

Bruxelles, 10 giugno 2020  
(OR. en)

8759/20

ECOFIN 494  
UEM 223

#### NOTA DI TRASMISSIONE

---

Origine:	Jordi AYET PUIGARNAU, Direttore, per conto della Segretaria generale della Commissione europea
Data:	10 giugno 2020
Destinatario:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea
n. doc. Comm.:	COM(2020) 237 final
Oggetto:	RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO RELAZIONE SULLA CONVERGENZA 2020 (elaborata a norma dell'articolo 140, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea)

---

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento COM(2020) 237 final.

All.: COM(2020) 237 final



Bruxelles, 10.6.2020  
COM(2020) 237 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL  
CONSIGLIO**

**RELAZIONE SULLA CONVERGENZA 2020**

**(elaborata a norma dell'articolo 140, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento  
dell'Unione europea)**

{SWD(2020) 107 final}

## SCOPO DELLA RELAZIONE

L'euro è destinato ad essere la moneta unica dell'Unione europea nel suo complesso. Oggi è usato tutti i giorni da circa 342 milioni di persone in 19 Stati membri nella zona euro. Fra i vantaggi pratici dell'euro vi sono prezzi stabili, costi di transazione inferiori per i cittadini e le imprese, mercati più trasparenti e competitivi e un aumento degli scambi internazionali e all'interno dell'UE. L'euro è inoltre diventato la seconda moneta più usata al mondo.

L'articolo 140, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (in appresso TFUE) dispone che, almeno una volta ogni due anni o a richiesta di uno Stato membro con deroga<sup>1</sup>, la Commissione e la Banca centrale europea (BCE) riferiscano al Consiglio sui progressi compiuti da tali Stati membri nell'adempimento degli obblighi relativi alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria. Le più recenti relazioni sulla convergenza della Commissione e della BCE sono state adottate a maggio 2018.

La relazione sulla convergenza 2020 riguarda i seguenti sette Stati membri con deroga: Bulgaria, Cechia, Croazia, Ungheria, Polonia, Romania e Svezia<sup>2</sup>. Una valutazione più dettagliata dello stato della convergenza nei predetti paesi è contenuta nel documento di lavoro dei servizi della Commissione allegato alla presente relazione<sup>3</sup>.

Ai sensi dell'articolo 140, paragrafo 1, TFUE, le relazioni esaminano tra l'altro se la legislazione nazionale, incluso lo statuto della banca centrale, sia compatibile con gli articoli 130 e 131 TFUE e con lo statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (di seguito, Statuto del SEBC e della BCE). Le relazioni devono inoltre esaminare se è stato raggiunto un alto grado di convergenza sostenibile nello Stato membro interessato sulla base dei criteri di convergenza (stabilità dei prezzi, situazione della finanza pubblica, stabilità del tasso di cambio, tassi di interesse a lungo termine) e tenendo conto di altri fattori menzionati all'articolo 140, paragrafo 1, ultimo comma, TFUE. I quattro criteri di convergenza sono definiti ulteriormente in un protocollo allegato ai trattati (protocollo (n. 13) sui criteri di convergenza).

La crisi finanziaria ed economica del 2008-2009, unitamente alla crisi del debito sovrano nella zona euro, aveva rivelato determinate lacune nel sistema di governance economica dell'Unione economica e monetaria (UEM), evidenziando la necessità di un rafforzamento dei suoi strumenti e di un ricorso più ampio agli stessi. È stato intrapreso un generale rafforzamento della governance economica nell'Unione, con l'obiettivo di garantire un funzionamento sostenibile dell'UEM. La valutazione della convergenza è pertanto allineata con il più ampio approccio del semestre europeo, che esamina in modo integrato le sfide di politica economica e occupazionale cui l'UEM deve far fronte nell'assicurare la sostenibilità dei conti pubblici, la competitività, la stabilità dei mercati finanziari, la crescita economica e un elevato livello di occupazione. Le principali riforme della governance, per rafforzare la valutazione del processo di convergenza di ciascuno Stato membro e della sua

---

<sup>1</sup> Gli Stati membri che non hanno ancora soddisfatto le condizioni necessarie per l'adozione dell'euro sono definiti "Stati membri con deroga". La Danimarca ha negoziato il diritto di opt-out prima dell'adozione del trattato di Maastricht e non partecipa alla terza fase dell'UEM.

<sup>2</sup> La Danimarca non ha espresso l'intenzione di adottare l'euro e non è pertanto inclusa in questo esame.

<sup>3</sup> La data ultima di aggiornamento dei dati utilizzati nella presente relazione è il 23 aprile 2020. La valutazione della convergenza si basa su una serie di indici di convergenza mensili calcolati fino a marzo 2020. La relazione si basa inoltre sulle previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione e sugli orientamenti politici nell'ambito del semestre europeo, compresa la procedura per gli squilibri macroeconomici.

sostenibilità, riguardavano tra l'altro la procedura per i disavanzi eccessivi, rafforzata dalla riforma del patto di stabilità e crescita del 2011, e i nuovi strumenti nel quadro della sorveglianza degli squilibri macroeconomici. La presente relazione tiene conto, in particolare, dei risultati della procedura per gli squilibri macroeconomici<sup>4</sup>.

Tali crisi hanno anche rivelato l'esistenza di legami problematici tra i settori bancari nazionali e i relativi emittenti sovrani, innescando una potente forza di frammentazione nei mercati finanziari. L'Unione bancaria è stata creata per rompere questi legami e invertire la frammentazione, nonché per garantire una migliore diversificazione del rischio tra gli Stati membri e un finanziamento adeguato dell'economia dell'Unione. Alcuni elementi chiave dell'Unione bancaria sono stati ormai definiti, ossia il codice unico, il meccanismo di vigilanza unico e il Fondo di risoluzione unico. Gli Stati membri che adottano l'euro parteciperanno anche all'Unione bancaria. La procedura per l'adesione all'Unione bancaria è distinta dalla valutazione dei criteri di convergenza di cui alla presente relazione.

### Criteri di convergenza

L'esame della **compatibilità della legislazione nazionale**, inclusi gli statuti delle banche centrali nazionali degli Stati membri con deroga, con l'articolo 130 TFUE e con l'obbligo di adempimento di cui all'articolo 131 TFUE include una valutazione del rispetto del divieto di finanziamento monetario (articolo 123 TFUE) e di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie (articolo 124 TFUE), della coerenza con gli obiettivi (articolo 127, paragrafo 1, TFUE) e i compiti (articolo 127, paragrafo 2, TFUE) del SEBC e di altri aspetti connessi all'integrazione delle banche centrali nazionali nel SEBC.

Il **criterio relativo alla stabilità dei prezzi** è definito all'articolo 140, paragrafo 1, primo trattino, TFUE: *"il raggiungimento di un alto grado di stabilità dei prezzi; questo risulterà da un tasso d'inflazione prossimo a quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi"*.

L'articolo 1 del protocollo sui criteri di convergenza stabilisce inoltre che *"il criterio relativo alla stabilità dei prezzi [...] significa che gli Stati membri hanno un andamento dei prezzi che è sostenibile ed un tasso medio d'inflazione che, osservato per un periodo di un anno anteriormente all'esame, non supera di oltre 1,5 punti percentuali quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. L'inflazione si misura mediante l'indice dei prezzi al consumo (IPC) calcolato su base comparabile, tenendo conto delle differenze delle definizioni nazionali"*<sup>5</sup>.

La condizione della sostenibilità implica che risultati soddisfacenti in materia di inflazione debbano essere essenzialmente attribuibili all'andamento dei costi dei fattori di produzione e degli altri fattori che incidono sull'evoluzione dei prezzi in modo strutturale, anziché all'influenza di fattori temporanei. L'esame della convergenza include pertanto una valutazione dei fattori che influiscono sulle prospettive di inflazione ed è accompagnato da un riferimento alle più recenti previsioni sull'inflazione formulate dai servizi della Commissione<sup>6</sup>. A questo

---

<sup>4</sup> La Commissione ha pubblicato la sua ultima relazione sul meccanismo di allerta a dicembre 2019 e i risultati dei corrispondenti esami approfonditi a febbraio 2020.

<sup>5</sup> Ai fini del criterio relativo alla stabilità dei prezzi, l'inflazione viene misurata dall'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) definito nel regolamento (UE) 2016/792 del Parlamento europeo e del Consiglio.

<sup>6</sup> Tutte le previsioni sull'inflazione e le altre variabili contenute nella presente relazione sono tratte dalle previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione. Le previsioni dei servizi della Commissione sono basate su un insieme di ipotesi comuni sulle variabili esterne e sull'ipotesi di politiche invariate, prendendo tuttavia in considerazione misure di cui si conoscono sufficienti dettagli.

proposito, la relazione valuta altresì la probabilità che il paese raggiunga il valore di riferimento nei mesi successivi.

Nel marzo 2020 il valore di riferimento dell'inflazione era, secondo i calcoli, pari all'1,8 % e i tre Stati membri con i migliori risultati sono stati il Portogallo, Cipro e l'Italia<sup>7</sup>.

Il **criterio** di convergenza **relativo alle finanze pubbliche** è definito all'articolo 140, paragrafo 1, secondo trattino, TFUE in questi termini: *"la sostenibilità della situazione della finanza pubblica; questa risulterà dal conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo secondo la definizione di cui all'articolo 126, paragrafo 6"*.

Inoltre, secondo l'articolo 2 del protocollo sui criteri di convergenza, tale criterio significa che *"al momento dell'esame, lo Stato membro non è oggetto di una decisione del Consiglio di cui all'articolo 126, paragrafo 6, di detto trattato, circa l'esistenza di un disavanzo eccessivo"*.

Il TFUE definisce il **criterio relativo al tasso di cambio** all'articolo 140, paragrafo 1, terzo trattino, come *"il rispetto dei margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo per almeno due anni, senza svalutazioni nei confronti dell'euro"*.

L'articolo 3 del protocollo sui criteri di convergenza precisa: *"Il criterio relativo alla partecipazione al meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo [...] significa che lo Stato membro ha rispettato i normali margini di fluttuazione stabiliti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo senza gravi tensioni per almeno due anni prima dell'esame. In particolare, e, per lo stesso periodo, non deve aver svalutato di propria iniziativa il tasso di cambio centrale bilaterale della sua moneta nei confronti dell'euro"*<sup>8</sup>.

Il periodo di due anni al quale la presente relazione fa riferimento per la valutazione della stabilità del tasso di cambio è quello compreso fra il 24 aprile 2018 e il 23 aprile 2020. Nell'analisi del criterio relativo alla stabilità del tasso di cambio, la Commissione tiene conto dell'andamento di indicatori ausiliari, quali le riserve valutarie e i tassi di interesse a breve termine, e del ruolo delle misure ufficiali, compresi gli interventi sui mercati valutari e, se del caso, l'assistenza finanziaria internazionale, nel mantenimento della stabilità del tasso di cambio. Attualmente nessuno degli Stati membri con deroga oggetto della valutazione della presente relazione sulla convergenza partecipa all'ERM II. L'adesione all'ERM II è decisa su richiesta di uno Stato membro con il consenso di tutti i partecipanti all'ERM II<sup>9</sup>. La presente relazione non riguarda il processo di adesione all'ERM II e non fornisce una valutazione sull'idoneità di uno Stato membro ad aderire all'ERM II.

L'articolo 140, paragrafo 1, quarto trattino, TFUE prevede che *"i livelli dei tassi di interesse a lungo termine [...] riflettano la stabilità della convergenza raggiunta dallo Stato membro con deroga e della sua partecipazione al meccanismo di cambio"*. L'articolo 4 del protocollo sui criteri di convergenza stabilisce che *"il criterio relativo alla convergenza dei tassi d'interesse [...] significa che il tasso*

<sup>7</sup> I tassi medi di inflazione su 12 mesi dei tre paesi sono stati rispettivamente 0,2 %, 0,4 % e 0,4 %.

<sup>8</sup> Nel valutare il rispetto del criterio relativo al tasso di cambio, la Commissione esamina se il tasso di cambio è rimasto prossimo alla parità centrale dell'ERM II; comunque possono essere presi in considerazione i motivi dell'apprezzamento, conformemente alla dichiarazione comune sui paesi candidati all'adesione e l'ERM2 del Consiglio ECOFIN informale di Atene del 5 aprile 2003.

<sup>9</sup> I partecipanti all'ERM II sono i ministeri delle finanze della zona euro, la BCE, i ministeri delle finanze e le banche centrali dei paesi partecipanti all'ERM II non appartenenti alla zona euro.

*d'interesse nominale a lungo termine di uno Stato membro osservato in media nell'arco di un anno prima dell'esame non ha ecceduto di oltre 2 punti percentuali quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. I tassi di interesse si misurano sulla base delle obbligazioni a lungo termine emesse dallo Stato o sulla base di titoli analoghi, tenendo conto delle differenze nelle definizioni nazionali".*

Il valore di riferimento per il tasso di interesse è stato fissato al 2,9 % nel marzo 2020<sup>10</sup>.

L'articolo 140, paragrafo 1, TFUE richiede inoltre che le relazioni tengano conto di **altri fattori** pertinenti per l'integrazione economica e la convergenza. Fra tali fattori aggiuntivi rientrano l'integrazione dei mercati, l'andamento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti e l'evoluzione del costo unitario del lavoro e di altri indici di prezzo. Questi ultimi sono esaminati nella valutazione della stabilità dei prezzi. I fattori aggiuntivi da considerare forniscono indicazioni importanti circa la possibilità che l'integrazione di uno Stato membro nella zona euro proceda senza difficoltà e consentono di ampliare l'analisi relativa alla sostenibilità della convergenza.

La **pandemia di Covid-19** rappresenta un grave shock che stravolge radicalmente l'economia dell'UE e dei suoi Stati membri. Di conseguenza, potrebbe avere un impatto significativo sugli indici di convergenza economica, rendendo più difficile la valutazione della sostenibilità della convergenza. Tuttavia, l'impatto della pandemia di Covid-19 sui dati storici utilizzati nella relazione sulla convergenza 2020 è limitato. Ciò è dovuto principalmente ai vincoli imposti dalla sua data ultima di aggiornamento (23 aprile), che, unitamente ai metodi di calcolo definiti dal trattato per i criteri relativi alla stabilità dei prezzi e ai tassi di interesse a lungo termine (ad esempio, devono essere utilizzate medie annuali), fanno sì che i corrispondenti dati rispecchino ancora in gran parte la situazione precedente alla pandemia di Covid-19. Inoltre, anche l'ultima valutazione degli squilibri macroeconomici compiuta dalla Commissione è stata effettuata prima della pandemia (cfr. nota 3).

Le implicazioni della pandemia di Covid-19 per gli elementi prospettici della presente relazione sono prese in considerazione mediante l'inserimento di dati tratti dalle previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione, vale a dire utilizzando le ultime previsioni della Commissione disponibili. Esse costituiscono la prima valutazione complessiva della Commissione sui probabili effetti economici della crisi della Covid-19 nel 2020 e nel 2021 e, in quanto tali, scontano una situazione di incertezza superiore a quella ordinaria<sup>11</sup>. Il 20 maggio 2020 la Commissione ha inoltre proposto orientamenti politici a ciascuno Stato membro nella forma di Raccomandazioni per le raccomandazioni specifiche per paese nell'ambito del semestre europeo<sup>12</sup>. Esse indicano, tra l'altro, che il 19 marzo 2020 la Commissione comunicava il proprio parere secondo cui le condizioni che consentono alle istituzioni dell'Unione di attivare la clausola di salvaguardia generale del quadro di bilancio dell'UE erano soddisfatte; a ciò i ministri delle finanze degli Stati membri hanno risposto favorevolmente il 23 marzo 2020, il che agevola la necessaria risposta di bilancio alle conseguenze economiche della crisi della Covid-19. L'attivazione

<sup>10</sup> Il valore di riferimento per marzo 2020 viene calcolato come media aritmetica semplice del livello medio dei tassi d'interesse a lungo termine di Portogallo (0,5 %), Cipro (0,8 %) e Italia (1,6 %), più 2 punti percentuali.

<sup>11</sup> Al di là dell'orizzonte temporale di previsione, la crisi della Covid-19 potrebbe anche avere un effetto significativo sulle strutture economiche degli Stati membri con deroga, ad esempio in termini di mobilità dei lavoratori o di integrazione nelle catene globali del valore. Tuttavia, la valutazione di tale impatto eccede l'ambito della presente relazione.

<sup>12</sup> Cfr.: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/european-semester/european-semester-timeline/eu-country-specific-recommendations\\_it](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/european-semester/european-semester-timeline/eu-country-specific-recommendations_it)

della clausola di salvaguardia generale consente una deviazione temporanea dal percorso di avvicinamento all'obiettivo di bilancio a medio termine, a condizione che la sostenibilità di bilancio a medio termine non ne risulti compromessa<sup>13</sup>.

## 1. BULGARIA

**Alla luce della valutazione della compatibilità della legislazione e del soddisfacimento dei criteri di convergenza, e tenendo conto dei fattori aggiuntivi pertinenti, la Commissione conclude che la Bulgaria non soddisfa le condizioni per l'adozione dell'euro.**

**La legislazione bulgara**, in particolare la legge sulla banca nazionale di Bulgaria, **non è pienamente compatibile** con l'obbligo di conformità di cui all'articolo 131 TFUE. Le incompatibilità e le imperfezioni riguardano l'indipendenza della banca centrale, il divieto di finanziamento monetario e l'integrazione della banca centrale nel SEBC al momento dell'adozione dell'euro per quanto attiene ai compiti indicati all'articolo 127, paragrafo 2, TFUE e all'articolo 3 dello statuto del SEBC e della BCE.

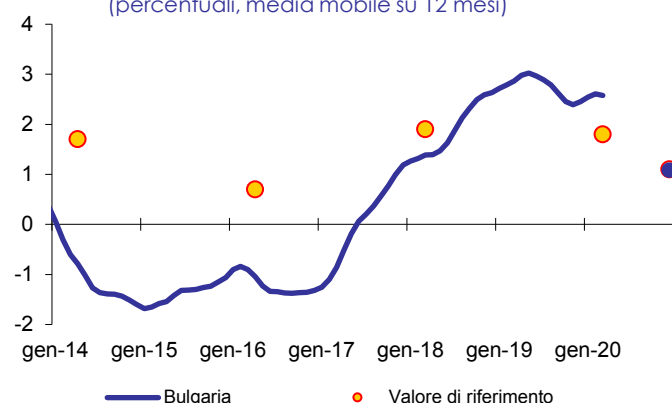
**La Bulgaria non soddisfa il criterio relativo alla stabilità dei prezzi.** Nei dodici mesi fino a marzo 2020 il tasso medio di inflazione è stato del 2,6 %, superiore al valore di riferimento dell'1,8 %. Tuttavia, si prevede che si avvicinerà a tale livello nei prossimi mesi.

Il tasso annuale di inflazione IPCA è aumentato dall'1,7 % di aprile 2018 al 3,7 % di agosto, ed è tornato al 2,3 % alla fine del 2018. È poi aumentato fino al 3,1 % ad aprile 2019, per poi scendere di nuovo all'1,6 % a settembre. L'inflazione ha quindi ripreso a crescere, raggiungendo il 3,4 % nel gennaio 2020. La fluttuazione dell'inflazione è stata dovuta principalmente ai prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari non trasformati. L'inflazione nel settore dei servizi è stata forte, in parte a causa della rapida crescita del costo unitario del lavoro. I prezzi dei prodotti alimentari trasformati hanno contribuito in misura crescente all'inflazione primaria, mentre i prodotti industriali non energetici hanno avuto un effetto frenante. L'inflazione annuale è diminuita a partire da gennaio 2020 e si è attestata al 2,4 % a marzo 2020.

---

<sup>13</sup> Per maggiori informazioni, cfr.: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0123&qid=1591867512004>

Grafico 2a: Bulgaria - Criterio relativo all'inflazione dal 2014  
(percentuali, media mobile su 12 mesi)

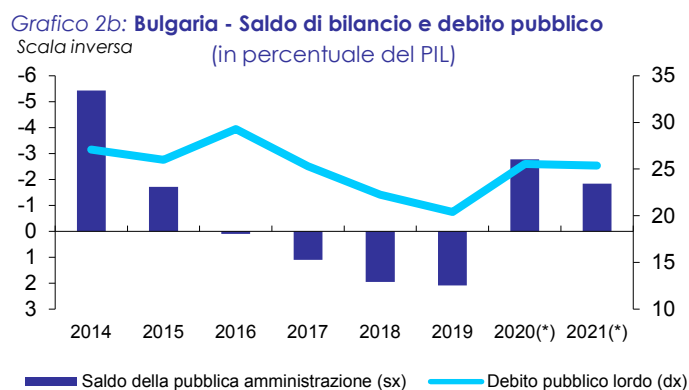


Nota: I puntini a dicembre 2020 indicano le previsioni per il valore di riferimento e l'inflazione media su 12 mesi nel paese - sono gli stessi per la Bulgaria.

Secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione, l'inflazione dovrebbe scendere all'1,1 % nel 2020 e rimanere allo stesso livello nel 2021. Si prevede che l'inflazione primaria diminuirà in misura significativa nel 2020, a causa del calo dei prezzi dell'energia e di una forte diminuzione dell'inflazione dei servizi dovuta a una riduzione della domanda nei settori dei servizi colpiti dalla pandemia di Covid-19. Il livello dei prezzi relativamente basso in Bulgaria (il 49 % circa della media della zona euro nel 2018) lascia prevedere una significativa possibilità di convergenza del livello dei prezzi a lungo termine.

**La Bulgaria soddisfa il criterio relativo alla situazione della finanza pubblica.** La Bulgaria non è oggetto di una decisione del Consiglio sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. L'avanzo del bilancio della pubblica amministrazione è aumentato dall'1,1 % del PIL nel 2017 al 2,0 % del PIL nel 2018 e al 2,1 % del PIL nel 2019. Secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione, il saldo della pubblica amministrazione dovrebbe diventare negativo, fino a -2,8 % del PIL nel 2020, a causa dell'impatto negativo della pandemia di Covid-19 e raggiungere -1,8 % del PIL nel 2021, nell'ipotesi di politiche invariate. Tuttavia, il governo bulgaro prevede un disavanzo pubblico di poco superiore al 3 %. Il 20 maggio 2020, la Commissione ha adottato una relazione a norma dell'articolo 126, paragrafo 3, TFUE a causa di una prevista violazione del valore di riferimento del trattato, pari al 3 % del PIL. La relazione ha concluso che il criterio del disavanzo del patto di stabilità e crescita è soddisfatto e che la Bulgaria è l'unico paese dell'UE in questa condizione nel 2020. Il rapporto debito pubblico lordo/PIL è diminuito da circa il 25 % del PIL nel 2017 al 20,4 % del PIL nel 2019, ma dovrebbe salire al 25,5 % del PIL nel 2020 e attestarsi al 25,4 % nel 2021. Il quadro di bilancio bulgaro è stato rafforzato negli ultimi anni e la Bulgaria è vincolata dalle disposizioni del patto di bilancio contenute nel trattato intergovernativo sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria (TSCG).





(\*) Previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.

Fonti: Eurostat, servizi della Commissione.

**La Bulgaria non soddisfa il criterio relativo al tasso di cambio.** Il lev bulgaro non partecipa all'ERM II. Nel luglio 2018, la Bulgaria ha annunciato la propria intenzione di mettere in pratica le condizioni necessarie per ottenere l'ammissione all'ERM II. Al fine di garantire una transizione ordinata verso l'ERM II, e la partecipazione allo stesso, la Bulgaria si è impegnata ad attuare, prima di entrare nell'ERM II, una serie di misure (vale a dire impegni preventivi) nei seguenti sei settori di intervento: vigilanza bancaria, quadro macroprudenziale, vigilanza sul settore finanziario non bancario, quadro in materia di insolvenza, quadro antiriciclaggio e governance delle imprese pubbliche. La Bulgaria è attualmente impegnata nel completamento di questi impegni preventivi, in stretto collegamento con la Commissione e la BCE, che ne monitorano i progressi. La banca nazionale di Bulgaria (BNB) persegue l'obiettivo principale della stabilità dei prezzi mediante l'ancoraggio del tasso di cambio nel contesto del regime di currency board. La Bulgaria ha introdotto tale regime nel 1997, ancorando il lev bulgaro al marco tedesco e in seguito all'euro. Nel biennio al quale si riferisce la valutazione il lev bulgaro è rimasto pienamente stabile rispetto all'euro, in linea con il regime di currency board.

**La Bulgaria soddisfa il criterio relativo alla convergenza dei tassi d'interesse a lungo termine.** Nei 12 mesi fino a marzo 2020 il tasso di interesse medio a lungo termine in Bulgaria era pari allo 0,3 %, ossia ben al di sotto del valore di riferimento del 2,9 %. I tassi di interesse a lungo termine in Bulgaria sono diminuiti dall'1,1 % di maggio 2018 allo 0,1 % di febbraio 2020. Il differenziale rispetto alle obbligazioni di riferimento tedesche ha oscillato perlopiù attorno ai 60 punti base, con differenziali notevolmente inferiori verso ottobre 2018 e più alti verso agosto 2019. Il differenziale si è attestato intorno a 70 punti base nel marzo 2020.

Sono stati esaminati anche **fattori aggiuntivi**, quali l'evoluzione della bilancia dei pagamenti e l'integrazione dei mercati. Negli ultimi anni la Bulgaria ha registrato consistenti avanzi esterni. L'economia bulgara è ben integrata con quella della zona euro, grazie all'esistenza di legami sul piano degli scambi commerciali e degli investimenti. Per quanto riguarda il contesto imprenditoriale, una selezione di indicatori mostra che la Bulgaria ottiene risultati meno buoni rispetto a molti Stati membri appartenenti alla zona euro. Le sfide dipendono anche dai problemi del quadro istituzionale, fra cui la corruzione e l'inefficienza delle amministrazioni. Si stanno tuttavia prendendo provvedimenti per migliorare il contesto imprenditoriale, in particolare per quanto riguarda il quadro relativo all'insolvenza e alla governance delle imprese pubbliche. Vi sono stati progressi anche nel rafforzare la governance

del settore finanziario e nel regolare le questioni normative in sospeso. Il settore finanziario della Bulgaria è ben integrato in quello dell'UE, in particolare grazie all'elevata presenza di soggetti esteri nella proprietà del sistema bancario. Nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici, per la Bulgaria è stato ritenuto necessario un esame approfondito. Ne è emerso che la Bulgaria non presenta squilibri macroeconomici (in tal modo rivedendo la precedente conclusione sugli squilibri macroeconomici).

## 2. CECCHIA

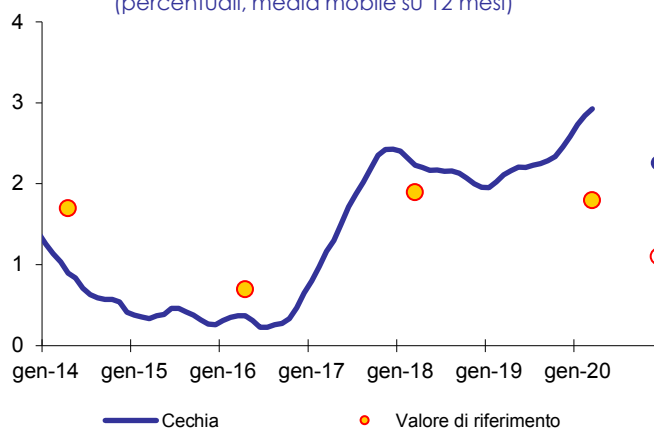
**Alla luce della valutazione della compatibilità della legislazione e del soddisfacimento dei criteri di convergenza, e tenendo conto dei fattori aggiuntivi pertinenti, la Commissione conclude che la Cechia non soddisfa le condizioni per l'adozione dell'euro.**

**La legislazione della Cechia**, in particolare la legge n. 6/1993 Coll. del Consiglio nazionale ceco sulla banca nazionale ceca (legge ČNB), **non è pienamente compatibile** con l'obbligo di conformità di cui all'articolo 131 TFUE. Le incompatibilità riguardano l'indipendenza della banca centrale e l'integrazione della banca centrale nel SEBC al momento dell'adozione dell'euro per quanto attiene agli obiettivi della ČNB e ai compiti del SEBC indicati all'articolo 127, paragrafo 2, TFUE e all'articolo 3 dello statuto del SEBC e della BCE. La legge sulla ČNB contiene inoltre imperfezioni concernenti il divieto di facilitazione creditizia e i compiti del SEBC.

**La Cechia non soddisfa il criterio relativo alla stabilità dei prezzi.** Nei dodici mesi fino a marzo 2020 il tasso medio di inflazione è stato del 2,9 %, ben superiore al valore di riferimento dell'1,8 % e si prevede che rimanga molto al di sopra di tale livello nei prossimi mesi.

Grafico 3a: Cechia-Criterio relativo all'inflazione dal 2014

(percentuali, media mobile su 12 mesi)



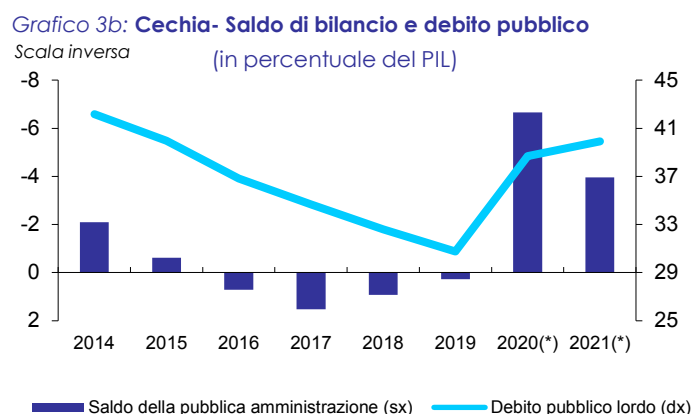
Nota: I puntini a dicembre 2020 indicano le previsioni per il valore di riferimento e l'inflazione media su 12 mesi nel paese.  
 Fonti: Eurostat, previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.

Il tasso annuale di inflazione IPCA è aumentato dall'1,6 %, al momento dell'ultima valutazione nel marzo 2018, al 2,4 % nell'agosto 2018. Dopo essere sceso all'1,6 % nel dicembre 2018, l'inflazione IPCA ha registrato un costante aumento nel corso del 2019. Il tasso annuale di inflazione IPCA si è quindi attestato in media al 2,0 % e al 2,4% nel 2018 e 2019, rispettivamente. La ripresa dell'inflazione annuale nel corso

del 2019 riflette i maggiori contributi provenienti dai prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia, nonché dai maggiori rincari nel settore dei servizi. La ripresa dell'inflazione annuale è iniziata a essere sostanziale dalla fine del 2019 e ha continuato ad essere elevata all'inizio del 2020, principalmente a causa di un picco dei prezzi dei prodotti alimentari, dell'aumento dei prezzi amministrati e delle modifiche delle imposte indirette. A marzo 2020, l'inflazione IPCA annua si è attestata al 3,6 %.

A causa di un calo della domanda connesso alla pandemia di Covid-19, ad una contrazione del mercato del lavoro e al calo dei prezzi del petrolio, secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione l'inflazione IPCA annua dovrebbe attestarsi in media al 2,3 % nel 2020 e all'1,9 % nel 2021. Il livello dei prezzi in Cechia (69 % circa della media della zona euro nel 2018) lascia prevedere che sia possibile un'ulteriore convergenza del livello dei prezzi a lungo termine.

**La Cechia soddisfa il criterio relativo alla situazione della finanza pubblica.** La Cechia non è oggetto di una decisione del Consiglio sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Il saldo della pubblica amministrazione si è attestato nel 2019 su un avanzo pari allo 0,3 % del PIL. Considerando l'impatto della crisi della Covid-19, secondo le previsioni della primavera 2020 dei servizi della Commissione, il saldo della pubblica amministrazione dovrebbe diventare -6,7 % del PIL nel 2020 e, nell'ipotesi di politiche invariate, -4 % nel 2021. Il 20 maggio 2020, la Commissione ha adottato una relazione a norma dell'articolo 126, paragrafo 3, del TFUE a causa della prevista violazione del valore di riferimento del trattato, pari al 3 % del PIL. La relazione ha concluso che il criterio del disavanzo previsto dal patto di stabilità e crescita non è soddisfatto. Vista la presente situazione, la Commissione ritiene che, allo stato attuale, non sia opportuno prendere una decisione sull'eventuale assoggettamento della Cechia alla procedura per i disavanzi eccessivi. Nel 2019 il rapporto debito pubblico lordo/PIL è diminuito al di sotto del 31 % del PIL e dovrebbe aumentare fino al 39 % del PIL nel 2021 e al 40 % nel 2021. Il quadro di bilancio nazionale ceco è ben sviluppato. Nel contesto della pandemia di Covid-19, il Parlamento ha recentemente accelerato una modifica legislativa volta ad ampliare il tetto del disavanzo strutturale nel 2021 dall'1 % al 4 % del PIL e a modificare il percorso di aggiustamento fino al 2027.



(\*) Previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.

Fonti: Eurostat, servizi della Commissione

**La Cechia non soddisfa il criterio relativo al tasso di cambio.** La corona ceca non partecipa all'ERM II. La Cechia applica un regime di tassi di cambio flessibili, che consente alla banca centrale di intervenire sui mercati valutari. Nel maggio 2018, la corona è stata scambiata a circa 25,6 CZK/EUR e si è apprezzata solo temporaneamente dopo che la ČNB ha aumentato i propri tassi di riferimento quattro volte nel secondo semestre del 2018. All'inizio del 2019, ha fluttuato all'interno di una fascia relativamente ristretta attorno ai 25,7 CZK/EUR prima di svalutarsi a 25,9 CZK/EUR nel settembre 2019 (vale a dire di circa l'1 %). In seguito, la corona si è apprezzata costantemente e ha raggiunto 25,1 CZK/EUR a febbraio. A seguito delle misure di blocco dovute alla pandemia di Covid-19, la corona si è sensibilmente svalutata e si è attestata oltre i 26,6 CZK/EUR nel marzo 2020. I differenziali dei tassi di interesse a breve termine rispetto alla zona euro sono passati da circa 120 punti base nel maggio 2018 a circa 240 punti base nel marzo 2020. Nei due anni precedenti alla presente valutazione la corona si è svalutata del 4,3 % rispetto all'euro.

**La Cechia soddisfa il criterio relativo alla convergenza dei tassi di interesse a lungo termine.** Nei 12 mesi fino a marzo 2020 il tasso di interesse medio a lungo termine in Cechia era pari all'1,5 %, ossia al di sotto del valore di riferimento del 2,9 %. Il tasso di interesse a lungo termine in Cechia è leggermente aumentato, dall'1,9 % di maggio al 2,1 % di giugno 2018. È rimasto stabile al 2,1 % fino a ottobre 2018 ed è diminuito costantemente fino a raggiungere l'1,4 % nel primo semestre del 2019. Dopo essere crollato temporaneamente all'1 % nell'agosto 2019, è nuovamente aumentato raggiungendo l'1,6 % nel gennaio 2020. Recentemente è diminuito e si è attestato all'1,3 % a marzo 2020. All'inizio del 2020 il differenziale rispetto alle obbligazioni di riferimento tedesche oscillava intorno a 190 punti base.

Sono stati esaminati anche **fattori aggiuntivi**, quali l'evoluzione della bilancia dei pagamenti e l'integrazione dei mercati. Il saldo esterno della Cechia ha registrato un avanzo dello 0,6 % del PIL nel 2018 e dello 0,5 % del PIL nel 2019. L'economia ceca è fortemente integrata con quella della zona euro grazie all'esistenza di legami sul piano degli scambi commerciali e degli investimenti. Una selezione di indicatori relativi al contesto economico mostra che la Cechia si colloca intorno alla media degli Stati membri appartenenti alla zona euro. Il settore finanziario ceco è fortemente integrato in quello dell'UE, in particolare grazie all'elevato grado di presenza di soggetti esteri nella proprietà degli intermediari finanziari.

### 3. CROAZIA

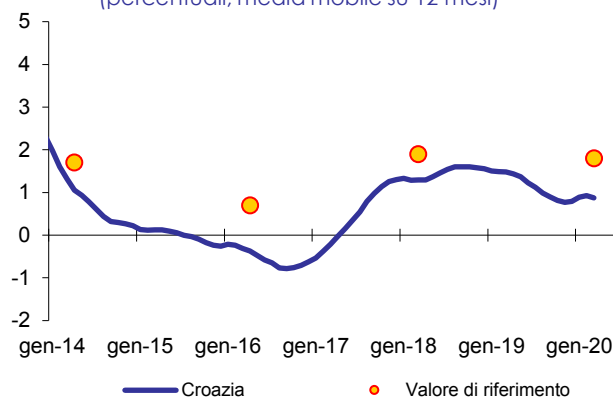
**Alla luce della valutazione della compatibilità della legislazione e del soddisfacimento dei criteri di convergenza, e tenendo conto dei fattori aggiuntivi pertinenti, la Commissione conclude che la Croazia non soddisfa le condizioni per l'adozione dell'euro.**

**La legislazione croata è pienamente compatibile** con l'obbligo di conformità di cui all'articolo 131 TFUE.

**La Croazia soddisfa il criterio relativo alla stabilità dei prezzi.** Il tasso medio di inflazione registrato in Croazia nei 12 mesi fino al marzo 2020 è pari allo 0,9 %, inferiore al valore di riferimento dell'1,8 %, e si prevede che rimanga a tale livello nei prossimi mesi.

Dopo aver raggiunto il 2,2 % nel luglio 2018 a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia, dei servizi e dei prodotti alimentari non trasformati, il tasso annuo di inflazione si è attenuato negli anni successivi, scendendo fino a un minimo di 0,5 % nel giugno 2019. Nel primo semestre del 2019, la riduzione dell'IVA su determinati prodotti alimentari non trasformati ha ridotto l'inflazione IPCA, mentre l'inflazione energetica ha iniziato ad attenuarsi già verso la fine del 2018 ed è rimasta bassa nel corso del 2019. Con la cessazione degli effetti della modifica dell'aliquota IVA, il tasso annuo di inflazione ha registrato un graduale aumento nell'ultimo trimestre del 2019. Dopo aver raggiunto un picco dell'1,8 % nel gennaio 2020, esso si è notevolmente ridotto a causa del forte calo dei prezzi dell'energia nei due mesi successivi, raggiungendo lo 0,5 % nel marzo 2020.

Grafico 4a: Croazia - Criterio relativo all'inflazione dal 2014  
(percentuali, media mobile su 12 mesi)



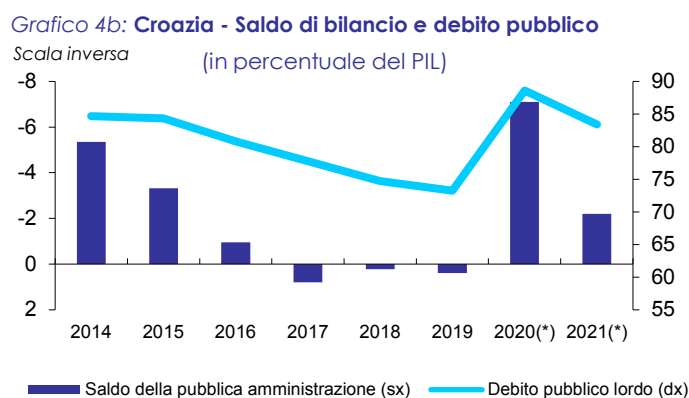
Nota: I puntini a dicembre 2020 indicano le previsioni per il valore di riferimento e l'inflazione media su 12 mesi nel paese.

Fonti: Eurostat, previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.

A causa dell'indebolimento della domanda globale e del crollo dei prezzi del petrolio nel primo trimestre del 2020, secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione l'inflazione IPCA annua dovrebbe scendere allo 0,4 % nel 2020, prima di risalire lievemente fino allo 0,9 % nel 2021. Attestandosi a circa il 66 % della media della zona euro nel 2018, il livello dei prezzi in Croazia indica la possibilità di una convergenza del livello dei prezzi nel lungo termine.

**La Croazia soddisfa il criterio relativo alla situazione della finanza pubblica.** La Croazia non è oggetto di una decisione del Consiglio sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2018 il saldo della pubblica amministrazione è stato lievemente

positivo (+0,2 % del PIL nel 2018). Nel 2019 è leggermente aumentato fino ad attestarsi a +0,4 % del PIL, nonostante il verificarsi di significative passività potenziali connesse ai cantieri navali in difficoltà. Secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione, il saldo della pubblica amministrazione dovrebbe scendere a -7,1 % nel 2020 in seguito a un significativo peggioramento delle prospettive macroeconomiche e a un consistente pacchetto di misure fiscali volto a sostenere l'occupazione e le imprese che hanno subito una netta contrazione dei redditi a causa della pandemia di Covid-19. Nel 2021 il saldo della pubblica amministrazione dovrebbe migliorare fino a -2,2 % del PIL nell'ipotesi di politiche invariate. Il 20 maggio 2020, la Commissione ha adottato una relazione a norma dell'articolo 126, paragrafo 3, del TFUE a causa della prevista violazione del valore di riferimento del trattato, pari al 3 % del PIL. La relazione ha concluso che il criterio del disavanzo previsto dal patto di stabilità e crescita non è soddisfatto. Vista la presente situazione, la Commissione ritiene che, allo stato attuale, non sia opportuno prendere una decisione sull'eventuale assoggettamento della Croazia alla procedura per i disavanzi eccessivi. Secondo le previsioni, nel 2020 il debito pubblico dovrebbe aumentare fino a quasi l'89 % del PIL prima di riprendere il suo percorso discendente, attestandosi al di sotto dell'84 % nel 2021. Il quadro di bilancio della Croazia resta relativamente debole e richiede ulteriori iniziative legislative e sforzi di attuazione.



(\*) Previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.  
Fonti: Eurostat, servizi della Commissione

**La Croazia non soddisfa il criterio relativo al tasso di cambio.** La kuna croata non partecipa all'ERM II. Nel luglio 2019, la Croazia ha annunciato la propria intenzione di mettere in pratica le condizioni necessarie per ottenere l'ammissione all'ERM II. Al fine di garantire una transizione ordinata verso l'ERM II, e la partecipazione allo stesso, la Croazia si è impegnata ad attuare, prima di entrare nell'ERM II, una serie di misure (vale a dire impegni preventivi) nei seguenti sei settori di intervento: vigilanza bancaria, quadro macroprudenziale, antiriciclaggio, statistiche, governance del settore pubblico e contesto imprenditoriale. La Croazia è attualmente impegnata nel completamento di questi impegni preventivi, in stretto collegamento con la Commissione e la BCE, che ne monitorano i progressi. L'HNB, la banca nazionale croata, applica un regime di tassi di cambio flessibili con fluttuazione rigidamente controllata e utilizza il tasso di cambio come principale fattore nominale per conseguire l'obiettivo prioritario della stabilità dei prezzi. Tra l'inizio del 2018 e l'inizio del 2020, la kuna è stata per lo più stabile nei confronti dell'euro, con una lieve oscillazione attorno alle 7,44 HRK/EUR e mostrando uno schema stagionale di

apprezzamento temporaneo e limitato nei mesi estivi, grazie all'afflusso di valuta estera legato al settore del turismo. La kuna ha affrontato un limitato episodio di svalutazione nel marzo 2020 in seguito alla pandemia di Covid-19, quando si è indebolita fino a circa 7,60 HRK/EUR, cioè circa il 2 % in meno rispetto a due anni prima.

**La Croazia soddisfa il criterio relativo alla convergenza dei tassi d'interesse a lungo termine.** Il tasso di interesse medio a lungo termine in Croazia era pari allo 0,9 % nel marzo 2020, ossia ben al di sotto del valore di riferimento del 2,9 %. Il tasso di interesse a lungo termine della Croazia è diminuito gradualmente nel corso del 2018. Ha registrato un calo più repentino nel primo semestre del 2019, scendendo addirittura poco sotto lo 0,50 % a settembre 2019, quando la valutazione del debito sovrano croato è stata migliorata a "investment grade" con prospettive positive. Dopo avere oscillato poco al di sopra dello 0,50 % nei mesi successivi, è salito bruscamente a quasi l'1 % nel marzo 2020, nel contesto dell'epidemia di Covid-19, quando il differenziale rispetto alle obbligazioni di riferimento a lungo termine tedesche si è ampliato fino a 150 punti base.

Sono stati esaminati anche **fattori aggiuntivi**, quali l'evoluzione della bilancia dei pagamenti e l'integrazione dei mercati. L'avanzo esterno della Croazia è salito dal 3,3 % del PIL nel 2018 al 4,5 % del PIL nel 2019, beneficiando del miglioramento del saldo dei trasferimenti in conto capitale e correnti. L'economia croata è ben integrata con quella della zona euro, grazie all'esistenza di legami sul piano degli scambi commerciali e degli investimenti. Una selezione di indicatori relativi al contesto economico mostra che la Croazia ottiene risultati peggiori rispetto alla maggior parte degli Stati membri appartenenti alla zona euro. Le sfide dipendono anche dai problemi del quadro istituzionale, come ad esempio la qualità normativa. Tuttavia, sono stati compiuti nuovi sforzi per migliorare il contesto imprenditoriale, in particolare per ridurre gli oneri burocratici e le restrizioni normative. Il settore finanziario è fortemente integrato nel sistema finanziario dell'UE, in particolare grazie all'elevata quota di intermediari finanziari appartenenti a soggetti esteri. Nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici, per la Croazia è stato ritenuto necessario un esame approfondito. Sebbene quest'ultimo abbia concluso che la Croazia ha continuato ad attraversare squilibri macroeconomici, negli ultimi anni gli squilibri patrimoniali sono diminuiti, grazie alla ripresa della crescita e a una politica di bilancio prudente. Le vulnerabilità rimanenti sono legate in particolare ai livelli elevati del debito pubblico, privato ed estero, in un contesto di bassa crescita potenziale,

#### 4. UNGHERIA

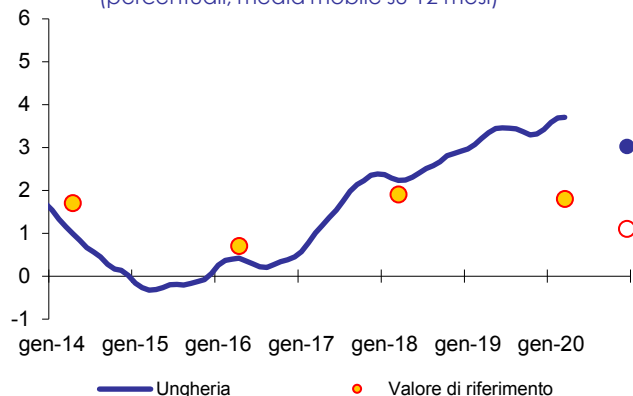
**Alla luce della valutazione della compatibilità della legislazione e del soddisfacimento dei criteri di convergenza, e tenendo conto dei fattori aggiuntivi pertinenti, la Commissione conclude che l'Ungheria non soddisfa le condizioni per l'adozione dell'euro.**

**La legislazione ungherese**, in particolare la legge sulla banca nazionale ungherese, Magyar Nemzeti Bank (MNB), **non è pienamente compatibile** con l'obbligo di conformità di cui all'articolo 131 TFUE. Le incompatibilità riguardano in particolare l'indipendenza della MNB, il divieto di finanziamento monetario e l'integrazione della banca centrale nel SEBC al momento dell'adozione dell'euro per quanto attiene ai compiti del SEBC stabiliti dall'articolo 127, paragrafo 2, TFUE e dall'articolo 3

dello statuto del SEBC e della BCE. Inoltre, la legge sulla MNB presenta ulteriori imperfezioni concernenti l'integrazione della MNB nel SEBC.

**L'Ungheria non soddisfa il criterio relativo alla stabilità dei prezzi.** Nei dodici mesi fino a marzo 2020 il tasso medio di inflazione in Ungheria è stato del 3,7 %, ben superiore al valore di riferimento dell'1,8 %, e si prevede che rimanga molto al di sopra di tale livello nei prossimi mesi.

Grafico 5a: Ungheria - Criterio relativo all'inflazione dal 2014  
(percentuali, media mobile su 12 mesi)



Nota: i puntini a dicembre 2020 indicano le previsioni per il valore di riferimento e l'inflazione media su 12 mesi nel paese.  
Fonti: Eurostat, previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.

Nel corso degli ultimi due anni, l'inflazione IPCA annua in Ungheria ha riscontrato una tendenza all'aumento, sulla scia di un vasto aumento dei prezzi, che riflette una forte crescita della domanda e un aumento del costo unitario del lavoro. I prezzi dei prodotti alimentari non trasformati e dell'energia hanno aggiunto volatilità all'inflazione primaria. L'inflazione è cresciuta fino al 3,9 % a ottobre 2018, prima di scendere al 2,8 % alla fine del 2018. È aumentata fino al 4 % a maggio 2019 ed è diminuita al 2,9 % a settembre, per poi risalire nuovamente al 4,1 % a dicembre. Pertanto, secondo le previsioni, il tasso annuale di inflazione IPCA si è attestato in media al 2,9 % nel 2018 e al 3,4 % nel 2019. È ulteriormente cresciuto fino a gennaio 2020, a causa di un rapido aumento dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati e dell'energia, attestandosi al 3,9 % nel marzo 2020.

Secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione, l'inflazione dovrebbe scendere al 3,0 % circa nel 2020 e al 2,7 % nel 2021, poiché il calo dei prezzi del petrolio e la recessione dovuta alla Covid-19 dovrebbero ridurre l'inflazione di fondo. Il livello dei prezzi relativamente basso in Ungheria (61 % circa della media della zona euro nel 2018) lascia prevedere che sia possibile un'ulteriore convergenza del livello dei prezzi a lungo termine.

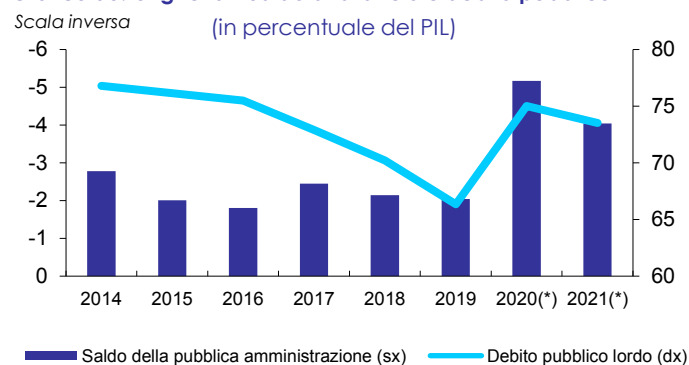
**L'Ungheria soddisfa il criterio relativo alla situazione della finanza pubblica.**

L'Ungheria non è oggetto di una decisione del Consiglio sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. L'Ungheria è stata oggetto di procedure successive per deviazione significativa dal giugno 2018. Il disavanzo pubblico è sceso al 2,1 % del PIL nel 2018, rispetto al 2,5 % del 2017, e poi ancora fino al 2,0 % nel 2019. Secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione, dovrebbe salire al 5,2 % del PIL nel 2020 a causa della crisi della Covid-19, per poi scendere al 4,0 % del PIL nel 2021, nell'ipotesi di politiche invariate. Il 20 maggio 2020, la Commissione ha adottato una relazione a norma dell'articolo 126, paragrafo 3, del TFUE a causa della prevista violazione del valore di riferimento del trattato, pari



al 3 % del PIL. La relazione ha concluso che il criterio del disavanzo previsto dal patto di stabilità e crescita non è soddisfatto. Vista la presente situazione, la Commissione ritiene che, allo stato attuale, non sia opportuno prendere una decisione sull'eventuale assoggettamento dell'Ungheria alla procedura per i disavanzi eccessivi. Il rapporto debito pubblico lordo/PIL è diminuito al 66,3 % del PIL nel 2019 e dovrebbe salire al 75,0 % del PIL nel 2020 e al 73,5 % nel 2021. Il quadro di bilancio ungherese è ben sviluppato attorno a severe norme e procedure di controllo del debito a tutti i livelli dell'amministrazione pubblica; tuttavia, il ruolo del consiglio di bilancio nel controllo e nella definizione delle politiche di bilancio è debole.

Grafico 5b: Ungheria - Saldo di bilancio e debito pubblico



(\*) Previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.

Fonti: Eurostat, servizi della Commissione

**L'Ungheria non soddisfa il criterio relativo al tasso di cambio.** Il fiorino ungherese non partecipa all'ERM II. L'Ungheria applica un regime di tasso di cambio flessibile, che consente alla banca centrale di intervenire sui mercati valutari. Il fiorino ungherese è stato scambiato a circa 317 HUF/EUR nel maggio 2018, prima di svalutarsi a 325 HUF/EUR a settembre 2018. Si è poi apprezzato, raggiungendo 316 HUF/EUR nel marzo 2019. In seguito il fiorino si è svalutato rispetto all'euro, in quanto la MNB ha manifestato l'intenzione di mantenere condizioni monetarie permissive più a lungo rispetto ad altre banche centrali regionali e l'inflazione ha superato il suo obiettivo. Nel marzo 2020 il fiorino si è indebolito ulteriormente nel contesto dell'epidemia di Covid-19. I differenziali dei tassi di interesse a breve termine rispetto alla zona euro sono passati da circa 40 punti base nel maggio 2018 a circa 100 punti base nel marzo 2020. A marzo 2020, il fiorino era più debole nei confronti dell'euro di circa il 10 % rispetto a due anni prima.

**L'Ungheria soddisfa il criterio della convergenza dei tassi di interesse a lungo termine.** Nei 12 mesi fino a marzo 2020 il tasso di interesse medio a lungo termine è stato pari al 2,3 %, un livello inferiore al valore di riferimento del 2,9 %. Il tasso di interesse medio mensile a lungo termine è cresciuto dal 2,9 % circa a maggio 2018 ad attorno il 3,7 % a ottobre 2018, quando vi è stato incluso un maggiore rischio del tasso di cambio del fiorino. Ha poi ricominciato a diminuire e ha raggiunto l'1,9 % a dicembre 2019, rispecchiando una rinnovata ricerca internazionale per il rendimento, dovuta all'avvio da parte delle più importanti banche centrali di un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie. Con l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine al 2,4 % nel marzo 2020, nel contesto della crisi in corso della Covid-19, il differenziale a lungo termine rispetto alle obbligazioni di riferimento tedesche ha raggiunto circa 300 punti base.

Sono stati esaminati anche **fattori aggiuntivi**, quali l'evoluzione della bilancia dei pagamenti e l'integrazione dei mercati. Il saldo esterno si è deteriorato negli ultimi due anni, soprattutto a causa della forte crescita delle importazioni di beni, ma è rimasto in lieve avanzo. L'economia ungherese è fortemente integrata con quella della zona euro grazie all'esistenza di legami sul piano degli scambi commerciali e degli investimenti. Una selezione di indicatori relativi al contesto economico mostra che l'Ungheria ottiene risultati peggiori rispetto alla maggior parte degli Stati membri appartenenti alla zona euro. Il settore finanziario ungherese è ben integrato in quello dell'UE.

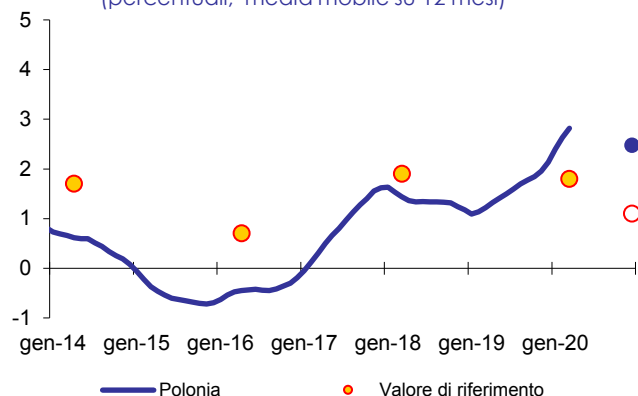
## 5. POLONIA

**Alla luce della valutazione della compatibilità della legislazione e del soddisfacimento dei criteri di convergenza, e tenendo conto dei fattori aggiuntivi pertinenti, la Commissione conclude che la Polonia non soddisfa le condizioni per l'adozione dell'euro.**

**La legislazione polacca**, in particolare la legge sulla banca nazionale polacca, la Narodowy Bank Polski (NBP), e la Costituzione della Repubblica di Polonia, **non è pienamente compatibile** con l'obbligo di conformità di cui all'articolo 131 TFUE. Le incompatibilità riguardano l'indipendenza della banca centrale, il divieto di finanziamento monetario e l'integrazione della banca centrale nel SEBC al momento dell'adozione dell'euro. La legge sulla NBP contiene inoltre alcune imperfezioni concernenti l'indipendenza della banca centrale e l'integrazione della NBP nel SEBC al momento dell'adozione dell'euro.

**La Polonia non soddisfa il criterio relativo alla stabilità dei prezzi.** Nei dodici mesi fino a marzo 2020 il tasso medio di inflazione in Polonia è stato del 2,8 %, ben superiore al valore di riferimento dell'1,8 %, e si prevede che rimanga molto al di sopra di tale livello nei prossimi mesi.

Grafico 6a: Polonia- Criterio relativo all'inflazione dal 2014  
(percentuali, media mobile su 12 mesi)

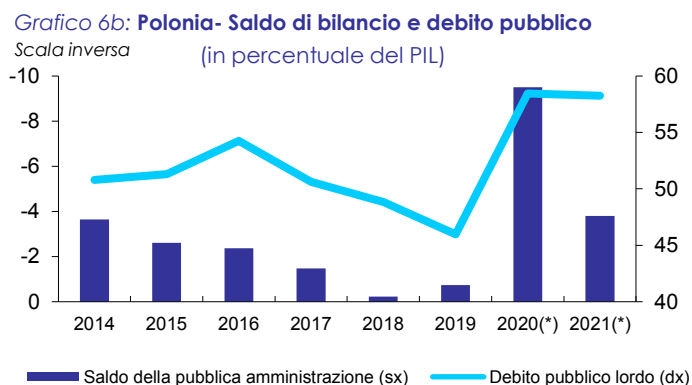


Nota: i puntini a dicembre 2020 indicano le previsioni per il valore di riferimento e l'inflazione media su 12 mesi nel paese.  
Fonti: Eurostat, previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.

L'inflazione IPCA annua è salita all'1,5 % a settembre 2018, prima di tornare a diminuire a 0,6 % a gennaio 2019. È aumentata al 2,1 % ad aprile 2019 e al 2,4 % a novembre, principalmente sulla scia dell'aumento dell'inflazione dei servizi, dovuto in parte all'aumento del costo unitario del lavoro. L'inflazione annua è aumentata bruscamente alla fine del 2019 e all'inizio del 2020, raggiungendo il 3,8 % a gennaio 2020. Questo schema complessivamente volatile si spiega con le forti oscillazioni nelle dinamiche dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari non trasformati. A marzo 2020, l'inflazione IPCA annua si è attestata al 3,9 %.

Secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione, l'inflazione dovrebbe passare dal 2,1 % nel 2019 al 2,5 % nel 2020 e al 2,8 % nel 2021, in particolare grazie alla crescita dei prezzi di prodotti alimentari nel 2020 e alla ripresa economica nel 2021. Il livello dei prezzi relativamente basso in Polonia (il 56 % circa della media della zona euro nel 2018) lascia prevedere una significativa possibilità di convergenza del livello dei prezzi a lungo termine.

**La Polonia soddisfa il criterio relativo alla situazione della finanza pubblica.** La Polonia non è oggetto di una decisione del Consiglio sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Il disavanzo pubblico è sceso, passando dall'1,5 % del PIL nel 2017 allo 0,2 % del PIL nel 2018. Il rapporto disavanzo/PIL si è ridotto allo 0,7 % nel 2019 e, secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione, dovrebbe raggiungere il 9,5 % nel 2020 e, nell'ipotesi di politiche invariate, il 3,8 % nel 2021, in particolare grazie agli effetti della pandemia di Covid-19 sull'attività e alle misure di sostegno all'economia. Il 20 maggio 2020, la Commissione ha adottato una relazione a norma dell'articolo 126, paragrafo 3, del TFUE a causa della prevista violazione del valore di riferimento del trattato, pari al 3 % del PIL. La relazione ha concluso che il criterio del disavanzo previsto dal patto di stabilità e crescita non è soddisfatto. Vista la presente situazione, la Commissione ritiene che, allo stato attuale, non sia opportuno prendere una decisione sull'eventuale assoggettamento della Polonia alla procedura per i disavanzi eccessivi. Il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe aumentare decisamente dal 46 % del PIL nel 2019 a oltre il 58 % nel 2021. Il quadro di bilancio nazionale polacco è nel complesso forte, con debolezze soprattutto nelle aree della programmazione finanziaria, delle procedure di bilancio e del monitoraggio indipendente.



(\*) Previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.  
Fonti: Eurostat, servizi della Commissione

**La Polonia non soddisfa il criterio relativo al tasso di cambio.** Lo zloty polacco non partecipa all'ERM II. La Polonia applica un regime di tassi di cambio flessibili, che consente alla banca centrale di intervenire sui mercati valutari. Lo zloty è stato scambiato con l'euro per lo più in una fascia molto ristretta, attestandosi attorno a 4,3 negli ultimi due anni. Nel luglio 2018 e in agosto-settembre 2019 si è registrato un breve periodo di relativa debolezza dello zloty (con 4,35 PLN/EUR) nel contesto di segnali di rallentamento dell'economia. A ciò ha fatto seguito un periodo di forza, con un tasso di cambio medio pari a 4,25 PLN/EUR nel gennaio 2020, dopo l'allentamento monetario in alcune delle principali economie avanzate. La crisi della Covid-19 ha comportato una svalutazione dello zloty con una media di 4,4 PLN/EUR nel marzo 2020. I differenziali dei tassi di interesse a breve termine rispetto alla zona euro sono passati da circa 200 punti base a circa 210 nel luglio 2019, ma sono diminuiti a circa 190 punti base in media nel marzo 2020. A marzo 2020, lo zloty era più debole nei confronti dell'euro di circa il 5 % rispetto a due anni prima.

**La Polonia soddisfa il criterio della convergenza dei tassi di interesse a lungo termine.** Nei 12 mesi fino a marzo 2020 il tasso di interesse medio a lungo termine è stato pari al 2,2 %, un livello inferiore al valore di riferimento del 2,9 %. Il tasso di

interesse medio mensile a lungo termine era attorno al 3,2 % fra marzo e novembre 2018, prima di scendere al 2,7 % all'inizio del 2019. È diminuito ulteriormente fino a raggiungere il 2 % circa nell'estate del 2019 e ha raggiunto l'1,8 % circa a marzo 2020. Il differenziale del tasso di interesse a lungo termine rispetto alle obbligazioni di riferimento tedesche si è attestato intorno a 230 punti base a marzo 2020.

Sono stati esaminati anche **fattori aggiuntivi**, quali l'evoluzione della bilancia dei pagamenti e l'integrazione dei mercati. Negli ultimi due anni il saldo esterno della Polonia è rimasto in attivo, sostenuto da un miglioramento della bilancia commerciale dei servizi. L'economia polacca è ben integrata con quella della zona euro, grazie all'esistenza di legami sul piano degli scambi commerciali e degli investimenti. Una selezione di indicatori relativi al contesto economico mostra che la Polonia si colloca intorno alla media degli Stati membri appartenenti alla zona euro. Il settore finanziario polacco è ben integrato con quello dell'UE.

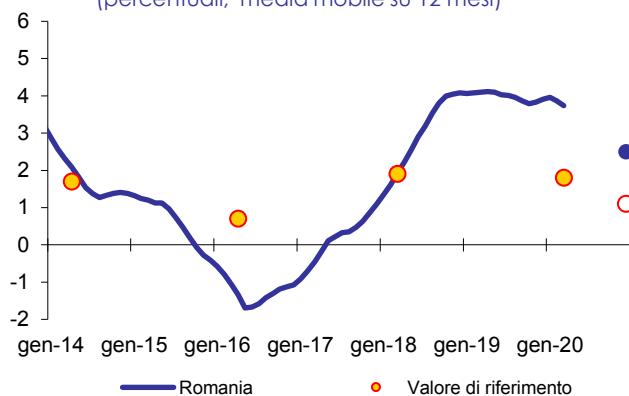
## 6. ROMANIA

**Alla luce della valutazione della compatibilità della legislazione e del soddisfacimento dei criteri di convergenza, e tenendo conto dei fattori aggiuntivi pertinenti, la Commissione conclude che la Romania non soddisfa le condizioni per l'adozione dell'euro.**

**La legislazione rumena**, in particolare la legge n. 312 sullo statuto della Banca di Romania (legge BNR), **non è pienamente compatibile** con l'obbligo di conformità di cui all'articolo 131 TFUE. Le incompatibilità riguardano l'indipendenza della banca centrale, il divieto di finanziamento monetario e l'integrazione della banca centrale nel SEBC al momento dell'adozione dell'euro. Inoltre la legge sulla BNR contiene imperfezioni riguardo l'indipendenza della banca centrale e l'integrazione della banca centrale nel SEBC al momento dell'adozione dell'euro per quanto attiene agli obiettivi della BNR e ai compiti del SEBC indicati all'articolo 127, paragrafo 2, TFUE e all'articolo 3 dello statuto del SEBC e della BCE.

**La Romania non soddisfa il criterio relativo alla stabilità dei prezzi.** Nei dodici mesi fino a marzo 2020 il tasso medio di inflazione in Romania è stato del 3,7 %, ben superiore al valore di riferimento dell'1,8 %, e si prevede che rimanga molto al di sopra di tale livello nei prossimi mesi.

Grafico 7a: Romania- Criterio relativo all'inflazione dal 2014  
(percentuali, media mobile su 12 mesi)



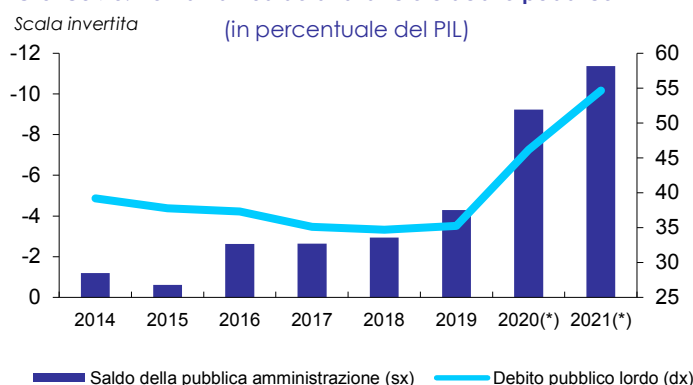
Nota: i puntini a dicembre 2020 indicano le previsioni per il valore di riferimento e l'inflazione media su 12 mesi nel paese.  
Fonti: Eurostat, previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.

L'inflazione IPCA annua in Romania è rapidamente salita al 4,1 % nel 2018 e nel 2019 è rimasta relativamente elevata, raggiungendo una media del 3,9 %, sostenuta da una solida domanda dei consumatori. L'inflazione ha raggiunto il picco del 4,7 % nel settembre 2018, a causa dell'attenuarsi degli effetti dei passati tagli all'IVA, dell'aumento dei prezzi del petrolio a livello mondiale e della revoca del taglio delle accise a gennaio 2017. Ha rallentato fino al 3,0 % alla fine del 2018, anche a causa di un brusco calo del prezzo internazionale del petrolio greggio nel quarto trimestre del 2018. Dopo un aumento al 4,4 % in aprile 2019, ha subito un rallentamento fino al 3,2 % a ottobre 2019, ma è nuovamente salita al 4 % nel dicembre 2019. L'inflazione si è attenuata nei primi tre mesi del 2020, raggiungendo il 2,7 % nel marzo 2020.

Secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione, l'inflazione media annua dovrebbe scendere al 2,5 % nel 2020 e al 3,1 % nel 2021. Il livello dei prezzi relativamente basso in Romania (pari al 50 % circa della media della zona euro nel 2018) lascia prevedere una buona possibilità di convergenza del livello dei prezzi a lungo termine.

**La Romania non soddisfa il criterio relativo alla situazione della finanza pubblica.** A seguito della violazione della soglia di disavanzo prevista dal trattato nel 2019, il 4 aprile 2020 il Consiglio ha avviato una procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti della Romania, indicando il 2022 come termine per la correzione del disavanzo eccessivo. La Romania è stata oggetto di procedure successive per deviazione significativa dal giugno 2017, ma non ha adottato alcuna azione efficace. Pertanto, il disavanzo pubblico è cresciuto dal 2,9 % nel 2018 al 4,3 % nel 2019, a causa dell'aumento della spesa corrente e di una ripresa della spesa in conto capitale rispetto ai livelli minimi degli anni precedenti. Le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione prevedono che il disavanzo pubblico aumenti ulteriormente fino a circa il 9,2 % del PIL nel 2020 e a circa l'11,4 % nel 2021, nell'ipotesi di politiche invariate. La tendenza espansiva sostenuta in gran parte dagli aumenti delle pensioni stabiliti per legge dovrebbe essere rafforzata dall'impatto della crisi della Covid-19. Il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe aumentare dal 35,2 % nel 2019 a circa il 46,2 % nel 2020 e al 54,7 % nel 2021. Nonostante l'opportuna impostazione legislativa, l'efficacia storica dell'attuazione del quadro di bilancio rumeno è stata generalmente debole e non è migliorata dall'ultima relazione. Ciò è dovuto al fatto che le autorità hanno perseverato nella prassi di derogare alle norme nazionali di bilancio, rendendole inefficaci.

Grafico 7b: Romania - Saldo di bilancio e debito pubblico



(\*) Previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.

Fonti: Eurostat, servizi della Commissione.

**La Romania non soddisfa il criterio relativo al tasso di cambio.** Il leu rumeno non partecipa all'ERM II. La Romania applica un regime di tassi di cambio flessibili, che consente alla banca centrale di intervenire sui mercati valutari. Nel 2018 il leu si è attestato su un livello medio RON/EUR pari a 4,65. In seguito all'indebolimento dell'euro pari a circa l'1 % tra gennaio e maggio 2019, il leu ha registrato un breve episodio di apprezzamento moderato nell'estate del 2019, ma la tendenza alla svalutazione è lievemente ripresa dopo l'ottobre 2019. Nel contesto dell'epidemia di Covid-19 il leu si è svalutato di circa l'1,1 % tra la metà di febbraio e la fine di marzo 2020. Nel marzo 2020 il differenziale del tasso di interesse a tre mesi rispetto all'euro si aggirava intorno ai 325 punti base rispetto al picco di 370 punti base di luglio 2018. A marzo 2020, il leu era più debole nei confronti dell'euro di circa il 3 % rispetto a due anni prima.

**La Romania non soddisfa il criterio relativo alla convergenza dei tassi di interesse a lungo termine.** Nei 12 mesi fino a marzo 2020 il tasso di interesse medio a lungo termine è stato pari al 4,4 %, un livello superiore al valore di riferimento del 2,9 %. I tassi di interesse a lungo termine sono gradualmente aumentati dal 4,5 % circa di aprile 2018 al 5,1 % di luglio 2018. Dopo essere rimasti stabili su una media attorno al 4,8 % tra agosto 2018 e maggio 2019, i tassi di interesse a lungo termine hanno iniziato a scendere e hanno raggiunto il 4,3 % nel novembre 2019. Il calo ha rispecchiato l'allentamento delle misure di politica monetaria da parte delle principali banche centrali, che hanno depresso i rendimenti a lungo termine. Con l'intensificarsi della crisi della Covid-19, il tasso di interesse a lungo termine è cresciuto fino al 4,6 % nel marzo 2020 e il differenziale a lungo termine rispetto all'obbligazione di riferimento tedesca in quel mese ha raggiunto 510 punti base.

Sono stati esaminati anche **fattori aggiuntivi**, quali l'evoluzione della bilancia dei pagamenti e l'integrazione dei mercati. Nel 2017 il saldo esterno della Romania è diventato negativo per la prima volta in cinque anni ed è ulteriormente peggiorato fino a raggiungere -3,2 % del PIL nel 2018 e -3,3 % del PIL nel 2019, il peggiore tra i paesi analizzati nella presente relazione. In base a una selezione di indicatori relativi al contesto imprenditoriale, la Romania ottiene risultati peggiori rispetto alla maggior parte degli Stati membri appartenenti alla zona euro. La persistente imprevedibilità della regolamentazione è stata uno dei principali fattori che hanno influenzato negativamente il contesto imprenditoriale negli ultimi anni. Il settore finanziario della Romania è ben integrato con quello dell'UE, in particolare grazie

all'elevata presenza di soggetti esteri nella proprietà del sistema bancario. Nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici, per la Romania è stato ritenuto necessario un esame approfondito. Ne è emerso che la Romania ha continuato ad essere soggetta a squilibri macroeconomici. In particolare, le partite correnti hanno continuato ad aumentare nel 2019, mentre i rischi legati alla competitività di costo si sono sviluppati in un contesto di politica fiscale espansiva e di un ambiente imprenditoriale imprevedibile.

## 7. SVEZIA

**Alla luce della valutazione della compatibilità della legislazione e del soddisfacimento dei criteri di convergenza, e tenendo conto dei fattori aggiuntivi pertinenti, la Commissione conclude che la Svezia non soddisfa le condizioni per l'adozione dell'euro.**

**La legislazione svedese**, in particolare la legge sulla Sveriges Riksbank, lo Strumento di governo e la legge sulla politica valutaria, **non è pienamente compatibile** con l'obbligo di conformità di cui all'articolo 131 TFUE. Si rilevano incompatibilità e imperfezioni per quanto riguarda l'indipendenza della banca centrale, il divieto di finanziamento monetario e l'integrazione della banca centrale nel SEBC al momento dell'adozione dell'euro.

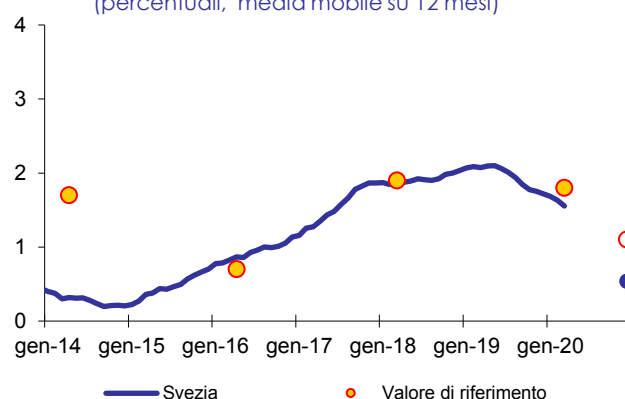
**La Svezia soddisfa il criterio relativo alla stabilità dei prezzi.** Il tasso medio di inflazione registrato in Svezia nel periodo di 12 mesi fino al marzo 2020 è dell'1,6 %, inferiore al valore di riferimento dell'1,8 %, e si prevede che rimanga a tale livello nei prossimi mesi.

Il tasso medio d'inflazione svedese ha raggiunto l'1,7 % nel 2019, in calo rispetto al 2,0 % del 2018. Dopo un breve momento al 2,1 % nell'aprile e maggio 2019, l'inflazione è diminuita, raggiungendo l'1,3% a settembre e, dopo una breve ripresa fino all'1,8 % a novembre, si è nuovamente attenuata a seguito del rallentamento della crescita economica e del forte calo dei prezzi dell'energia. A marzo 2020 l'inflazione IPCA annua si è attestata allo 0,8 %.

Si prevede che i prezzi del petrolio eserciteranno una pressione al ribasso sugli IPCA nel 2020 e che la crescita dei salari resterà moderata, cosa che dovrebbe più che compensare l'impatto della prevista svalutazione della corona. Secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione, l'inflazione media annua dovrebbe attestarsi allo 0,4 % nel 2020 e all'1,1 % nel 2021. Il livello dei prezzi è relativamente alto in Svezia (circa il 116 % della media della zona euro nel 2018).



Grafico 8a: Svezia - Criterio relativo all'inflazione dal 2014  
(percentuali, media mobile su 12 mesi)

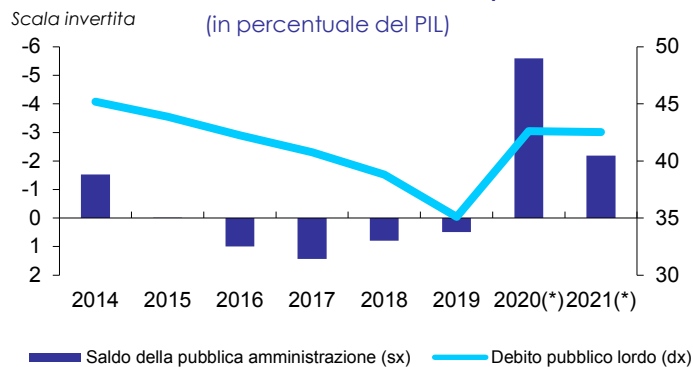


Nota: i puntini a dicembre 2020 indicano le previsioni per il valore di riferimento e l'inflazione media su 12 mesi nel paese.

Fonti: Eurostat, previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione.

**La Svezia soddisfa il criterio relativo alla situazione della finanza pubblica.** La Svezia non è oggetto di una decisione del Consiglio sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. L'avanzo pubblico è lievemente diminuito, passando dallo 0,8 % del PIL nel 2018 allo 0,5 % del PIL nel 2019, il che riflette in particolare un andamento dei ricavi più debole, dovuto al rallentamento della crescita del PIL reale. Secondo le previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione, il saldo della pubblica amministrazione dovrebbe raggiungere -5,6 % del PIL nel 2020 e -2,2 % nel 2021, alla fine della crisi della Covid-19. Il 20 maggio 2020, la Commissione ha adottato una relazione a norma dell'articolo 126, paragrafo 3, del TFUE a causa della prevista violazione del valore di riferimento del trattato, pari al 3 % del PIL. La relazione ha concluso che il criterio del disavanzo previsto dal patto di stabilità e crescita non è soddisfatto. Vista la presente situazione, la Commissione ritiene che, allo stato attuale, non sia opportuno prendere una decisione sull'eventuale assoggettamento della Svezia alla procedura per i disavanzi eccessivi. Il rapporto debito pubblico lordo/PIL è sceso al 35,1 % del PIL nel 2019 e secondo le previsioni dovrebbe aumentare al 42,6 % del PIL nel 2020 e rimanere ampiamente stabile al 42,5 % del PIL nel 2021. La Svezia ha un quadro di bilancio solido, che nel 2019 è stato oggetto di una riforma che ha mantenuto i pilastri principali della precedente impostazione e l'ha rafforzata con elementi nuovi (come un ancoraggio del debito al 35 % del PIL).

Grafico 8b: Svezia - Saldo di bilancio e debito pubblico  
(in percentuale del PIL)



(\*) Previsioni di primavera 2020 dei servizi della Commissione

Fonti: Eurostat, servizi della Commissione.

**La Svezia non soddisfa il criterio relativo al tasso di cambio.** La corona svedese non partecipa all'ERM II. La Svezia applica un regime di tassi di cambio flessibili, che consente alla banca centrale di intervenire sui mercati valutari. Nel periodo 2018-19 la corona ha continuato nella propria tendenza di lungo termine alla svalutazione nei confronti dell'euro. La svalutazione si è verificata nonostante una certa stretta monetaria (rispetto alla zona euro) e un ampliamento del differenziale STIBOR-EURIBOR nel 2019, con la media di -7 punti base nel 2018 e 33 nel 2019. A marzo 2020 il differenziale era pari a 65 punti base. La svalutazione non è stata uniforme nel periodo oggetto della relazione, con l'euro che ha raggiunto un picco di 10,80 SEK/EUR a ottobre 2019, prima di svalutarsi lievemente fino all'intervallo 10,5-10,6 tra dicembre 2019 e febbraio 2020. La crisi della Covid-19 ha comportato una temporanea svalutazione della corona. Nei due anni precedenti marzo 2020 il tasso di cambio medio della corona è stato attorno al 10,5, con una svalutazione di circa il 7 % rispetto all'euro.

**La Svezia soddisfa il criterio relativo alla convergenza dei tassi di interesse a lungo termine.** Nei dodici mesi fino a marzo 2020 il tasso di interesse medio a lungo termine in Svezia è stato dello -0,1 %, ossia ben al di sotto del valore di riferimento del 2,9 %. I tassi di interesse a lungo termine su base mensile della Svezia hanno registrato un nuovo minimo storico ad agosto 2019, raggiungendo -0,36. Dopo essere uscito dal territorio negativo lo scorso novembre, il tasso di interesse è diventato di nuovo negativo nel febbraio 2020 per raggiungere -0,17 % nel marzo 2020, nel contesto della crisi della Covid-19. Il differenziale rispetto alle obbligazioni di riferimento tedesche è rimasto basso, anche se è lievemente aumentato nel 2019, dopo essere sceso nel 2018. A marzo 2020 era pari a 37 punti base.

Sono stati esaminati anche **fattori aggiuntivi**, quali l'evoluzione della bilancia dei pagamenti e l'integrazione dei mercati. Il saldo esterno della Svezia è rimasto in avanzo, registrando l'1,7 % del PIL nel 2018 e il 3,9 % nel 2019. L'economia svedese è ben integrata con quella della zona euro, grazie all'esistenza di legami sul piano commerciale e degli investimenti. Per quanto riguarda il contesto imprenditoriale, una selezione di indicatori mostra che la Svezia ottiene risultati migliori rispetto alla maggior parte degli Stati membri appartenenti alla zona euro. Il settore finanziario svedese è ben integrato con quello dell'UE. Nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici, per la Svezia è stato ritenuto necessario un ulteriore esame approfondito. Ne è emerso che il paese continua a presentare squilibri macroeconomici, poiché i livelli eccessivi dei prezzi delle abitazioni, insieme al debito delle famiglie, pongono rischi di una correzione disordinata.