



COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 28.11.2012
COM(2012) 751 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL
CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA, AL COMITATO
ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, AL COMITATO DELLE REGIONI E ALLA
BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI**

sulla relazione 2013 sul meccanismo di allerta

**preparata conformemente agli articoli 3 e 4 del regolamento sulla prevenzione e la
correzione degli squilibri macroeconomici**

{SWD(2012) 420 final}
{SWD(2012) 421 final}

1. INTRODUZIONE

Squilibri macroeconomici persistenti, che si traducono in disavanzi e avanzi con l'estero forti e persistenti, in perdite significative di competitività e in aumento del debito vanno annoverati tra le cause della crisi economica, e la loro correzione e il loro aggiustamento in corso determinano lo scenario economico. Tali squilibri continuano a costituire il contesto delle difficoltà macroeconomiche degli Stati membri interessati, e sono responsabili, in ragione delle ripercussioni che comportano, dei rischi cui deve far fronte la zona euro. Per questo motivo nel dicembre 2011 è entrato in vigore il primo pacchetto sulla *governance* economica, il cosiddetto "six-pack", che comprende i due regolamenti che istituiscono la procedura per gli squilibri macroeconomici¹. La sorveglianza degli squilibri nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici si iscrive nell'ambito del "semestre europeo" che consente un approccio integrato e prospettico alla sorveglianza macroeconomica. La procedura per gli squilibri macroeconomici è stata attuata a tutti gli effetti per la prima volta nel 2012. Il 14 febbraio 2012, è stata avviata la prima fase della procedura per gli squilibri macroeconomici con la pubblicazione, da parte della Commissione, della prima relazione sul meccanismo di allerta². Il 30 maggio 2012 sono stati pubblicati gli esami approfonditi di 12 Stati membri³ che stabilivano l'esistenza di squilibri macroeconomici nei 12 Stati membri analizzati. Nelle raccomandazioni specifiche per paese formulate dal Consiglio nel mese di luglio nell'ambito del semestre europeo⁴, sono state incluse adeguate risposte politiche agli squilibri individuati.

La presente è la seconda relazione sul meccanismo di allerta che avvia la procedura per gli squilibri macroeconomici del semestre europeo 2013.

La relazione sul meccanismo di allerta funge da primo vaglio, che consente alla Commissione di individuare gli Stati membri per i quali ritiene che gli sviluppi in corso giustifichino un'ulteriore analisi approfondita per stabilire se gli squilibri esistano o vi sia il rischio che emergano. Va sottolineato che l'analisi dettagliata dei fattori all'origine degli sviluppi osservati verrà effettuata solo nei successivi esami approfonditi e non nella relazione sul meccanismo di allerta⁵. Sulla base degli esami approfonditi la Commissione concluderà se esistono squilibri o squilibri eccessivi e proporrà raccomandazioni politiche. Questa seconda tornata della procedura per gli squilibri macroeconomici consentirà di integrare i risultati del precedente ciclo, tenendo conto del fatto che le condizioni economiche generali non sono migliorate. La pubblicazione degli esami approfonditi è prevista per la primavera, prima del pacchetto di maggio del semestre europeo.

La relazione sul meccanismo di allerta si basa su un quadro di valutazione e sui relativi indicatori. La valutazione della possibile esistenza o del rischio di squilibri in uno Stato membro non deriva dall'applicazione meccanica degli indicatori del quadro di valutazione. Il

¹ Regolamenti (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio n. 1176/2011 e 1174/2011 (GU L 306, 23.11.2011, rispettivamente pagg. 25 e 8).

² COM(2012) 68 final del 14.2.2012.

³ Gli Stati membri erano Belgio, Bulgaria, Danimarca, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Ungheria, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito (cfr. *European Economy-Occasional Papers*, pagg. 99-110, e la comunicazione della Commissione "Azione per la stabilità, la crescita e l'occupazione", COM(2012) 299 final del 30.5.2012).

⁴ Raccomandazioni del Consiglio del 10 luglio 2012 (2012/C 219/01 a 27) GU L 27 del 24.7.2012.

⁵ I lavori intesi a rafforzare i quadri analitici e gli strumenti di analisi degli squilibri è portato avanti dagli Stati membri e dalla Commissione nel contesto del comitato per la politica economica. Essi includono ad esempio questioni legate al settore abitativo, all'indebitamento e alla valutazione delle posizioni esterne.

quadro di valutazione è integrato da altre informazioni e da altri indicatori, tenendo debitamente conto delle circostanze e delle istituzioni specifiche di ogni singolo paese e considerando anche le conclusioni degli esami approfonditi del maggio 2012. Per quanto riguarda la struttura del quadro di valutazione, in risposta all'invito del Consiglio e del Parlamento europeo di tenere in maggiore considerazione il settore finanziario, al gruppo iniziale di dieci indicatori è stato aggiunto un indicatore relativo al settore finanziario. L'Allegato 1 fornisce maggiori informazioni sul quadro di valutazione di quest'anno.

La sezione 2 illustra alcune indicazioni orizzontali e tematiche risultanti dalla lettura del quadro di valutazione. Nella sezione 3 viene presentata la lettura del quadro di valutazione per paese. La sezione 4 presenta le conclusioni.

2. PROGRESSI DEL RIEQUILIBRIO E DELLA CORREZIONE DEGLI SQUILIBRI

Le economie dell'UE continuano ad affrontare grandi sfide per correggere gli squilibri interni ed esterni accumulati nel periodo precedente alla crisi. Diversi Stati membri affrontano pressioni per la riduzione del debito del settore pubblico e privato. Tali pressioni rispecchiano la correzione degli squilibri finanziari accumulatisi, legati a precedenti livelli di debito e di spesa insostenibili. La simultanea riduzione dell'indebitamento pesa sulla crescita, dato che la spesa viene ridotta e il reddito viene destinato al rimborso del debito, mentre la correzione dei disavanzi con l'estero, per essere completa e duratura, richiede un ulteriore miglioramento della competitività relativa, anche tramite riduzioni dei costi e aumenti di produttività. Si prevede che l'aggiustamento degli squilibri interni ed esterni accumulati sarà un processo destinato a protrarsi e a determinare lo scenario economico dei prossimi anni nonché a strutturare la sorveglianza basata sulla procedura per gli squilibri macroeconomici. La situazione attuale della crescita, comprese le prospettive per il prossimo anno, mostra un notevole indebolimento rispetto a quanto previsto all'epoca della precedente relazione sul meccanismo di allerta all'inizio dell'anno in corso, ma i progressi nel riequilibrio apriranno la strada alla crescita e alla convergenza.

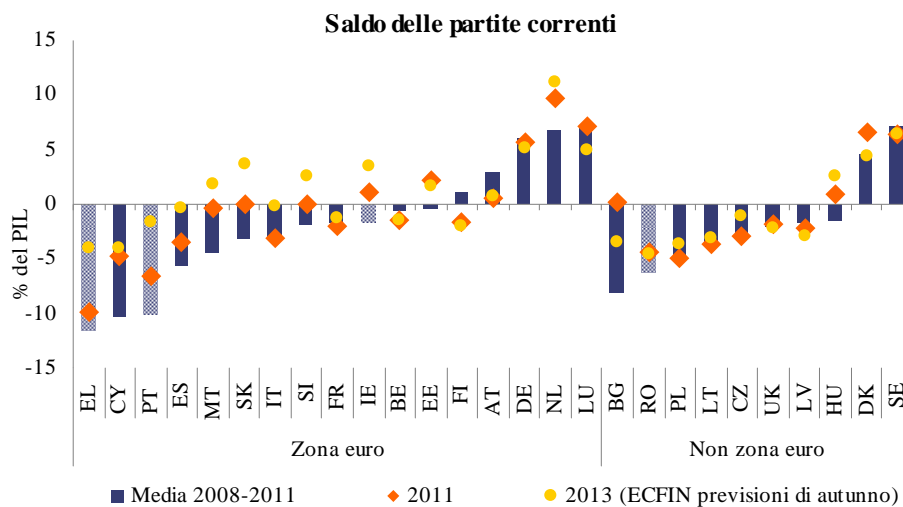
Vi sono segnali positivi che indicano progressi nel riequilibrio delle economie dell'UE, come evidenziato dalle ultime previsioni della Commissione. Gli sforzi di riforma sembrano dare i loro frutti, e non solo nei paesi soggetti a programma. I disavanzi delle partite correnti stanno diminuendo nei paesi con gli squilibri esterni più forti, sostenuti da miglioramenti della competitività. Tuttavia, per alcuni paesi con forti disavanzi delle partite correnti l'aggiustamento necessario è ancora considerevole e deve essere sostenuto dall'attuazione delle riforme strutturali volte ad aumentare la produttività concordate nell'ambito dei programmi di aggiustamento economico e delle raccomandazioni specifiche per paese. Inoltre, il riequilibrio all'interno della zona euro (e intra-UE) trarrebbe beneficio da una domanda interna dinamica e dagli andamenti salariali dei paesi in avanzo.

Per quanto riguarda le diverse aree coperte dal quadro di valutazione, è possibile formulare le seguenti osservazioni più specifiche:

- ***È in corso il riequilibrio delle posizioni delle partite correnti della zona euro (e dell'UE).*** Fino a questo momento si è trattato principalmente della conseguenza dell'aggiustamento delle economie vulnerabili sebbene anche gli sviluppi degli Stati membri con forti avanzi delle partite correnti abbiano contribuito al riequilibrio della zona euro (e dell'UE). I paesi con disavanzo hanno registrato un'espansione delle esportazioni grazie agli aumenti di competitività e alla riallocazione delle risorse verso i settori produttivi orientati all'esportazione, ma anche una forte compressione della domanda interna e delle importazioni. Benché tali sviluppi siano di natura sia ciclica

che strutturale, la correzione strutturale sembra prevalere nella maggior parte dei paesi. Parallelamente all'aggiustamento degli Stati membri con forti disavanzi delle partite correnti, i saldi con l'estero di molti Stati membri in avanzo sono calati, anche se più lentamente. L'importanza crescente della domanda interna nell'attività economica dei paesi in avanzo e gli aumenti salariali relativamente dinamici indicano che il contributo dei paesi in avanzo al riequilibrio potrebbe aumentare nei prossimi anni.

- ***Tuttavia, l'aggiustamento esterno dei disavanzi delle partite correnti non è ancora sufficiente ad assicurare posizioni debitorie esterne sane e sostenibili.*** La maggior parte degli Stati membri ha una posizione patrimoniale netta sull'estero (negativa) che supera la soglia indicativa. Tuttavia l'entità del superamento della soglia della posizione patrimoniale netta sull'estero varia da un paese all'altro, con deviazioni da moderate (CZ, EE, LT, PL, SI, SK e RO) a sostanziali (BG, ES, CY, LV e HU nonché IE, EL e PT). Nelle economie in fase di recupero, il debito estero netto è generalmente più basso della posizione patrimoniale netta sull'estero, rispecchiando l'importanza degli investimenti diretti esteri (BG, CZ, SK, LT e LV). In molti casi le posizioni negative hanno continuato a salire, ovvero quando sono diminuite le flessioni sono derivate principalmente dagli effetti di valutazione (ES e CY nonché EL e PT), in particolare dovuti alla perdita del valore di mercato di titoli nazionali di proprietà estera.



Nota: Previsioni corrette per tener conto delle differenze tra dati relativi alla bilancia dei pagamenti e dati dei conti nazionali. Ipaesi sotto programma sono inclusi.

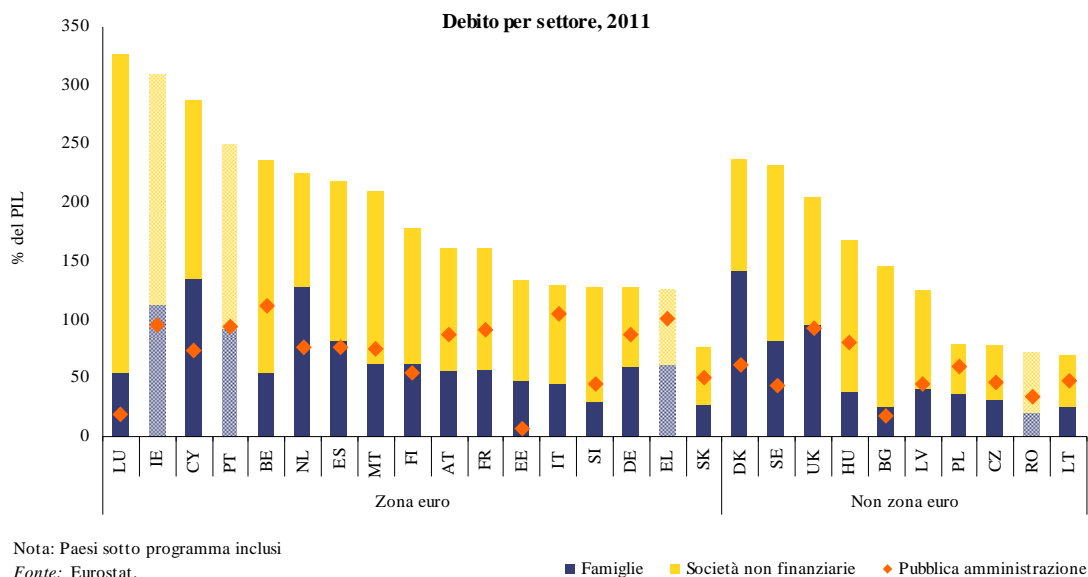
Fonte: Eurostat, servizi della Commissione

- ***I risultati delle esportazioni sono lievemente migliorati nel contesto di un indebolimento della domanda mondiale.*** Fatta eccezione per gli Stati membri in fase di recupero (EE, MT, SK, BG, LV, LT, PL e RO), negli ultimi cinque anni la maggior parte degli Stati membri ha perso quote del mercato delle esportazioni a un ritmo ben al di sopra della soglia indicativa. Su un periodo più lungo tali perdite rispecchiano una tendenza comune a tutta l'UE in un contesto globale e vanno considerate nel quadro dell'espansione del commercio mondiale. Tuttavia, il ritmo delle perdite di quote di mercato è spesso inferiore rispetto a due anni fa.

- ***Gli sviluppi della competitività di prezzo e della competitività non di prezzo hanno contribuito positivamente alla correzione degli squilibri esterni.*** La ripresa della competitività di prezzo e di quella non di prezzo è fondamentale ai fini del processo di aggiustamento delle economie con ampi disavanzi delle partite correnti. Sono state già adottate molte riforme strutturali. Sebbene gli effetti delle riforme sulle variabili macroeconomiche divengano pienamente visibili solo a distanza di tempo, le importanti riforme del mercato del lavoro hanno iniziato a tradursi in significativi aumenti di competitività in diversi Stati membri. Le variazioni di tendenza del costo del lavoro per unità di prodotto e dei tassi di cambio effettivi reali evidenziano già aumenti di competitività nella maggior parte dei paesi. Nel quadro di valutazione, l'indicatore relativo al costo del lavoro per unità di prodotto (variazione nominale tra il 2009 e il 2011) supera la soglia solo in quattro Stati membri (BG, LU, RO e FI) rispetto al doppio degli Stati membri nella relazione precedente, il che rispecchia le pressioni al ribasso sulla crescita dei salari degli ultimi due anni.
- ***Finora gli incrementi della competitività di prezzo hanno avuto luogo prevalentemente negli Stati membri con forti squilibri, favoriti dall'intensa pressione di mercato.*** Dal 2010 il tasso di crescita del costo nominale del lavoro per unità di prodotto nella periferia della zona euro è al di sotto del corrispondente tasso di crescita delle principali economie in avanzo. La riduzione del costo del lavoro per unità di prodotto nei paesi vulnerabili rispetto ai paesi principali della zona euro deriva dall'aumento della produttività e delle pressioni della concorrenza, dalla perdita dei posti di lavoro, che ha ora compensato l'accumulo di manodopera degli ultimi anni, e dalle riduzioni delle retribuzioni nominali in molti settori.
- ***Le pressioni per la riduzione dell'indebitamento nel settore privato persistono in molti Stati membri.*** La correzione di posizioni di debito eccessivo nel settore privato, comprese imprese e famiglie, è iniziata in conseguenza della crisi finanziaria. Il debito del settore privato supera la soglia indicativa (160% del PIL) nella maggior parte degli Stati membri (AT, BE, CY, DK, FI, FR, HU, LU, MT, NL, ES, SE e UK nonché IE e PT). A livello settoriale l'indebitamento delle imprese è particolarmente alto in alcuni paesi (oltre il 120% del PIL in BE, BG, CY, MT, ES e SE nonché IE e PT). In altri casi, come in SI e ES, le imprese di costruzione rappresentano la parte più consistente del debito delle società non finanziarie e l'ulteriore correzione del mercato delle abitazioni può determinare un aumento dei crediti in sofferenza e delle attività problematiche nel settore delle imprese. Per quanto riguarda le famiglie, le pressioni per la riduzione dell'indebitamento sono evidenti in una serie di Stati membri (CY, DK, NL, ES, SE e UK nonché IE e PT) e sono perlopiù legate all'espansione del mercato delle abitazioni precedente alla crisi. I rischi di evoluzione negativa della situazione finanziaria delle famiglie e dei consumi sono legati a potenziali ulteriori correzioni dei mercati delle abitazioni.
- ***La concessione di prestiti al settore privato si conferma debole e i flussi di credito ai privati restano contenuti.*** Nel 2011 i dati sulla crescita del credito sono rimasti in generale al di sotto della soglia. Ciò è spiegato da fattori relativi sia alla domanda che all'offerta di credito. D'altro canto, le banche hanno ridimensionato le loro situazioni finanziarie e incrementato gli accantonamenti. In effetti c'è stato solo un moderato incremento generalizzato delle passività del settore finanziario nel 2011. I problemi strutturali e di liquidità esistenti nel settore finanziario hanno anche penalizzato l'offerta di credito. D'altro canto, il peggioramento delle prospettive di crescita, unito

alla notevole incertezza, ha frenato la domanda, in particolare nei paesi con le maggiori esigenze di aggiustamento.

- **Complesse interconnessioni settoriali tra il settore pubblico, bancario e privato spesso accrescono gli squilibri sottostanti.** La forte predilezione del settore finanziario per gli emittenti sovrani nazionali determina una forte esposizione delle banche agli emittenti sovrani mediante la detenzione di titoli di Stato. Inoltre, gli alti rendimenti del debito sovrano possono penalizzare le aziende attraverso il settore bancario influenzando negativamente sulle loro condizioni finanziarie. In tale contesto, i costi di finanziamento sia per il settore pubblico che per quello privato risultano sempre più divergenti negli Stati membri con la conseguente frammentazione finanziaria oltre i confini nazionali. La crisi del debito sovrano ha determinato un deflusso di depositi da alcuni paesi vulnerabili e ha esercitato ulteriori pressioni su liquidità e finanziamento nei rispettivi settori privati. Le piccole e medie imprese rischiano di essere le più penalizzate in questo senso poiché fanno molto affidamento sul credito delle banche. In questo contesto, le pressioni per la riduzione dell'indebitamento del settore privato sono ancora più preoccupanti quando ciò avviene parallelamente alla necessaria riduzione dell'indebitamento in corso nel settore pubblico (BE, ES, HU e IT nonché IE, EL e PT).



- **La correzione dei mercati delle abitazioni è ancora in corso con diverse implicazioni secondo le dinamiche del settore della costruzione.** In effetti nel 2011 quasi tutti gli Stati membri hanno registrato tassi di crescita negativi dei prezzi reali delle abitazioni, ad eccezione delle Repubbliche baltiche in ripresa dai precedenti periodi di bolla immobiliare seguita da esplosione. Di conseguenza, in nessun paese la crescita dei prezzi delle abitazioni ha superato la soglia indicativa. Tale correzione ha acquistato velocità in alcuni paesi già caratterizzati da sostanziali cali accumulati dei prezzi delle abitazioni (CY, ES e IE) nel contesto di un drastico peggioramento delle condizioni economiche. Tutto ciò in alcuni casi ha determinato un necessario ridimensionamento dei settori della costruzione, ma ha anche causato l'aumento della disoccupazione e il deterioramento delle situazioni finanziarie delle banche (SI, ES e IE). Non sono da escludere ulteriori aggiustamenti al ribasso (DK, NL, UK) in un contesto di inasprimento delle condizioni del credito e di incertezza economica.

- ***L'aggiustamento in corso degli squilibri, necessario ma costoso nel breve periodo, ha causato l'aumento della disoccupazione.*** L'aggiustamento è in corso, ma per un riequilibrio completo e duraturo la strada da percorrere è ancora lunga. Le riforme dei meccanismi di fissazione delle retribuzioni cominciano a mostrarsi efficaci nell'aumentare la competitività di costo. La disoccupazione elevata o in aumento in diversi Stati membri, in un contesto di riduzione della domanda aggregata, indica che il processo di aggiustamento del mercato del lavoro è ancora incompleto. L'indebolimento dell'attività economica e, in taluni casi, il ridimensionamento di importanti settori come quello della costruzione (SI, ES e IE) fanno parte del processo di aggiustamento che determina uno spostamento di risorse dal settore dei beni o servizi non scambiabili a quello dei beni o servizi scambiabili e lo spostamento della spesa a prodotti di fabbricazione nazionale. La formulazione di una riallocazione della spesa che consenta di ripristinare la crescita, la creazione di occupazione e l'aggiustamento esterno dipendono fortemente dagli sforzi duraturi di riforma strutturale sia del mercato del lavoro che di quello dei prodotti, nonché dall'aumento degli sforzi di attuazione della regolamentazione finanziaria. Questo è ancora più importante nel contesto di forti pressioni interne per la riduzione dell'indebitamento.

3. COMMENTI SPECIFICI PER PAESE SULLA LETTURA DEL QUADRO DI VALUTAZIONE

I commenti che seguono non riguardano gli Stati membri sottoposti a sorveglianza nel quadro di programmi di aggiustamento economico sostenuti da finanziamenti ufficiali, ossia Grecia, Irlanda e Portogallo nella zona euro e Romania al di fuori della zona euro⁶.

Belgio: nel mese di maggio 2012 la Commissione aveva concluso che il Belgio stava registrando squilibri macroeconomici, in particolare per quanto concerne gli sviluppi legati alla competitività esterna e al debito. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori superano le soglie indicative, ossia la variazione delle quote del mercato delle esportazioni, il debito lordo del settore privato e il debito delle pubbliche amministrazioni. Sul versante esterno, il Belgio ha continuato a perdere quote del mercato delle esportazioni ad un ritmo più lento. La continua perdita di quote del mercato delle esportazioni è dovuta al deterioramento della bilancia delle merci dal 2003, in parte compensato dal costante incremento della bilancia dei servizi. Si prevede che la posizione delle partite correnti rimarrà prossima al pareggio nei prossimi anni. Un importante fattore che spiega il deterioramento delle quote del mercato delle esportazioni è la diminuzione della competitività di costo dovuta, fra l'altro, ad aumenti accumulati del costo del lavoro per unità di prodotto superiori a quelli medi della zona euro. Si ritiene che tale andamento sia destinato a proseguire. Per

⁶ Questo approccio, che evita la duplicazione delle procedure e degli obblighi di informazione, è compatibile con la proposta di regolamento sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria nella zona euro COM(2011) 819 definitivo del 23.11.2011 presentata dalla Commissione, che è una delle componenti del "two-pack". Per una descrizione dettagliata della situazione economica e dei progressi nella correzione degli squilibri macroeconomici si rimanda alle ultime relazioni sulle verifiche di conformità: in *European Economy-Occasional Papers*, 94 (Grecia), 115 (Irlanda), 116 (Romania) e 117 (Portogallo). La Spagna è analizzata nella presente relazione sebbene usufruisca del finanziamento ufficiale per la ricapitalizzazione delle banche; cfr. "The Financial Sector Adjustment Programme for Spain", *European Economy-Occasional Papers*, 118. Anche l'Ungheria e Cipro sono analizzati nella relazione. Nel mese di novembre 2011 l'Ungheria ha formalmente chiesto l'avvio di negoziati per l'assistenza finanziaria a titolo precauzionale. Tuttavia, i negoziati non hanno registrato significativi progressi. Cipro ha chiesto ufficialmente il finanziamento il 25 giugno 2012, e sono in corso i negoziati sul programma.

quanto riguarda gli squilibri interni, l'indicatore del debito del settore privato è ben al di sopra della soglia, sebbene in larga misura a causa dei prestiti intrasocietari. Il credito si è relativamente rafforzato nel 2011 ma di recente è diminuito, sia per un calo della domanda sia per l'inasprimento delle condizioni del credito alle imprese. Il debito pubblico è elevato e in aumento, a causa dei forti disavanzi accumulati negli ultimi anni e degli interventi nel settore finanziario. I prezzi delle abitazioni erano aumentati rapidamente prima della crisi ed è necessario indagare sulla probabilità di una correzione, compreso l'impatto che tale correzione avrebbe sulla sostenibilità del debito delle famiglie costituito dai mutui. Nel 2011 il rapporto debito/mezzi propri del settore finanziario è aumentato a causa delle perdite registrate dal settore. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di maggio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

Bulgaria: nel mese di maggio 2012 la Commissione aveva concluso che la Bulgaria stava registrando squilibri macroeconomici, in particolare per quanto concerne gli sviluppi legati al debito estero, alla riduzione dell'indebitamento del settore delle imprese e al processo di aggiustamento del mercato del lavoro. Nel quadro di valutazione aggiornato, alcuni indicatori superano la soglia indicativa, in particolare la posizione patrimoniale netta sull'estero e il costo del lavoro per unità di prodotto, mentre l'indicatore del debito del settore privato è sceso al di sotto della soglia. Sul versante esterno, il saldo delle partite correnti è migliorato rapidamente: nel 2011 ha raggiunto la posizione di pareggio e si prevede che resterà al di sotto della soglia nell'orizzonte di previsione. Nonostante un miglioramento che rispecchia forti correzioni delle partite correnti, si prevede che la posizione patrimoniale netta sull'estero negativa resterà notevolmente al di sopra della soglia indicativa, costituendo quindi un fattore di vulnerabilità in un prevedibile futuro. Tuttavia, questo indicatore andrebbe interpretato congiuntamente all'altissimo livello dello stock di investimenti diretti esteri, che determina un debito estero netto sostanzialmente più basso. In primo luogo, gli afflussi di investimenti diretti esteri sono rimasti contenuti nel 2011 e si prevede che il loro recente aumento resterà moderato anche se gli stock di investimenti diretti esteri sono alti. In secondo luogo, la Bulgaria ha registrato aumenti delle quote del mercato delle esportazioni nel contesto di un miglioramento della produttività e di un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale e recenti incrementi modesti del costo del lavoro per unità di prodotto, sebbene l'indicatore resti al di sopra della soglia e per il futuro si preveda una crescita dei salari e del costo del lavoro per unità di prodotto relativamente forte. È in corso l'aggiustamento al ribasso del mercato delle abitazioni dopo bruschi cali dei prezzi delle abitazioni registrati in passato. Le condizioni del credito restano stabili consentendo un'espansione della concessione di prestiti, sebbene l'alto numero di prestiti in sofferenza potrebbe costituire un freno. Nonostante la rapida riduzione dell'indebitamento (i dati per il 2011 indicano un rapido calo dei prestiti a breve termine alle società non finanziarie), il settore privato resta relativamente indebitato per un'economia in fase di recupero, principalmente a causa di prestiti intersocietari transfrontalieri a società non finanziarie. Poiché l'aggiustamento degli squilibri esterni ha in parte attraversato una compressione della domanda interna, compreso l'investimento, vi è il rischio di un blocco dell'economia in una tendenza di crescita contenuta, che renderebbe quindi più difficile la riduzione del livello di indebitamento, compresa la posizione patrimoniale netta sull'estero. Le preoccupazioni per le potenzialità di crescita a lungo termine del paese sono dovute anche all'indebolimento del mercato del lavoro, che si traduce in un indebolimento dei risultati del mercato del lavoro con crescita negativa, in un aumento dei tassi di disoccupazione e in un'elevata disoccupazione strutturale. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di maggio, ritiene*

utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.

Repubblica ceca: nel turno precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per la Repubblica ceca. Nel quadro di valutazione aggiornato, la posizione patrimoniale netta sull'estero è superiore alla soglia indicativa: un deterioramento dovuto ai disavanzi costanti, sebbene moderati, del saldo delle partite correnti pari a circa il 3% del PIL negli ultimi tre anni, da attribuire principalmente ai deflussi dei dividendi sull'elevato stock di investimenti diretti esteri. Complessivamente, il rischio di vulnerabilità esterne è limitato a causa del valore relativamente basso delle passività lorde del debito estero. La bilancia commerciale ha registrato un solido avanzo nel 2011 ma gli aumenti delle quote del mercato delle esportazioni stanno gradualmente rallentando, rispecchiando la flessione della quota di progetti di nuovi impianti degli investimenti diretti esteri. Al contempo, si prevede un rallentamento della crescita delle importazioni. Mentre la domanda interna resta debole, si prevede che il disavanzo delle partite correnti continuerà a migliorare nei prossimi anni e ciò dovrebbe contribuire a stabilizzare al livello attuale la posizione patrimoniale netta sull'estero. Contrariamente alla tendenza di rivalutazione osservata prima della crisi finanziaria globale, il tasso di cambio effettivo reale è rimasto ampiamente stabile dal 2009. L'afflusso di capitali verso la Repubblica ceca è andato di pari passo con una significativa crescita dei salari in tutti i settori dell'economia, anche se gli aumenti di produttività sono stati limitati perlopiù al settore dei beni e servizi scambiabili. Sebbene la crescita aggregata del costo nominale del lavoro per unità di prodotto sia diminuita quasi del 3% negli ultimi tre anni e si preveda che nel prossimo futuro resterà contenuta, il gap di produttività accumulato nel settore dei beni o servizi non scambiabili potrebbe pesare sulla competitività dell'economia: in primo luogo perché il settore dei beni o servizi non scambiabili fornisce input ad altri settori, influenzando quindi direttamente sulla loro competitività; in secondo luogo, poiché una maggiore crescita dei salari nel settore dei beni e servizi non scambiabili potrebbe ostacolare lo spostamento della manodopera verso i settori produttivi orientati all'esportazione che hanno più margine per la crescita della produttività. È in corso l'aggiustamento, accompagnato dal calo dei prezzi reali delle abitazioni nelle attività di costruzione e immobiliari, che erano state favorite da condizioni di concessione dei prestiti relativamente agevoli prima della crisi: la quota dei prestiti bancari a valore aggiunto in questi settori è raddoppiata tra il 2005 e il 2008. Il settore bancario ceco, in gran parte di proprietà estera, ha tenuto bene e i moderati livelli di debito del settore pubblico e privato hanno impedito l'emergere di controreazioni negative. *In conclusione, la Commissione in questa fase non condurrà un'analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

Danimarca: nel mese di maggio 2012 la Commissione aveva concluso che la Danimarca stava registrando squilibri macroeconomici, in particolare per quanto concerne gli sviluppi legati alla competitività esterna e al debito delle famiglie. Nel quadro di valutazione aggiornato, alcuni indicatori superano la soglia indicativa, ossia le quote del mercato delle esportazioni e il debito del settore privato. La perdita di quote del mercato delle esportazioni resta ben al di sopra della soglia ed è stata di pari entità nel 2011 e nel 2010. L'esame approfondito di maggio 2012 giungeva alla conclusione che la competitività della Danimarca e i deboli risultati delle esportazioni di beni erano collegati a un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto rispetto ai concorrenti principali. Tuttavia, la competitività di costo, misurata dalla variazione percentuale del costo nominale del lavoro per unità di prodotto su tre anni, è migliorata e resta al di sotto della soglia. Per i prossimi anni si prevede un costante, contenuto sviluppo del costo del lavoro per unità di prodotto. La variazione percentuale su tre

anni del tasso di cambio effettivo reale rivela altresì un deprezzamento dal 2009, che dovrebbe proseguire nei prossimi anni. Il calo persistente delle quote di mercato, nonostante il miglioramento della competitività di costo può comportare che quest'ultima non sia sufficiente al ripristino della perdita accumulata di competitività verificatasi nel decennio precedente. Tuttavia, i disavanzi delle partite correnti hanno continuato ad aumentare, trainati, in particolare, dalla bilancia commerciale di beni e servizi – grazie in parte alle esportazioni di petrolio e gas che beneficiano dell'aumento dei prezzi del petrolio – ma anche agli afflussi di reddito esteri dagli investimenti diretti esteri. Tuttavia, poiché il saldo delle partite correnti in parte rispecchia risparmi consistenti nel settore privato, se ne prevede una flessione nei prossimi anni, con la graduale ripresa della domanda interna. Il rapporto debito/PIL del settore privato resta nettamente al di sopra della soglia. È diminuito per il secondo anno consecutivo, rispecchiando in parte una riduzione del rapporto debito/PIL delle famiglie ma resta fra i più elevati. Gli sviluppi dei mercati delle abitazioni hanno contribuito a spingere il debito delle famiglie oltre i livelli sostenibili, esacerbando potenzialmente i rischi per la stabilità finanziaria ed economica. Sebbene il rischio per la stabilità finanziaria potrebbe essere relativamente basso, i rischi per la stabilità economica sembrano più pronunciati. In effetti le eccessive oscillazioni dei prezzi delle abitazioni e l'elevato debito delle famiglie, che hanno contribuito a forti fluttuazioni dei consumi privati, attualmente limitano la capacità di ripresa dell'economia poiché le famiglie devono ridurre l'indebitamento in futuro. I prezzi reali delle abitazioni sono di nuovo diminuiti nel 2011, dopo una stabilizzazione nel 2010. Sebbene probabilmente abbiano attualmente raggiunto la loro tendenza a lungo termine, il mercato resta fragile in un contesto di condizioni creditizie rigide e di bassa crescita dei salari, con il rischio di ulteriori aggiustamenti al ribasso in futuro, date le prospettive economiche. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di maggio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

Germania: nella tornata precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per la Germania. Nel quadro di valutazione aggiornato, due indicatori superano la soglia indicativa, ossia la variazione delle quote del mercato delle esportazioni e il rapporto tra debito della pubblica amministrazione e PIL. Sul versante esterno, le perdite di quote del mercato delle esportazioni restano al di sopra della soglia indicativa, rispecchiando le perdite registrate nel 2010, che sono proseguite in misura minore nel 2011. Queste perdite sembrano nel complesso modeste e sono in linea con la riduzione in corso dell'avanzo delle partite correnti. Come nella precedente relazione sul meccanismo di allerta, l'indicatore per l'avanzo delle partite correnti è appena al di sotto della soglia nel 2011. La riduzione dell'avanzo negli ultimi anni, nel quadro del processo di riequilibrio, è stata determinata in particolare dal calo dell'avanzo commerciale rispetto al resto della zona euro. Guardando al futuro, le ultime previsioni indicano che l'avanzo delle partite correnti diminuirà ad un ritmo moderato nel triennio 2012-2014, man mano che i consumi privati e gli investimenti riprenderanno slancio. Inoltre negli ultimi anni il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato e si prevede che continuerà a salire oltre la media della zona euro nei prossimi anni, trainato da un mercato del lavoro ancora solido. Nonostante l'aumento del costo del lavoro, il tasso di cambio effettivo reale è ancora in diminuzione, data la limitata possibilità delle imprese di trasferire sui consumatori gli aumenti salariali. Sul versante interno, il debito pubblico dovrebbe iniziare una traiettoria discendente dal 2013 e la Germania sta compiendo progressi nel conformarsi al parametro di riduzione del debito del patto di stabilità e crescita. L'indebitamento del settore privato e l'attività creditizia restano moderati. I prezzi delle abitazioni sono aumentati moderatamente, con aumenti più forti in alcune aree urbane. Per il futuro si prevede una rapida crescita degli investimenti immobiliari.

In conclusione, la Commissione in questa fase non condurrà un'analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Estonia: nella tornata precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per l'Estonia. Nel quadro di valutazione aggiornato, due indicatori superano la soglia indicativa, ossia la posizione patrimoniale netta sull'estero e la disoccupazione. Un terzo indicatore, quello del debito del settore privato, è ora sceso ampiamente al di sotto della soglia (133% del PIL nel 2011). Sul versante esterno, è stata completata la parte più consistente dell'aggiustamento molto drastico dei forti squilibri esterni accumulati nel triennio 2005-2007. Nel 2011 la posizione delle partite correnti ha continuato a registrare un consistente avanzo e si prevede che resterà prossima al pareggio a medio termine, sostenuta dagli aumenti delle quote del mercato delle esportazioni. Sebbene la posizione patrimoniale netta sull'estero negativa resti notevolmente al di sopra del livello di soglia, è in rapido miglioramento, rispecchiando il protrarsi dell'avanzo delle partite correnti e un effetto denominatore poiché il PIL nominale è in crescita costante. Inoltre, metà delle passività nette con l'estero sono composte da investimenti diretti esteri, che contribuiscono a limitare i rischi esterni legati alla liquidità; il debito estero netto è pari solo al 6% del PIL. Sebbene ancora elevato, l'indebitamento del settore privato è notevolmente diminuito nel biennio 2010-2011, sostenuto dalla riduzione in corso dell'indebitamento e dalla crescita del PIL. Di conseguenza, e sebbene la riduzione dell'indebitamento del settore privato possa presto arrestarsi, si ritiene che l'indebitamento del settore privato sia ulteriormente sceso nel 2012. Tuttavia, il debito privato relativamente alto può costituire un freno per la crescita a medio termine. Nel primo trimestre 2010 il tasso di disoccupazione ha toccato il suo massimo arrivando a quasi il 20%, ma è calato rapidamente al 10,2% nel secondo trimestre 2012. Si prevede un'ulteriore contrazione, sebbene più lenta, che rispecchia il riaffacciarsi dello squilibrio tra domanda e offerta di competenze nonché una crescita più moderata del prodotto. *In conclusione, la Commissione in questa fase non condurrà un'analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

Spagna: nel mese di maggio 2012 la Commissione era giunta alla conclusione che la Spagna stava registrando squilibri molto gravi, in particolare per quanto concerne gli sviluppi legati alla posizione sull'estero, ai livelli del debito del settore privato e al settore finanziario. Nel quadro di valutazione aggiornato, diversi indicatori superano la soglia indicativa, in particolare il disavanzo delle partite correnti, le quote del mercato delle esportazioni, la posizione patrimoniale netta sull'estero, il debito del settore privato, il debito della pubblica amministrazione e la disoccupazione. Sul piano estero il disavanzo delle partite correnti è migliorato nel contesto di una ripresa dei risultati delle esportazioni e del calo della domanda interna. L'indicatore resta al di sopra della soglia ma le partite correnti dovrebbero spostarsi verso il pareggio nei prossimi anni. La diminuzione del costo del lavoro per unità di prodotto e un certo deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale contribuiscono al recupero di parte della perdita di competitività accumulata durante il boom. Ciò ha contribuito a ridurre le perdite di quote del mercato delle esportazioni, sebbene l'indicatore superi ancora la soglia. Per quest'anno si prevede un'ulteriore riduzione del costo del lavoro per unità di prodotto e un contenimento della crescita nei prossimi anni. Sebbene sia in corso l'aggiustamento dei flussi, lo stock delle passività con l'estero resta significativo, come rispecchiato dalla posizione patrimoniale netta sull'estero fortemente negativa e dal debito estero netto. Ciò causa particolari preoccupazioni poiché l'economia spagnola è esposta al rischio di liquidità. Unito ad un debito pubblico in rapido aumento, l'elevato indebitamento del settore privato comporta notevoli pressioni alla riduzione del debito. Nel settore privato la riduzione dell'indebitamento è iniziata nel 2011 ed è destinata a proseguire, frenando quindi la ripresa

economica a causa di una domanda interna contenuta. Il settore bancario resta fragile a seguito della recessione del settore delle abitazioni e della costruzione e le controeazioni negative delle finanze pubbliche. L'indebolimento del settore bancario viene affrontato nell'ambito del programma di aggiustamento del settore finanziario che finanzia ufficialmente la ristrutturazione e la ricapitalizzazione delle banche spagnole. Nonostante il calo del costo del lavoro per unità di prodotto, il mercato del lavoro è peggiorato con la disoccupazione che ha toccato livelli record e continua ad aumentare, molto al di là della soglia, e la perdita di posti di lavoro. Ciò rappresenta un'ulteriore minaccia all'aggiustamento in corso, per gli effetti sulla riduzione dell'indebitamento, e ha anche un impatto negativo sul risanamento di bilancio. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio molto grave riscontrato nel mese di maggio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi e dei progressi nella correzione degli squilibri con un'analisi approfondita.*

Francia: nel mese di maggio 2012 la Commissione aveva concluso che la Francia stava registrando gravi squilibri, in particolare per quanto concerne gli sviluppi legati ai risultati delle esportazioni e alla competitività. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori superano la soglia indicativa, in particolare le quote del mercato delle esportazioni, il debito della pubblica amministrazione e quest'anno anche il debito del settore privato. Sul versante esterno, la Francia ha continuato a perdere quote del mercato delle esportazioni, anche se ad un ritmo più lento, e l'indicatore è ben al di sopra della soglia. Le perdite sono destinate a continuare in futuro se non verrà adottata un'azione politica decisa. Tali perdite si traducono nel graduale deterioramento della bilancia commerciale nonché del saldo delle partite correnti e in una posizione patrimoniale netta sull'estero negativa, sebbene le ultime due siano ancora al di sotto delle rispettive soglie indicative. Tale sviluppo è correlato al persistente deterioramento della competitività di prezzo e della competitività non di prezzo. L'indicatore del costo del lavoro per unità di prodotto è al di sotto della soglia ma, nonostante le misure adottate di recente per ridurre le imposte sul lavoro, per il futuro si prevede una crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nell'ordine della media della zona euro a breve termine, con l'implicazione che non sarebbero in vista aumenti relativi nel prossimo futuro. Il calo di redditività delle società francesi, che ha raggiunto livelli storicamente bassi nel 2011, pesa sulle loro potenzialità di investimento nonché sulla loro capacità di innovazione a discapito della competitività non basata sui prezzi. Inoltre, la bassa redditività delle imprese ne penalizza la capacità di riduzione dell'indebitamento e quindi contribuisce anche all'elevato debito complessivo del settore privato, che attualmente supera la soglia indicativa. Il tasso di disoccupazione è aumentato e se ne prevede lo spostamento al di sopra del livello di soglia nei prossimi anni. Il debito delle famiglie resta relativamente basso ma i prezzi delle abitazioni sono aumentati prima della crisi e anche nel 2011; la possibilità e le implicazioni di una correzione del mercato delle abitazioni vanno ulteriormente esplorate. L'aumento del livello del debito privato è particolarmente preoccupante in un contesto di debito della pubblica amministrazione ancora in aumento, attualmente prossimo al 90% del PIL. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio molto grave riscontrato nel mese di maggio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi e dei progressi nella correzione degli squilibri con un'analisi approfondita.*

Italia: nel mese di maggio 2012 la Commissione aveva concluso che l'Italia stava registrando gravi squilibri, in particolare per quanto concerne gli sviluppi legati ai risultati delle esportazioni, alla competitività e alle implicazioni del debito pubblico elevato. Nel quadro di valutazione aggiornato, due indicatori superano la soglia indicativa, ossia le perdite di quote del mercato delle esportazioni e il debito della pubblica amministrazione. In particolare, dall'adozione dell'euro si sono accumulate perdite sia della competitività di prezzo che della

competitività non di prezzo e ciò si traduce in una significativa perdita di quote del mercato delle esportazioni, nettamente superiore al livello della soglia. Tuttavia, il disavanzo delle partite correnti italiano va diminuendo e si prevede che la bilancia commerciale registrerà un avanzo nel 2012. Ciò si spiega soprattutto con il drastico calo delle importazioni, dato l'indebolimento della domanda interna nell'attuale recessione, ma anche con un risultato positivo delle esportazioni, specialmente verso partner non appartenenti all'UE. La bassa produttività resta il principale ostacolo ad un duraturo miglioramento della posizione competitiva dell'Italia e alle prospettive di crescita economica. Le riforme strutturali adottate di recente, volte a favorire la competitività sul mercato, a risolvere la segmentazione del mercato del lavoro, a rendere il sistema fiscale più favorevole alla crescita e a migliorare il contesto imprenditoriale, dovrebbero contribuire a ravvivare l'aumento della produttività a medio termine. Nel frattempo, i salari non rispondono ancora sufficientemente agli sviluppi della produttività. Si prevede un aumento del costo nominale del lavoro per unità di prodotto nei prossimi anni ad un tasso prossimo alla media della zona euro. Il debito pubblico elevato continua a rappresentare un pesante onere per l'economia italiana, specialmente alla luce delle prospettive di una crescita lenta. Sebbene i bassi tassi di crescita rendano più difficile il raggiungimento e il mantenimento dei consistenti avanzi primari necessari per riportare il rapporto debito pubblico/PIL su una traiettoria discendente in futuro, l'elevato onere fiscale, attuale e previsto, necessario per il servizio dell'elevato debito, frena la domanda interna e l'attività economica. Inoltre, nel contesto di un mercato finanziario frammentato lungo i confini nazionali, i tassi di interesse relativamente alti associati al premio di rischio paese incidono sulle condizioni di finanziamento del settore privato e aggravano i problemi di finanziamento del settore bancario nazionale. Un segnale positivo è costituito dal debito del settore privato, che resta relativamente contenuto in Italia. In particolare, la posizione finanziaria delle famiglie italiane è relativamente solida sebbene il loro tasso di risparmio sia in calo da oltre due decenni. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio grave riscontrato nel mese di maggio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi e dei progressi nella correzione degli squilibri con un'analisi approfondita.*

Cipro: nel mese di maggio 2012 la Commissione era giunta alla conclusione che Cipro stava registrando squilibri molto gravi, in particolare per quanto concerne gli sviluppi legati alla posizione sull'estero, alle finanze pubbliche e al settore finanziario. Nel quadro di valutazione aggiornato, diversi indicatori superano la soglia indicativa, ossia il disavanzo delle partite correnti, la posizione patrimoniale netta sull'estero, le quote del mercato delle esportazioni, i flussi di crediti al settore privato, il debito della pubblica amministrazione. Sul piano estero, l'indicatore del saldo delle partite correnti resta al di sopra della soglia negativa, nonostante un forte calo delle importazioni registrato di recente causato da una compressione della domanda interna. Guardando al futuro, le perdite di quote del mercato delle esportazioni sono dovute in particolare alla bilancia delle merci, che ha mantenuto la traiettoria discendente, mentre Cipro continua a registrare avanzi record della bilancia dei servizi. Nel complesso, si prevede una riduzione del disavanzo delle partite correnti per gli anni a venire. Recentemente le perdite della competitività basata sui prezzi e di costo sono diminuite, il blocco dei salari del settore pubblico ha contribuito a moderare i salari del settore privato e dei settori produttivi orientati all'esportazione. Tuttavia, non sono state attuate le riforme strutturali a sostegno di miglioramenti duraturi della competitività. Parallelamente, la posizione patrimoniale netta sull'estero negativa si sta rapidamente deteriorando, il che continua a suscitare preoccupazioni sulla sostenibilità della posizione esterna del paese. La posizione patrimoniale netta sull'estero si è deteriorata nel contesto dei disavanzi delle partite correnti ma anche a causa di perdite di valutazione sulle attività estere delle banche. Sul piano interno,

il settore privato altamente indebitato ha continuato a ridurre l'ampio debito in essere. Ciò è dimostrato anche dal notevole decremento registrato dall'indicatore dei flussi di credito al settore privato rispetto all'anno precedente. Il fatto che l'indicatore del credito rimanga superiore alla soglia è in primo luogo associato al processo in corso di rinegoziazione dei prestiti, dato che i prestiti rinegoziati sono considerati nuovi flussi invece che concessione di nuovi crediti. Per quanto riguarda le famiglie, al debito corrispondono attività consistenti, ma sono state penalizzate dal calo costante dei prezzi reali e nominali delle abitazioni. Il debito pubblico supera anche la soglia stabilita dal trattato e si prevede che aumenterà drasticamente. Al contempo, la disoccupazione cipriota di recente è aumentata notevolmente e si prevede che crescerà ulteriormente in futuro, indicando problemi strutturali oltre a fattori ciclici. Eventuali ulteriori ripercussioni dell'esposizione del settore bancario cipriota nei confronti della Grecia e l'ulteriore deterioramento dell'attività economica aggraveranno i rischi e renderanno l'aggiustamento strutturale più difficile. La situazione è ulteriormente aggravata dalle controreazioni negative tra gli sviluppi del settore delle abitazioni e il settore finanziario e le finanze pubbliche. Anche il settore finanziario cipriota è tra i più indebitati dell'intera UE. Dopo la richiesta del finanziamento ufficiale il 25 giugno 2012, Cipro sta attualmente negoziando un programma di politiche economiche per risolvere i propri problemi finanziari, fiscali e strutturali. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto del grave squilibrio riscontrato nel mese di maggio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi e dei progressi nella correzione degli squilibri con un'analisi approfondita.*

Lettonia: nella tornata precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per la Lettonia. Nel quadro di valutazione aggiornato, due indicatori superano la soglia indicativa, ossia la posizione patrimoniale netta sull'estero e la disoccupazione. Dopo un accumulo di squilibri esterni e una battuta d'arresto tra il 2008 e il 2009, la competitività esterna è sostanzialmente migliorata grazie al processo di aggiustamento interno, che ha compreso tagli occupazionali e retributivi, risanamento dei conti pubblici, riduzione dell'indebitamento nel settore privato e una vasta gamma di riforme strutturali volte a favorire la crescita. Dopo un ritorno a tassi di crescita elevati nel 2011-12, il saldo delle partite correnti è tornato a un moderato disavanzo che dovrebbe persistere nei prossimi anni. Le passività nette del paese, misurate dalla posizione patrimoniale netta sull'estero, mantengono una traiettoria discendente sebbene da un livello relativamente alto. La posizione patrimoniale netta sull'estero fortemente negativa, è attribuibile in larga misura allo stock netto degli investimenti diretti esteri (circa metà della posizione patrimoniale netta sull'estero), mentre la componente del debito estero sta rapidamente diminuendo. Dopo il completamento del programma di assistenza della bilancia dei pagamenti all'inizio del 2012, i rendimenti del debito sovrano sono costantemente calati, il che contribuisce a ridurre ulteriormente i rischi della posizione sull'estero del paese. Per quanto riguarda gli indicatori interni, il debito pubblico si è stabilizzato a livelli leggermente superiori al 40% del PIL, mentre i prezzi delle abitazioni e la crescita del credito sono in lenta ripresa dalla brusca correzione registrata durante la crisi. Nonostante la ripresa, i prezzi delle abitazioni restano ben al di sotto dei livelli precedenti alla crisi del 2005-07, mentre solo nel segmento delle nuove costruzioni si osserva un rimbalzo più significativo. Nel settore finanziario, i prestiti commerciali in termini di crediti di nuova approvazione sono attualmente stabili nel settore delle famiglie e lievemente in aumento nel segmento delle imprese. Il rapporto debito/PIL del settore privato ha continuato a scendere al 125% del PIL nel 2011 ma gli investimenti privati, tuttavia, sono aumentati a un tasso elevato aiutati da solidi utili delle imprese. Il tasso di disoccupazione resta ben al di sopra della media UE e della soglia indicativa ma sta gradualmente abbassandosi, una tendenza che dovrebbe proseguire nei prossimi anni, aiutata dalla ripresa e da politiche attive del mercato del lavoro. Il basso tasso di offerte di impiego

non indica carenze strutturali significative nel mercato del lavoro fintantoché sia il tasso di attività che quello di occupazione sono in aumento. *In conclusione, la Commissione in questa fase non condurrà un'analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

Lituania: nella tornata precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per la Lituania. Nel quadro di valutazione aggiornato, due indicatori superano la soglia indicativa, ossia la posizione patrimoniale netta sull'estero e la disoccupazione. La Lituania ha continuato ad acquisire quote del mercato delle esportazioni con una diminuzione del tasso di cambio effettivo reale e a seguito della riduzione sostanziale degli oneri salariali. Il costo del lavoro per unità di prodotto è diminuito ma si prevede un graduale aumento nei prossimi anni. Sebbene l'indicatore delle partite correnti sia prossimo al pareggio, la forte domanda interna ha stimolato le importazioni e una bilancia commerciale negativa ha spinto il saldo delle partite correnti nuovamente in disavanzo quasi del 4% del PIL, coperto principalmente da trasferimenti di bilancio UE e investimenti diretti esteri. Nel frattempo, i dati a settembre 2012 indicano che il disavanzo delle partite correnti si sta riducendo e dovrebbe stabilizzarsi in futuro. La posizione patrimoniale netta sull'estero è migliorata ma resta negativa e supera la soglia indicativa. Il debito estero netto, che tiene conto della stabilità del finanziamento attraverso gli investimenti diretti esteri, è molto diminuito. Inoltre, il debito pubblico resta moderato e il settore privato ha continuato a ridurre il debito; la crescita del credito nazionale è stata negativa per le famiglie mentre è diventata leggermente positiva per le società non finanziarie e il governo. Dopo una significativa correzione negli anni scorsi, i prezzi delle abitazioni sono stabili in termini reali. Tuttavia, la disoccupazione rimane motivo di preoccupazione ed è probabile che resti a doppia cifra nei prossimi anni, sebbene sia in calo dal 2011 e sia destinato a ridursi ulteriormente. *In conclusione, la Commissione in questa fase non condurrà un'analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

Lussemburgo: nella tornata precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per il Lussemburgo. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori superano la soglia indicativa, ossia l'avanzo delle partite correnti, il costo del lavoro per unità di prodotto, il debito del settore privato e, quest'anno, anche l'indicatore relativo alle quote del mercato delle esportazioni. Sul versante esterno, si prevede una riduzione del forte e persistente disavanzo delle partite correnti, superiore alla soglia indicativa, nei prossimi anni. Non sembra essere collegato a una domanda interna eccessivamente contenuta, ma deriva essenzialmente dall'altissima concentrazione di attività economiche in Lussemburgo, soprattutto nel settore finanziario, attratte da un contesto complessivamente favorevole (compreso il sistema fiscale). Pur essendo improbabile che l'avanzo delle partite correnti costituisca uno squilibrio dannoso per il Lussemburgo o per i suoi partner, nasconde un disavanzo costante della bilancia delle merci, che rispecchia perdite delle quote complessive del mercato delle esportazioni. Allo stesso tempo il Lussemburgo continua ad acquisire quote del mercato delle esportazioni nel settore di servizi. L'evoluzione del costo nominale del lavoro per unità di prodotto è la probabile causa del fiacco risultato degli scambi di merci; in effetti, dal 2000 il costo nominale del lavoro per unità di prodotto è aumentato più rapidamente che nella zona euro e oltre cinque volte più rapidamente che in Germania. Inoltre, si prevede che il costo del lavoro per unità di prodotto aumenterà a un tasso superiore a quello della zona euro nei prossimi anni, nonostante le misure adottate di recente dal governo in materia di retribuzioni. L'elevato indebitamento del settore privato è ascrivibile principalmente a grandi operazioni di assunzione e concessione di prestiti in seno a società non finanziarie internazionali, piuttosto che ad un indebitamento eccessivo del settore

privato. Il livello del debito delle famiglie è relativamente contenuto e principalmente collegato a prestiti immobiliari. Il tasso di crescita dei prezzi delle abitazioni, pur accumulando un forte aumento negli ultimi dieci anni, sta ora rallentando e rispecchia perlopiù l'interazione tra forte domanda e offerta limitata. Infine, sebbene il settore finanziario resti nel complesso solido, la crisi finanziaria sembra averne intaccato il potenziale di crescita. Data la considerevole entità rispetto all'economia complessiva, sorge un dubbio sull'impatto di un settore meno dinamico per l'occupazione e la sostenibilità delle finanze pubbliche. *In conclusione, la Commissione in questa fase non condurrà un'analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

Ungheria: nel mese di maggio 2012 la Commissione aveva concluso che l'Ungheria stava registrando gravi squilibri, in particolare per quanto riguardava gli sviluppi legati alla posizione patrimoniale netta sull'estero e alle implicazioni del debito pubblico elevato. Nel quadro di valutazione aggiornato, diversi indicatori superano la soglia indicativa, ossia, come l'anno scorso, la posizione patrimoniale netta sull'estero e il debito pubblico; quest'anno anche gli indicatori relativi al tasso di disoccupazione e al debito del settore privato sono leggermente superiori alla soglia. Tuttavia, gli squilibri esterni sono stati ridotti, e le partite correnti registrano un avanzo per il terzo anno consecutivo e la posizione patrimoniale netta sull'estero è in costante miglioramento, pur restando nettamente al di sopra della soglia. Si prevede che la situazione resterà invariata anche nei prossimi due anni. L'inversione di tendenza delle partite correnti è stata determinata principalmente dal calo della domanda interna; la competitività delle esportazioni non ha subito variazioni significative. Dopo una marcata flessione nel corso della recessione del 2009, il deficit del reddito dei fattori di produzione ha iniziato nuovamente a espandersi, sebbene resti inferiore ai livelli precedenti alla crisi. Entrambe le questioni indicano la parziale ciclicità della correzione esterna. La riduzione dell'indebitamento del settore privato è necessaria a correggere gli squilibri soprattutto nel settore delle famiglie. Sebbene ciò stia avvenendo, la rapida flessione del credito alle imprese, in un contesto caratterizzato da incertezza politica e oneri straordinari per il settore finanziario, ha contribuito a tassi di investimento storicamente bassi, che a loro volta hanno eroso il potenziale di crescita del paese. Gli investimenti sono destinati a diminuire ulteriormente nel 2012 e dovrebbero stabilizzarsi solo nei prossimi anni. Il debito pubblico in lieve calo, ma ancora elevato, unito a politiche aventi un impatto negativo sul contesto imprenditoriale comportano un aumento delle vulnerabilità, rispecchiato anche in costi di finanziamento relativamente elevati, sia per il settore pubblico che per quello privato. L'aumento del tasso di disoccupazione può essere meno preoccupante di quanto indicato dai dati, considerato che rispecchia principalmente un aumento del tasso di partecipazione con il ritorno dell'occupazione ai livelli precedenti alla crisi. Nel mese di novembre 2011 il governo ha formalmente chiesto l'avvio di negoziati sull'assistenza finanziaria a titolo precauzionale. Tuttavia, i negoziati non hanno registrato significativi progressi. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio molto grave riscontrato nel mese di maggio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi e dei progressi nella correzione degli squilibri con un'analisi approfondita.*

Malta: nella tornata precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per Malta. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori superano la soglia indicativa, ossia il debito del settore privato, il saldo delle partite correnti e il debito pubblico. L'indebitamento del settore privato supera il 200% del PIL, il che rispecchia soprattutto l'elevata crescita del credito alle società non finanziarie durante gli anni del boom. Tuttavia, il settore privato non sembra eccessivamente indebitato attualmente, dato che le famiglie e le imprese dispongono di consistenti attività finanziarie e che la

struttura delle scadenze del loro debito è relativamente favorevole: circa due terzi è a lungo termine. Le partite correnti hanno registrato consistenti disavanzi nell'ultimo decennio, ma gli sviluppi recenti indicano che è in corso una correzione, rispecchiata anche dalle acquisizioni di quote del mercato delle esportazioni, grazie a un aumento dei risparmi e a incrementi più moderati del costo del lavoro per unità di prodotto. Nei prossimi anni si prevede che le partite correnti rimangano in leggero avanzo e che il costo del lavoro per unità di prodotto aumenti ad un tasso prossimo alla media della zona euro. Inoltre, la sostenibilità della posizione sull'estero di Malta beneficia della propria posizione creditoria netta sull'estero e della posizione patrimoniale netta sull'estero. Tuttavia, data la considerevole entità degli stock, la vulnerabilità degli stessi agli sviluppi sfavorevoli va attentamente controllata. Il settore finanziario è molto esteso in proporzione all'economia interna, con passività totali prossime al 900% del PIL nel 2011. Il tasso di crescita delle passività finanziarie totali ha superato la soglia indicativa svariate volte nello scorso decennio e di conseguenza la crescita accumulata nel 2011 supera notevolmente la media della zona euro. I rischi di controeazioni negative appaiono limitati a causa del fatto che una buona parte di tali afflussi ha riguardato banche con orientamento internazionale e poco esposte all'economia interna. Tuttavia, nelle attuali condizioni di deterioramento dell'economia, un rigoroso controllo del sistema bancario nazionale è richiesto dall'esposizione elevata al mercato fondiario, che ha registrato una crescita dei prezzi molto dinamica, seguita da una correzione relativamente limitata nell'ultimo decennio, e dal basso livello degli accantonamenti per perdite di valore dei crediti. *In conclusione, la Commissione ritiene utile procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi in un'analisi approfondita per verificare l'esistenza di squilibri.*

Paesi Bassi: nella tornata precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per i Paesi Bassi. Nel frattempo, come illustrato nelle ultime previsioni della Commissione, si è avuto un deterioramento delle prospettive di crescita legate alla domanda interna. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori superano la soglia indicativa, ossia l'avanzo delle partite correnti, la quota del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato e il debito pubblico. Sul versante esterno, i forti e persistenti avanzi delle partite correnti, ben superiori alla soglia indicativa, sono principalmente determinati dalla bilancia commerciale, compresi i risultati positivi delle esportazioni nette di gas. Gli avanzi sono inoltre attribuibili in misura crescente a un aumento dell'avanzo della bilancia dei servizi e all'aumento del reddito dagli investimenti esteri diretti, sebbene i Paesi Bassi abbiano perso quote del mercato delle esportazioni superiori alla soglia indicativa. Ciò rispecchia, in particolare, l'andamento positivo degli utili di provenienza estera, che favoriscono il risparmio delle società non finanziarie. In risposta a tali tendenze, la posizione patrimoniale netta sull'estero dei Paesi Bassi è notevolmente migliorata negli ultimi anni. Guardando al futuro le previsioni disponibili indicano un ulteriore aumento dell'avanzo delle partite correnti a circa il 10% del PIL. Perdite moderate di competitività dei beni e servizi di produzione nazionale sono state ampiamente compensate da dinamismo delle riesportazioni. Le perdite complessive di quote del mercato delle esportazioni sono state moderate. L'indicatore del costo del lavoro per unità di prodotto è inferiore alla soglia, e si prevede che nel breve periodo aumenti in linea con la media della zona euro. I rischi per l'economia dei Paesi Bassi riguardano soprattutto il mercato delle abitazioni e l'elevato debito privato delle famiglie, di conseguenza l'indicatore del debito del settore privato è nettamente superiore alla soglia indicativa. Sebbene le famiglie abbiano una solida posizione finanziaria netta, il rapporto tra debito/attività continua ad aumentare e costituisce una fonte di rischio per la situazione finanziaria delle famiglie. L'elevato debito ipotecario delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è dovuto in gran parte degli incentivi fiscali, che per molti anni hanno incoraggiato le famiglie a contrarre mutui elevati, e alle innovazioni finanziarie che

consentono loro un più facile accesso al credito. Ciò ha contribuito all'aumento dei prezzi delle abitazioni. Tuttavia, dalla crisi, i prezzi delle abitazioni sono scesi. Nello scorso anno la riduzione è stata più drastica e la flessione è destinata a proseguire per qualche tempo. Sebbene il governo entrante abbia deciso misure di riforma, le previsioni del mercato delle abitazioni sono destinate a restare sfavorevoli finché le prospettive economiche resteranno incerte. Tutto ciò ha un impatto sull'economia reale attraverso effetti sulla ricchezza e sulla fiducia nonché, indirettamente, sul settore finanziario, con l'implicazione che i rischi in questione andrebbero attentamente monitorati. *In conclusione, la Commissione ritiene utile procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi in un'analisi approfondita per verificare l'esistenza di squilibri.*

Austria: nella tornata precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per l'Austria. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori superano la soglia indicativa, ossia la variazione delle quote del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato e il debito della pubblica amministrazione. Le quote del mercato delle esportazioni detenute in totale dall'Austria sono diminuite dell'11½% tra il 2006 e il 2011, ma la perdita di quote di mercato sembra essersi arrestata nel 2011. Gli indicatori del tasso di cambio effettivo reale e del costo del lavoro per unità di prodotto non indicano problemi di competitività di prezzo e di costo e si prevede che la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto resterà nettamente al di sotto della soglia indicativa nel triennio 2012-2014. L'Austria ha mantenuto una solida posizione in termini di produttività assoluta (PIL usando lo standard di potere d'acquisto per persona occupata) nonché di esportazioni per persona occupata. Tuttavia, di recente si è registrata una riduzione dell'avanzo delle partite correnti, avvenuta piuttosto improvvisamente nel 2010-2011, mentre le esportazioni sono rimaste al livello di precedente alla crisi. Tutto ciò costituisce un avvertimento rispetto a una valutazione troppo favorevole della situazione e potrebbe segnalare la necessità di migliorare la capacità dell'economia austriaca di innovare e diversificare. Guardando al futuro, si prevede che l'avanzo resterà solido poiché le esportazioni nette stanno gradualmente riacquistando forza. Inoltre, il debito della pubblica amministrazione è su livelli elevati, al 72,3% del PIL. Sebbene questo paese sembri sulla strada giusta verso la correzione del disavanzo eccessivo, non si prevede una diminuzione del rapporto debito/PIL prima del 2014 e questa richiederà uno sforzo fiscale prolungato. Pur contenendo il rischio di controeazioni negative tra il governo e il settore finanziario, il processo di ristrutturazione delle banche nazionalizzate è ancora soggetto a un certo grado di rischio di ritardi. L'indebitamento del settore privato si è spostato leggermente oltre la soglia indicativa nel 2010 a seguito di un significativo aumento delle passività delle imprese nel corso di diversi anni. Nel 2011 le passività finanziarie sia delle famiglie che delle imprese sono cresciute più lentamente del PIL. La crescita del credito del settore privato si è affievolita nel corso del 2011 e ulteriormente nel 2012, poiché l'assunzione di prestiti da parte delle imprese e delle famiglie è stata contenuta. Da una parte, le società hanno accumulato molti fondi propri; dall'altra, gli investimenti e la domanda dei consumatori hanno subito un rallentamento. Di conseguenza, nel 2011 l'indice di indebitamento ha superato solo marginalmente al di sopra della soglia, al 160,7% del PIL, ed è probabile che diminuisca ulteriormente se la domanda di credito resta debole. *In conclusione, la Commissione in questa fase non condurrà un'analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

Polonia: nella tornata precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per la Polonia. Nel quadro di valutazione aggiornato, due indicatori superano la soglia indicativa, ossia il saldo delle partite correnti e la posizione patrimoniale

netta sull'estero. Il disavanzo delle partite correnti, leggermente superiore alla soglia, è stato ampiamente finanziato da investimenti diretti esteri relativamente stabili e afflussi di fondi UE, che sostengono l'espansione della produzione orientata all'esportazione e lo sviluppo di una moderna rete infrastrutturale di trasporto. Inoltre, il disavanzo delle partite correnti dovrebbe gradualmente ridursi nel prossimo futuro a seguito dell'indebolimento della domanda interna che determina una compressione delle importazioni e un miglioramento della competitività di costo. Sebbene la posizione patrimoniale netta sull'estero sia al di sopra della soglia, il debito estero netto è più contenuto, nonostante la crescente dipendenza del debito sovrano dai detentori esteri possa costituire una fonte di rischio. Tra il 2006 e il 2008 si sono verificate perdite limitate di competitività di prezzo, determinate da un aumento del tasso di cambio nominale, ma la tendenza si è in una certa misura invertita dal 2009, con l'amplificazione della volatilità determinata dall'aumento dell'avversione globale al rischio e il conseguente deprezzamento della valuta nazionale. Nonostante tali perdite, la Polonia ha registrato forti acquisizioni di quote del mercato delle esportazioni, seppur in calo, e aumenti contenuti del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, che dovrebbero ulteriormente moderarsi con il peggioramento della situazione del mercato del lavoro. Inoltre, la percentuale del debito privato sul PIL resta moderata, nonostante una consistente crescita del credito tra il 2006 e il 2009. In passato, una parte consistente dei nuovi prestiti, specialmente mutui, era solitamente in valuta estera, il che aumentava i rischi di stabilità del settore bancario e delle famiglie, in particolare nei recenti periodi di volatilità e deprezzamento della valuta. Tuttavia, la crescita complessiva del credito è notevolmente rallentata e l'offerta di nuovi prestiti in valuta estera è drasticamente calata tra il 2010 e il 2012. I prezzi delle abitazioni sono costantemente scesi dal 2008, sebbene a un ritmo moderato, e le ripercussioni sul settore finanziario sono state tollerabili, con prestiti in sofferenza originati soprattutto nel settore delle imprese e del credito al consumo. *In conclusione, la Commissione in questa fase non condurrà un'analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

Slovenia: nel mese di maggio 2012 la Commissione era giunta alla conclusione che la Slovenia stava registrando gravi squilibri macroeconomici, in particolare per quanto riguarda gli sviluppi relativi alla riduzione dell'indebitamento del settore delle imprese, la stabilità bancaria e in una certa misura anche alla competitività esterna. Da allora la Slovenia ha compiuto qualche progresso nella ricapitalizzazione delle banche e nel risanamento di bilancio ma la situazione resta fragile. Nel quadro di valutazione aggiornato, due indicatori superano la soglia indicativa, ossia la posizione patrimoniale netta sull'estero e, quest'anno, le variazioni delle quote del mercato delle esportazioni. Sul versante esterno, la posizione patrimoniale netta sull'estero resta al di sopra della soglia indicativa. In assenza di grandi variazioni di valutazione, l'aumento previsto dell'avanzo delle partite correnti dovrebbe ridurre questo squilibrio. L'indicatore del costo del lavoro per unità di prodotto non è più al di sopra della soglia indicativa, grazie alla stabilità costante dei salari nominali unita alla crescita continuata della produttività del lavoro e tale tendenza è destinata a continuare. Allo stesso tempo l'indicatore delle perdite di quote del mercato delle esportazioni si è spostato marginalmente poco oltre la soglia. Tuttavia la Slovenia è più vulnerabile di quanto indichino gli indicatori a causa dei notevoli rischi derivanti dal sistema bancario e dalle difficoltà del processo di riduzione dell'indebitamento in corso, non pienamente segnalati dal calo moderato del nuovo indicatore sulle passività del settore finanziario. Il settore della costruzione si è contratto fino a diventare una frazione di quella che era la sua entità prima della crisi, ma i prezzi elevati delle abitazioni e i bassi volumi di negoziato indicano che il mercato delle abitazioni non è ancora in fase di miglioramento. Ciò può comportare ulteriori potenziali aggiustamenti, in particolare per quanto riguarda le valutazioni delle garanzie reali.

Le società non finanziarie restano eccessivamente indebitate e gli incagli in questo segmento continuano a pesare sul settore bancario. Infine, in un contesto di particolare stress da finanziamento del debito sovrano, le difficoltà di attuazione effettiva delle riforme costituiscono una fonte costante di vulnerabilità. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio molto grave riscontrato nel mese di maggio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame dei possibili rischi e dei progressi nella correzione degli squilibri con un'analisi approfondita.*

Slovacchia: nella tornata precedente della procedura per gli squilibri macroeconomici non sono stati riscontrati squilibri per la Slovacchia. Nel quadro di valutazione aggiornato, due indicatori superano la soglia indicativa, ossia la posizione patrimoniale netta sull'estero e il tasso di disoccupazione. Nel 2011 la posizione patrimoniale netta sull'estero ha registrato un miglioramento marginale, ma gran parte delle passività con l'estero riguardano strumenti non legati al debito (in particolare gli investimenti diretti esteri, rivolti principalmente verso settori produttivi orientati all'esportazione). Il miglioramento della posizione della bilancia delle merci e di quella dei servizi e l'aumento dei deflussi di reddito hanno contribuito dal 2009 alla stabilità del saldo delle partite correnti. Grazie a una solida crescita dell'esportazione manifatturiera, la bilancia commerciale e le partite correnti dovrebbero migliorare a partire dal 2012. Gli indicatori del tasso di cambio effettivo reale e il costo nominale del lavoro per unità di prodotto sono attualmente al di sotto delle rispettive soglie, dato che l'impatto della forte rivalutazione nominale precedente all'adozione dell'euro e il calo della produttività indotto dalla recessione nel 2009 stanno venendo meno. In previsione di una disoccupazione destinata a restare ben al di sopra del livello precedente alla crisi nei prossimi anni, le pressioni sui salari dovrebbero di conseguenza restare sotto controllo. Il continuo sviluppo relativamente favorevole degli indicatori della competitività si rispecchia anche in un costante aumento della produttività del lavoro e delle quote del mercato delle esportazioni. Il settore bancario, in gran parte di proprietà estera, ha evitato di espandersi molto nella concessione di prestiti, il che ha risparmiato alla Slovacchia un'eccessiva crescita del credito e ha contribuito a un relativo contenimento del debito pubblico e privato. Tuttavia il rapporto debito pubblico/PIL è notevolmente aumentato negli ultimi anni. Il tasso di disoccupazione – nettamente superiore alla soglia – resta uno dei problemi strutturali più pressanti che penalizzano l'economia nazionale. Il persistere di una disoccupazione elevata rispecchia la mancanza di miglioramenti nel mercato del lavoro dallo scoppio della crisi nonché persistenti e forti disparità regionali in termini di crescita economica e occupazione. *In conclusione, la Commissione in questa fase non condurrà un'analisi approfondita nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.*

Finlandia: nel mese di maggio 2012 la Commissione aveva concluso che la Finlandia stava registrando squilibri macroeconomici, in particolare per quanto concerne gli sviluppi legati alla competitività. Una serie di indicatori del quadro di valutazione superano la soglia indicativa, ossia le variazioni delle quote del mercato delle esportazioni, il costo del lavoro per unità di prodotto, il debito del settore privato e il tasso di crescita delle passività del settore finanziario. Sul versante esterno, persistono i problemi di competitività, dato che la Finlandia continua a registrare forti perdite di quote del mercato delle esportazioni, sebbene ad un ritmo più lento rispetto ai drastici cali del 2009-2010. Prima del 2009 la Finlandia aveva registrato moderate perdite annue di quote del mercato delle esportazioni, intervallate a volta da leggeri aumenti. Tuttavia, nel biennio 2009-2010 si sono registrate pesanti perdite, seguite nel 2011 da ulteriori perdite, anche se ad un ritmo inferiore. Il calo delle quote del mercato delle esportazioni della Finlandia è dovuto in parte a problemi connessi con fattori relativi alla competitività non legata al prezzo e alla riduzione delle esportazioni nel settore

dell'elettronica. Tale evoluzione è stata accompagnata da un aumento del costo nominale del lavoro per unità di prodotto e da una graduale trasformazione dell'avanzo delle partite correnti in leggero disavanzo nel 2011. Si prevede che il costo del lavoro per unità di prodotto sia destinato a crescere più rapidamente della media della zona euro e il disavanzo delle partite correnti a permanere e, in una certa misura, ad aumentare. Sul piano interno, l'economia appare più equilibrata rispetto allo scorso anno: il debito del settore privato (delle società non finanziarie) è in diminuzione ma resta ancora superiore alla soglia. È iniziata la riduzione dell'indebitamento del settore delle società non finanziarie, la riduzione dell'indebitamento delle famiglie dovrebbe iniziare gradualmente nel 2013. Nel frattempo i prezzi reali delle abitazioni, che nel 2010 avevano superato la soglia indicativa, nel 2011 sono invece lievemente diminuiti, confermando la valutazione dell'esame approfondito di un rischio limitato di surriscaldamento del mercato delle abitazioni. Il settore finanziario si conferma forte, con solide posizioni di solvibilità mentre la liquidità potrebbe migliorare. Sebbene si sia registrato un forte aumento delle passività finanziarie del settore finanziario, parte del tasso di crescita è ascrivibile alla decisione di un istituto finanziario di centralizzare i derivati nella controllata finlandese. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di maggio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

Svezia: nel mese di maggio 2012 la Commissione aveva concluso che la Svezia stava registrando squilibri macroeconomici, in particolare per quanto concerne gli sviluppi legati al debito del settore privato e al mercato delle abitazioni. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori superano la soglia indicativa, ossia l'avanzo delle partite correnti, la variazione delle quote del mercato delle esportazioni e il debito del settore privato. L'avanzo delle partite correnti è in calo dal 2007 e se ne prevede l'ulteriore riduzione a medio termine. I forti avanzi rispecchiano norme fiscali ambiziose ed elevati risparmi previdenziali da parte delle famiglie, piuttosto che politiche che frenerebbero artificialmente la domanda interna. Le significative perdite di quote del mercato delle esportazioni registrate tra il 2005 e il 2009 sono notevolmente diminuite nel 2010-2011. Tali perdite non appaiono determinate da un andamento sfavorevole dei prezzi e dei costi a livello nazionale, dato che i prezzi e il costo del lavoro per unità di prodotto sono aumentati più lentamente rispetto ai principali partner commerciali del paese. Come per altri Stati membri le perdite riflettono piuttosto l'integrazione nel mercato mondiale di economie in rapida crescita. Guardando al futuro, il costo del lavoro per unità di prodotto è destinato ad aumentare moderatamente. Sul piano interno, l'alto livello del debito privato supera notevolmente la soglia e merita attenzione. Il debito delle imprese è stato in una certa misura corretto tra il 2009 e il 2011 ma resta elevato pur escludendo i prestiti intersocietari. Il livello del debito delle famiglie comporta, nonostante alcuni fattori di mitigazione, un aumento del rischio per la stabilità macroeconomica rendendo la situazione finanziaria delle famiglie più sensibile agli shock negativi. Nonostante la stabilizzazione dei prezzi delle abitazioni nel 2011 e sebbene l'esame approfondito del 2012 non abbia riscontrato alcun disallineamento significativo dei prezzi delle abitazioni, i precedenti aumenti degli stessi invitano alla cautela. Il mercato delle abitazioni è ancora soggetto a sviluppi non equilibrati a causa di politiche che tendono a spingere verso l'alto i prezzi e contribuiscono all'aumento del debito delle famiglie. Nonostante l'alto livello del debito privato, i rischi delle banche sono contenuti dalla loro elevata capitalizzazione e dalle riserve di liquidità, da una buona capacità di indebitamento delle società e delle famiglie e da un periodo prolungato caratterizzato da tassi di inadempimento molto bassi. D'altro canto, il livello elevato del debito privato rende le banche svedesi più vulnerabili a una possibile perdita di fiducia degli investitori nell'eventualità di un calo maggiore dei prezzi delle abitazioni. Nel breve-medio termine, il rapporto debito/PIL e i

prezzi nominali delle abitazioni resteranno probabilmente ampiamente stabili in vista di un rallentamento del credito alle famiglie e alle imprese e della recente azione politica sul mercato delle abitazioni. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di maggio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

Regno Unito: nel mese di maggio 2012 la Commissione era giunta alla conclusione che il Regno Unito stava registrando squilibri macroeconomici, in particolare per quanto riguarda gli sviluppi relativi al debito delle famiglie, al mercato delle abitazioni e, in una certa misura, anche alla competitività esterna. Nel quadro di valutazione aggiornato, una serie di indicatori superano la soglia indicativa, ossia la variazione delle quote del mercato delle esportazioni, il debito del settore privato e il debito della pubblica amministrazione. Sul versante esterno, tra il 2007 e il 2008 le quote del mercato delle esportazioni hanno registrato forti perdite che hanno spinto l'indicatore ben al di sopra della soglia, rimanendo però stabili nel 2011. Il disavanzo delle partite correnti nel 2011 è stato pari all'1,9% del PIL, contribuendo a mantenere l'indicatore sotto la soglia. Tuttavia, il saldo delle partite correnti probabilmente si deteriorerà nel 2012 a causa di rendimenti commerciali netti minori del previsto nel 2012, a loro volta ascrivibili alla debole domanda estera e a importazioni sorprendentemente vivaci. Tuttavia, nei prossimi anni si prevede un assottigliamento del disavanzo dato che l'economia continua a riequilibrarsi lentamente rispetto alle esportazioni nette, pur in presenza di un forte e persistente disavanzo della bilancia delle merci. Il Regno Unito continua ad affrontare importanti sfide strutturali nel miglioramento dell'andamento degli scambi. Tra di esse la necessità di favorire la produttività e la competitività non basata sul prezzo del settore produttore di beni, a sostegno del dinamismo precedente alla crisi delle esportazioni di servizi e per proseguire il riorientamento delle esportazioni verso i mercati a rapida crescita. La posizione netta sull'estero del Regno Unito è leggermente negativa ma nel 2011 la posizione patrimoniale netta sull'estero ha registrato un miglioramento. Per quanto concerne l'interno, le famiglie hanno proseguito la graduale riduzione del debito mentre l'attività del mercato delle abitazioni è rimasta depressa e il credito al settore privato anemico. Tuttavia, il debito del settore privato è ancora nettamente al di sopra della soglia dell'indicatore. La riduzione del debito potrebbe perdere slancio in caso di ripresa dell'economia poiché un'offerta di abitazioni ristretta comporta prezzi delle abitazioni che resteranno probabilmente alti a medio termine e il debito ipotecario potrebbe tornare a salire una volta migliorate le condizioni creditizie. In alternativa, se i prezzi delle abitazioni dovessero calare drasticamente, potrebbero incidere sulla spesa al consumo e creare rischi per i prestatori. Il livello elevato e crescente del debito pubblico resta un motivo di preoccupazione e, sebbene si preveda la graduale diminuzione del disavanzo pubblico, il ritmo dei progressi nel risanamento di bilancio è diminuito a fronte di una crescita economica debole. Infine, il riassetto della situazione finanziaria del settore finanziario – tra i più indebitati dell'UE – implica che le passività delle banche non sono destinate a espandersi rapidamente, sebbene la scarsità del credito a sua volta stia frenando la crescita economica e quindi l'avanzamento del risanamento fiscale. *In conclusione, la Commissione, anche tenendo conto dello squilibrio riscontrato nel mese di maggio, ritiene utile procedere ad un ulteriore esame per verificare la persistenza degli squilibri o la loro correzione.*

4. CONCLUSIONI

Squilibri macroeconomici, come disavanzi e avanzi con l'estero forti e persistenti e l'aumento del debito pubblico e privato, hanno contribuito ad aggravare la crisi. La seconda attuazione della procedura per gli squilibri economici avviene in un contesto di perduranti tensioni finanziarie, di incertezza e di prospettive di crescita ridotte. La correzione degli squilibri

determina lo scenario economico. Gli Stati membri proseguono l'aggiustamento all'impatto della crisi, sebbene i rispettivi problemi e gli effetti di ricaduta che li colpiscono differiscano in termini di portata e gravità. Come spiegato dalla Commissione nell'analisi annuale della crescita⁷, oltre alla correzione dei profondi squilibri accumulatisi negli anni precedenti, l'Unione e gli Stati membri devono far fronte ai problemi interconnessi della crescita debole e dell'elevato tasso di disoccupazione, garantendo la sostenibilità delle finanze pubbliche e ripristinando la stabilità del sistema finanziario. Un mercato unico correttamente funzionante contribuisce anche ad accrescere il potenziale di crescita e la correzione degli squilibri⁸.

L'aggiustamento degli squilibri macroeconomici è in corso in molti Stati membri, soprattutto in quelli che hanno registrato elevati disavanzi con l'estero e profondi squilibri della situazione finanziaria di famiglie e/o imprese e nel settore pubblico. Questo processo è ancora lungi dall'essere concluso e in alcuni Stati membri ha determinato nel breve termine un aumento significativo dei livelli di disoccupazione e una riduzione del livello dell'attività economica.

Nella tornata precedente la Commissione aveva individuato dodici Stati membri che giustificavano un'analisi approfondita⁹ e in tutti questi casi è stata confermata l'esistenza di squilibri nel quadro della parte preventiva della procedura per gli squilibri macroeconomici. L'approccio ad ampio raggio adottato era dovuto al fatto che quella dello scorso anno era la prima applicazione della sorveglianza nel quadro della presente procedura e che pertanto si doveva tener conto anche dell'aggiustamento rispetto a squilibri accumulatisi precedentemente. Alcuni Stati membri devono correggere gli squilibri accumulati sia a livello interno che esterno. Essi dovranno ridurre l'elevato livello di indebitamento complessivo e riconquistare la competitività in modo da migliorare le prospettive di crescita e il risultato delle esportazioni. L'analisi approfondita consentirà di valutare i fattori trainanti della produttività, della competitività e dell'andamento degli scambi nonché le implicazioni del livello di indebitamento accumulato e il grado dei relativi squilibri in diversi Stati membri. Alcuni paesi registrano aggiustamenti rapidi in parte in ragione degli effetti di recupero, sviluppi questi che richiedono anche un esame più attento.

Date le conclusioni di maggio 2012 sull'esistenza di squilibri macroeconomici e l'aggiornamento del quadro di valutazione, la Commissione ritiene necessario analizzare in maniera più approfondita gli sviluppi dell'accumulo e della correzione degli squilibri e i rischi correlati in 14 Stati membri: **Belgio, Bulgaria, Danimarca, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Ungheria, Malta, Paesi Bassi, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito**. I paesi nei quali è in corso l'attuazione di un programma di riforme negoziato con la Commissione sostenuto da assistenza finanziaria esterna sono già sottoposti a sorveglianza economica rafforzata, pertanto la loro situazione economica e le loro politiche non sono oggetto di esame nella procedura per gli squilibri macroeconomici. Ciò riguarda Grecia, Irlanda, Portogallo e Romania.

I 14 Stati membri per i quali la Commissione intende avviare un esame approfondito evidenziano diversi problemi e potenziali rischi, tra cui effetti di ricaduta. Gli esami

⁷ COM(2012) 750 del 28.11.2012.

⁸ Ciò impone la rapida attuazione delle azioni chiave delineate nell'Atto per il mercato unico I e II, e l'intensificazione degli sforzi di riforma a livello nazionale, come indicato nella comunicazione sulla relazione annuale sull'integrazione del mercato unico (COM(2012) 752 del 28.11.2012).

⁹ Gli Stati membri erano Belgio, Bulgaria, Danimarca, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Ungheria, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito.

approfonditi contribuiranno a valutare i rischi, quali Stati membri registrano squilibri o squilibri eccessivi e i progressi compiuti nella correzione degli squilibri.

Nel contesto della sorveglianza multilaterale e conformemente all'articolo 3, paragrafo 5, del regolamento, la Commissione invita il Consiglio e l'Eurogruppo a esaminare la presente relazione. La Commissione attende le osservazioni del Parlamento europeo e di altri portatori di interesse. La Commissione terrà conto di tali osservazioni in fase di preparazione delle analisi approfondite dei singoli Stati membri.

Allegato 1 – Definizioni e sviluppi del quadro di valutazione del meccanismo di allerta

Il quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici viene elaborato e pubblicato dalla Commissione conformemente all'articolo 4 del regolamento n. 1176/2011. Nella relazione sul meccanismo di allerta di febbraio 2012 il quadro di valutazione era composto da dieci indicatori riguardanti l'ambito di applicazione della sorveglianza conformemente all'articolo 4, paragrafo 3 del regolamento¹⁰. Come da precedenti accordi, quest'anno al quadro di valutazione è stato aggiunto un undicesimo indicatore sul tasso di crescita delle passività del settore finanziario¹¹. Le definizioni degli altri dieci indicatori sono rimaste invariate.

Sebbene la prima versione del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici cogliesse già una serie di questioni finanziarie (come i flussi di credito al settore privato, il debito del settore privato e il debito del settore pubblico) il Parlamento europeo¹² e il Consiglio¹³ hanno appoggiato l'intenzione della Commissione di aggiungere al quadro di valutazione, in tempo per la seconda tornata della procedura per gli squilibri macroeconomici, un ulteriore indicatore volto a cogliere meglio le interconnessioni tra economia reale e settore finanziario¹⁴. Inoltre, il Comitato europeo per il rischio sistemico ha trasmesso i suoi commenti e un parere sulla formulazione iniziale del quadro di valutazione nonché sui piani per un indicatore aggiuntivo del settore finanziario¹⁵.

Il quadro di valutazione mira a consentire l'individuazione precoce degli squilibri. A tale scopo, la scelta degli indicatori è incentrata sulle dimensioni più rilevanti degli squilibri esterni e interni: essa comprende particolari dati sui saldi delle partite correnti, sulle posizioni patrimoniali nette sull'estero, tassi di cambio effettivi reali, quote del mercato delle esportazioni nonché prezzi delle attività, tra cui le abitazioni, indebitamento pubblico e privato, crescita del credito e disoccupazione. Per evitare il proliferare di "falsi allarmi", le soglie indicative sono state fissate a livelli prudenti ma non talmente stringenti da permettere l'individuazione dei problemi solo dopo che sono diventati cronici¹⁶.

Le definizioni degli indicatori del quadro di valutazione sono esposte nella Tabella A1. La Tabella A2 mostra i valori degli indicatori del quadro di valutazione aggiornato e le rispettive

¹⁰ Cfr. anche "Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances" *European Economy-Occasional Papers*, 92.

¹¹ Cfr. il documento di accompagnamento "Completing the Scoreboard for the MIP: Financial Sector Indicator," SWD(2012) 389.

¹² Punto 9 della risoluzione del Parlamento europeo del 15.12.2011: "Il Parlamento europeo [...] [p]rende atto dell'intenzione della Commissione di mettere a punto, entro la fine del 2012 e in tempo per il semestre europeo successivo, una nuova serie di indicatori, con relative soglie, applicabili al settore finanziario".

¹³ Punto 9 delle conclusioni del Consiglio ECOFIN dell'8.11.2011: "[...] si chiede inoltre alla Commissione di presentare, entro la fine del 2012 e in linea con il regolamento, proposte per un indicatore relativo al settore finanziario, ai fini della sua inclusione per il semestre europeo 2013".

¹⁴ L'articolo 4, paragrafo 3, lettera a), del regolamento (UE) n. 1176/2011 prescrive che il quadro di valutazione includa, tra l'altro, "[...] squilibri interni, compresi quelli che possono derivare dall'indebitamento pubblico e privato, dall'evoluzione dei mercati finanziari e dei valori mobiliari, compreso il settore immobiliare [...]".

¹⁵ "Views of the ESRB on the Envisaged Scoreboard Indicators Relevant for Financial Market Stability", disponibile alla pagina: <http://www.esrb.europa.eu/pub/html/index.en.html>.

¹⁶ Le soglie del quadro di valutazione sono state mantenute allo stesso livello della precedente relazione sul meccanismo di allerta. La soglia del nuovo indicatore è stata definita come il terzo quartile della distribuzione disponibile. L'approccio statistico è lo stesso utilizzato per altri indicatori (eccetto l'indicatore del debito pubblico).

soglie indicative. I valori degli indicatori per gli anni precedenti sono riportati nell'accluso allegato statistico¹⁷. Le aree in grigio indicano che il valore dell'indicatore supera le soglie indicative. Tali soglie sono le stesse per tutti i paesi (ad eccezione degli indicatori dei tassi di cambio effettivi reali e del costo del lavoro per unità di prodotto, per i quali è stata fatta una distinzione tra paesi appartenenti all'area dell'euro e paesi che non vi appartengono). Va sottolineato che la valutazione tiene anche conto dei dati più recenti e delle prospettive economiche contenute nelle previsioni di autunno della Commissione pubblicate il 7 novembre 2012¹⁸.

La valutazione degli squilibri (o più precisamente, la valutazione se la situazione di un dato Stato membro richieda una verifica dettagliata con un esame approfondito) non deriva da un'applicazione meccanica degli indicatori del quadro di valutazione e delle relative soglie. Tale valutazione da parte della Commissione è il risultato di una lettura economica del quadro di valutazione integrata da altre informazioni e da altri indicatori, tenendo debitamente conto delle circostanze e delle istituzioni specifiche di ogni singolo paese e considerando anche le conclusioni degli esami approfonditi di maggio 2012.

Conformemente al regolamento, vengono presi in considerazione indicatori supplementari, presentati nella Tabella A3. Questi indicatori supplementari riguardano aspetti legati alla situazione macroeconomica generale (comprese le condizioni favorevoli alla crescita e agli investimenti), la convergenza nominale e reale all'interno e all'esterno della zona euro, compresi ulteriori aspetti relativi all'andamento degli scambi e dati più dettagliati sulle passività con l'estero, compresi investimenti diretti esteri e debito estero netto. Essi rispecchiano anche il rischio di squilibri nonché la capacità di aggiustamento di un'economia (ad esempio la produttività). La serie di indicatori ausiliari ora include anche un indicatore supplementare sull'indebitamento del settore finanziario, che dovrebbe aiutare a interpretare il nuovo indicatore sul tasso di crescita delle passività del settore finanziario.

Il quadro di valutazione è, e dovrebbe rimanere, uno strumento chiaro e semplice che funge da filtro aiutando a focalizzare la sorveglianza basata sulla procedura per gli squilibri macroeconomici. In questo contesto, la stabilità nel tempo è preziosa. In questa fase la Commissione non prevede l'aggiunta di nuovi indicatori al quadro di valutazione. Ciò premesso, la Commissione è impegnata a migliorare la qualità del quadro di valutazione. A tal fine la Commissione rimarrà in collegamento a livello tecnico con gli Stati membri, la BCE e il Comitato europeo per il rischio sistemico per assicurare che il quadro di valutazione resti aggiornato nella sua struttura. Ciò potrebbe determinare aggiustamenti tecnici delle definizioni delle variabili nel quadro di valutazione. Inoltre, la Commissione (Eurostat) è impegnata ad assicurare una procedura affidabile e giuridicamente vincolante per garantire la qualità delle statistiche del quadro di valutazione e di altri dati pertinenti per la procedura per gli squilibri macroeconomici¹⁹.

¹⁷ Cfr. il documento di accompagnamento "Statistical Annex to the Alert Mechanism Report", SWD(2012) 421; cfr. anche *Eurostat News Release* del 28 novembre 2012.

¹⁸ *European Economy*, 8/2012.

¹⁹ Nel corso del 2012 la Commissione (Eurostat) ha continuato il lavoro su una serie di questioni statistiche individuate nel corso della prima tornata della procedura per gli squilibri macroeconomici, in particolare le statistiche sul debito del settore privato e sui flussi di crediti. Sulle società a destinazione specifica, Eurostat ha effettuato missioni in vari Stati membri al fine di raccogliere dati e informazioni dettagliati sulle fonti e sui metodi statistici utilizzati. Sui crediti infrasocietari, i lavori sono stati effettuati nell'ambito del sottogruppo della BCE sul debito privato. Le informazioni raccolte nel corso di questi esercizi faranno da base del lavoro di due gruppi di lavoro istituiti per sviluppare orientamenti più specifici sulle società di

Tabella A1. Indicatori del quadro di valutazione e soglie indicative

	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni					
Indicatore	Saldo delle partite correnti, media su 3 anni in % del PIL	Posizione patrimoniale netta sull'estero in % del PIL	Variazione in % (su 3 anni) del tasso di cambio effettivo reale, con deflatori IAPC rispetto a 35 paesi industrializzati(a)	Variazione in % (su 5 anni) delle quote del mercato delle esportazioni	Variazione in % (su 3 anni) del costo nominale del lavoro per unità di prodotto (b)	Variazione in % su base annua dei prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione (c)	Flussi di credito al settore privato in % del PIL (d), (e)	Tasso di disoccupazione, media su 3 anni	Debito del settore privato in % del PIL (d), (e)	Debito pubblico in % del PIL (f)	Variazione su base annua del totale delle passività del settore finanziario, dati non consolidati
Fonte dei dati	EUROSTA (statistiche della bilancia dei pagamenti).	EUROSTA (statistiche della bilancia dei pagamenti)	DG ECFIN (banca dati degli indicatori sulla competitività di prezzo e di costo)	EUROSTA (statistiche della bilancia dei pagamenti)	EUROSTAT (conti nazionali)	EUROSTAT	EUROSTAT (conti nazionali)	EUROSTAT (indagine sulla produttività del lavoro)	EUROSTAT (conti nazionali)	EUROSTAT (procedura per i disavanzi eccessivi – definizione del trattato).	EUROSTAT (conti nazionali)
Soglie indicative	-4/+6% Quartile inferiore (usato come riferimento anche per la soglia superiore)	-35% Quartile inferiore	+/-5% per zona € +/-11% non zona € Quartili inferiore e superiore della zona € -/+ d.s. su zona €	-6% Quartile inferiore	+9% zona € +12% non zona € Quartile Superiore zona €+3%	+6% Quartile superiore	+15% Quartile superiore	+10%	160% Quartile superiore	+60%	16.5%
Periodo di riferimento per il calcolo delle soglie	1970-2007	Primo anno disponibile (metà degli anni '90)-2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007	Primo anno disponibile-2007	1995-2007	1994-2007	1994-2007		1991-2007
Alcuni indicatori supplementari per la lettura economica	Accreditamento/indebitamento netto nei confronti del resto del mondo (conto capitale + partite correnti) in % del PIL	Debito estero netto in % del PIL	Tasso di cambio effettivo reale nei confronti del resto della zona euro	Quote del mercato delle esportazioni sulla base dei volumi delle merci; produttività del lavoro; tendenza della crescita della PTF	Costo nominale del lavoro per unità di prodotto (variazioni a 1, 5, 10 anni); Costo effettivo del lavoro per unità di prodotto rispetto al resto della zona euro	Variazioni del prezzo reale delle abitazioni (cumulate su 3 anni); Indice dei prezzi nominali delle abitazioni; Valore aggiunto dell'edilizia residenziale	Variazione del debito privato		Debito del settore privato sulla base di dati consolidati		Rapporto debito/mezzi propri

Note: a) Per i partner commerciali UE viene utilizzato l'IAPC mentre per i partner commerciali extra-UE il deflatore si basa su un IPC la cui metodologia è prossima all'IAPC; b) indice che fornisce il rapporto tra retribuzione nominale per lavoratore dipendente e PIL reale per persona occupata; c) variazioni dei prezzi delle abitazioni rispetto al deflatore dei consumi di EUROSTAT; d) per settore privato si intendono le società non finanziarie, le famiglie e le organizzazioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, e) somma di prestiti e titoli diversi da azioni; passività, dati non consolidati; f) essendo già coperta dal patto di stabilità e crescita, la sostenibilità delle finanze pubbliche *non* viene valutata nel contesto della procedura per gli squilibri macroeconomici. Tuttavia, questo indicatore figura nel quadro di valutazione perché il debito pubblico contribuisce al debito complessivo del paese e quindi alla vulnerabilità generale del paese.

Tabella A2. Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici per il 2011

Anno 2011	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni					
	Media su 3 anni del saldo delle partite correnti in % del PIL	Posizione patrimoniale netta sull'estero in % del PIL	Variazione in % (su 3 anni) del tasso di cambio reale effettivo con deflatori IAPC	Variazione in % (su 5 anni) delle quote del mercato delle esportazioni	Variazione in % (su 3 anni) del costo nominale del lavoro per unità di prodotto	Variazione in % su base annua dei prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione	Flussi di credito al settore privato in % del PIL	Debito del settore privato in % del PIL	Debito pubblico in % del PIL	Tasso di disoccupazione, media su 3 anni	Variazione su base annua del totale delle passività del settore finanziario, dati non consolidati
Soglie	-4/+6%	-35%	±5% & ±11%	-6%	+9% & +12%	+6%	15%	160%	60%	10%	16.5%
BE	-0.3	65.7	-0.5	-10.2	6.2	-0.1	11.6	236	98	7.8	4.7
BG	-3.4	-85.6	3.1	17.2	20.3	-9.0	-6.7	146	16	9.4	5.6
CZ	-3.0	-49.3	0.3	8.4	3.3	0.0	2.5	78	41	6.9	3.8
DK	5.0	24.5	-1.7	-16.9	4.7	-4.9	-2.2	238	47	7.0	4.7
DE	5.9	32.6	-3.9	-8.4	5.9	1.4	4.8	128	81	6.9	2.1
EE	2.8	-57.8	0.8	11.1	-6.2	3.3	6.8	133	6	14.4	-4.4
IE	0.0	-96.0	-9.1	-12.2	-12.8	-15.2	4.0	310	106	13.3	-0.6
EL	-10.4	-86.1	3.1	-18.7	4.1	-5.1	-5.5	125	171	13.2	-3.4
ES	-4.3	-91.7	-1.3	-7.6	-2.1	-10.0	-4.1	218	69	19.9	3.7
FR	-1.6	-15.9	-3.2	-11.2	6.0	3.8	4.0	160	86	9.6	7.3
IT	-2.9	-20.6	-2.1	-18.4	4.4	-2.0	2.6	129	121	8.2	3.8
CY	-8.4	-71.3	-0.9	-16.4	8.8	-8.5	16.1	288	71	6.6	-0.2
LV	3.1	-73.3	-0.6	23.6	-15.0	4.9	-2.5	125	42	18.1	-4.5
LT	0.0	-52.6	3.6	25.2	-8.4	2.4	-0.8	70	39	15.6	8.9
LU	7.5	107.8	0.8	-10.1	12.5	1.5	2.5	326	18	4.8	11.3
HU	0.6	-105.9	-3.3	-2.8	3.7	-4.1	6.4	167	81	10.7	-2.6
MT	-4.3	5.7	-3.0	11.7	5.8	-2.3	2.2	210	71	6.8	1.4
NL	7.5	35.5	-1.6	-8.2	5.8	-4.0	0.7	225	66	4.2	7.2
AT	2.2	-2.3	-1.0	-12.7	5.9	-8.0	4.1	161	72	4.4	-0.3
PL	-4.6	-63.5	-10.9	12.8	4.3	-5.7	7.1	80	56	9.2	4.4
PT	-9.1	-105.0	-1.9	-9.5	0.9	-3.6	-3.2	249	108	11.9	-0.7
RO	-4.3	-62.5	-2.4	22.8	12.9	-18.9	1.8	72	33	7.2	4.3
SI	-0.4	-41.2	-0.3	-6.1	8.3	1.0	1.9	128	47	7.1	-1.3
SK	-2.1	-64.4	4.3	20.9	4.4	-5.6	3.3	76	43	13.4	1.2
FI	0.6	13.1	-1.3	-22.9	9.1	-0.3	4.6	179	49	8.1	30.8
SE	6.6	-8.3	3.9	-11.6	1.2	1.0	6.3	232	38	8.1	3.6
UK	-2.2	-17.3	-7.1	-24.2	8.1	-5.4	1.0	205	85	7.8	8.5

Nota: data limite: 1° novembre 2012.

Tabella A3. Indicatori supplementari utilizzati per la lettura economica del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, 2011

Anno	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011
	Crescita del PIL reale (in % su base annua)	Formazione lorda di capitale fisso in % del PIL	Spesa nazionale lorda per R&S in % del PIL	Saldi delle partite correnti in % del PIL, dati BdP	Accreditamento netto in % del PIL, dati BdP	Debito estero netto in % del PIL	Afflussi di investimenti diretti esteri in % del PIL	Saldo netto della bilancia commerciale dei prodotti energetici in % del PIL	Variazione in % (su 3 anni) del tasso di cambio effettivo reale nei confronti della zona euro (17)	Variazione in % su base annua delle quote del mercato delle esportazioni, volumi	Crescita in % su base annua della produttività del lavoro	Crescita in % su base annua dell'occupazione	Variazione in % (su 10 anni) del costo nominale del lavoro per unità di prodotto	Variazione in % (su 10 anni) del costo effettivo del lavoro per unità di prodotto rispetto alla zona euro (17)	Variazione in % (su 3 anni) del prezzo nominale delle abitazioni	Edilizia residenziale in % PIL	Debito del settore privato in % del PIL, dati consolidati	Indebitamento del settore finanziario (debito/mezzi propri)
BE	1.8	20.7	2.0	-1.4	-1.7	-127.6	20.1	-3.7	1.4	-1.6	0.4	1.3	20.3	3.7	5.1	nd	143	641
BG	1.7	20.9	0.6	0.3	1.6	33.9	4.5	-0.6		5.2	6.1	-4.2	69.5		-32.4	nd	136	414
CZ	1.9	23.9	1.8	-2.8	-2.5	1.1	2.5	-1.4		5.2	1.6	0.6	23.2		-5.0	3.8	73	624
DK	0.8	17.2	3.1	5.6	5.9	18.0	3.8	0.7		1.2	1.2	-0.5	29.3		-11.9	4.7	238	377
DE	3.0	18.1	2.8	5.7	5.7	-2.9	1.1	-19.8	-0.9	2.5	1.6	1.4	5.5	-14.1	5.4	5.6	109	524
EE	8.3	21.7	2.4	2.1	6.3	6.5	1.2	nd	3.2	25.7	1.2	6.7	64.4	44.8	-28.0	3.5	132	373
IE	1.4	10.1	1.7	1.1	1.0	-339.2	5.2	nd	-6.5	-1.7	3.6	-2.1	15.4	0.1	-38.7	2.6	281	158
EL	-7.1	15.1	nd	-9.9	-8.6	-98.0	0.4	-2.7	4.6	-6.0	-1.6	-5.6	31.1	11.5	-3.5	4.7	125	2728
ES	0.4	21.1	1.3	-3.5	-3.0	93.5	2.0	-8.5	0.4	3.2	2.2	-1.6	25.3	4.3	-15.3	6.4	204	941
FR	1.7	20.1	2.3	-2.0	-2.0	36.1	1.5	-12.7	-0.4	-0.8	1.2	0.5	22.3	5.1	3.5	6.1	139	461
IT	0.4	19.6	1.3	-3.1	-3.0	49.0	1.6	-13.9	0.9	-0.2	0.3	0.3	28.3	11.1	0.4	5.5	126	1172
CY	0.5	16.3	0.5	-4.7	-4.5	37.9	5.5	nd	0.7	-2.3	0.0	0.4	34.6	12.4	-16.7	5.0	281	2539
LV	5.5	21.3	0.7	-2.2	0.0	46.4	5.1	-0.2		6.8	14.8	-8.4	94.4		-38.7	1.5	118	704
LT	5.9	17.8	0.9	-3.7	-1.3	32.3	3.4	-0.5		7.9	3.8	2.0	33.6		-30.8	1.8	67	633
LU	1.7	19.0	1.4	7.1	6.8	-3022.2	645.3	nd	2.0	-2.2	-1.2	2.6	35.7	14.0	6.5	3.4	267	50
HU	1.6	17.9	1.2	0.9	3.3	52.6	3.7	-1.4		2.7	1.2	0.8	44.3		-8.5	1.8	147	562
MT	1.9	14.8	0.7	-0.3	0.7	-158.3	4.7	0.0	1.8	-4.8	-0.5	2.5	23.7	7.0	-4.6	2.5	169	362
NL	1.0	17.7	2.0	9.7	9.7	36.8	1.6	-4.6	0.0	-1.9	0.5	0.6	20.0	3.2	-7.5	4.9	224	231
AT	2.7	21.4	2.8	0.6	0.4	24.4	3.5	-2.8	1.2	0.9	1.3	1.7	13.2	-1.6	-2.9	4.4	146	378
PL	4.3	20.3	0.8	-4.9	-2.9	35.8	3.7	nd		1.5	3.3	1.1	5.7		-7.6	2.6	77	377
PT	-1.7	18.1	nd	-6.5	-5.3	83.4	4.4	nd	-0.5	2.7	-0.1	-1.9	19.4	1.4	2.0	3.4	223	542
RO	2.5	24.6	0.5	-4.4	-3.9	38.0	1.3	-0.7		4.1	2.0	-1.3	154.9		-39.5	nd	71	662
SI	0.6	18.5	2.5	0.0	-0.3	37.5	2.0	-0.5	0.4	1.0	2.2	-1.4	38.9	21.0	-6.8	3.0	116	639
SK	3.2	23.1	0.7	0.1	1.3	21.7	2.2	-1.0	5.0	5.0	1.4	1.5	28.8	12.6	-17.8	2.3	76	1079
FI	2.7	19.6	3.8	-1.6	-1.5	30.9	1.0	-1.4	2.2	-6.6	1.6	1.1	21.9	3.8	11.1	6.8	153	616
SE	3.9	18.4	3.4	6.4	6.3	62.4	2.7	-1.6		0.6	1.6	2.2	8.1		13.8	3.7	216	305
UK	0.9	14.2	1.8	-1.9	-1.7	45.2	2.3	-2.2		-1.2	0.4	0.5	26.2		-2.0	3.2	nd	1187

Nota: data limite: 1° novembre 2012. **Fonte:** EUROSTAT, tranne per i prezzi delle abitazioni al netto dell'inflazione (dati Eurostat completati da dati BCE), i volumi delle quote del mercato delle esportazioni (*World Economic Outlook* dell'FMI), i tassi di cambio effettivi reali con deflatori IAPC (DG ECFIN), i costi del lavoro per unità di prodotto rispetto alla zona euro (DG ECFIN).