL sia del settore pubblico che del settore privato è attualmente in aumento. Nei prossimi anni le prospettive di rimborso del debito potrebbero essere compromesse dal persistere di livelli modesti di attività economica, dai fallimenti delle società e dalle difficili condizioni del mercato del lavoro. I bilanci delle banche potrebbero essere influenzati in futuro da difficoltà del debito e dalla perdita di redditività. Al tempo stesso, la dinamica eccessivamente vivace dei prezzi delle abitazioni che ha caratterizzato gli anni recenti potrebbe portare a correzioni al ribasso.

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

- Un certo numero di Stati membri continua a presentare principalmente *vulnerabilità molteplici ed interconnesse relative agli stock*. Si tratta, in genere, dei paesi interessati da cicli di forte espansione e repentina contrazione del credito, cui si somma un'inversione delle partite correnti a seguito della crisi finanziaria mondiale, che ha avuto un impatto anche sul settore bancario e sul debito pubblico. Alcuni di questi Stati membri sono stati duramente colpiti dalla recessione causata dalla COVID-19, anche a causa del fatto che il turismo riveste un'importanza relativamente elevata nelle loro economie.
    - Nel caso di Cipro e della Grecia, un livello di debito elevato e ingenti posizioni patrimoniali nette sull'estero negative si associano a problematiche persistenti nel settore finanziario, sebbene, per quanto riguarda le banche cipriote, si osservino miglioramenti dal punto di vista dei crediti deteriorati e della redditività e in Grecia la riduzione dei crediti deteriorati, i cui livelli rimangono molto alti, abbia registrato un'accelerazione nel 2019. Nel caso della Grecia, la crescita del prodotto potenziale è stata modesta, a fronte di un tasso di disoccupazione elevato.
    - In Croazia, Irlanda, Portogallo e Spagna le vulnerabilità ereditate da problemi pregressi riguardanti gli stock sono anch'esse rilevanti, molteplici e interconnesse. In questi paesi, gli squilibri di stock si sono attenuati fino ad ora per effetto della crescita del PIL nominale e si associano, in certi casi, al riemergere di una crescita sostenuta dei prezzi delle abitazioni (in Irlanda e, più di recente, in Portogallo), nonché a una ripresa della crescita del CLUP e a una situazione di stallo quanto al miglioramento della competitività in Portogallo e Spagna.

Tuttavia, queste tendenze sembrano ridursi con la crisi, mentre il rapporto debito/PIL si aggrava a causa della minore crescita del PIL nominale e dell'aumento dell'indebitamento.

- In Romania e Ungheria le vulnerabilità riguardano l'interazione tra il debito pubblico e i finanziamenti esterni. In Romania il disavanzo delle partite correnti si è ampliato dopo anni di aumento sostenuto del costo del lavoro per unità di prodotto e di vigorosa crescita della domanda interna. Il debito pubblico è in rapido aumento e si prevede che continuerà a crescere, accentuando il fabbisogno di finanziamenti esterni. In Ungheria, il debito pubblico genera un forte fabbisogno di finanziamento dettato dalle scadenze a breve termine e la fonte di tale finanziamento è in parte esterna. In entrambi i paesi, una quota non trascurabile del debito è espressa in valuta estera.

- In alcuni Stati membri le vulnerabilità sono connesse principalmente *ai grandi stock del debito pubblico che sono accentuati dalla crisi* e si sommano a preoccupazioni relative alla *crescita del prodotto potenziale* e alla *competitività*. Ciò vale, soprattutto, per l'Italia, in cui le vulnerabilità riguardano anche il settore bancario e la quantità, ancora ingente seppure in rapida diminuzione, di crediti deteriorati almeno fino all'insorgere della crisi, in un contesto di persistenti scarsi risultati del mercato del lavoro. Il Belgio e la Francia devono principalmente far fronte a questioni connesse a un debito pubblico elevato e a problemi riguardanti la crescita potenziale, peraltro in un contesto di competitività sotto pressione. In Francia, lo stock relativamente elevato di debito privato, che era già in aumento prima di questa ultima crisi, si è chiaramente amplificato ulteriormente quest'anno. In Belgio l'indebitamento relativamente elevato e in aumento delle famiglie è associato a prezzi delle abitazioni probabilmente sovrastimati, mentre le posizioni sull'estero, pur leggermente indebolite, restano solide. Il debito pubblico in questi paesi è destinato ad aumentare alla luce della recessione in atto, che sta mettendo a dura prova la base delle entrate, e delle misure adottate per attenuare l'impatto della crisi. Nel caso del Belgio, si prevede che aumenteranno sia il debito privato che il debito pubblico, partendo da livelli già superiori alle soglie del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici.

- Alcuni Stati membri presentano avanzi *consistenti ma in costante diminuzione delle partite correnti*, che restano al di sopra dei livelli che potrebbero essere attesi in base ai fondamentali economici. È il caso, in particolare, della Germania e dei Paesi Bassi. Nei Paesi Bassi l'avanzo elevato è associato a un alto livello di indebitamento delle famiglie e a una forte crescita dei prezzi delle abitazioni. Recentemente sono state osservate pressioni sui prezzi delle abitazioni anche in Germania, ma i livelli del debito sono comparativamente bassi. La presenza di avanzi elevati, seppure in calo, può significare la perdita di opportunità di crescita e di investimento a livello interno, che si ripercuote sul resto della zona euro, in un contesto di inflazione prolungata e ancora inferiore all'obiettivo e di un deterioramento della domanda estera.

- In alcuni Stati membri, *gli sviluppi sul mercato immobiliare hanno determinato rischi legati alle valutazioni dei prezzi delle abitazioni in un contesto di elevato indebitamento delle famiglie*. Ciò è avvenuto in particolare in Svezia e, in misura minore, in Austria, Danimarca e Lussemburgo, in cui i prezzi delle abitazioni hanno continuato ad aumentare a ritmo sostenuto negli ultimi anni, in un contesto di probabile divario di sopravvalutazione e di forte indebitamento delle famiglie. I dati degli ultimi anni indicano una certa correzione al ribasso, seppur di breve durata, dei prezzi e delle sopravvalutazioni in Svezia e una moderazione della crescita dei prezzi delle abitazioni negli altri casi (ad eccezione del Lussemburgo). La Finlandia sembra al riparo dalla forte crescita dei prezzi delle abitazioni o dal rischio di una sopravvalutazione, ma l'indebitamento delle famiglie è elevato e sta crescendo. Gli sviluppi successivi alla pandemia di COVID-19 saranno probabilmente caratterizzati da un rallentamento o una correzione al ribasso dei prezzi delle

abitazioni. È opportuno monitorare tali adeguamenti per verificare che avvengano in modo ordinato.

Il peggioramento degli squilibri degli stock attualmente in corso non dovrebbe comportare automaticamente la necessità di nuovi esami approfonditi. L'aggravarsi dei rischi, in particolare quelli relativi al debito privato e pubblico, riguarda soprattutto i paesi per i quali sono già stati constatati squilibri o squilibri eccessivi. In secondo luogo, le previsioni sono ancora caratterizzate da una notevole incertezza, dovuta in particolare all'evoluzione della pandemia, che probabilmente sarà ancora presente al momento di preparare gli esami approfonditi. In terzo luogo, gli ingenti aumenti del rapporto debito/PIL nel 2020 sono in parte il risultato di forti contrazioni temporanee del PIL nominale e di scelte politiche deliberate per attenuare l'impatto della crisi.

La presente relazione sul meccanismo di allerta conclude che occorrerà effettuare esami approfonditi per 12 Stati membri: Cipro, Croazia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Spagna e Svezia. Questi Stati membri sono stati oggetto di un tale esame nel precedente ciclo annuale di attuazione della PSM, che ha attestato la presenza di squilibri o di squilibri eccessivi. I nuovi esami approfonditi contribuiranno ad analizzare questi problemi in modo più dettagliato e a valutare le esigenze di intervento sul piano politico. In particolare, i prossimi esami approfonditi serviranno a valutare se questi squilibri sono in via di peggioramento o di correzione, ai fini di un aggiornamento della precedente valutazione.

La presente relazione sul meccanismo di allerta sottolinea la necessità di monitorare attentamente gli sviluppi potenzialmente rischiosi in diversi Stati membri per i quali non saranno effettuati esami approfonditi. Subito dopo la pandemia di COVID-19 sono emerse preoccupazioni legate al finanziamento esterno in diversi Stati membri non appartenenti alla zona euro. Da allora le pressioni sul mercato si sono attenuate, ma potrebbero riacuirsi se si verificassero nuovamente le condizioni che giustificano una nuova valutazione dei rischi. Ciò avverrebbe, in particolare, nei casi in cui il governo si finanzia in parte in valuta estera e le finanze pubbliche sono percepite come più rischiose, e l'Ungheria sembra rientrare tra i casi in cui è necessario monitorare l'interazione tra indebitamento pubblico e finanziamento esterno[51]. Anche le implicazioni dell'aumento del rapporto debito/PIL richiedono un monitoraggio in alcuni Stati membri attualmente non soggetti alla sorveglianza nel quadro della PSM. Nel caso del Belgio, si prevede che sia il debito privato che il debito pubblico aumenteranno al di sopra delle soglie del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici. In Danimarca, Finlandia e Lussemburgo si prevede che il debito privato crescerà ulteriormente al di sopra della soglia. Secondo le previsioni, il debito pubblico crescerà ulteriormente al di sopra del 60 % del PIL in Austria e in Slovenia. Non è ancora molto chiaro in che misura tali sviluppi comporteranno rischi aggiuntivi per la stabilità macroeconomica, in quanto le prospettive relative al debito dipendono in misura determinante dalle prospettive di crescita a medio e lungo termine, attualmente difficili da valutare. Per questo motivo, la relazione sul meccanismo di allerta conclude che, nella fase attuale, non è necessario effettuare esami approfonditi per questi paesi.

[51] L'interazione tra le finanze pubbliche e il settore esterno merita di essere analizzata anche nell'esame approfondito previsto per la Romania.

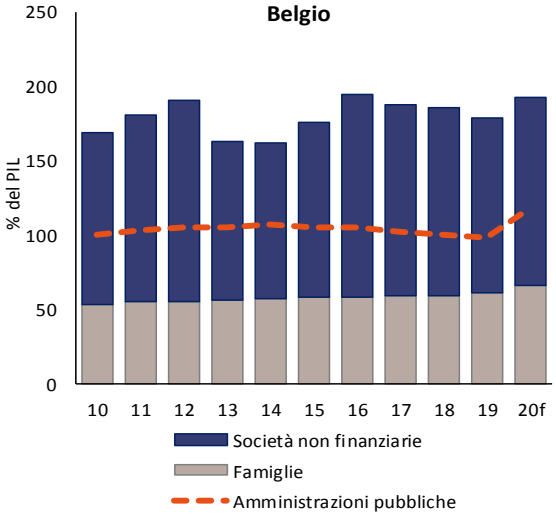
5. OSSERVAZIONI SPECIFICHE PER STATO MEMBRO

BELGIO: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per il Belgio. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori del debito del settore privato e del debito pubblico superano le soglie indicative.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 1,7 % nel 2019 a -8,4 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 4,1 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale inferiore dell'1,4 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

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



Fonte: Eurostat

- **Le vulnerabilità esterne sono rimaste contenute.** Nel 2019 le partite correnti hanno registrato un avanzo marginale, mentre un livello decisamente positivo della NIIP ha attenuato i timori per la sostenibilità esterna. Il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto a un ritmo contenuto.
- **L'indebitamento del settore privato** è rimasto ben al di sopra della soglia nel 2019 e, secondo le previsioni, nel 2020 aumenterà ulteriormente fino a raggiungere circa il 200 % del PIL. Pur essendo molto elevato, l'indebitamento delle **società non finanziarie** belghe riflette in larga misura i prestiti infragruppo transfrontalieri che riducono i rischi. **L'indebitamento delle famiglie**, legato principalmente al debito ipotecario, ha continuato ad aumentare nel 2019 per effetto di un flusso creditizio netto positivo. Dopo la contrazione registrata nel primo semestre a causa del confinamento e delle misure connesse, per la seconda metà del 2020 si prevede una ripresa degli investimenti nell'edilizia residenziale. I prezzi delle abitazioni sono aumentati nel 2019 e si notano segnali di una potenziale sopravvalutazione.
- I **bilanci delle banche** sono stati consolidati negli ultimi anni e i coefficienti patrimoniali e di liquidità restano adeguati. Si prevede che, a seguito della crisi COVID-19, il livello già elevato del **debito pubblico** aumenterà considerevolmente, con un incremento previsto di 20 punti percentuali, per raggiungere quasi il 118 % del PIL nel 2020.
- Le condizioni macroeconomiche favorevoli hanno favorito la **creazione di posti di lavoro e il tasso di disoccupazione**, dopo aver raggiunto una cifra record nel 2015, ha continuato a diminuire nel 2019. Secondo le previsioni, questa tendenza al ribasso si invertirà nel 2020 e nel 2021 e la disoccupazione, in particolare, registrerà un'impennata. Il tasso di inattività rimane elevato.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 il Belgio non presentava squilibri macroeconomici, sebbene fossero presenti possibili vulnerabilità connesse all'indebitamento. Con la crisi l'indebitamento del governo e del settore privato è aumentato e richiede un monitoraggio. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

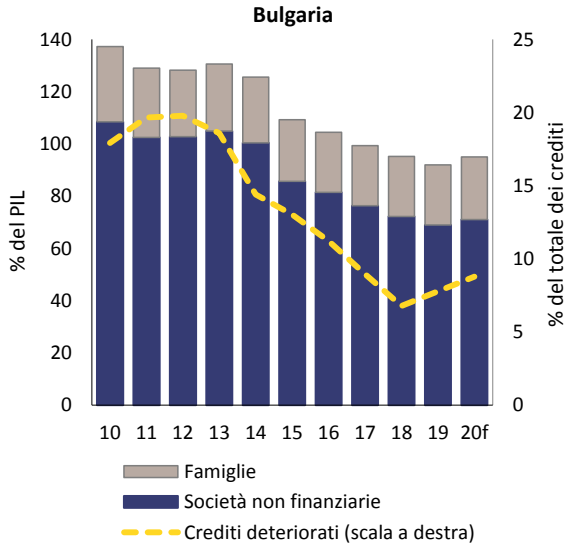
BULGARIA: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che la Bulgaria non presentava più squilibri macroeconomici. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, l'indicatore del costo nominale del lavoro per unità di prodotto supera la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 3,7 % nel 2019 a -5,1 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 2,6 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore dell'1,4 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- L'avanzo delle **partite correnti** è aumentato nel 2019, ma si prevede che calerà leggermente nel 2020 a causa del drastico calo delle entrate del turismo. La NIIP negativa, rappresentata essenzialmente da investimenti diretti esteri, ha continuato a migliorare, collocandosi nel 2019 entro la soglia indicativa, e in futuro se ne prevede un ulteriore miglioramento. È probabile che la moderazione salariale dovuta alla crisi COVID-19 riduca le pressioni sulla competitività di costo in futuro, sebbene il mantenimento delle eccedenze di manodopera abbia comportato nel 2020 un aumento temporaneo della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

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



Fonte: Eurostat e BCE

- Nel 2019 è **continuato il processo di riduzione dell'indebitamento delle imprese** per effetto della robusta crescita del PIL nominale. Il debito delle imprese è inferiore al parametro di riferimento prudenziale ma superiore al parametro di riferimento fondamentale. Pur essendo aumentata nel 2019, l'espansione del credito rallenterà nuovamente nel 2020, mentre la contrazione del PIL fa crescere il rapporto debito/PIL. L'aumento dei **prezzi reali delle abitazioni** si è lievemente attenuato nel 2019, in un contesto di accelerazione del credito ipotecario, ma è probabile un'ulteriore decelerazione nel 2020 alla luce dell'emergenza COVID-19.
- Secondo le previsioni, nel 2020 il **debito pubblico** rimarrà ben al di sotto del 30 % del PIL, nonostante le ripercussioni sul bilancio della crisi generata dalla COVID-19. Il **settore finanziario** è redditizio e ben capitalizzato. La stabilità del sistema finanziario è stata sostenuta da un sistema rafforzato di governance e vigilanza. Nel luglio 2020 la Bulgaria è stata ammessa all'ERM II e ha aderito all'Unione bancaria. La percentuale di crediti deteriorati ha registrato una tendenza al ribasso, raggiungendo il 6,5 % nel 2019. La sfida consisterà nell'evitare aumenti significativi dei crediti deteriorati una volta che verranno meno le misure di sostegno pubblico in risposta alla crisi generata dalla COVID-19.
- Nel 2019 si è continuato ad assistere a **sviluppi positivi del mercato del lavoro**, che hanno fatto scendere la disoccupazione al 4,2 %. Questa tendenza al ribasso si sta invertendo con la crisi COVID-19, ma le perdite di posti di lavoro non si sono del tutto tradotte in un forte aumento della disoccupazione dato che l'inattività è aumentata.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19, la Bulgaria non presentava squilibri macroeconomici, sebbene i crediti deteriorati e l'indebitamento delle imprese fossero relativamente elevati, seppur in calo. Con la crisi, il rapporto debito/PIL delle imprese è destinato ad aumentare, così come i crediti deteriorati. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

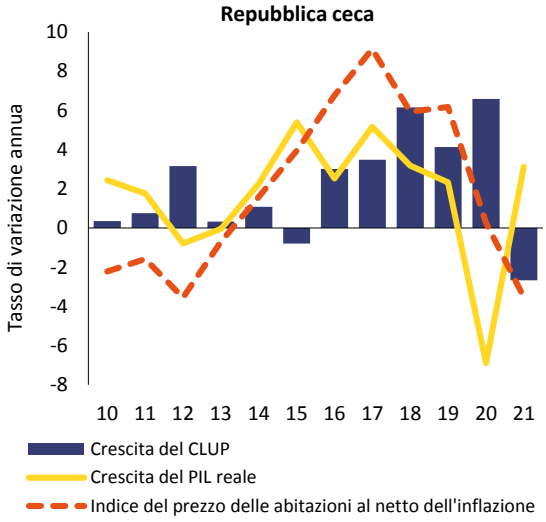
REPUBBLICA CECA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Repubblica ceca. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e dell'aumento dei prezzi delle abitazioni superano la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 2,3 % nel 2019 a -6,9 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3,1 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore dello 0,8 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- La **posizione sull'estero** è relativamente solida, con un disavanzo limitato delle partite correnti nel 2019. La concentrazione delle esportazioni e l'integrazione nelle catene globali del valore rimangono elevate. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) ha continuato a migliorare, ma rimane negativa, attestandosi intorno al -20 % del PIL nel 2019. Anche la NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default ha registrato un miglioramento e mostra una posizione patrimoniale netta chiaramente positiva.
- La crescita del **costo del lavoro per unità di prodotto** è rallentata nel 2019, pur rimanendo elevata. È probabile che si mantenga una certa moderazione salariale dovuta alla crisi COVID-19, sebbene si preveda che nel 2020 il mantenimento delle eccedenze di manodopera comporterà un aumento temporaneo della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.
- I **prezzi delle abitazioni** e la dinamica dei mutui ipotecari continuano a richiedere una sorveglianza. Nel corso del 2019 la crescita dei prezzi reali delle abitazioni ha registrato un'accelerazione, con crescenti segnali di sopravvalutazione. Tuttavia, è probabile che nel periodo 2020-2021 la crescita dei prezzi delle abitazioni rallenti. Il credito netto alle famiglie è rimasto positivo e la crescita dei mutui ipotecari si è mantenuta stabile nel 2019. Nel complesso, la crescita del credito è stata moderata negli ultimi anni, con una certa decelerazione nel 2019, e **l'indebitamento del settore privato** si mantiene basso.
- Il rapporto **debito pubblico/PIL** si è ulteriormente contratto nel 2019, ma secondo le previsioni aumenterà fino al 40 % del PIL nel 2020 a causa della crisi COVID-19 e si assesterà su tale livello nel 2021. Il **settore bancario**, in gran parte di proprietà straniera, è ben capitalizzato e i livelli di capitale proprio sono tra i più elevati dell'UE.
- Il **mercato del lavoro** ha registrato un ulteriore miglioramento nel 2019 grazie a condizioni macroeconomiche più favorevoli e il tasso di disoccupazione è sceso al 2 %. Secondo le previsioni, a seguito della crisi COVID-19, il tasso di disoccupazione aumenterà leggermente nel 2020 e nel 2021, pur rimanendo a livelli molto bassi rispetto alla media dell'UE.

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



Fonte: Eurostat

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

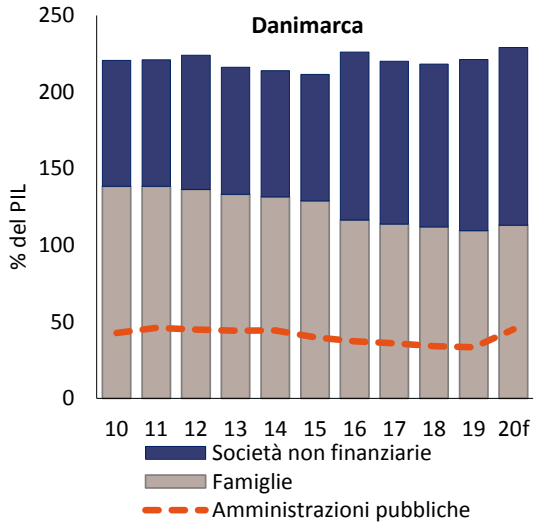
DANIMARCA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Danimarca. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori dell'avanzo delle partite correnti e del debito del settore privato superano la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 2,8 % nel 2019 a -3,9 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3,5 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore dell'1,5 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- Il **saldo delle partite correnti** ha continuato a registrare un forte avanzo, raggiungendo l'8,9 % del PIL nel 2019, per poi ridursi a circa il 7 % nel 2020. Gli avanzi consecutivi hanno reso fortemente positiva la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), generando un reddito primario netto anch'esso positivo che, a sua volta, va a rafforzare gli avanzi delle partite correnti.
- Mentre il **debito del settore privato** è rimasto sostanzialmente stabile nel 2019, si è registrata una progressione della crescita del credito. Nonostante dal 2009 si mantenga la tendenza alla riduzione passiva dell'indebitamento, il **debito delle famiglie** rimane il più elevato dell'UE, pari a circa il 110 % del PIL nel 2019, nettamente al di sopra delle soglie fondamentali e prudenziali ed è destinato a crescere nel 2020. Tuttavia, i rischi connessi all'indebitamento delle famiglie sono in parte compensati da consistenti disponibilità di attivi. Il credito netto alle famiglie è rimasto positivo nel 2019. L'accumularsi del debito continua a essere favorito dai bassi costi di finanziamento e da un regime fiscale agevolato. I **prezzi reali delle abitazioni** hanno continuato a crescere a un ritmo moderato, ma dagli indicatori emergono segnali di sopravvalutazione. L'indebitamento delle imprese, nonostante la recente tendenza all'aumento, rimane nel complesso moderato.
- Il **tasso di disoccupazione** è ulteriormente migliorato nel 2019, attestandosi al 5 %, e si prevede che aumenterà solo limitatamente per effetto dei regimi di sostegno del governo. Permangono solo alcune carenze settoriali di manodopera, che attenuano le spinte al rialzo sui salari.
- I rischi associati al **settore bancario** e al **debito pubblico** rimangono contenuti. Le banche si trovano in linea di massima in posizione ideale condizioni ottimali per continuare a finanziare l'economia. A causa della crisi e dei consistenti pacchetti di emergenza e di ripresa adottati dal governo, si prevede che il debito pubblico aumenti di circa 10 punti percentuali nel 2020, raggiungendo il 45 % del PIL e rimanendo quindi nettamente al di sotto del 60 % del PIL.

Grafico A4: ***Debito dei settori economici***



Fonte: Eurostat

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19, la Danimarca non presentava squilibri macroeconomici, sebbene l'elevato livello dell'indebitamento delle famiglie e dei prezzi del mercato immobiliare comportassero alcuni rischi limitati. Con la crisi, il rapporto debito delle famiglie/PIL è destinato ad aumentare, così come i crediti deteriorati. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

GERMANIA: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che la Germania presentava squilibri macroeconomici dovuti, in particolare, a un avanzo elevato delle partite correnti riconducibile a investimenti modesti rispetto al risparmio, nel settore sia privato che pubblico. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, l'indicatore dell'avanzo delle partite correnti supera la soglia indicativa.

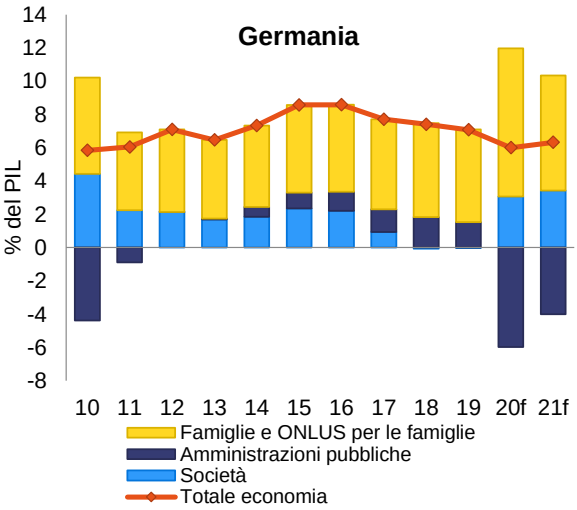
Le raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici pubblicate nel 2019 e nel 2020 sono in larga misura associate agli investimenti, al sostegno del reddito da lavoro, al contesto imprenditoriale e alle pensioni. Al di là delle politiche attuate per affrontare la pandemia, le misure adottate nel 2020 per correggere gli squilibri riguardano il rafforzamento degli investimenti pubblici, il sostegno agli investimenti privati e l'impegno a evitare aumenti delle imposte sul lavoro.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 0,6 % nel 2019 a -5,6 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3,5 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore dell'1,7 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- L'**avanzo delle partite correnti**, pari al 7,1 % del PIL nel 2019, si è gradualmente ridimensionato negli ultimi anni. Nel 2020 il brusco calo dell'accreditamento netto delle amministrazioni pubbliche e contribuisce a una significativa riduzione dell'avanzo, anche se il settore privato ha aumentato la propria posizione di accreditamento netto. Nel 2020 subisce un calo anche l'avanzo della bilancia commerciale, in quanto le esportazioni si contraggono in misura maggiore delle importazioni. Con la ripresa si presume che l'avanzo delle partite correnti registrerà una nuova tendenza in crescita.

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



Source: Ameco

- Negli ultimi anni gli **investimenti pubblici e privati** sono aumentati, pur rimanendo leggermente al di sotto della media della zona euro. Sebbene nel 2020 si sia verificata una sostanziale accelerazione della tendenza al rialzo degli investimenti pubblici, gli investimenti privati hanno fortemente risentito degli effetti della crisi generata dalla COVID-19.
- Nel 2019 il **debito pubblico** è sceso al di sotto della soglia indicativa del quadro di valutazione del 60 % del PIL, ma nel 2020 si attesterà presumibilmente intorno al 71 % del PIL. Il **sistema bancario** tedesco rimane sufficientemente capitalizzato con un livello molto basso di crediti deteriorati. Continua tuttavia ad essere caratterizzato da una bassa redditività ed è probabile che si verifichi un aumento dei crediti deteriorati.
- Il **mercato del lavoro** era storicamente teso prima della crisi generata dalla COVID-19 ed era caratterizzato da un basso tasso di disoccupazione e da un'alta occupazione. Nel 2020 si prevede un aumento moderato del tasso di disoccupazione e un rallentamento della crescita salariale. I regimi di riduzione dell'orario lavorativo hanno permesso di contenere l'aumento della disoccupazione, fornendo parziale sostegno ai redditi.

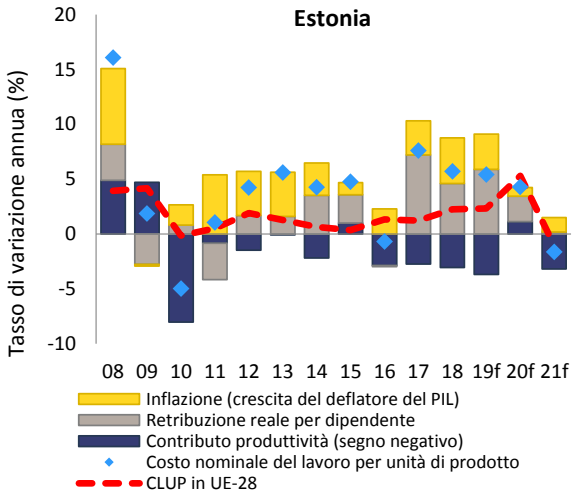
All'inizio della crisi generata dalla COVID-19, la Germania presentava una forte eccedenza del risparmio interno, sostenuta principalmente dai risparmi netti delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche. Con la crisi, l'avanzo delle partite correnti si è notevolmente ridotto e gli investimenti pubblici si sono accelerati, mentre gli investimenti privati hanno segnato il passo. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati lo scorso febbraio, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

ESTONIA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per l'Estonia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori del tasso di cambio effettivo reale e del costo del lavoro nominale per unità di prodotto superano la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 5 % nel 2019 a -4,6 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3,4 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore dello 0,7 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

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



Fonte: servizi della Commissione

- Le **vulnerabilità esterne** rimangono contenute, in quanto la NIIP, sebbene negativa, è migliorata gradualmente e si prevede aumenterà ulteriormente nel 2020 fino a superare il -20 % del PIL. L'avanzo delle partite correnti ha raggiunto il 2 % del PIL nel 2019 e si prevede che sarà vicino al 3 % nel 2020.
- Nel 2019 la crescita **del costo nominale del lavoro per unità di prodotto** è rimasta al di sopra del 5 %, spinta da fattori connessi alle strozzature nell'offerta di manodopera. Si prevede che nel 2020 e nel 2021 la moderazione salariale dovuta alla crisi generata dalla COVID-19 indebolirà la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Il tasso di cambio effettivo reale basato sullo IAPC ha continuato ad apprezzarsi nel 2019, sebbene a un ritmo inferiore.
- **L'indebitamento delle imprese e delle famiglie** rimane relativamente basso. Il rapporto debito/PIL del settore privato è sceso nel 2019 al 98 % del PIL ed è probabile che nel 2020, per effetto della contrazione del PIL, risalga leggermente, pur rimanendo relativamente basso.
- Nel **settore bancario,** la quota di crediti deteriorati si è mantenuta bassa nel 2019, ma potrebbe aumentare in futuro a causa della crisi COVID-19. Secondo le proiezioni, il **debito pubblico** aumenterà alla luce della crisi e crescerà ulteriormente nel 2021, pur rimanendo al livello più basso dell'UE, pari a circa il 20 % del PIL.
- I risultati del **mercato del lavoro** sono stati molto promettenti, ma saranno influenzati dalla crisi generata dalla COVID-19, con un tasso di disoccupazione che passerà dal 4,4 % nel 2019 al 7,5 % nel 2020.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19, l'Estonia non presentava squilibri macroeconomici, sebbene la dinamica degli indicatori della competitività di costo comportasse alcuni rischi limitati. Con la crisi, la posizione esterna è rimasta stabile, traducendosi in una crescita salariale moderata. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

IRLANDA: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che l'Irlanda presentava squilibri macroeconomici relativi, in particolare, alle vulnerabilità derivanti da livelli ingenti di debito pubblico e privato e da passività nette verso l'estero. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) e del debito del settore privato superano la soglia indicativa.

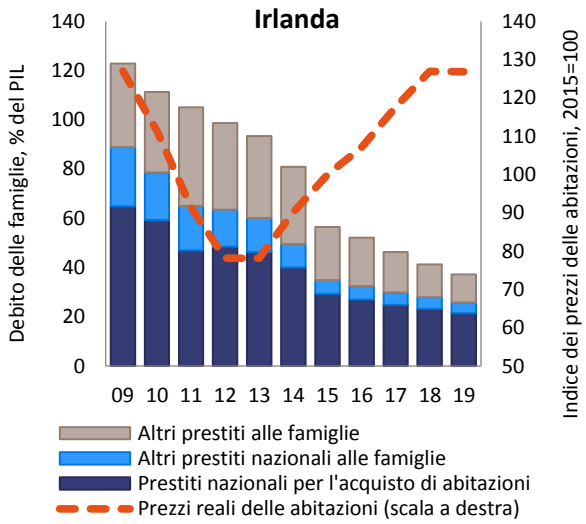
Le raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici pubblicate nel 2019 e nel 2020 sono in larga misura connesse a politiche strutturali di bilancio e al mercato immobiliare. Le politiche adottate nel 2020 erano principalmente rivolte ad affrontare la pandemia.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 5,6 % nel 2019 a -2,3 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 2,9 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore del 2,7 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- Le **vulnerabilità esterne** continuano a destare preoccupazione. Le fluttuazioni dei dati relativi alle partite correnti e alla NIIP sono difficili da valutare a causa dell'impatto delle attività delle imprese multinazionali. Il saldo delle partite correnti, che è estremamente volatile, ha chiuso con un risultato fortemente negativo nel 2019, mentre per il 2020 si prevede un avanzo sostanziale e una cifra intorno al pareggio per il 2021. La NIIP nominale è rimasta sostanzialmente stabile nel 2019.
- Il **debito del settore privato** continua ad essere elevato anche se il rapporto debito/PIL si è contratto al 200 % del PIL nel 2019. **Il debito delle famiglie** è modesto in percentuale del PIL ma resta elevato in relazione al reddito disponibile. I rischi associati all'**indebitamento delle imprese** sono difficili da valutare a causa della forte presenza di imprese multinazionali. Per il futuro, a fronte di minori utili ma di necessità di finanziamento sostanzialmente inalterate, le imprese potrebbero dover emettere maggiori strumenti di debito a seguito della crisi generata dalla COVID-19. Nel 2019 la crescita dei **prezzi delle abitazioni** ha registrato un marcato rallentamento verso una crescita zero, ma continua a destare preoccupazione l'accessibilità economica delle abitazioni.
- Il **rapporto debito pubblico/PIL** è sceso al di sotto della soglia del 60 % nel 2019, ma si prevede che risalirà a circa il 63 % del PIL nel 2020, in conseguenza della gravità della recessione e delle misure di sostegno pubblico in risposta alla crisi generata dalla COVID-19. Il livello del debito pubblico appare più elevato se calcolato rispetto alle misure per il reddito nazionale, vale a dire come rapporto debito/RNL*, che ha raggiunto il 95 % nel 2019.
- Negli ultimi dieci anni il **settore bancario** ha rafforzato la propria resilienza. Il tasso di crediti deteriorati ha registrato un calo costante, ma potrebbe aumentare dopo l'eliminazione graduale delle misure di sostegno pubblico attuate a seguito della crisi COVID-19.

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



Fonte: Eurostat e BCE

- I risultati del **mercato del lavoro** hanno continuato a migliorare nel 2019. Per il 2020 si prevede che il tasso di disoccupazione aumenti solo leggermente, attestandosi al 5,3 %, ma cresca in misura maggiore nel 2021, raggiungendo l'8,9 %.

All'inizio della crisi della COVID-19 l'Irlanda presentava vulnerabilità connesse al debito estero, pubblico e privato. Con la crisi, i tassi di indebitamento e la disoccupazione aumenteranno. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati lo scorso febbraio, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

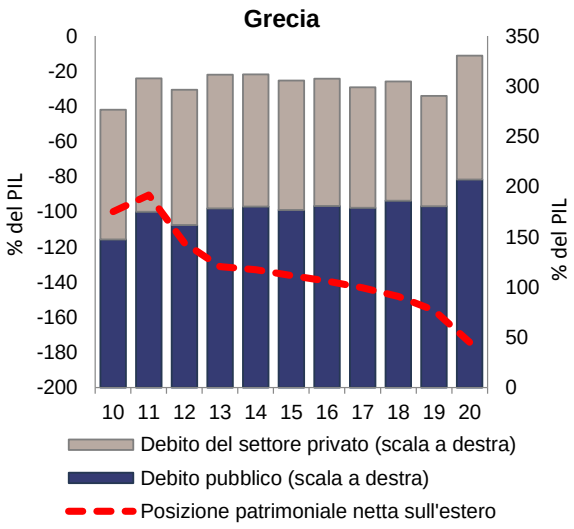
GRECIA: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che la Grecia presentava squilibri macroeconomici eccessivi relativi, in particolare, a un debito pubblico elevato, a un volume ingente di crediti deteriorati e a un riequilibrio esterno incompleto, in un contesto di forte disoccupazione, seppur in calo, e di debole crescita potenziale. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), della crescita dei prezzi delle abitazioni, del debito pubblico e del tasso di disoccupazione superano la soglia indicativa.

Le raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici pubblicate nel 2019 e nel 2020 sono in larga misura connesse a politiche strutturali di bilancio, al mercato del lavoro, al contesto imprenditoriale, ai crediti deteriorati e al settore finanziario. Al di là delle politiche attuate per affrontare la pandemia, le misure adottate nel 2020 per correggere gli squilibri riguardano l'insolvenza, i mercati dell'energia, la legislazione del mercato del lavoro, i crediti deteriorati, gli investimenti pubblici, la privatizzazione, la governance digitale, l'istruzione e la formazione e il contesto imprenditoriale.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 1,9 % nel 2019 a -9 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 5 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale inferiore del 5,3 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

Grafico A8: ***NIIP, debito privato e debito pubblico***



Fonte: Eurostat

- La **sostenibilità esterna** continua a preoccupare in quanto, secondo le previsioni, la NIIP peggiorerà ulteriormente a causa della crisi COVID-19. Gran parte della NIIP è rappresentata dal debito pubblico a condizioni agevolate e con scadenze lunghe. Il disavanzo delle partite correnti si è ridotto nel 2019, ma si prevede che si acuirà significativamente nel 2020 e nel 2021, anche per effetto dei minori flussi turistici.
- Il rapporto **debito/PIL del settore privato** ha continuato a diminuire nel 2019 ed è rimasto al di sotto della soglia della PSM. Nel 2019 i **prezzi reali delle abitazioni** hanno registrato un'accelerazione, dopo un decennio al ribasso. In prospettiva, i prezzi potrebbero registrare un adeguamento al ribasso per effetto della crisi generata dalla COVID-19.
- Il **debito pubblico** è sceso al 180 % del PIL nel 2019 ma, secondo le previsioni, nel 2020 aumenterà al di sopra del 200 % del PIL per effetto della contrazione del PIL e delle misure volte ad affrontare la pandemia. Il **settore bancario** continua a essere gravato da un ampio stock di crediti deteriorati ereditati dal passato.
- La **disoccupazione** rimane molto elevata e la debole tendenza al ribasso è stata interrotta dalla crisi.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19, la Grecia presentava vulnerabilità connesse al debito pubblico, ai crediti deteriorati ereditati dal passato, al riequilibrio esterno, alla disoccupazione e alla bassa crescita potenziale. Con la crisi è probabile che il rapporto debito/PIL, la disoccupazione e i crediti deteriorati aumentino. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato lo scorso febbraio, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.

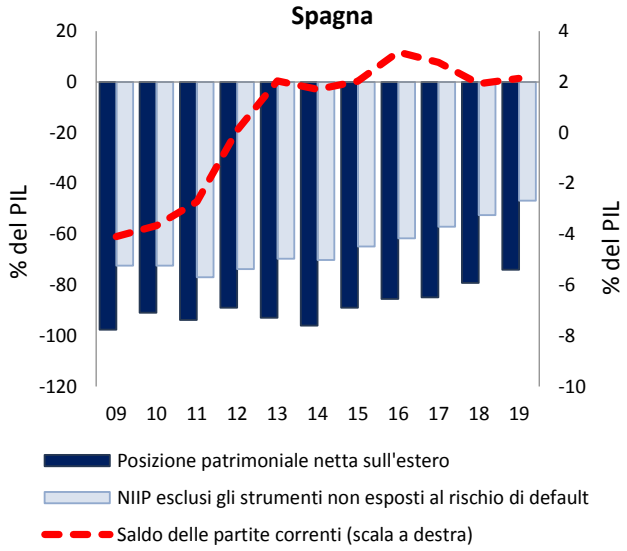
SPAGNA: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che la Spagna presentava squilibri macroeconomici in particolare dovuti ai livelli elevati del debito estero e interno, sia pubblico che privato, in un contesto di forte disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), del debito pubblico, del tasso di disoccupazione e del tasso di attività superano la soglia indicativa.

Le raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici pubblicate nel 2019 e nel 2020 sono in larga misura connesse a politiche strutturali di bilancio, al mercato del lavoro, all'istruzione e al contesto imprenditoriale. Al di là delle politiche attuate per affrontare la pandemia, le misure adottate nel 2020 per correggere gli squilibri riguardano la formazione e l'istruzione e l'innovazione.

Si prevede un forte calo della crescita del PIL reale, da 2 % nel 2019 a -12,4 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 5,4 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale inferiore del 6,1 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

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



Fonte: servizi della Commissione

- La **posizione sull'estero** è migliorata nel 2019 grazie a una riduzione della NIIP negativa e a un costante avanzo delle partite correnti. Tuttavia, la NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (NENDI) rimane fortemente negativa. Secondo le previsioni, tuttavia, la NIIP registrerà un incremento nel 2020 mentre si prevede che l'avanzo delle partite correnti rimangano relativamente consistente, nonostante la crisi del turismo.
- Il **debito delle imprese e delle famiglie** ha registrato un andamento al ribasso fino al 2020 e nel 2019 il rapporto debito/PIL del settore privato è sceso al di sotto della soglia della PSM. Sempre nel 2019 i flussi del credito privato sono rimasti deboli. Il debito delle famiglie è al di sopra delle soglie fondamentali e prudenziali e un aumento della disoccupazione rischia di minare la futura capacità di rimborso. Si prevede che il rapporto debito/PIL sia delle imprese che delle famiglie crescerà nel 2020, in gran parte a causa della contrazione del PIL provocata dalla COVID-19.
- Secondo le previsioni, il **rapporto debito pubblico/PIL**, già elevato, aumenterà di circa 25 punti percentuali nel 2020, raggiungendo il 120 % del PIL, e rimarrà sostanzialmente a questo livello nel 2021.
- Negli ultimi dieci anni il **settore bancario** ha rafforzato la propria resilienza: vanta una forte liquidità e, in linea di massima, è sufficientemente capitalizzato in un contesto di redditività moderata. I crediti deteriorati hanno registrato un calo fino al 3 % nel 2019, ma probabilmente aumenteranno con la crisi generata dalla COVID-19.
- I risultati del **mercato del lavoro** hanno continuato a migliorare nel 2019, sebbene la disoccupazione e la segmentazione del mercato del lavoro continuino a destare preoccupazione. Secondo le proiezioni, il tasso di disoccupazione salirà quasi al 17 % nel 2020, per aumentate

ancora leggermente nel 2021. Il tasso di attività è leggermente diminuito dal 2016-2019, in parte a causa del numero crescente di persone che seguono un percorso di istruzione.

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

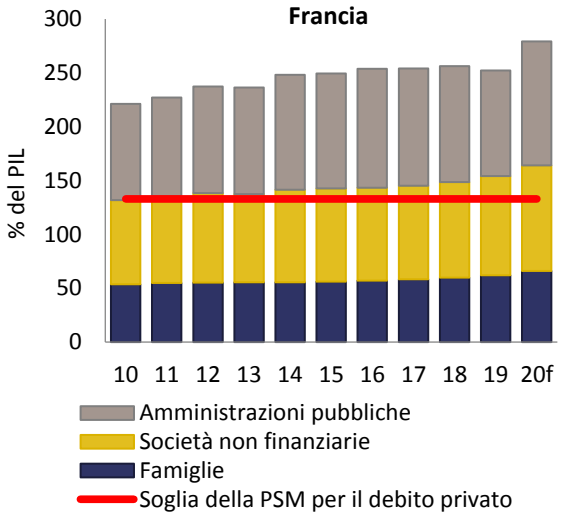
FRANCIA: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che la Francia presentava squilibri macroeconomici connessi, in particolare, a un debito pubblico elevato e a una debole dinamica della competitività, in un contesto di modesta crescita della produttività, con conseguenze a livello transfrontaliero. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori del debito del settore privato e del settore pubblico superano la soglia indicativa.

Le raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici pubblicate nel 2019 e nel 2020 sono in larga misura connesse a politiche strutturali di bilancio, alla produttività del lavoro e al contesto imprenditoriale. Al di là delle politiche attuate per affrontare la pandemia, le misure adottate nel 2020 per correggere gli squilibri riguardano il miglioramento del contesto imprenditoriale e la ricerca e sviluppo.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 1,5 % nel 2019 a -9,4 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 5,8 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale inferiore dello 0,9 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

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



Fonte: Eurostat

- La **posizione sull'estero** è stabile, con un disavanzo delle partite correnti contenuto e una NIIP leggermente più negativa nel 2019.
- Il **rapporto debito/PIL del settore privato** ha continuato a crescere nel 2019, raggiungendo il 153 % del PIL, e si prevede che aumenti ulteriormente nel 2020. Secondo le previsioni, il **credito alle imprese**, a livelli elevati nel 2019, aumenterà ulteriormente e. oltre a ciò, le società hanno continuato ad accumulare riserve di liquidità a fronte dell'aumento degli utili societari, della riduzione dei dividendi, del calo degli investimenti e del livello dei crediti deteriorati, complessivamente basso e in diminuzione. Il **debito delle famiglie** è elevato e destinato ad aumentare. Nel 2019 i prezzi delle abitazioni hanno mostrato alcuni segnali limitati di sopravvalutazione, mentre la crescita dei prezzi delle abitazioni si è rivelata globalmente contenuta.
- Le perdite di **competitività** subite nell'ultimo decennio non sono state recuperate. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasta contenuta, sebbene la produttività del lavoro abbia subito un significativo rallentamento. Dopo diversi incrementi negli anni precedenti, nel 2019 le quote del mercato delle esportazioni hanno subito una flessione.
- Nel 2019 il **debito pubblico** è rimasto stabile a un livello del 98 % del PIL. Secondo le previsioni, nel 2020 il rapporto debito/PIL raggiungerà il 116 % del PIL a causa della contrazione del PIL e dell'ampio pacchetto di misure di bilancio volte ad attenuare l'impatto della crisi. Nel **settore bancario**, i livelli di capitale proprio si sono dimostrati sufficienti e i crediti deteriorati sono complessivamente bassi e in diminuzione sebbene la redditività sia moderata, in linea con paesi europei comparabili. Tuttavia, la crisi generata dalla COVID-19 potrebbe far lievitare il numero di fallimenti.
- I risultati del **mercato del lavoro** sono migliorati nel 2019, ma per il futuro si prevede un leggero aumento della disoccupazione.

All'inizio della crisi della COVID-19 la Francia presentava vulnerabilità connesse al debito e alla competitività. Con la crisi e le misure adottate a sostegno dell'economia, il debito pubblico è aumentato, mentre l'andamento della competitività è rimasto relativamente stabile. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati lo scorso febbraio, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

CROAZIA: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che la Croazia presentava squilibri macroeconomici connessi, in particolare, a livelli elevati di debito pubblico, privato ed estero, in un contesto di scarsa crescita potenziale. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), della crescita dei prezzi delle abitazioni e del debito pubblico superano la soglia indicativa.

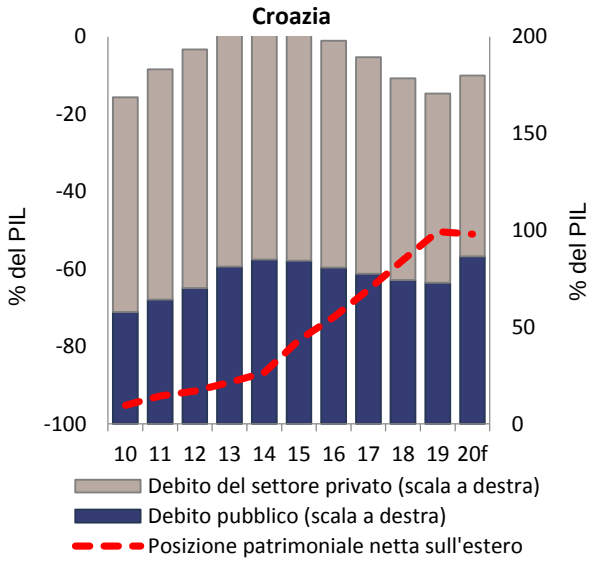
Le raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici pubblicate nel 2019 e nel 2020 sono in larga misura connesse a politiche strutturali di bilancio, al mercato del lavoro e al contesto imprenditoriale. Al di là delle politiche attuate per affrontare la pandemia, le misure adottate nel 2020 per correggere gli squilibri riguardano il rafforzamento della governance del settore pubblico e la riduzione degli oneri amministrativi e finanziari per le imprese.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 2,9 % nel 2019 a -9,6 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 5,7 % nel 2021, facendo così registrare un livello del PIL nominale inferiore del 2,5 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- Permangono preoccupazioni per quanto riguarda la **sostenibilità esterna**, mentre la NIIP, fortemente negativa, ha continuato a migliorare nel 2019 e l'avanzo delle partite correnti è salito al 3 % del PIL. I rischi per la sostenibilità esterna sono attenuati dalla quota relativamente elevata degli investimenti diretti esteri sul totale delle passività verso l'estero. Secondo le previsioni, il saldo delle partite correnti passerà in negativo nel 2020, soprattutto a causa delle esigue entrate del turismo.
- Nel 2019 il rapporto **debito/PIL del settore privato** ha continuato a ridursi. La maggior parte del debito rimane denominata in valuta estera, il che genera rischi di cambio.
- Nel 2019 **la crescita dei prezzi reali delle abitazioni** è salita a oltre l'8 %, sostenuta da un aumento accelerato del credito ipotecario e portando all'eliminazione del divario di valutazione. Secondo le previsioni, la crescita dei prezzi delle abitazioni rallenterà nel contesto della crisi.
- Il **debito pubblico** ha continuato a diminuire attestandosi su un livello ancora relativamente elevato pari al 73 % del PIL nel 2019. Nel 2020 si prevede un aumento di oltre 15 punti percentuali a causa della forte recessione economica e delle misure adottate a sostegno dell'economia a seguito della pandemia di COVID-19.
- Il **settore bancario** è caratterizzato da una redditività moderata e da una capitalizzazione relativamente forte, ma anche da un volume relativamente ingente, per quanto in calo, di crediti deteriorati. È probabile che i crediti deteriorati aumenteranno una volta che inizieranno ad essere eliminate le misure di sostegno pubblico adottate in risposta alla pandemia.

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



Fonte: Eurostat

- Il **tasso di disoccupazione** ha raggiunto il minimo storico del 6,6 % nel 2019, con una forte diminuzione della disoccupazione giovanile e di quella di lunga durata. Secondo le previsioni, la crisi attuale comporterà tuttavia un aumento della disoccupazione.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Croazia presentava vulnerabilità connesse al debito pubblico, al settore privato e al debito estero in un contesto di debole crescita potenziale. Con la crisi, le proiezioni indicano un aumento sia del rapporto debito/PIL che della disoccupazione. Nel complesso, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato in febbraio, ritiene opportuno procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza degli squilibri o la loro correzione.

ITALIA: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che l'Italia presentava squilibri macroeconomici eccessivi connessi, in particolare, a un debito pubblico molto elevato e al protrarsi di una situazione di debole crescita della produttività, nel contesto di un volume ancora ingente di crediti deteriorati e di una forte disoccupazione. Nel quadro di valutazione aggiornato, comprendente dati fino al 2019, gli indicatori del debito pubblico e del tasso di disoccupazione superano la soglia indicativa.

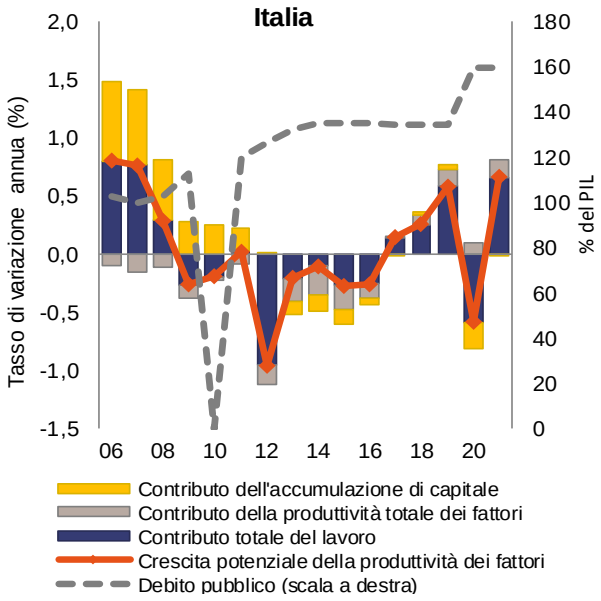
Le raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici pubblicate nel 2019 e nel 2020 sono in larga misura connesse a politiche strutturali di bilancio, al contesto imprenditoriale e al settore finanziario. Al di là delle politiche attuate per affrontare la pandemia, le misure adottate nel 2020 per correggere gli squilibri riguardano l'efficacia della pubblica amministrazione e il sostegno alla transizione verde e digitale.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 0,3 % nel 2019 a -9,9 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 4,1 % nel 2021, facendo così registrare un livello del PIL nominale inferiore del 4,1 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- La **posizione sull'estero** è stabile, con una posizione patrimoniale netta sull'estero prossima al pareggio e un avanzo stabile e consistente delle partite correnti anche nel 2020, nonostante le esigue entrate del turismo.
- La **crescita della produttività** aggregata rimane debole e, secondo le previsioni, migliorerà solo leggermente nel medio periodo. L'**aumento del costo del lavoro per unità di prodotto** è rimasto contenuto nel 2019 ed è previsto un rallentamento della crescita salariale nel 2020.
- Il **debito pubblico** è rimasto stabile nel 2019 a circa il 135 % del PIL, ma secondo le proiezioni aumenterà considerevolmente nel 2020, di circa 25 punti percentuali, rispecchiando la risposta alla pandemia e il calo dell'attività economica. Per la prima volta dal 2009, si prevede un saldo primario negativo nel 2020.

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



Fonte: servizi della Commissione

- Per quanto riguarda il **settore bancario**, la significativa riduzione dei crediti deteriorati ha registrato ulteriori progressi, ma il loro livello rimane relativamente elevato, attestandosi appena al di sotto del 7 %. Le misure di liquidità concesse in risposta alla pandemia hanno migliorato i livelli di prestito relativamente contenuti osservati nel 2019. È probabile che si registri un nuovo aumento dei crediti deteriorati se alcune delle misure connesse alla pandemia di COVID-19 inizieranno ad essere eliminate troppo presto.
- A seguito dello shock causato dalla pandemia si è iniziata a registrare un'inversione di marcia dei recenti miglioramenti del **mercato del lavoro**, che potrebbe ulteriormente peggiorare una volta che le misure di emergenza saranno progressivamente eliminate. In base alle proiezioni, il tasso di disoccupazione rimarrà intorno al 10 % nel 2020.

All'inizio della crisi della COVID-19 l'Italia presentava vulnerabilità connesse all'elevato livello del debito pubblico e alla debole crescita della produttività, in un contesto di crediti deteriorati e di disoccupazione ancora elevati, seppure in diminuzione. Con la crisi, i rapporti debito/PIL sono aumentati, mentre l'impatto sul mercato del lavoro e sul settore bancario potrebbe manifestarsi con un certo ritardo a seconda della durata della crisi e dei tempi della graduale eliminazione delle misure di sostegno. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato lo scorso febbraio, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e per monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.

CIPRO: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che Cipro presentava squilibri macroeconomici eccessivi connessi, in particolare, a un volume molto consistente di crediti deteriorati che gravano sul settore finanziario e a un ingente debito privato, pubblico ed estero, in un contesto di moderata crescita potenziale. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori del disavanzo delle partite correnti, della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), del debito del settore privato e del debito pubblico superano la soglia indicativa.

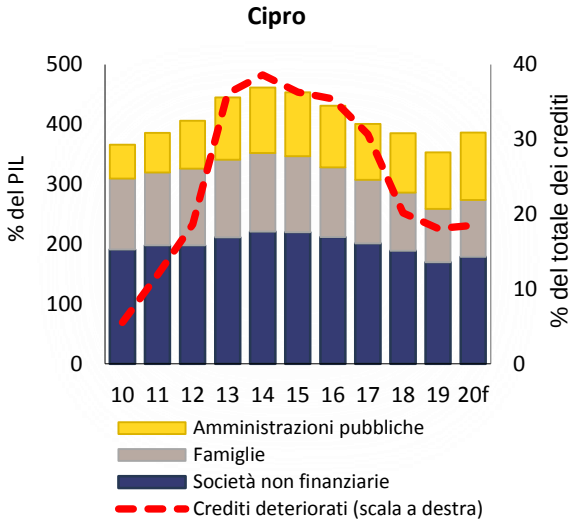
Le raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici pubblicate nel 2019 e nel 2020 sono in larga misura connesse a politiche strutturali di bilancio, al debito del settore privato, ai crediti deteriorati e al contesto imprenditoriale. Al di là delle politiche attuate per affrontare la pandemia, gli interventi intrapresi nel 2020 per correggere gli squilibri riguardano il sistema della giustizia, la pubblica amministrazione, gli enti locali e l'accesso ai finanziamenti.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 3,1 % nel 2019 a -6,2 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3,7 % nel 2021, facendo così registrare un livello del PIL nominale inferiore dello 0,7 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- Le **vulnerabilità esterne** continuano a destare preoccupazione, dal momento che la NIIP è decisamente negativa, nonostante i miglioramenti registrati nel 2019, riflettendo in gran parte le attività delle società veicolo. Le partite correnti hanno registrato un forte disavanzo, pari al 6,3 % del PIL nel 2019 e, secondo le previsioni, peggioreranno drasticamente nel 2020 a seguito del forte calo del turismo.
- Il rapporto **debito delle imprese**/PIL ha continuato a diminuire nel 2019, pur rimanendo elevato. Le società non finanziarie hanno ridotto la leva finanziaria più rapidamente delle famiglie. Nel 2019 il **debito delle famiglie** era pari al 90 % del PIL, al di sopra delle soglie prudenziali. Nel 2020 è previsto un aumento del rapporto debito/PIL del settore privato in ragione del calo del PIL nominale e delle moratorie sui prestiti, con una ripresa della tendenza al ribasso nel 2021.
- Mentre il rapporto **debito pubblico**/PIL è diminuito nel 2019, le proiezioni lo danno in aumento di circa 20 punti percentuali nel 2020, quando raggiungerà quasi il 113 % del PIL, date le misure di sostegno di bilancio, le emissioni aggiuntive di obbligazioni e la contrazione del PIL. La stabilità del **settore bancario** è migliorata negli ultimi anni, con un netto calo dei crediti deteriorati nel periodo 2018-2019. L'aumento della percentuale di crediti deteriorati nel settore bancario nel 2020 è limitata in ragione delle vendite di attivi e delle cancellazioni, ma tale percentuale potrebbe crescere nel 2021 con la revoca delle moratorie sui rimborsi del debito.

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



Fonte: Eurostat e BCE

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 Cipro presentava vulnerabilità connesse al debito estero, al settore privato, al debito pubblico e a un volume ancora rilevante di crediti deteriorati in un contesto di bassa crescita potenziale. Con la crisi, il disavanzo delle partite correnti è peggiorato, i rapporti debito/PIL sono aumentati mentre la riduzione dei crediti deteriorati delle banche è rallentata. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto dello squilibrio eccessivo riscontrato lo scorso febbraio, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistere dei rischi macroeconomici e per monitorare i progressi compiuti nella correzione degli squilibri eccessivi.

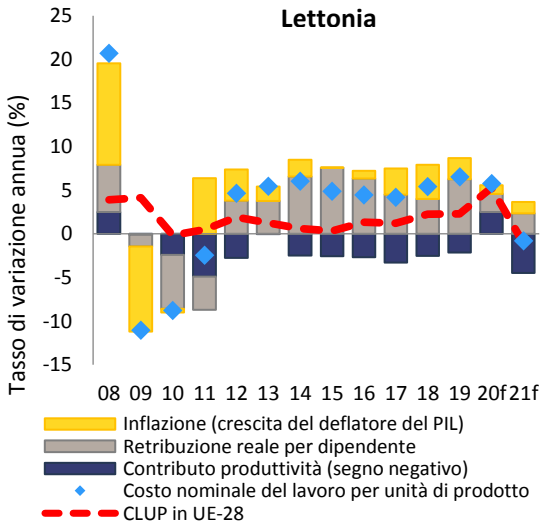
LETTONIA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Lettonia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) e della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto superano la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 2,1 % nel 2019 a -5,6 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 4,9 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore dell'1,3 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- Permangono **vulnerabilità esterne**, ma si sono registrati miglioramenti. Le partite correnti erano lievemente negative nel 2019, ma la NIIP, che riflette principalmente gli investimenti diretti esteri e il debito pubblico, ha continuato a migliorare rapidamente. Secondo le previsioni, la NIIP continuerà a migliorare e le partite correnti registreranno un avanzo.
- Il **costo del lavoro per unità di prodotto** ha continuato a crescere a ritmo relativamente sostenuto nel 2019, sotto la spinta di una consistente crescita salariale. In base alle proiezioni, la crescita salariale rallenterà tuttavia nel 2020 come conseguenza della crisi indotta dalla pandemia. In parallelo, il tasso di cambio effettivo reale è rimasto sostanzialmente invariato dopo il forte apprezzamento dell'anno precedente. Le quote del mercato delle esportazioni sono diminuite per la prima volta in 4 anni.

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



Fonte: servizi della Commissione

- Il **debito delle imprese e delle famiglie** rimane moderato, anche se viene dato in aumento parallelamente al calo del PIL causato dalla crisi. Per i prestiti alle società non finanziarie, che erano aumentati nel 2019, si prevede una forte flessione nel 2020. La crescita dei **prezzi delle abitazioni** è rimasta elevata nel 2019, attestandosi appena al di sotto della soglia, ma se ne prevede un rallentamento a causa della crisi.
- Il **settore bancario** si trovava, all'inizio della crisi, in uno stato finanziariamente solido, con coefficienti patrimoniali e di liquidità superiori alla media dell'UE. È tuttavia probabile che i crediti deteriorati, per quanto contenuti, aumenteranno una volta che saranno gradualmente eliminate le misure di sostegno pubblico adottate in risposta alla pandemia. Il **debito pubblico** è ulteriormente diminuito nel 2019, scendendo a circa il 37 % del PIL, ma, secondo le previsioni, aumenterà nel 2020 a seguito delle misure adottate per contrastare la pandemia e della contrazione del PIL.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Lettonia non presentava squilibri macroeconomici, sebbene le dinamiche relative all'offerta di manodopera e alla competitività di costo comportassero alcuni rischi limitati. Con la crisi, le pressioni sul mercato del lavoro e sui salari si stanno temporaneamente riducendo. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

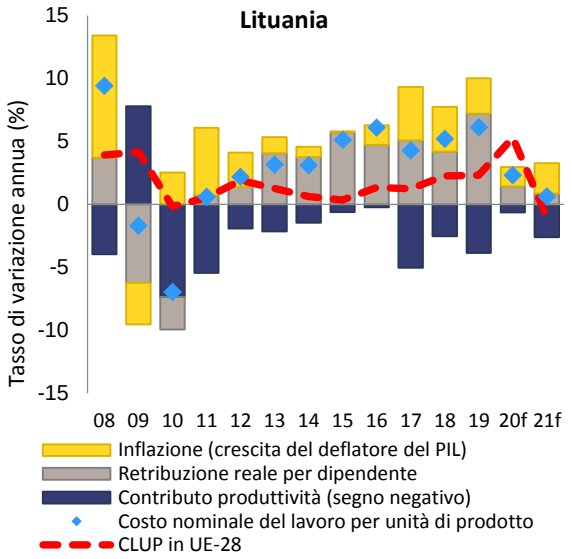
LITUANIA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Lituania. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, l'indicatore dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto supera la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 4,3 % nel 2019 a -2,2 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore del 4,8 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- Le **vulnerabilità esterne** rimangono contenute, in quanto la NIIP, sebbene negativa, era gradualmente migliorata fino al 2019 e sono costituite in gran parte dallo stock accumulato di investimenti diretti esteri. Secondo le previsioni, la NIIP migliorerà ulteriormente nel 2020 e nel 2021. L'aumento delle esportazioni di servizi di trasporto ha notevolmente rafforzato la bilancia commerciale e, di conseguenza, l'avanzo delle partite correnti è salito a oltre il 3 % nel 2019 e rimarrà probabilmente consistente nel 2020 e nel 2021. L'incremento delle quote del mercato delle esportazioni è proseguito a ritmo sostenuto.

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



Fonte: servizi della Commissione

- Il **costo nominale del lavoro per unità di prodotto** aumenta a ritmo sostenuto dal 2016, riflettendo un mercato del lavoro teso e alcune modifiche normative, tra cui una crescita relativamente rapida del salario minimo e delle retribuzioni nel settore pubblico. Secondo le proiezioni, la pandemia di COVID-19 avrà un impatto negativo sui salari nel settore privato nel 2020 e rallenterà la crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto.
- Il **settore bancario** è altamente redditizio e il coefficiente di capitale è leggermente al di sopra della media della zona euro. I crediti deteriorati hanno registrato una tendenza al ribasso e il loro volume complessivo è modesto. Il **debito pubblico** è ulteriormente diminuito nel 2019, ma si prevede che salirà a circa il 47 % del PIL nel 2020 a seguito della crisi indotta dalla pandemia e che continuerà ad aumentare nel 2021.
- Prima della pandemia il **mercato del lavoro** aveva registrato risultati positivi, con un tasso di disoccupazione del 6,3 %. Nondimeno, secondo le proiezioni, il tasso di disoccupazione salirà all'8,9 % nel 2020 per poi tornare a diminuire nel 2021.

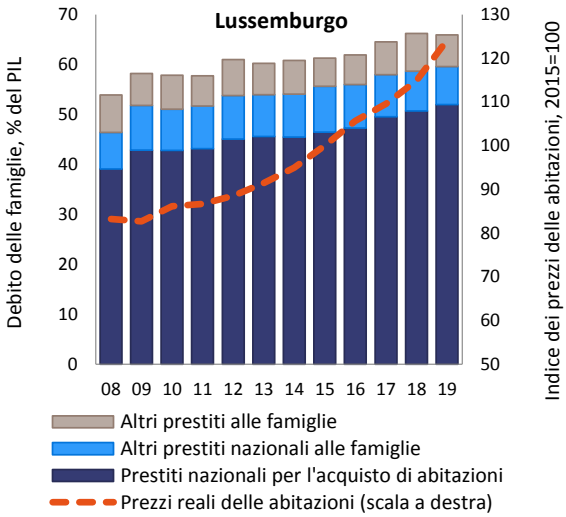
All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Lituania non presentava squilibri macroeconomici, sebbene le dinamiche della competitività di costo comportassero alcuni rischi limitati. Con la crisi, la posizione sull'estero è rimasta stabile e le pressioni salariali si sono attenuate. Nel complesso, la Commissione 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, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, della crescita dei prezzi delle abitazioni e del debito del settore privato superano la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 2,3 % nel 2019 a -4,5 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3,9 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore dello 0,3 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

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



Fonte: Eurostat e BCE

- **Le preoccupazioni circa la sostenibilità esterna sono limitate**. Le partite correnti presentano un avanzo stabile e la posizione patrimoniale netta sull'estero è decisamente positiva. Il **costo del lavoro per unità di prodotto** ha continuato ad aumentare a un ritmo piuttosto elevato nel 2019 in un contesto di mercato del lavoro teso. Si prevede che il costo del lavoro per unità di prodotto aumenterà in misura contenuta nel 2020, a seguito di una moderazione salariale dovuta alla crisi.
- Il **rapporto debito privato/PIL** è molto elevato, al 319 %, e riflette soprattutto il forte **debito delle imprese** che nel 2019 si è attestato a oltre il 250 % del PIL. Tuttavia, questa elevata percentuale è connessa essenzialmente al ruolo di centro finanziario mondiale del Lussemburgo e a prestiti transfrontalieri infragruppo. Nel 2019 il **debito delle famiglie** si è stabilizzato al 66 % del PIL ed è ben al di sotto dei parametri di riferimento sia fondamentali che prudenziali, anche se superiore rispetto al reddito disponibile. Il credito ipotecario è aumentato dell'8 % nel 2019, con metà del credito in essere a tassi variabili, anche se tale quota è in rapido calo. Nel 2020 si prevede un aumento del rapporto debito delle famiglie/PIL, in particolare a causa del calo del PIL.
- I **prezzi delle abitazioni** hanno continuato a crescere a ritmo sostenuto nel 2019 e vi sono indicazioni di una sopravvalutazione. Guardando al futuro, non si prevede una forte moderazione dell'aumento dei prezzi delle abitazioni nel periodo 2020-2021. Sul lato dell'offerta, l'edilizia abitativa si è contratta nel 2019, aggravando il disallineamento tra offerta e domanda che sta facendo salire i prezzi.
- Il **settore bancario** è liquido e ben capitalizzato ed è rimasto redditizio, anche se la redditività è inferiore alla media della zona euro. La percentuale di crediti deteriorati è molto bassa. Occorre tuttavia monitorare costantemente gli andamenti dei prezzi delle abitazioni in connessione con il livello di esposizione delle banche al credito ipotecario e con l'elevato indebitamento delle famiglie. Il **debito pubblico** è basso e secondo le previsioni salirà a circa il 25 % del PIL nel 2021.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 il Lussemburgo non presentava squilibri macroeconomici, ma alcuni rischi connessi all'aumento dei prezzi delle abitazioni e del debito delle famiglie. Con la crisi, le pressioni sui prezzi e sui costi si stanno temporaneamente attenuando. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

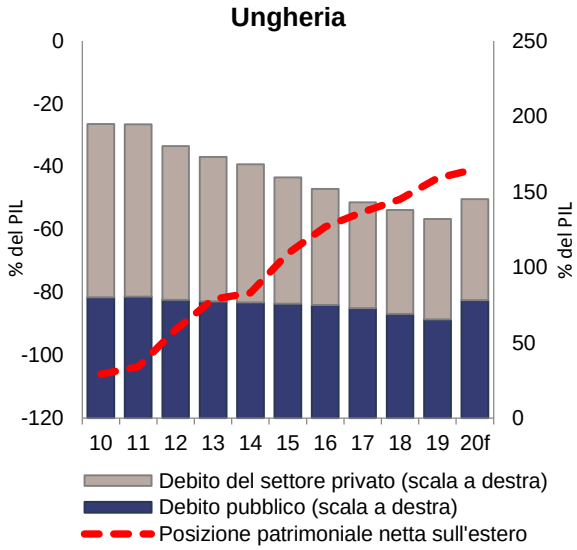
UNGHERIA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per l'Ungheria. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), della crescita dei prezzi delle abitazioni, del debito pubblico e dell'aumento delle passività finanziarie superano la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 4,6 % nel 2019 a -6,4 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 4 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore del 6,2 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- Le **vulnerabilità esterne** restano al di sopra del parametro di riferimento fondamentale, nonostante i continui miglioramenti della NIIP che nel 2019 si è attestata a -44 %. Secondo le previsioni la NIIP continuerà a migliorare nel 2020 e nel 2021. All'inizio del 2020 le riserve ufficiali erano prossime ai livelli minimi prudenziali. Il saldo delle partite correnti è tornato a registrare un lieve disavanzo nel 2019 e, in base alle proiezioni, rimarrà lievemente negativo fino al 2022. La crescita delle quote del mercato delle esportazioni ha registrato un'accelerazione nonostante il deterioramento della competitività di costo. Nel 2020 il fiorino ha subito un notevole deprezzamento che, pur lasciando presagire un forte aumento della competitività in futuro, riflette anche la vulnerabilità alle variazioni del clima di fiducia dei mercati finanziari mondiali.

Grafico A17: ***NIIP, debito privato e debito pubblico***



Fonte: Eurostat

- I **prezzi delle abitazioni** e i flussi creditizi hanno registrato una forte crescita nel 2019, con l'emergere di timori di una sopravvalutazione. Si prevede che la crisi indotta dalla pandemia determinerà una certa correzione dei prezzi.
- Nel 2019 il **debito pubblico** ha registrato un calo, scendendo a circa il 65 % del PIL. Si prevede tuttavia che nel 2020 aumenti di quasi 13 punti percentuali, rispecchiando la gravità della recessione e le misure di sostegno adottate dal governo in risposta alla crisi. Il fabbisogno di finanziamento lordo è particolarmente elevato a motivo di una combinazione di debito elevato e a durata relativamente breve. Inoltre, sia il debito pubblico che quello delle imprese hanno un'esposizione in valuta estera. Al contempo, l'apertura dell'economia rende il reddito interno e il saldo di bilancio sensibili ai movimenti valutari. Una certa quota di debito denominato in valuta estera può contribuire a coprire tale esposizione.
- Il **settore bancario** è altamente redditizio, ma il coefficiente di capitale di classe 1 è inferiore a quello della maggior parte degli altri paesi dell'UE. Una moratoria generale dei pagamenti per i mutuatari protegge temporaneamente le banche da potenziali inadempienze. La percentuale di crediti deteriorati, pari al 4,3 % nel 2019, rimane ancora relativamente elevata e potrebbe aumentare una volta scaduta la moratoria. Le banche commerciali detengono una quota significativa del debito pubblico (circa il 20 % del PIL).

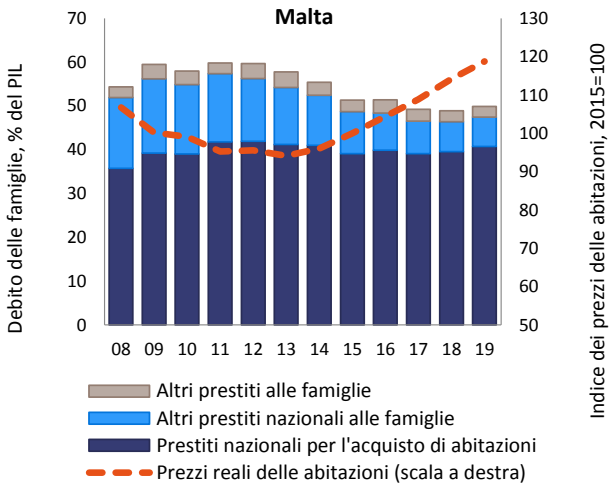
Nel complesso, la lettura in chiave economica evidenzia problematiche relative alle pressioni sui costi, alla struttura delle esportazioni, al debito pubblico e al mercato dell'edilizia abitativa. Con la crisi generata dalla COVID-19, è probabile che i problemi connessi alle pressioni sui costi si attenuino in futuro, mentre sembra che siano aumentati i rischi associati all'interazione tra il fabbisogno di finanziamento pubblico e il finanziamento esterno. Ciò detto, l'entità degli squilibri degli stock non è particolarmente elevata. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

MALTA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per Malta. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, nessun indicatore supera la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 4,9 % nel 2019 a -7,3 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3 % nel 2021, facendo così registrare un livello del PIL nominale inferiore del 2,6 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

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



Fonte: Eurostat e BCE

- L'attuale avanzo delle **partite correnti** è elevato, ma in base alle proiezioni si avvicinerà al pareggio entro il 2021, in parte a causa delle esigue entrate del turismo. La posizione patrimoniale netta sull'estero, fortemente positiva, rispecchia la posizione del paese quale centro finanziario internazionale. Negli ultimi anni il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto a un ritmo relativamente sostenuto.
- Il **debito del settore privato** è lievemente aumentato e nel 2020 si è avvicinato alla soglia del quadro di valutazione sulla spinta del perdurare di una forte espansione del credito che ha sostenuto i forti investimenti nell'edilizia abitativa. Secondo le previsioni, le attuali tendenze del settore edilizio proseguiranno, sostenute da una riduzione temporanea delle imposte sulle operazioni immobiliari nel 2020 e nel 2021. Le condizioni favorevoli del mercato del lavoro, accompagnate da bassi tassi di interesse, hanno sostenuto l'indebitamento delle famiglie, il che giustifica la sorveglianza. La **crescita** sostenuta **dei prezzi delle abitazioni** è continuata nel 2019 con alcuni segnali di sopravvalutazione. Secondo le previsioni, la crescita dei prezzi delle abitazioni rallenterà temporaneamente a causa della crisi generata dalla COVID-19.
- Il **debito pubblico** aveva registrato un andamento discendente fino al 2019 e salirà presumibilmente al 60 % del PIL nel 2020 a seguito della pandemia di COVID-19. Nel 2019 le passività del settore bancario erano in calo mentre il livello dei crediti deteriorati è rimasto stabile e, in base alle proiezioni, la revisione in corso del quadro in materia di insolvenza rafforzerà la resilienza del settore. Nondimeno, la crescente concentrazione dei portafogli delle banche nel settore immobiliare merita un attento monitoraggio.
- Il **tasso di disoccupazione** è diminuito nel 2019 e il tasso di attività continua ad aumentare. Tuttavia, la crisi attuale comporterà un aumento della disoccupazione.

All'inizio della crisi della COVID-19 Malta non presentava squilibri macroeconomici, sebbene un elevato saldo delle partite correnti e una crescita relativamente dinamica dei prezzi delle abitazioni comportassero alcuni rischi limitati. Con la crisi, le pressioni interne si sono lievemente allentate e la posizione sull'estero è rimasta stabile. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

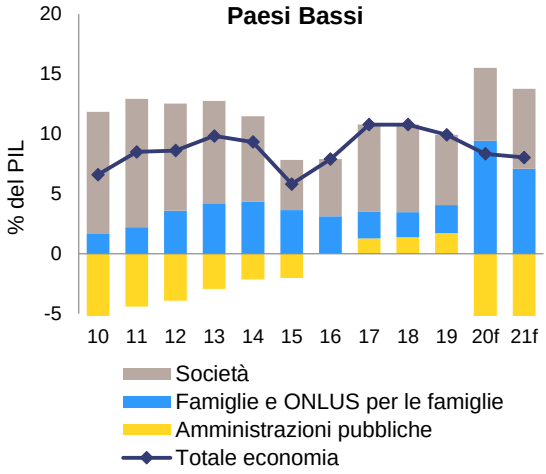
PAESI BASSI: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che i Paesi Bassi presentavano squilibri macroeconomici connessi, in particolare, all'ingente debito del settore privato e all'elevato avanzo delle partite correnti. Nel quadro di valutazione aggiornato gli indicatori del debito del settore privato e dell'avanzo delle partite correnti superano la soglia indicativa.

Le raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici pubblicate nel 2019 e nel 2020 sono in larga misura connesse agli investimenti, al reddito delle famiglie, alle pensioni, all'indebitamento del settore privato e al mercato dell'edilizia abitativa. Al di là delle politiche attuate per affrontare la pandemia, le misure adottate nel 2020 per correggere gli squilibri riguardano il sistema delle pensioni, gli investimenti nel settore dell'edilizia immobiliare, la riduzione delle distorsioni del debito delle famiglie e il varo di Invest-NL.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 1,7 % nel 2019 a -5,3 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 2,2 % nel 2021, facendo così registrare un livello del PIL nominale inferiore dello 0,1 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

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



Fonte: Ameco

- **L'avanzo delle partite correnti** è sceso dal 10,8 % del PIL nel 2018 al 9,9 % nel 2019 e, secondo le previsioni, diminuirà moderatamente anche nel 2020. Con la crisi generata dalla COVID-19 il settore pubblico è passato a una posizione di risparmio netto fortemente negativa, che probabilmente sarà in larga misura compensata da ulteriori aumenti dell'eccedenza del risparmio delle famiglie e delle imprese. Nel complesso l'avanzo delle partite correnti è elevato e, in base alle proiezioni rimarrà ben al di sopra dei parametri fondamentali.
- L'**indebitamento del settore privato**, pari a circa il 230 % del PIL nel 2019, registra una tendenza al ribasso da prima della crisi attuale. Il **debito delle imprese** è dovuto principalmente ai debiti infragruppo delle multinazionali. Il **debito delle famiglie**, pari al 100 % del PIL nel 2019, è principalmente collegato al trattamento fiscale agevolato per i mutui ipotecari e al funzionamento subottimale del mercato delle locazioni. Secondo le previsioni, l'indice di indebitamento delle famiglie riprenderà a crescere a partire dal 2020. Un aumento della disoccupazione può ridurre la capacità di rimborso delle famiglie in futuro. I **prezzi delle abitazioni** sono aumentati del 4,8 % nel 2019, con segnali di sopravvalutazione.
- Il **sistema bancario** è ben capitalizzato, attesta un basso livello di crediti deteriorati ed è redditizio. In base alle proiezioni, il **debito pubblico** salirà a circa il 64 % del PIL nel 2020 e potrebbe aumentare ulteriormente negli anni successivi.
- Il **mercato del lavoro** era storicamente teso prima della crisi. Nondimeno un netto peggioramento delle sue condizioni è previsto a seguito della crisi, a discapito soprattutto di coloro che si trovano in una posizione meno favorevole sul mercato del lavoro.

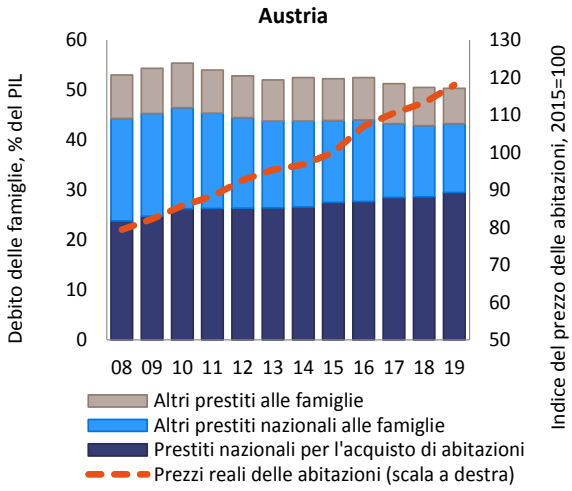
All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 i Paesi Bassi presentavano una forte eccedenza di lunga data del risparmio interno, accompagnato da livelli elevati di debito del settore privato. Secondo le previsioni, a seguito della crisi l'eccedenza di risparmio diminuirà leggermente, rimanendo tuttavia elevata, mentre il debito del settore privato aumenterà. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati lo scorso febbraio, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

AUSTRIA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per l'Austria. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, l'indicatore del debito pubblico supera la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 1,4 % nel 2019 a -7,1 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 4,1 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore dello 0,6 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

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



Fonte: Eurostat e BCE

- Le **vulnerabilità esterne** rimangono contenute. L'avanzo delle partite correnti è aumentato nel 2019, attestandosi al 3 % del PIL, ma se ne prevede una lieve riduzione nel 2020. Nel 2019 la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è moderatamente aumentata, pur rimanendo relativamente contenuta. Una limitata moderazione salariale è prevista per il 2020 anche perché le trattative salariali per importanti settori economici hanno avuto luogo prima dello scoppio della crisi.
- L'**indebitamento del settore privato** ha continuato a diminuire in quanto il rapporto debito/PIL delle famiglie è rimasto stabile e le società non finanziarie hanno ridotto moderatamente la leva finanziaria nel 2019. In base alle proiezioni questi due indicatori registreranno tuttavia un aumento nel 2020, principalmente a causa del calo del PIL indotto dalla pandemia di COVID-19. Sulla base dell'ipotizzata ripresa economica si prevede che tale andamento si invertirà in parte nel 2021.
- I **prezzi reali delle abitazioni** hanno continuato a salire registrando una lieve accelerazione nel 2019, con alcuni segnali crescenti di sopravvalutazione. Una certa correzione dei prezzi è tuttavia prevista nel 2021. L'aumento dei prezzi, che merita di essere monitorato, non sembra tuttavia riconducibile al credito.
- Nel complesso, il **settore bancario** è in una posizione favorevole per contribuire ad attenuare l'impatto della crisi. La percentuale di crediti deteriorati è diminuita ulteriormente nel 2019, attestandosi leggermente al di sopra del 2 %. È proseguita anche la traiettoria discendente del **debito pubblico**, sulla scia di una forte crescita economica e del processo di liquidazione degli attivi degli istituti finanziari nazionalizzati attualmente in corso. A causa della crisi, secondo le previsioni il debito pubblico salirà tuttavia all'84 % circa del PIL nel 2020, ovvero quasi 14 punti percentuali al di sopra del livello del 2019.
- Il miglioramento delle condizioni macroeconomiche ha contribuito a rafforzare ulteriormente il **mercato del lavoro**, sebbene nel 2020 sia previsto un aumento della disoccupazione come conseguenza della crisi.

All''inizio della crisi generata dalla COVID-19 l'Austria non presentava squilibri macroeconomici, sebbene fossero presenti alcune vulnerabilità connesse al mercato dell'edilizia abitativa. Con la crisi, la crescita dei prezzi delle abitazioni sta rallentando, mentre il debito pubblico è in aumento. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

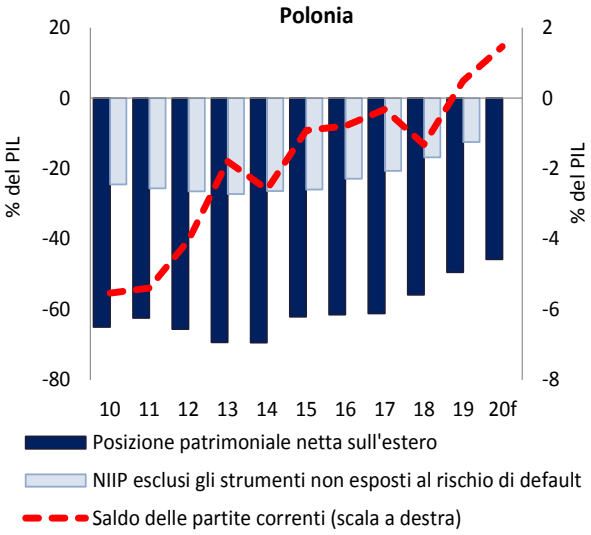
POLONIA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Polonia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) e dell'aumento dei prezzi delle abitazioni superano la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 4,5 % nel 2019 a -3,6 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3,3 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore del 5 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- Le **vulnerabilità esterne** rimangono contenute, in quanto la NIIP, sebbene negativa, è gradualmente migliorata fino al 2019. Inoltre, esse sono in larga misura costituite dallo stock accumulato di investimenti diretti esteri e una parte consistente degli afflussi di questi ultimi proviene da utili reinvestiti. Secondo le previsioni, la NIIP migliorerà lievemente, attestandosi al 49 % del PIL nel 2020, tendenza che continuerà anche nel 2021, ma a un ritmo più lento. Le partite correnti sono passate al segno positivo nel 2019 e si prevedono eccedenze anche nel 2020 e nel 2021.

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



Fonte: servizi della Commissione

- L'**indebitamento del settore privato** rimane al di sotto delle soglie prudenziali, è diminuito nel 2019 e, in base alle proiezioni, rimarrà stabile nel 2020.
- I **prezzi delle abitazioni** sono aumentati nel 2019, così come il credito ipotecario. La crescita dei prezzi delle abitazioni ha raggiunto quasi il 7 % nel 2019, ma se ne prevede un rallentamento nel 2020-2021. I rischi rimangono contenuti e vi sono pochi segnali di sopravvalutazione.
- Il **settore bancario** è generalmente in una posizione favorevole per contribuire ad attenuare l'impatto della crisi. Nel 2019 il tasso di crediti deteriorati è sceso, pur attestandosi su un livello ancora relativamente elevato pari a circa il 6 %, e potrebbe aumentare in futuro a causa della crisi generata dalla COVID-19. Il **debito pubblico** è ulteriormente diminuito nel 2019, ma nel 2020 è previsto un aumento di circa 11 punti percentuali, che lo porterà vicino al 60 % del PIL, a seguito delle misure volte a contrastare la pandemia e della contrazione del PIL.
- Gli andamenti macroeconomici favorevoli nel corso del 2019 hanno contribuito a migliorare ulteriormente il **mercato del lavoro** e il tasso di disoccupazione ha raggiunto i minimi storici. Tuttavia, la crisi indotta dalla pandemia comporterà probabilmente un aumento della disoccupazione nel periodo 2020-2021.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Polonia non presentava squilibri macroeconomici, sebbene la sua posizione patrimoniale sull'estero comportasse rischi limitati. Con la crisi, la posizione sull'estero è rimasta stabile. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

PORTOGALLO: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che il Portogallo presentava squilibri macroeconomici connessi, in particolare, agli ingenti stock di passività nette verso l'estero, al debito sia pubblico che privato e all'elevato volume di crediti deteriorati, in un contesto di modesta crescita della produttività. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), della crescita dei prezzi delle abitazioni e del debito pubblico e privato superano la soglia indicativa.

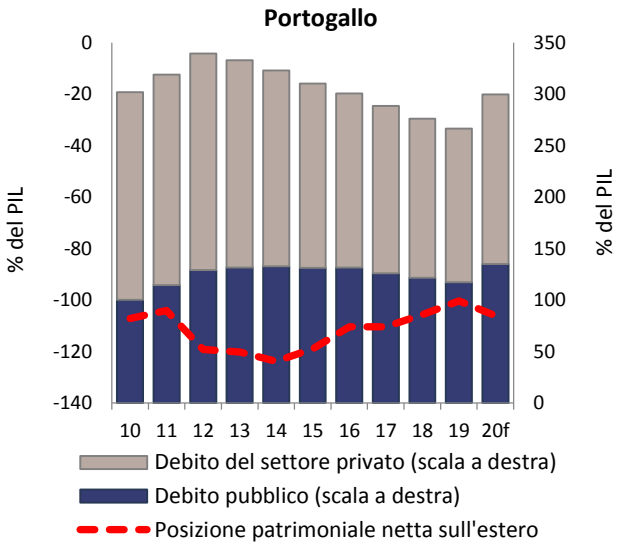
Le raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici pubblicate nel 2019 e nel 2020 sono in larga misura connesse a politiche strutturali di bilancio, al contesto imprenditoriale e ai crediti deteriorati. Al di là delle politiche attuate per affrontare la pandemia, le misure adottate nel 2020 per correggere gli squilibri riguardano l'istruzione e le competenze, la digitalizzazione e la giustizia amministrativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 2,2 % nel 2019 a -9,3 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 5,4 % nel 2021, facendo così registrare un livello del PIL nominale inferiore dell'1,1 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- La **sostenibilità esterna** rimane vulnerabile a causa dell'elevato stock di passività nette verso l'estero e dell'impatto negativo della pandemia di COVID-19 sul turismo estero. Secondo le previsioni, il saldo delle partite correnti, sostanzialmente in pareggio nel 2019, registrerà un lieve deterioramento nel 2020. Si prevede un aumento della NIIP negativa nel 2020, anche se a un ritmo relativamente lento.

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



Fonte: Eurostat

- Il **debito del settore privato** ha continuato a diminuire raggiungendo quasi il 150 % del PIL nel 2019, ma è destinato ad aumentare nuovamente a seguito della crisi. Nel **settore delle imprese** si registrano forti problemi di liquidità e sono istituiti sistemi di garanzia del credito. Nonostante abbiano registrato un calo costante, all'inizio della crisi indotta dalla pandemia i crediti deteriorati erano su un livello ancora relativamente elevato e i rischi di solvibilità rischiano di aumentare una volta che saranno scadute le moratorie sul rimborso dei prestiti. Secondo le previsioni, il **rapporto debito delle famiglie/PIL**, già elevato, aumenterà nel 2020 a seguito della contrazione del PIL, mentre il tasso di risparmio delle famiglie incrementerà significativamente.
- Fino al 2019 la **crescita reale dei prezzi delle abitazioni** ha superato la soglia indicativa per quattro anni consecutivi, evidenziando crescenti segnali di sopravvalutazione. Tuttavia, si prevede un brusco calo dei tassi di crescita nel periodo 2020-2021, in presenza di un calo della domanda del mercato e di un aumento delle costruzioni.
- Il **debito pubblico** è elevato e, sebbene in costante calo, ha raggiunto il 117 % del PIL nel 2019. Nondimeno, è previsto un aumento di 18 punti percentuali per il 2020, date le misure volte a contrastare la pandemia e la contrazione del PIL.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 il Portogallo presentava vulnerabilità connesse ad ingenti stock di debito in un contesto di modesta crescita della produttività. Con la crisi, i rapporti debito/PIL sono aumentati in tutti i settori. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati lo scorso febbraio, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

ROMANIA: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che la Romania presentava squilibri macroeconomici connessi, in particolare, alla diminuita competitività di costo, al deterioramento della posizione sull'estero e all'aumento del disavanzo delle partite correnti, in un contesto di politica di bilancio espansionistica e di imprevedibilità del contesto imprenditoriale. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) e della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto superano la soglia indicativa.

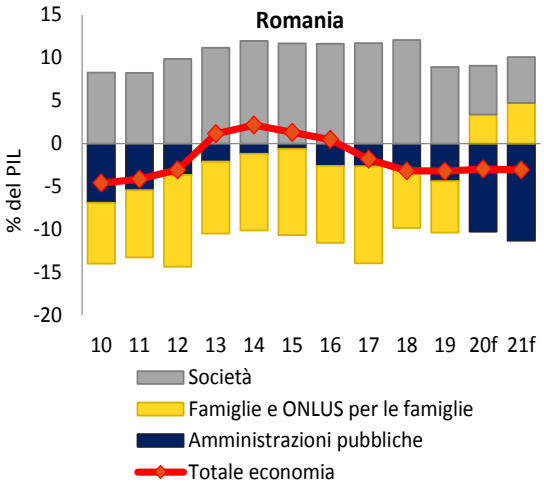
Le raccomandazioni specifiche per paese che hanno attinenza con la procedura per gli squilibri macroeconomici pubblicate nel 2019 e nel 2020 sono in larga misura connesse a politiche di bilancio, alla stabilità finanziaria, alla competitività di costo e al contesto imprenditoriale. Al di là delle politiche attuate per affrontare la pandemia, le misure adottate nel 2020 per correggere gli squilibri riguardano principalmente il settore bancario e, in misura minore, il meccanismo di determinazione dei salari minimi.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 4,2 % nel 2019 a -5,2 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3,3 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore del 3,6 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- La **sostenibilità esterna** rimane una vulnerabilità, con una NIIP negativa che non ha registrato ulteriori miglioramenti nel 2019, ma si è stabilizzata intorno al -44 % del PIL. Si prevede che la NIIP rimanga a questo livello nel 2020. Il disavanzo delle partite correnti è peggiorato a quasi il 5 % del PIL nel 2019 e, secondo le previsioni, rimarrà consistente nel 2020 e nel 2021.
- La crescita del **costo** nominale **del lavoro per unità di prodotto** è rimasta elevata nel 2019, a fronte delle condizioni tese del mercato del lavoro. È probabile che la moderazione salariale dovuta alla crisi indotta dalla pandemia riduca le pressioni sulla competitività di costo, sebbene il mantenimento delle eccedenze di manodopera abbia comportato un ulteriore aumento della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2020.

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



Fonte: Ameco

- In base alle proiezioni il rapporto **debito pubblico**/PIL aumenterà di oltre 11 punti percentuali nel 2020 e raggiungerà circa il 47 % del PIL, riflettendo l'impatto della crisi ma anche gli aumenti permanenti della spesa corrente registrati in precedenza. Nel 2021 è previsto un ulteriore aumento significativo del debito pubblico. Inoltre, una quota relativamente elevata è denominata in valuta estera ed è pertanto soggetta a rischi valutari. L'imprevedibilità delle politiche ha continuato a destare preoccupazione per tutto il 2019 e il 2020, in particolare in connessione con la legislazione che incide sulla sostenibilità di bilancio.
- La redditività del **settore bancario**, pur notevolmente al di sopra della media dell'UE, è in calo dal 2019. Sebbene la percentuale di crediti deteriorati sia scesa al di sotto del 4 % all'inizio del 2020 e si preveda che rimarrà moderata nello stesso anno, essa potrebbe aumentare a seguito della crisi. Il debito del settore privato è rimasto modesto, ma le proiezioni lo danno in moderato aumento nel 2020.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19, la Romania presentava vulnerabilità connesse al debito estero e pubblico, alla competitività di costo e a un contesto imprenditoriale imprevedibile. Con la crisi, i rapporti debito/PIL sono aumentati notevolmente e la posizione di bilancio è peggiorata. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto degli squilibri riscontrati lo scorso febbraio, procedere a un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza di tali squilibri o la loro correzione.

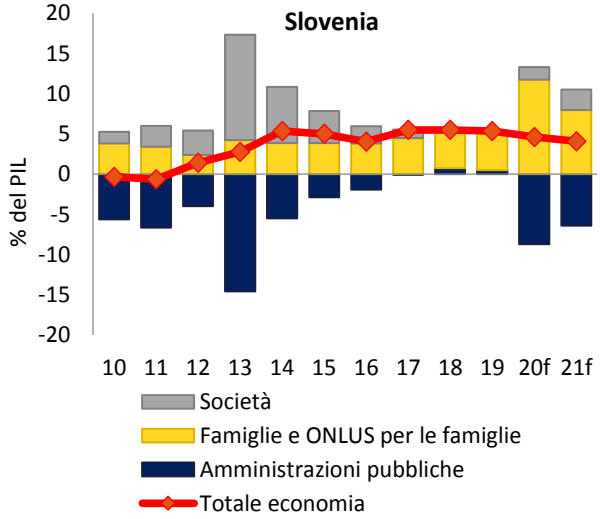
SLOVENIA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Slovenia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, l'indicatore del debito pubblico supera la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 3,2 % nel 2019 a -7,1 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 5,1 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore dell'1,3 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- Nel 2019 l'**avanzo delle partite correnti** è rimasto elevato e pari a quasi il 6 % del PIL. L'avanzo riflette il forte risparmio delle famiglie e, secondo le previsioni, diminuirà gradualmente nel 2020 e nel 2021. Nel 2019 gli investimenti sono rimasti sostanzialmente al livello dell'anno precedente e restano modesti rispetto alle medie storiche. La NIIP è moderatamente negativa. Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato nel 2019.
- Il **debito pubblico** ha continuato a diminuire nel 2019, raggiungendo circa il 66 % del PIL, ma, in base alle proiezioni, salirà a circa l'82 % del PIL nel 2020 come conseguenza delle misure adottate in risposta alla crisi e della recessione. La sostenibilità di bilancio a medio e lungo termine continua inoltre a essere messa sotto pressione dai costi previsti dell'invecchiamento demografico.

Grafico A24: ***Accreditamento/indebitamento netto per settore***



Fonte: Ameco

- Il **debito del settore privato** è ulteriormente diminuito nel 2019, mentre il flusso di credito verso il settore privato è rimasto positivo. Il tasso di **crescita dei prezzi delle abitazioni** ha registrato un calo nel 2019, attestandosi al di sotto della soglia, e secondo le previsioni continuerà su questa traiettoria anche nel 2020-2021 a seguito della crisi indotta dalla pandemia. Il **settore bancario** si trovava, all'inizio della crisi, in una posizione relativamente forte, con un basso livello di crediti deteriorati e una riduzione della leva finanziaria, il che secondo le previsioni limiterà le conseguenze della crisi.
- Il **mercato del lavoro** è migliorato ulteriormente nel 2019, con un tasso di attività eccezionalmente elevato e un tasso di disoccupazione molto basso. Si prevede che la situazione peggiorerà nel 2020.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Slovenia si trovava in posizione forte e senza squilibri macroeconomici, sebbene la sostenibilità di bilancio e l'andamento dei prezzi delle abitazioni comportassero alcuni rischi limitati. Con la crisi, le proiezioni danno un aumento del livello del debito pubblico, ma permane un forte avanzo delle partite correnti. Nel complesso, la Commissione non ritiene necessario condurre, in questa fase, un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

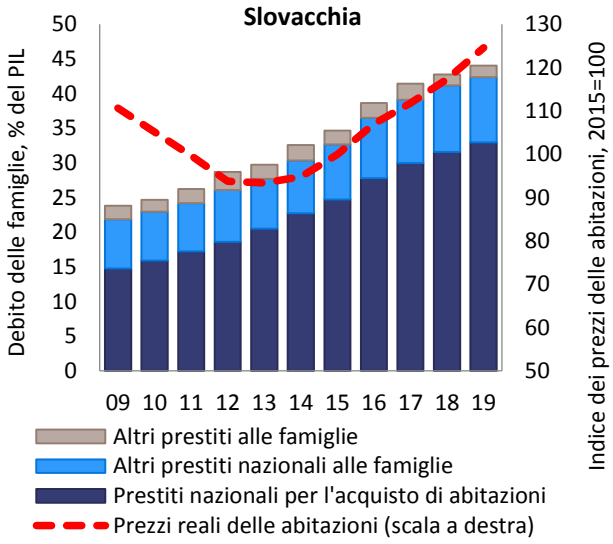
SLOVACCHIA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Slovacchia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP), della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e della crescita dei prezzi delle abitazioni superano la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 2,3 % nel 2019 a -7,5 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 4,7 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore dello 0,6 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- Le **vulnerabilità esterne** rimangono un problema, nonostante i miglioramenti. La concentrazione delle esportazioni e l'integrazione nelle catene globali del valore sono tuttora su livelli elevati. La NIIP, sebbene fortemente negativa -66 % nel 2019, è migliorata gradualmente nel corso dello stesso anno. Secondo le previsioni, la NIIP peggiorerà nel 2020 e nel 2021. I rischi sono limitati in quanto gran parte delle passività estere riguarda gli investimenti diretti esteri. Il disavanzo delle partite correnti si è rafforzato nel 2019 e si prevede che aumenterà ulteriormente nel 2020.

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



Fonte: Eurostat e BCE

- L'evoluzione della **competitività di costo** merita attenzione in quanto il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto costantemente dal 2017 sotto la spinta di una forte crescita salariale nel contesto di un mercato del lavoro in costante tensione e di una più ampia dinamica di convergenza verso la media dell'UE. I tassi di cambio effettivi reali hanno registrato un leggero apprezzamento nel corso degli anni. Le pressioni sulla competitività di costo potrebbero ridursi nel 2020 e nel 2021 nel contesto della crisi indotta dalla pandemia frenando la crescita dei salari.
- L'**indebitamento del settore privato**, in particolare quello delle famiglie, è in aumento da diversi anni, ma il suo tasso di crescita sta decelerando. Il debito delle famiglie rimane al di sotto dei livelli prudenziali, ma supera il livello giustificabile dai fondamentali ed è elevato rispetto ad altri paesi dell'UE della regione.
- La crescita dei **prezzi delle abitazioni** è stata rapida e superiore al 6 % nel 2019. Il mercato dell'edilizia abitativa mostra alcuni segnali di sopravvalutazione e contribuisce ad aumentare l'indebitamento delle famiglie. Secondo le previsioni, la crescita dei prezzi delle abitazioni rallenterà tuttavia nel periodo 2020-2021. Questa ipotesi è supportata anche dalle misure macroprudenziali adottate dalla Banca nazionale e dal calo dei redditi reali nel 2020.
- Il **settore bancario** è ben capitalizzato, con una redditività prossima alla media della zona euro. Il tasso di crediti deteriorati è diminuito notevolmente negli ultimi anni ed è inferiore alla media dell'UE, ma le difficoltà nel gestire i prestiti potrebbero aumentare a causa della crisi. Con conseguenza di quest'ultima, il rapporto debito pubblico/PIL aumenterà nel 2020, superando il 60 % del PIL.

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

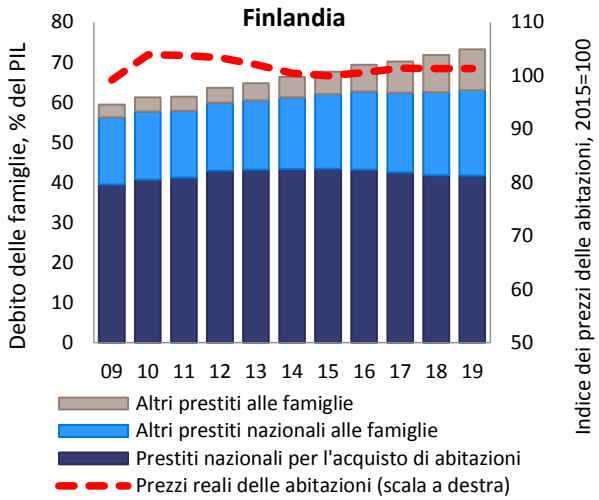
FINLANDIA: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per la Finlandia. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, l'indicatore del debito del settore privato supera la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 1,1 % nel 2019 a -4,3 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 2,9 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore dell'1,7 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- **Sul fronte esterno**, il disavanzo delle partite correnti si è ridotto, mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero è diventata di segno positivo. Tuttavia, secondo le previsioni, il disavanzo delle partite correnti aumenterà nel 2020 a seguito del calo della domanda estera. Le quote del mercato delle esportazioni hanno recuperato terreno per il quarto anno consecutivo, eliminando le perdite cumulate in passato. Il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto, ma il tasso di cambio effettivo reale si è deprezzato, attenuando i rischi per la competitività di costo.

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



Fonte: Eurostat e BCE

- Il rapporto debito/PIL sia delle **società non finanziarie** che delle **famiglie** è rimasto elevato, registrando un lieve aumento, e attestandosi rispettivamente a circa l'82 % e il 66 %. Nel 2019 le condizioni favorevoli del credito e i bassi tassi di interesse hanno accelerato la crescita del credito. Mentre il debito delle famiglie è al di sopra dei livelli prudenziali e fondamentali, il servizio del debito è molto basso, ma quasi tutti i nuovi mutui ipotecari sono a tassi variabili. Secondo le previsioni, i livelli del debito aumenteranno ulteriormente nel 2020, alla luce delle misure adottate per affrontare la pandemia di COVID-19 e della contrazione del PIL.
- Il **settore finanziario** rimane ben capitalizzato e i rischi per la stabilità finanziaria sono limitati, nonostante le significative esposizioni transfrontaliere nei confronti soprattutto di altri paesi nordici connesse alla dipendenza relativamente ampia dai finanziamenti all'ingrosso e al trasferimento in Finlandia della sede di una grande banca regionale. La crisi potrebbe comportare un aumento della quota di crediti deteriorati che, secondo le previsioni, rimarrà comunque molto modesta.
- Nel 2019 il **debito pubblico** è sceso ulteriormente al di sotto della soglia, poiché la crescita del PIL ha continuato a essere superiore alla crescita del debito. Secondo le previsioni il debito pubblico aumenterà tuttavia di oltre 10 punti percentuali nel 2020, fino a circa il 70 % del PIL, rispecchiando la gravità della recessione e la risposta di bilancio del governo alla crisi. Nel 2021 è previsto un moderato aumento.
- I risultati del **mercato del lavoro** hanno continuato a migliorare nel 2019, con un calo del tasso della disoccupazione di lunga durata e di quella giovanile. Secondo le proiezioni, nel contesto attuale il tasso di disoccupazione salirà al 7,9 % nel 2020 e diminuirà lievemente nel 2021.

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

SVEZIA: nel febbraio 2020 la Commissione ha concluso che la Svezia presentava squilibri macroeconomici connessi, in particolare, ai livelli sovrastimati dei prezzi delle abitazioni, unitamente a un costante aumento del debito delle famiglie. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, l'indicatore del debito del settore privato supera la soglia indicativa.

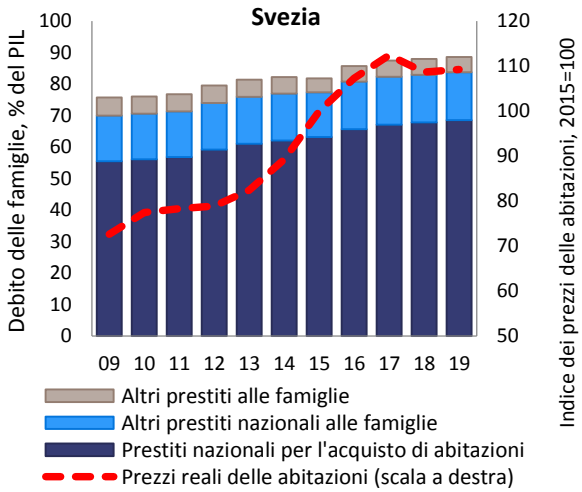
Le raccomandazioni specifiche per paese pertinenti per la PSM pubblicate nel 2019 sono in larga misura associate al funzionamento del mercato dell'edilizia abitativa e all'indebitamento del settore privato. Al di là delle politiche attuate per affrontare la pandemia, le misure adottate nel 2020 per correggere gli squilibri riguardano il mercato della locazione degli alloggi.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 1,3 % nel 2019 a -3,4 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3,3 % nel 2021, facendo così registrare un PIL nominale maggiore del 2,8 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue.

- La **posizione esterna** rimane solida. Nel 2019 l'avanzo delle partite correnti è salito a oltre il 4 % del PIL, mentre la NIIP, già positiva, è aumentata notevolmente. Secondo le previsioni, nel 2020 l'avanzo delle partite correnti rimarrà su un livello analogo.
- Il **debito** consolidato **del settore privato** ha raggiunto un nuovo picco del 204 % del PIL nel 2019, con un debito delle società non finanziarie e delle famiglie superiore alle soglie prudenziali. Il **debito delle famiglie** è salito a un livello elevato pari all'89 % del PIL. I mutui ipotecari alle famiglie hanno continuato a crescere nella prima metà del 2020, nonostante la forte contrazione dell'attività economica. Un aumento della disoccupazione può ridurre la capacità di rimborso delle famiglie in futuro.

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



Fonte: Eurostat e BCE

- Dopo un calo alla fine del 2017, i **prezzi delle abitazioni** hanno ripreso a crescere quasi ininterrottamente dal 2018 nonostante la crisi. I prezzi delle abitazioni rimangono complessivamente elevati, con rischi di sopravvalutazione. I prezzi delle abitazioni e l'indebitamento delle famiglie sono attualmente indotti al rialzo dal regime fiscale agevolato per gli immobili di proprietà, dai bassissimi tassi di interesse sui mutui ipotecari e da alcuni aspetti specifici del mercato ipotecario, nonché da restrizioni a livello di offerta.
- Si prevede pertanto che il rapporto **debito pubblico**/PIL aumenterà decisamente nel 2020 prima di stabilizzarsi nel 2021 comunque ben al di sotto della soglia del 60 % del PIL. Il **settore finanziario** si trovava, all'inizio della crisi, in una solida posizione iniziale e ha beneficiato di misure di sostegno anticipate, in particolare da parte delle autorità monetarie. In risposta alla crisi, la regolamentazione macroprudenziale è stata temporaneamente allentata.
- Le misure di sostegno alle politiche, come i servizi di disoccupazione temporanea, hanno contribuito ad attenuare l'impatto della crisi sul **mercato del lavoro**. Secondo le previsioni, la disoccupazione salirà tuttavia all'8,8 % nel 2020.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 la Svezia presentava vulnerabilità connesse al mercato dell'edilizia abitativa e al debito del settore privato. Con la crisi, permangono vulnerabilità associate al debito delle famiglie, al credito ipotecario e ai prezzi delle abitazioni. Nel complesso, la Commissione ritiene opportuno, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato in febbraio, procedere ad un ulteriore esame per verificare l'eventuale persistenza degli squilibri o la loro correzione.

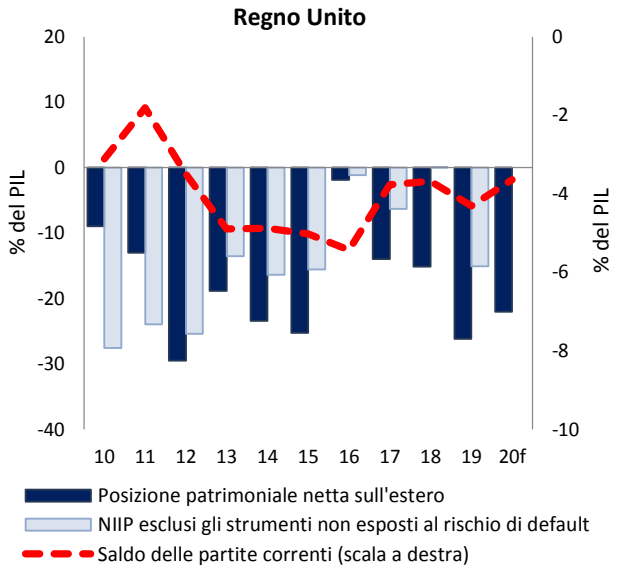
REGNO UNITO: nel precedente ciclo della PSM non sono stati identificati squilibri macroeconomici per il Regno Unito. Nel quadro di valutazione aggiornato, che comprende dati fino al 2019, gli indicatori del debito del settore privato e del debito pubblico superano la soglia indicativa.

Si prevede una forte diminuzione della crescita del PIL reale, da 1,3 % nel 2019 a -10,3 % nel 2020, a causa della crisi generata dalla COVID-19. Sulla base delle proiezioni, la crescita reale si attesterà al 3,3 % nel 2021, facendo così registrare un livello del PIL nominale inferiore del 3,9 % rispetto al 2019.

Una serie di sviluppi pertinenti può essere sintetizzata come segue:

- Le **vulnerabilità esterne** sono aumentate a seguito di un consistente disavanzo delle partite correnti e di un deterioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP). Nel 2019 il disavanzo delle partite correnti è salito a oltre il 4 % del PIL, esponendo il Regno Unito al fabbisogno di finanziamenti esterni. In base alle proiezioni, il saldo delle partite correnti si ridurrà leggermente nei prossimi anni. La NIIP si è ulteriormente deteriorata, raggiungendo il -26 % del PIL nel 2019, ed è ora notevolmente al di sotto del livello previsto tenuto conto dei fondamentali sottostanti, ma ancora al di sopra del livello prudenziale. In prospettiva, si prevede che la NIIP si stabilizzi intorno a tale livello.

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



Fonte: servizi della Commissione

- Il **debito del settore privato** è leggermente diminuito nel 2019. In particolare, il debito delle famiglie è elevato e rimane al di sopra delle soglie prudenziali e merita di essere monitorato, soprattutto in considerazione del previsto effetto negativo della pandemia sul reddito delle famiglie. Nel 2019 i **prezzi reali delle abitazioni** sono rimasti stabili. Sebbene le politiche pubbliche abbiano sostenuto i prezzi delle abitazioni nel 2020, ci si possono attendere ulteriori aggiustamenti.
- Il **debito pubblico** rimane al di sopra della soglia e si prevede che aumenterà attestandosi al di sopra del 100 % del PIL nel 2020 a seguito delle misure adottate dal governo per far fronte all'impatto della pandemia e alla contrazione del PIL.
- Il **settore bancario** rimane redditizio e ben capitalizzato e i crediti deteriorati sono molto bassi. Sussistono tuttavia rischi legati all'esposizione del settore finanziario sul mercato degli immobili commerciali e all'impatto dell'uscita del Regno Unito dal mercato unico e dall'unione doganale dell'UE alla fine del 2020.
- Il **mercato del lavoro** è rimasto forte nel 2019, con un elevato tasso di occupazione e un tasso di disoccupazione eccezionalmente basso. Secondo le previsioni la pandemia avrà però un forte impatto negativo sul mercato del lavoro a partire dal 2020.

All'inizio della crisi generata dalla COVID-19 il Regno Unito non presentava squilibri macroeconomici, sebbene problemi sul fronte esterno e del debito del settore privato comportassero alcuni rischi limitati. Con la crisi, si prevede un aumento del rapporto debito/PIL e il persistere delle vulnerabilità esterne. Nel complesso, la Commissione non condurrà un'ulteriore analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Tabella 1.1: Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici 2019

	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni						Indicatori dell'occupazione[1]		
Anno 2019	**Saldo partite correnti - % del PIL** (media triennale)	**Posizione patrimoniale netta sull'estero** (% del PIL)	**Tasso di cambio effettivo reale - 42 partner commerciali, deflatore IAPC** (variazione % triennale)	**Quota del mercato delle esportazioni - % delle esportazioni mondiali** (variazione % quinquennale)	**Indice del CLUP nominale (2010=100)** (variazione % triennale)	**Indici del prezzo delle abitazioni (2015=100), al netto dell'inflazione** (variazione % annuale)	**Flusso del credito al settore privato, consolidato** (% del PIL)	**Debito del settore privato, consolidato** (% del PIL)	**Debito pubblico lordo** (% del PIL)	**Tasso di disoccupazione** (media triennale)	**Passività totali del settore finanziario, non-consolidato** (variazione % annuale)	**Tasso di attività - % della popolazione totale (15-64 anni)** (variazione triennale in punti percentuali)	**Tasso disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni)** (variazione triennale in punti percentuali)	**Tasso disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni)** (variazione triennale in punti percentuali)
Soglie	-4%/+6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (Non ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (Non ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16,50%	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	0,1	50,6	2,6	-3,1	5,3	2,5	3,8	179,1	98,1	6,2b	4,6	1,4	-1,7	-5,9
BG	2,5	-31,2	4,5	15,4	19,5p	4,0p	5,6	91,8	20,2	5,2	5,8	4,5	-2,1	-8,3
CZ	0,6	-20,3	8,7	5,1	14,4	6,2	3,1	80,8	30,2	2,4	5,6	1,7	-1,1	-4,9
DK	8	76,9	-0,2	2,6	1,4	1,5	11,4	221,2	33,3	5,3b	13,1	1,6b	-0,4	-2,1
DE	7,4	71,7	2,1	-1,1	7,9	4,3	5,4	105,4	59,6	3,4	7,3	1,3	-0,5	-1,3
EE	1,7	-21,4	6,2	2	19,9	4,4	3,8	97,8	8,4	5,2	12,5	1,4	-1,2	-2,3
IE	-1,6	-174	-1,4	71	-4,4	0	-9,1	202,4	57,4	5,8	15,5	0,6	-2,6	-4,3
EL	-2,1	-155,9	0,3	3,7	1,7p	6,5e	0,8p	109,9p	180,5	19,4	11,5	0,2	-4,8	-12,1
ES	2,3	-73,9	1,7	2,6	4,0p	4,1	1,3p	129,4p	95,5	15,5	0,9	-0,4	-4,2	-11,9
FR	-0,7	-22,9	1,6	-0,5	1,3p	2,3	8,0p	153,3p	98,1	9	7,5	0,3	-1,2	-4,9
HR	2,6	-50,3	1,5	22,5	4,7p	8,1	1,7p	91,2p	72,8	8,8	6,8	0,9	-4,2	-14,7
IT	2,7	-1,5	0,2	-2,6	3,2	-0,6	0,2	106,6	134,7	10,6	3,8	0,8	-1,1	-8,6
CY	-5,2	-122,3	-0,1	13,7	5,2p	2,6	2,7p	259,1p	94	8,9	3,9	2,6	-3,7	-12,5
LV	0,1	-41,7	3,7	3,6	17	5,8	1,5	67,1	36,9	7,5	4,6	1	-1,6	-4,9
LT	1,4	-24,1	3,7	16,8	16,4	4,9	3	55,1	35,9	6,5	4,1	2,5	-1,1	-2,6
LU	4,7	56,2	2	10,3	11,9	8	3,8	318,7	22	5,6	3,3	2	-0,9	-1,9
HU	0,7	-43,7	0,3	5,9	10,0p	12,8p	3,2p	66,6p	65,4	3,8	17,8	2,5	-1,3	-1,5
MT	5,1	54,6	1,3	18,1	8,5	4,0p	8,5	123,7	42,6	3,8	4,4	5,3	-1,5	-1,4
NL	10,5	90	2,4	0,7	5,9p	4,8	0,0p	234,0p	48,7	4	6,1p	1,2	-1,5	-4,1
AT	1,8	12,1	2,1	1,4	5,5	3,9	4,5	120,1	70,5	5	4,3	0,9	-0,8	-2,7
PL	-0,4	-49,4	2,8	25,1	9,2p	6,7	3,3	74	45,7	4	4,2	1,8	-1,5	-7,8
PT	0,5	-100,3	-0,4	8,5	7,6p	8,7	2,2p	149,2p	117,2	7,5	0	1,8	-3,4	-9,7
RO	-4	-43,5	0,2	17,9	24,5p	-1,7	2,0p	46,7p	35,3	4,3	10,4	3	-1,3	-3,8
SI	5,9	-15,4	1	16	8,4	4,8	0,8	68,7	65,6	5,4	9,9	3,6	-2,4	-7,1
SK	-2,3	-66,3	2,6	1,9	14,5	6,2	5	91,6	48,5	6,8	4,9e	0,8	-2,4	-6,1
FI	-0,9	3,6	0,2	4,6	0,8	0	7,6	147,5	59,3	7,6	7,6	2,4	-1,1	-2,9
SE	3,3	18,2	-8,3	-5,1	8,2	0,5	9,8	203,9	35,1	6,6b	10,6	0,8	-0,4	1,2
P.M.: UK	-3,9	-26,2	-2,9	-1,4	8,8	-0,3	2,8	154,7	85,4	4	3,3	0,8	-0,4	-1,8

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

1) Il Regno Unito è uscito dall'Unione europea il 31 gennaio 2020 in forza dell'accordo sul recesso del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord dall'Unione europea e dalla Comunità europea dell'energia atomica ("accordo di recesso", GU C 384 I del 12.11.2019, pag. 1); il diritto dell'Unione continua a essere applicabile al Regno Unito e nel Regno Unito per un periodo di transizione che durerà fino al 31 dicembre 2020. 2) Per gli indicatori dell'occupazione, cfr. pag. 2 dell'AMR 2016. 3) Indice dei prezzi delle abitazioni e = stima dell'NCB per EL. 4) Debito del settore privato, flussi di credito al settore privato, passività totali del settore finanziario: LU ha effettuato una revisione generale (benchmark revision) della contabilità finanziaria nazionale. 5) Nelle passività totali del settore finanziario per SK, "Strumenti derivati e stock option conferite ai dipendenti" (F.7) non includono le stock option conferite ai dipendenti. 6) Tasso di disoccupazione, b = per BE, revisione della metodologia d'indagine; b = per DK, miglioramento della raccolta di dati, introduzione della tecnica CAWI (interviste online assistite dal computer data).
Fonte: Commissione europea, Eurostat e direzione generale degli Affari economici e finanziari (per il tasso di cambio effettivo reale), e dati del Fondo monetario internazionale, WEO (per le serie delle esportazioni mondiali di beni e servizi).

Tabella 2.1: Indicatori ausiliari, 2019

Anno 2019	PIL reale (variazione %annuale)	Investimenti fissi lordi (% del PIL)	Spesa interna lorda in R&S (% del PIL)	Partite correnti più conto capitale (indebitamento / accreditamento netto) (% del PIL)	NIIP esclusi gli strumenti non esposti al rischio di default (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - flussi (% del PIL)	Investimenti diretti esteri nell'economia segnalante - stock (% del PIL)	Saldo della bilancia commerciale di prodotti energetici (% del PIL)	Tasso di cambio effettivo reale - Partner commerciali della zona euro (variazione % triennale)	Performance delle esportazioni rispetto alle economie avanzate (variazione % quinquennale)	Ragioni di scambio (variazione % quinquennale)	Quote del mercato delle esportazioni (volume) (variazione % annuale)	Produttività del lavoro (variazione % annuale)	Crediti deteriorati lordi di soggetti nazionali ed esteri (% dei crediti lordi)	Performance relativa del CLUP (ZE) (variazione % su 10 anni)	Indice del prezzo delle abitazioni (2015=100) - nominale (variazione % triennale)	Edilizia residenziale (% del PIL)	Debito delle famiglie, consolidato (incl. ONLUS per le famiglie, % del PIL)	Leva bancaria consolidata, soggetti nazionali ed esteri (attività totali/capitale totale)
BE	1,7	24,2	na	0,5	40,2	-5,3	168,1	-2,6	1,1	-4,8	1,2	-0,1	0,2	2,1p	0,3	10,9	6,2	61,2	13,4p
BG	3,7	18,7	0,8p	4,5	39,9	2,4	81,7	-2,9	1,7	13,4	8,9	2,8	3,3	6,5p	42,5	22,8p	2,8	23,3	8,2p
CZ	2,3	26,2	1,9p	0,2	29,7	3,7	78,1	-2,4	7,5	3,2	0,9	0,2	2,1	1,7p	9,0	32,4	4,5	31,8	12,1p
DK	2,8	22,0	3,0p	8,9	27,2	-2,0	54,3	-0,4	-2,5	0,8	-1,3	3,9	1,6	1,9p	-6,6	11,7	4,9	109,5	16,7p
DE	0,6	21,7	3,2e	7,1	51,3	1,9	46,6	-1,8	0,3	-2,9	3,3	-0,1	-0,3	1,2p	10,4	19,7	6,6	54,4	13,7p
EE	5,0	26,2	1,6p	3,2	31,2	9,3	96,7	-1,2	4,4	0,2	0,6	5,1	3,7	1,6p	22,2	19,6	4,9	37,6	7,5p
IE	5,6	45,6	0,8	-21,2	-285,4	-11,4	436,7	-1,2	-2,9	68,0	4,3	9,4	2,6	3,4p	-35,4	25,1	2,3	37,2	7,4p
EL	1,9p	10,1p	1,2p	-1,1	-135,3	2,4	23,8	-2,4p	-2,0	1,8	1,9p	3,7p	0,6p	35,5p	-17,8	8,0e	0,7p	54,3	10,9p
ES	2,0p	19,9p	1,1p	2,5	-46,8	1,0	67,7	-1,9p	0,0	0,8	-1,0p	1,2p	-0,3p	3,1p	-11,8	19,2	5,7p	56,9	13,5p
FR	1,5p	23,6p	na	-0,6	-35,6	1,9	48,0	-1,8p	-0,1	-2,2	2,5p	0,8p	0,4p	2,5p	-1,4	9,7	6,4p	61,7	15,1p
HR	2,9p	21,0p	na	4,7	-5,5	2,4	49,4	-2,9p	0,5	20,4	3,7p	5,7p	-0,2p	5,2p	-17,6	20,0	na	34,6	7,5p
IT	0,3	18,1	1,5p	2,9	0,0	1,6	29,0	-2,0	-1,7	-4,3	4,2	-0,1	-0,2	6,7p	-2,4	-1,8	4,2	41,2	12,9p
CY	3,1p	19,4p	na	-6,2	-159,5	103,5	1827,5	-4,0p	-2,5	11,7	0,7p	-1,5p	-0,1p	18,1p	-11,5	7,9	7,9p	89,5	12,8p
LV	2,1	22,2	0,6p	0,8	4,5	3,1	56,0	-2,7	2,8	1,8	6,7	1,0	2,1	3,9p	17,3	29,9	2,4	20,3	9,8p
LT	4,3	21,4	1,0p	5,2	4,8	2,9	44,0	-3,6	3,4	14,7	4,5	8,4	3,9	1,7p	16,8	24,9	2,9	23,0	14,5p
LU	2,3	16,9	na	4,5	-3893,6	-446,6	6742,5	-3,2	1,0	8,3	-0,7	-0,3	-1,3	0,6p	8,5	24,5	3,4	65,9	15,0p
HU	4,6p	27,2p	1,5	1,6	-2,5	19,7	169,6	-3,8p	-0,6	4,0	0,0p	4,7p	3,3p	4,1p	15,3	50,0p	3,2p	18,4	9,6p
MT	4,9	21,6p	0,6p	5,6	246,3	27,5	1497,1	-6,4	-0,1	16,0	3,3	5,0	-0,8	3,2p	4,5	18,2p	4,9p	49,7	11,2p
NL	1,7p	21,0p	na	9,9	-0,5	3,9	581,2	-0,8p	0,9	-1,1	1,9p	1,6p	-0,2p	1,8p	-1,7	26,3	5,0p	100,3p	16,1p
AT	1,4	24,7	3,2p	2,8	-1,1	-1,9	59,7	-2,2	1,1	-0,4	0,7	1,8	0,3	2,2p	5,5	16,6	4,7	49,5	11,2p
PL	4,5	18,5	1,3p	2,5	-12,5	2,4	46,4	-2,4	1,6	22,9	3,7	4,0	4,8p	6,1p	4,1	20,3	2,0	34,4	9,7p
PT	2,2p	18,2p	1,4p	0,9	-47,1	3,5	80,6	-2,5p	-1,6	6,6	4,1p	2,4p	1,4p	6,1p	-7,1	32,1	3,2p	63,6	10,8p
RO	4,2p	23,6p	na	-3,4	-4,1	2,9	44,2	-1,7p	-1,2	15,8	4,7p	2,9p	4,2p	4,3p	30,7	15,8	2,4p	15,4	9,1p
SI	3,2	19,6	na	5,2	1,6	3,1	39,7	-3,5	0,4	13,9	2,0	3,0	0,7	3,4p	-1,4	25,6	2,2	26,9	8,2p
SK	2,3	21,4	0,8	-2,0	-14,1	2,2	69,6	-3,1	1,9	0,1	-2,0	-0,3	1,3	2,9p	6,3	24,1	3,4	43,7	9,6p
FI	1,1	23,9	2,8p	-0,1	6,3	5,9	50,9	-1,7	-1,7	2,7	2,5	6,6	-0,5	1,4p	-3,1	3,7	7,2	66,0	16,6p
SE	1,3	24,5	3,4pe	4,2	-5,0	4,6	86,1	-1,1	-9,7	-6,7	-0,5	2,2	0,7	1,1p	5,8	8,3	4,6	88,6	17,9p
p.m.: UK	1,3	18,0	na	-4,3	-15,1	0,8	80,5	-0,5	-4,4	-3,1	2,3	1,7	0,2	1,2p	9,2	9,1	4,0	84,1	16,0p

Note: e: Stimato. p: Provvisorio.

1) Il Regno Unito è uscito dall'Unione europea il 31 gennaio 2020 in forza dell'accordo sul recesso del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord dall'Unione europea e dalla Comunità europea dell'energia atomica ("accordo di recesso", GU C 384 I del 12.11.2019, pag. 1); il diritto dell'Unione continua a essere applicabile al Regno Unito e nel Regno Unito per un periodo di transizione che durerà fino al 31 dicembre 2020. 2) Il termine per la trasmissione ufficiale per i dati 2019 della spesa interna lorda in R&S è il 31 ottobre 2020, ma i dati sono stati estratti il 23 ottobre 2020. 3) Indice dei prezzi delle abitazioni e = stima dell'NCB per EL. 4) Debito delle famiglie: LU ha effettuato una revisione generale (benchmark revision) della contabilità finanziaria nazionale.

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

Tabella 2.1 (seguito): Indicatori ausiliari, 2019

Anno 2019	Tasso di occupazione (variazione % 1 anno)	Tasso di attività - % della popolazione totale (15-64 anni) (%)	Tasso di disoccupazione di lunga durata - % della popolazione attiva (15-74 anni)	Disoccupazione giovanile - % della popolazione attiva (15-24 anni) (%)	Giovani non occupati, né inseriti in un percorso di istruzione o formazione - % della popolazione totale (15-24 anni)		Persone a rischio di povertà o esclusione sociale - % della popolazione totale		Persone a rischio di povertà dopo trasferimenti sociali - % della popolazione totale		Persone in condizioni di grave deprivazione materiale - % della popolazione totale		Persone che vivono in famiglie con un'intensità di lavoro molto bassa - % della popolazione totale (0-59 anni)	
					%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali	%	variazione triennale in punti percentuali
BE	1,6	69,0	2,3	14,2	9,3	-0,6	19,5b	-1,4b	14,8b	-0,7b	4,4b	-1,1b	12,4b	-2,5b
BG	0,3	73,2	2,4	8,9	13,7	-4,5	32,5	-7,9b	22,6	-0,3b	19,9	-12,0b	9,3	-2,6b
CZ	0,2	76,7	0,6	5,6	5,7	-1,3	12,5	-0,8	10,1	0,4	2,7	-2,1	4,2	-2,5
DK	1,2	79,1	0,8	10,1	7,7	1,0b	16,3	-0,5	12,5	0,6	2,6	0,0	9,3	-1,4
DE	0,9	79,2	1,2	5,8	5,7	-1,0	17,4	-2,3	14,8	-1,7	2,6	-1,1	7,6	-2,0
EE	1,3	78,9	0,9	11,1	6,9	-2,2	24,3	-0,1	21,7	0,0	3,3	-1,4	5,4	-0,4
IE	2,9	73,3	1,6	12,5	10,1	-2,5	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1,2p	68,4	12,2	35,2	12,5	-3,3	30,0	-5,6	17,9	-3,3	16,2	-6,2	13,8	-3,4
ES	2,2p	73,8	5,3	32,5	12,1	-2,5	25,3	-2,6	20,7	-1,6	4,7	-1,1	10,8	-4,1
FR	1,1p	71,7	3,4	19,6	10,6	-1,3	17,9	-0,3	13,6	0,0	4,7	0,3	7,9	-0,5
HR	3,1p	66,5	2,4	16,6	11,8	-5,1	23,3	-4,6	18,3	-1,2	7,2	-5,3	9,2	-3,8
IT	0,5	65,7	5,6	29,2	18,1	-1,8	na	na	na	na	na	na	na	na
CY	3,1p	76,0	2,1	16,6	13,7	-2,3	22,3	-5,4	14,7	-1,4	9,1	-4,5	6,8	-3,8
LV	-0,1	77,3	2,4	12,4	7,9	-3,3	27,3	-1,2	22,9	1,1	7,8	-5,0	7,6	0,4
LT	0,5	78,0	1,9	11,9	8,6	-0,8	26,3	-3,8	20,6	-1,3	9,4	-4,1	7,5	-2,7
LU	3,6	72,0	1,3	17,0	5,6	0,2	20,6	1,5b	17,5	1,7b	1,3	-0,3b	7,5	0,9b
HU	1,3	72,6	1,1	11,4	11,0	0,0	18,9	-7,4	12,3	-2,2	8,7	-7,5	5,0	-3,2
MT	5,8	75,9	0,9	9,3	8,6	-0,2	20,1	-0,2	17,1	0,6	3,6	-0,8	4,9	-2,4
NL	1,9p	80,9	1,0	6,7	4,3	-0,3	16,5	-0,2b	13,2	0,5b	2,5	-0,1b	9,2	-0,5b
AT	1,1	77,1	1,1	8,5	7,1	-0,6	16,9	-1,1	13,3	-0,8	2,6	-0,4	7,8	-0,3
PL	-0,2p	70,6	0,7	9,9	8,1	-2,4	18,2	-3,7	15,4	-1,9	3,6	-3,1	4,7	-1,7
PT	0,8p	75,5	2,8	18,3	8,0	-2,6	21,6	-3,5	17,2	-1,8	5,6	-2,8	6,2	-2,9
RO	0,0p	68,6	1,7	16,8	14,7	-2,7	31,2	-7,6	23,8	-1,5	14,5	-9,3	6,0	-2,2
SI	2,5	75,2	1,9	8,1	7,0	-1,0	14,4	-4,0	12,0	-1,9	2,6	-2,8	5,2	-2,2
SK	1,0	72,7	3,4	16,1	10,3	-2,0	16,4	-1,7	11,9	-0,8	7,9	-0,3	6,2	-0,3
FI	1,7	78,3	1,2	17,2	8,2	-1,7	15,6	-1,0	11,6	0,0	2,4	0,2	9,7	-1,7
SE	0,6	82,9	0,9	20,1	5,5	-1,0	18,8	0,5	17,1	0,9	1,8	1,0	8,6	0,1
P.M.: UK	1,1	78,1	0,9	11,2	10,5	-0,4	na	na	na	na	na	na	na	na

Note: b: discontinuità nella serie. p: Provvisorio.

1) Il Regno Unito è uscito dall'Unione europea il 31 gennaio 2020 in forza dell'accordo sul recesso del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord dall'Unione europea e dalla Comunità europea dell'energia atomica ("accordo di recesso", GU C 384 I del 12.11.2019, pag. 1); il diritto dell'Unione continua a essere applicabile al Regno Unito e nel Regno Unito per un periodo di transizione che durerà fino al 31 dicembre 2020. 2) Il termine per la trasmissione ufficiale per i dati 2019 degli indicatori relativi al reddito e alle condizioni di vita (dati EU-SILC) è il 30 novembre 2020, mentre i dati sono stati estratti il 23 ottobre 2020. 3) Indicatori relativi al reddito e alle condizioni di vita. È opportuno essere cauti nell'effettuare confronti temporali per BE: sono stati introdotti alcuni miglioramenti di fondo all'indagine statistica. La discontinuità riguarda tanto gli aspetti sostanziali quanto quelli metodologici. In termini di contenuto, nel 2019 si è passati all'utilizzo dei dati amministrativi per la maggior parte delle variabili di reddito. Di conseguenza, l'intero questionario SILC è stato radicalmente rivisto. A livello metodologico, è stato rivisto integralmente il modello per il trattamento delle mancate risposte, le divergenze tra i membri del comitato e le calibrazioni.

Fonte: Commissione europea, Eurostat.