



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 14.2.2012
COM(2012) 68 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE

Relazione sul meccanismo di allerta

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

1. INTRODUZIONE

Un nuovo avvio per allargare e approfondire la governance economica nell'UEM

Squilibri macroeconomici forti e persistenti, che si traducono in disavanzi e avanzi con l'estero forti e persistenti, in perdite significative di competitività, in aumento dell'indebitamento e formazione di bolle speculative sul mercato edilizio, si sono moltiplicati nell'ultimo decennio e vanno annoverati tra le cause profonde della crisi economica in corso. Tali squilibri non solo hanno causato difficoltà macroeconomiche agli Stati membri interessati, ma sono anche responsabili, in ragione delle gravi ripercussioni che comportano, dei rischi cui deve far fronte l'area dell'euro.

La presente relazione sul meccanismo di allerta segna la prima tappa nell'applicazione della nuova procedura di sorveglianza per la prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici (di seguito "procedura per gli squilibri macroeconomici"). La relazione contiene anche lo schema finale del quadro di valutazione con i relativi indicatori (presentato nella tabella 1 e illustrato nella sezione 2). La sorveglianza intesa a prevenire e correggere gli squilibri macroeconomici nel quadro della relativa procedura è un nuovo strumento del quadro rafforzato dell'UE per la *governance* economica. È stato adottato nell'ambito del pacchetto legislativo sulla *governance* denominato "Six-pack", che prevede tra l'altro anche un significativo rafforzamento della sorveglianza delle politiche di bilancio. La sorveglianza degli squilibri macroeconomici nel quadro della relativa procedura si iscrive nell'ambito del "semestre europeo", che consente un approccio integrato e prospettico alle sfide che l'Unione deve affrontare in materia di politica economica per garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche, la competitività, la stabilità dei mercati finanziari e la crescita economica.

Funzione e campo di applicazione della relazione sul meccanismo di allerta

La relazione sul meccanismo di allerta ha la funzione di fungere da primo strumento di *screening* che consenta 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 squilibri¹ 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 studi approfonditi al fine di determinare la natura degli squilibri. Solo sulla base di tale analisi approfondita la Commissione proporrà, se del caso, raccomandazioni politiche nel quadro della parte preventiva o di quella correttiva della procedura. Gli studi approfonditi e le proposte di raccomandazione faranno parte del semestre europeo.

La decisione sulla necessità di un'ulteriore analisi si basa sulla valutazione del quadro di valutazione e dei relativi indicatori elaborato dalla Commissione, previa consultazione del Consiglio, del Parlamento europeo e del comitato europeo per il rischio sistemico (cfr. sezione 2 e le tabelle 1 e 2 qui di seguito)². Occorre notare che gli indicatori del quadro di valutazione non sono interpretati meccanicamente. I paesi vengono valutati osservando l'evoluzione nel tempo degli indicatori, nonché tenendo conto degli sviluppi più recenti e delle prospettive. Inoltre, la valutazione tiene conto di una combinazione di informazioni

¹ La definizione di "squilibrio" è data dall'articolo 2 del regolamento sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici.

² Il Consiglio ha approvato il quadro di valutazione nelle conclusioni del Consiglio ECOFIN del 7 novembre 2011. Il Parlamento europeo ha adottato una risoluzione il 15 dicembre 2011. Il comitato europeo per il rischio sistemico ha risposto con lettera datata 9 dicembre 2011.

supplementari pertinenti. Peraltro, la Commissione presta particolare attenzione ad una serie più ampia di indicatori (cfr. sezione 2, tabella 3), di cui il Consiglio e il Parlamento europeo hanno sottolineato la particolare pertinenza per la lettura economica del quadro di valutazione.

La sezione 2 illustra la struttura del quadro di valutazione del meccanismo di allerta. La sezione 3 offre una lettura orizzontale e tematica della situazione sulla base della lettura del quadro di valutazione. Nella sezione 4 il quadro di valutazione viene analizzato per paese. La sezione 5 presenta i risultati e le conclusioni principali.

Tabella 1. Indicatori del quadro di valutazione e soglie indicative(*)

	Squilibri esterni e competitività					Squilibri interni				
Indicatore	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 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 (CLUP) (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)	Debito del settore privato in % del PIL (d), (e)	Debito pubblico in % del PIL (f)	Tasso di disoccupazione, media su 3 anni
Fonte dei dati	Statistiche della bilancia dei pagamenti, EUROSTAT	Statistiche della bilancia dei pagamenti, EUROSTAT	Banca dati della DG ECFIN degli indicatori sulla competitività di prezzo e di costo	Statistiche della bilancia dei pagamenti, EUROSTAT	EUROSTAT	Indice armonizzato dei prezzi delle abitazioni di EUROSTAT completato da dati BCE, OCSE e BRI	EUROSTAT per i dati annuali e CST, BCE per i dati trimestrali.	EUROSTAT per i dati annuali e CST, BCE per i dati trimestrali.	EUROSTAT (procedura per i disavanzi eccessivi – definizione del trattato).	EUROSTAT
Soglie indicative	+6/-4%	-35% Quartile inferiore	+/-5% per A€ +/-11% non A€ Quartili inferiore e superiore dell'AE - /+ d.s. su AE	-6% Quartile inferiore	+9% A€ +12% non A€ Quartile superiore A€3 p.p.	+6% Quartile superiore	+15% Quartile superiore	160% Quartile superiore	+60%	+10%
Periodo di riferimento per il calcolo delle soglie	1970-2007	Primo anno disponibile (metà degli anni '90)-2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007		1995-2007	1994-2007		1994-2007
Alcuni indicatori supplementari per la lettura economica	Accreditamento netto indebitato nei confronti del resto del mondo (conto capitale + saldi dei conti correnti in % del PIL)	Debito estero netto in % del PIL	Tassi di cambio effettivi reali nei confronti del resto dell'area dell'euro	Quote del mercato delle esportazioni sulla base dei volumi delle merci; produttività del lavoro; tendenza della crescita della PTF	CLUP nominale (variazione su 1, 5, 10 anni); CLUP effettivo rispetto al resto dell'area dell'euro Altre misure della produttività	Prezzo reale delle abitazioni (variazioni su 3 anni); prezzo nominale delle abitazioni (variazioni su 1 e 3 anni); edilizia residenziale	Indicatore delle variazioni delle passività finanziarie del settore finanziario non consolidato e del rapporto debito/mezzi propri	Debito del settore privato sulla base di dati consolidati		

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 imprese 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 in quanto l'indebitamento pubblico contribuisce all'indebitamento complessivo del paese e quindi alla vulnerabilità generale del paese. (*) Si prevede di sviluppare un indicatore più ampio per il settore bancario/finanziario entro la fine del 2012.

Tabella 2. Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici per il 2010

Anno 2010	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 CLUP nominale	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
Soglie	-4/+6%	-35%	±5% & ±11%	-6%	+9% & +12%	+6%	15%	160%	60%	10%
BE	-0.6	77.8	1.3	-15.4	8.5	0.4	13.1	233	96	7.7
BG	-11.1	-97.7	10.4	15.8	27.8	-11.1	-0.2	169	16	7.5
CZ	-2.5	-49.0	12.7	12.3	5.1	-3.4	1.7	77	38	6.1
DK	3.9	10.3	0.9	-15.3	11.0	0.5	5.8	244	43	5.6
DE	5.9	38.4	-2.9	-8.3	6.6	-1.0	3.1	128	83	7.5
EE	-0.8	-72.8	5.9	-0.9	9.3	-2.1	-8.6	176	7	12.0
IE	-2.7	-90.9	-5.0	-12.8	-2.3	-10.5	-4.5	341	93	10.6
EL	-12.1	-92.5	3.9	-20.0	12.8	-6.8	-0.7	124	145	9.9
ES	-6.5	-89.5	0.6	-11.6	3.3	-3.8	1.4	227	61	16.5
FR	-1.7	-10.0	-1.4	-19.4	7.2	5.1	2.4	160	82	9.0
IT	-2.8	-23.9	-1.0	-19.0	7.8	-1.4	3.6	126	118	7.6
CY	-12.1	-43.4	0.8	-19.4	7.2	-6.6	30.5	289	62	5.1
LV	-0.5	-80.2	8.5	14.0	-0.1	-3.9	-8.8	141	45	14.3
LT	-2.3	-55.9	9.1	13.9	0.8	-8.7	-5.3	81	38	12.5
LU	6.4	96.5	1.9	3.2	17.3	3.0	-41.8	254	19	4.9
HU	-2.1	-112.5	-0.5	1.4	3.9	-6.7	-18.7	155	81	9.7
MT	-5.4	9.2	-0.6	6.9	7.7	-1.6	6.9	212	69	6.6
NL	5.0	28.0	-1.0	-8.1	7.4	-3.0	-0.7	223	63	3.8
AT	3.5	-9.8	-1.3	-14.8	8.9	-1.5	6.4	166	72	4.3
PL	-5.0	-64.0	-0.5	20.1	12.3	-6.1	3.8	74	55	8.3
PT	-11.2	-107.5	-2.4	-8.6	5.1	0.1	3.3	249	93	10.4
RO	-6.6	-64.2	-10.4	21.4	22.1	-12.1	1.7	78	31	6.6
SI	-3.0	-35.7	2.3	-5.9	15.7	0.7	1.8	129	39	5.9
SK	-4.1	-66.2	12.1	32.6	10.1	-4.9	3.3	69	41	12.0
FI	2.1	9.9	0.3	-18.7	12.3	6.8	6.8	178	48	7.7
SE	7.5	-6.7	-2.5	-11.1	6.0	6.3	2.6	237	40	7.6
UK	-2.1	-23.8	-19.7	-24.3	11.3	3.4	3.3	212	80	7.0

Nota: 1) data limite: 30 gennaio 2012. * Paesi beneficiari di un programma di assistenza (IE, EL, PT, RO). Il programma di assistenza della bilancia dei pagamenti a favore della LV si è concluso il 19 gennaio 2012, ma il paese resta soggetto alla sorveglianza post-programma.

Tabella 3. Indicatori supplementari utilizzati per la lettura economica del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici, 2010

Anno 2010	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	Saldo delle partite correnti in % del PIL, dati BdP	Accreditamento netto /indebitamento nei confronti del resto del mondo in % del PIL, dati BdP	Debito estero netto in % del PIL	Afflussi di IDE 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 dell'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 CLUP nominale	Variazione in % (su 10 anni) del CLUP nei confronti dell'area dell'euro (17)	Variazione in % (su 3 anni) del prezzo delle abitazioni	Edilizia residenziale in % PIL	Debito del settore privato in % del PIL dati consolidati	Passività finanziarie del settore finanziario crescita non consolidata su base annua
BE	2.3	20.2	2.0	1.5	1.3	-121.8	5.7	n.d.	1.9	-5.6	1.4	0.8	22.5	4.0	6.3	n.d.	130.6	-2.1
BG	0.2	23.5	0.6	-1.3	-0.5	43.6	4.9	-5.9	:	3.9	6.4	-5.9	72.9	:	-11.8	4.3	151.2	-2.2
CZ	2.7	24.4	1.6	-3.1	-2.2	0.5	3.4	-3.5	:	3.0	4.5	-0.9	27.1	:	4.0	4.4	71.6	2.5
DK	1.3	17.2	3.1	5.5	5.6	25.4	-2.4	1.1	:	-10.4	3.6	-2.0	34.5	:	-14.1	4.2	244.1	7.8
DE	3.7	17.5	2.8	5.7	5.7	-5.8	1.4	-2.9	-1.4	-0.7	3.2	0.5	4.3	-16.7	3.6	5.3	111.8	0.0
EE	2.3	18.8	1.6	3.6	7.2	24.1	8.1	-1.5	8.0	7.7	7.4	-4.1	73.8	42.4	-44.5	3.3	n.d.	-10.1
IE	-0.4	11.5	1.8	0.5	0.1	-295.9	12.7	n.d.	-5.2	-12.4	4.0	-4.2	28.7	9.4	-33.8	3.0	292.8	5.9
EL	-3.5	16.6	n.d.	-10.1	-9.2	97.4	0.1	-4.2	5.1	-11.7	-1.7	-1.9	36.6	13.7	2.8	4.8	124.1	8.5
ES	-0.1	22.9	1.4	-4.6	-4.0	91.7	1.8	-3.0	1.0	-6.8	2.6	-2.3	29.2	8.5	-9.9	7.5	213.9	-1.8
FR	1.5	19.3	2.3	-1.7	-1.7	23.5	1.3	-2.4	-0.1	-6.0	1.4	0.2	22.6	3.7	0.0	6.1	137.4	2.9
IT	1.5	19.7	1.3	-3.5	-3.5	51.3	0.4	-3.4	0.8	-4.7	2.3	-0.7	30.5	11.5	2.3	5.3	125.4	1.4
CY	1.1	18.6	0.5	-9.9	-9.7	18.4	3.3	n.d.	0.6	-5.8	1.1	0.0	32.8	9.2	-6.5	6.0	289.0	-7.6
LV	-0.3	19.5	0.6	3.0	4.9	53.5	1.6	-4.8	:	2.9	4.7	-3.7	86.0	:	-46.8	2.0	135.8	-0.1
LT	1.4	16.3	0.8	1.5	4.2	39.4	2.1	-7.2	:	2.5	6.9	-5.2	28.6	:	-32.9	1.9	76.7	0.0
LU	2.7	18.4	1.6	7.7	7.1	-3312.0	386.0	n.d.	1.8	-18.8	0.8	1.7	37.5	16.6	5.0	3.4	201.6	10.0
HU	1.3	18.0	1.2	1.1	2.9	60.3	1.4	-5.0	:	-2.9	0.9	0.0	53.7	:	1.4	2.5	134.8	3.2
MT	2.9	17.7	0.6	-3.9	-2.2	-176.2	12.8	n.d.	3.6	-2.0	0.6	2.2	32.9	11.2	7.4	2.8	164.7	18.5
NL	1.7	18.2	1.8	6.6	5.8	30.7	-1.7	-2.9	-0.9	-4.6	2.2	-0.3	24.2	6.8	-3.8	5.0	222.0	7.0
AT	2.3	20.5	2.8	3.0	3.1	30.2	1.0	-3.0	0.2	-1.2	1.7	0.9	13.2	-2.8	5.6	4.2	149.7	-1.5
PL	3.9	19.9	0.7	-4.6	-2.8	33.5	1.9	n.d.	:	-3.8	3.5	0.6	12.8	:	n.d.	2.6	71.1	13.5
PT	1.4	19.8	1.6	-10.0	-8.9	84.4	0.6	n.d.	-2.1	-8.8	3.0	-1.5	24.9	4.8	6.3	3.8	224.4	10.2
RO	-1.6	24.0	0.5	-4.0	-3.7	38.3	1.8	-2.2	:	2.4	0.2	-1.8	225.5	:	n.d.	n.d.	76.7	4.5
SI	1.4	21.6	2.1	-0.8	-0.8	31.7	0.8	-5.1	3.3	-2.3	4.0	-1.7	52.2	30.4	-2.6	3.2	118.4	-3.4
SK	4.2	22.2	0.6	-3.5	-1.9	23.9	0.6	n.d.	12.8	2.4	5.7	-2.0	33.9	15.7	-1.2	2.7	69.0	1.6
FI	3.6	18.8	3.9	1.8	1.9	28.5	2.9	-2.9	2.1	-8.0	5.1	-1.5	21.8	3.2	8.9	6.5	155.0	19.0
SE	5.6	17.8	3.4	6.7	6.5	62.3	-0.3	-1.7	:	-0.7	4.4	1.1	15.6	:	13.3	3.2	221.0	2.1
UK	2.1	14.9	1.8	-3.3	-3.1	46.3	2.2	n.d.	:	-5.7	1.9	0.3	30.0	:	-2.1	3.1	n.d.	8.0

Nota: (1) "n.d." dati non disponibili per il momento. 2) data limite: 30 gennaio 2012. * Paesi beneficiari di un programma di assistenza (IE, EL, PT, RO). Il programma di assistenza della bilancia dei pagamenti a favore della LV si è concluso il 19 gennaio 2012.

2. LA STRUTTURA DEL QUADRO DI VALUTAZIONE

Il quadro di valutazione è stato elaborato dalla Commissione conformemente all'articolo 4 del regolamento³, tenuto conto delle osservazioni⁴ formulate dal Parlamento europeo⁵, dal Consiglio⁶ e dal comitato europeo per il rischio sistemico per quanto riguarda le questioni connesse alla stabilità dei mercati finanziari⁷. Gli indicatori del quadro di valutazione (cfr. tabella 1.) sono pubblici⁸.

Per selezionare gli indicatori e le relative soglie per questa prima edizione del quadro di valutazione la Commissione ha seguito i principi enunciati dalla normativa. Il quadro di valutazione contiene un numero ridotto di indicatori pertinenti, pratici, semplici, misurabili e disponibili. Sono state utilizzati i dati Eurostat, se disponibili, altrimenti è stata scelta una fonte alternativa della massima qualità (ad esempio la BCE). La scelta degli indicatori mira a consentire l'identificazione rapida sia degli squilibri che emergono a breve termine sia degli squilibri che si manifestano a causa di tendenze strutturali o a lungo termine. A tal fine la scelta degli indicatori si concentra sulle dimensioni più pertinenti degli squilibri macroeconomici e della perdita di competitività, con un accento particolare sul buon funzionamento dell'area dell'euro. Va sottolineato che la sorveglianza del debito pubblico è limitata al contributo agli squilibri macroeconomici, in quanto l'aspetto relativo alla sostenibilità delle finanze pubbliche è già coperto dal patto di stabilità e crescita⁹.

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 cronici. La tabella 2 riporta i valori degli indicatori del quadro di valutazione. Essi si basano sui dati fino al 2010, ultimo anno per il quale si dispone attualmente di dati completi. 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). Inoltre, la valutazione tiene anche conto dei dati più recenti e delle prospettive economiche contenute nelle previsioni di autunno della Commissione pubblicate il 10 novembre 2011. I valori degli indicatori per gli anni precedenti e per il periodo più recente sono riportati nell'accluso allegato statistico¹⁰.

La valutazione degli squilibri non deriva da un'applicazione meccanica degli indicatori del quadro di valutazione e delle relative soglie ma è il risultato di una lettura economica del quadro

³ Regolamento (UE) n. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici.

⁴ Il documento di lavoro dei servizi della Commissione, che comprende anche la proposta di quadro di valutazione oggetto della consultazione, è disponibile al seguente indirizzo: WEBLINK. Inoltre, la Commissione pubblicherà un documento di lavoro con ulteriori elementi a illustrazione della logica e delle caratteristiche degli indicatori prescelti.

⁵ Risoluzione del Parlamento europeo adottata il 15 dicembre 2011:

http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm.

⁶ Conclusioni del Consiglio ECOFIN dell'8 novembre 2011:

http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/125976.pdf

⁷ La posizione del comitato europeo per il rischio sistemico sui previsti indicatori del quadro di valutazione pertinenti per la stabilità dei mercati finanziari è disponibile all'indirizzo:

http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm.

⁸ http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

⁹ Inoltre, l'indicatore relativo all'andamento della disoccupazione va letto in collegamento con altri indicatori del quadro di valutazione più prospettici e serve a comprendere meglio la potenziale gravità degli squilibri macroeconomici in termini della loro probabile persistenza e della capacità di aggiustamento dell'economia.

¹⁰ http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

di valutazione, integrata da altre informazioni e da altri indicatori, tenendo debitamente conto delle circostanze e delle istituzioni specifiche di ogni singolo paese. Nella sua risoluzione¹¹ il Parlamento europeo ha sottolineato la necessità di adottare un approccio globale che rifletta i fattori trainanti della produttività e l'andamento della disoccupazione. Il Parlamento europeo ha inoltre raccomandato di prendere pienamente in considerazione gli effetti di ricaduta nell'analisi del quadro di valutazione. A tal fine, e conformemente al regolamento, vengono presi in considerazione indicatori supplementari, presentati nella tabella 3. Questi indicatori riguardano, tra l'altro, altri 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 dell'area dell'euro, compresi ulteriori aspetti relativi all'andamento degli scambi e alle specificità delle economie in fase di recupero (compresi gli indicatori degli IDE e del debito estero netto). Essi rispecchiano anche il rischio di squilibri nonché la capacità di aggiustamento dell'economia (ad esempio, la produttività). Come raccomandato dal Consiglio, dal Parlamento europeo e dal comitato europeo per il rischio sistemico nelle loro osservazioni sulla proposta di quadro di valutazione presentata dalla Commissione, è anche incluso lo stato dei mercati finanziari, che ha avuto un ruolo importante nella crisi in corso¹². Questa serie di indicatori supplementari è stata presa debitamente in considerazione nella lettura economica del quadro di valutazione e nella scelta degli Stati membri per i quali appare giustificata un'ulteriore analisi approfondita.

3. UNA LETTURA TEMATICA DEL QUADRO DI VALUTAZIONE

Le divergenze nei saldi delle partite correnti, anche se ridotte, non sono scomparse con la crisi...

L'ampia contrazione dell'attività economica durante la crisi ha determinato una significativa riduzione degli squilibri esterni. In particolare, gli Stati membri che all'inizio della recessione registravano notevoli disavanzi delle partite correnti hanno subito forti correzioni a causa del calo più netto della domanda del settore privato e della corrispondente contrazione delle importazioni. Allo stesso tempo vari Stati membri con avanzi elevati delle partite correnti hanno registrato negli ultimi anni una domanda del settore privato relativamente più resiliente, anche se non molto dinamica, e/o le loro esportazioni sono state frenate dal calo della domanda mondiale, il che ha contribuito a ridurre in qualche misura gli avanzi delle partite correnti.

Tuttavia, gli avanzi e i disavanzi elevati delle partite correnti non sono del tutto scomparsi. L'indicatore del quadro di valutazione relativo al saldo delle partite correnti (media su 3 anni dei saldi delle partite correnti in % del PIL) indica ancora disavanzi che superano la soglia indicativa del 4% del PIL in Bulgaria, Spagna, Cipro, Malta, Polonia e Slovacchia, anche se in alcuni di questi Stati membri il disavanzo delle partite correnti ha continuato a diminuire nell'ultimo periodo.

Le vulnerabilità potenziali legate ai disavanzi esterni possono essere ridotte se i disavanzi sono finanziati tramite strumenti relativamente sicuri come gli investimenti diretti esteri (IDE) o i trasferimenti di capitale. Gli afflussi di IDE erano elevati prima della crisi in molti degli Stati membri in fase di recupero. Negli ultimi cinque anni, ad esempio, gli afflussi di IDE hanno coperto più della metà del disavanzo delle partite correnti di Bulgaria, Repubblica ceca, Estonia,

¹¹ Cfr. nota 7.

¹² Va osservato che alcuni indicatori del quadro di valutazione, in particolare gli indicatori relativi all'andamento del credito e ai prezzi delle abitazioni, tengono conto di questo aspetto. Si prevede di sviluppare un indicatore del settore bancario/finanziario entro la fine del 2012 da includere nel quadro di valutazione in tempo per il prossimo semestre europeo.

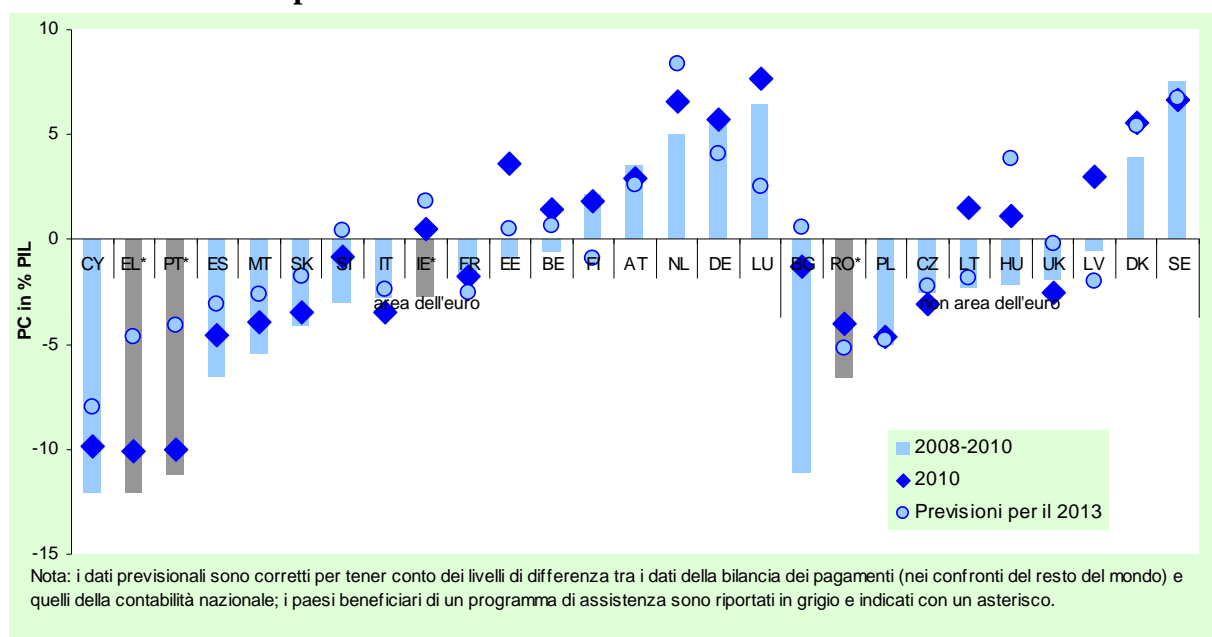
Malta e Slovacchia. Analogamente, il saldo positivo del conto capitale, dove sono di norma registrati i trasferimenti di capitale dall'estero, è stato non trascurabile nella maggior parte degli Stati membri in fase di recupero¹³.

D'altra parte, alcuni Stati membri continuano a registrare persistenti avanzi delle partite correnti: Lussemburgo e Svezia superano la soglia indicativa del 6%, mentre Germania e Paesi Bassi si situano appena al di sotto di essa.

Dalle previsioni dell'autunno 2011 dei servizi della Commissione emerge un'ulteriore riduzione delle posizioni delle partite correnti nei prossimi due anni, sebbene la riduzione del disavanzo dovrebbe essere modesta nella maggior parte dei casi, mentre nei Paesi Bassi, ad esempio, gli avanzi sono destinati ad aumentare (cfr. grafico 1).

Per quanto riguarda il futuro, una questione fondamentale è se gli squilibri delle partite correnti resteranno moderati o cresceranno nuovamente una volta che le condizioni del mercato miglioreranno. Gli squilibri passati erano in parte dovuti ad una crescita eccessiva della domanda alimentata da aspettative troppo ottimistiche sulla crescita futura dei redditi in alcuni Stati membri. Le recenti correzioni potrebbero rivelarsi sostenibili, nella misura in cui riflettono la rivalutazione delle predette aspettative piuttosto che diminuzioni puramente cicliche del prodotto. D'altro canto, gli aggiustamenti dei prezzi relativi sono stati limitati nella maggior parte dei casi, il che lascia aperta la questione della natura strutturale di tali riallineamenti e quindi della loro sostenibilità.

Grafico 1: saldi delle partite correnti in % del PIL



Fonte: Commissione europea.

... e gli stock delle passività nette con l'estero restano in molti casi consistenti.

¹³ Tali trasferimenti includono anche gli afflussi di capitale provenienti dai fondi strutturali UE. Nei casi di Slovacchia e Polonia, se si includesse il saldo del conto capitale il valore dell'indicatore verrebbe a trovarsi entro i limiti delle soglie indicative. Anche Grecia, Spagna e Portogallo hanno beneficiato di flussi consistenti provenienti dai fondi strutturali.

Le posizioni patrimoniali nette sull'estero¹⁴ in percentuale del PIL sono rimaste su livelli negativi elevati in molti paesi con disavanzi delle partite correnti. Ciò è dovuto alla persistenza dei disavanzi delle partite correnti, anche se inferiori, nonché alla debole dinamica della crescita. Attualmente, le posizioni patrimoniali nette sull'estero superano la soglia indicativa di -35% in un certo numero di Stati membri: Bulgaria, Repubblica ceca, Estonia, Spagna, Ungheria, Lettonia, Lituania, Slovacchia, Polonia e, in minima misura, Slovenia. Il grado di vulnerabilità è inferiore se la quota delle passività che richiedono rimborsi di capitale o interessi, quali prestiti o debiti di portafoglio, è bassa. L'indicatore del debito estero netto¹⁵ (cfr. tabella 3) indica che tali passività sono relativamente basse in molti Stati membri in fase di recupero, grazie soprattutto agli alti livelli degli stock di IDE. D'altra parte, sono piuttosto elevate in Spagna, Ungheria, Lituania e Lettonia.

L'andamento delle posizioni sull'estero prima della crisi ha coinciso con divergenze nella competitività di prezzo...

Gli Stati membri con disavanzi delle partite correnti elevati e persistenti hanno accumulato riduzioni delle misure della competitività di prezzo e di costo negli anni che hanno preceduto la crisi. La crescita salariale ha evidenziato una tendenza a superare gli aumenti di produttività in molti paesi dell'UE, inducendo aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP). Analogamente, l'andamento dei tassi di cambio effettivi reali, che indicano la competitività di prezzo di un paese rispetto ai principali partner commerciali, ha evidenziato divergenze crescenti. Potrebbe trattarsi di un segnale di surriscaldamento, di potenziali rigidità strutturali dei mercati del prodotto e del lavoro e/o di risposte salariali inadeguate agli shock che colpiscono il paese, ma in alcuni Stati membri potrebbe anche essere il riflesso di un processo di recupero. In un certo numero di Stati membri con livelli elevati di disavanzo con l'estero, gli aumenti del costo del lavoro riguardano essenzialmente, anche se non esclusivamente, il settore dei beni non scambiabili. Ciò, a sua volta, ha provocato una riallocazione delle risorse verso questi settori, aumentando la pressione sulle posizioni sull'estero.

La crisi ha interrotto questa evoluzione e ha avviato l'aggiustamento¹⁶. Tuttavia, l'indicatore del quadro di valutazione (variazione su 3 anni dell'indice del costo del lavoro per unità di prodotto) indica che alcuni Stati membri superavano ancora le soglie indicative nel periodo 2008-2010 (9% per i paesi membri dell'area dell'euro e 12% per i paesi non appartenenti all'area dell'euro)¹⁷, ossia Bulgaria, Lussemburgo, Polonia, Slovenia, Slovacchia e Finlandia. L'indicatore relativo all'andamento del tasso di cambio effettivo reale (basato sui deflatori IAPC

¹⁴ Le statistiche sulla posizione patrimoniale netta sull'estero registrano la posizione finanziaria netta (passività meno attività) di un paese nei confronti del resto del mondo. I dati si riferiscono agli stock degli investimenti diretti e di portafoglio, di derivati finanziari e di altri investimenti e attività di riserva.

¹⁵ Il debito estero netto indica la posizione netta di un paese nei confronti del resto del mondo in termini di passività che richiedono il pagamento di capitale e/o di interessi da parte del debitore in un dato momento futuro. Il debito estero netto può essere desunto dalla posizione patrimoniale netta sull'estero escludendo le passività sull'estero diverse dal debito (ad esempio, i mezzi propri).

¹⁶ Nel 2009 la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto ha registrato un'accelerazione, perché i forti cali di produttività, dovuti a perdite di produzione e accumulo di manodopera, hanno superato le correzioni spesso significative dei salari. Tuttavia, l'aumento medio del costo del lavoro per unità di prodotto ha subito un forte rallentamento nel 2010, e nel 2011 è stato moderato.

¹⁷ Nel quadro di valutazione si può fare una distinzione tra gli Stati membri dell'area dell'euro e gli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro per quanto riguarda le soglie indicative nei casi economicamente giustificati. Per quanto riguarda il costo del lavoro per unità di prodotto, la logica di questa differenziazione risiede nel fatto che la maggior parte degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro, ossia quelli che hanno aderito nel 2004 o più tardi, ha conosciuto dall'inizio degli anni Novanta la liberalizzazione degli scambi, che ha comportato un processo naturale di convergenza dei prezzi dei fattori, con una conseguente crescita relativamente più forte del costo del lavoro.

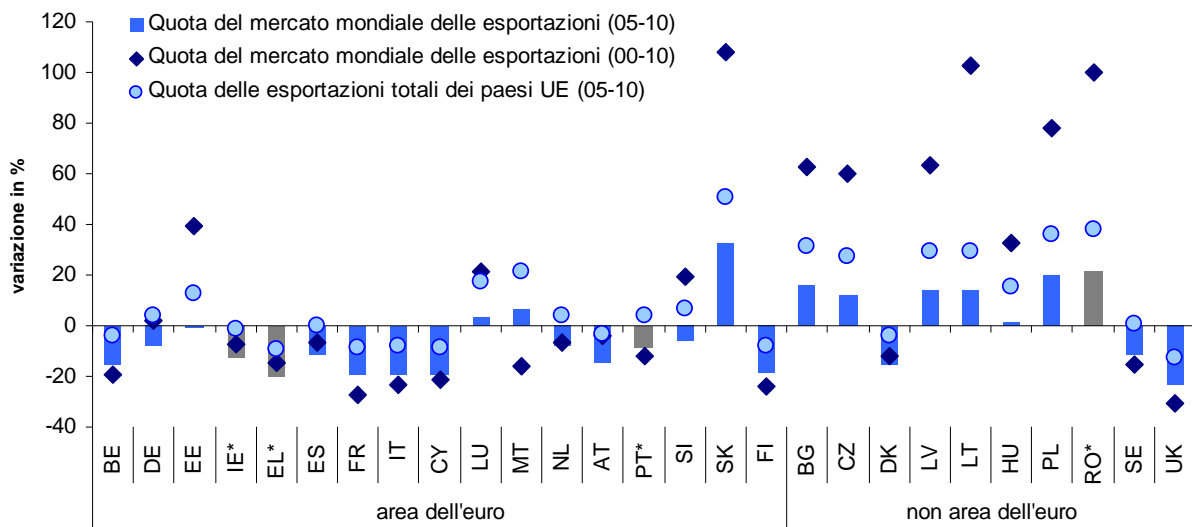
e indicante la variazione percentuale su 3 anni) mostra anch'esso interruzioni o inversioni delle tendenze osservate prima della crisi. Negli Stati membri che superavano le soglie indicative, questo andamento era soprattutto dovuto alle variazioni dei tassi di cambio nominali. Ciò è vero per la Slovacchia (prima dell'adesione all'area dell'euro) e per la Repubblica ceca, che hanno registrato forti rivalutazioni delle rispettive valute. Il Regno Unito ha registrato un significativo deprezzamento. Al contrario, l'aumento dei tassi di cambio effettivi reali dell'Estonia è stato in gran parte alimentato da un'inflazione superiore a quella dei partner commerciali, soprattutto a causa della maggiore reattività dell'inflazione interna agli aumenti dei prezzi mondiali delle materie prime nonché al maggiore aumento dei prezzi amministrati. Nonostante le inversioni di tendenza, spesso notevoli, le perdite a lungo termine della competitività di prezzo non sono state interamente riassorbite nella maggior parte degli Stati membri. Ulteriori riallineamenti dei prezzi relativi e il miglioramento della competitività faciliterebbero la necessaria riallocazione settoriale e contribuirebbero alla sostenibilità dell'aggiustamento esterno.

...mentre l'UE nel suo complesso ha perso quote dei mercati mondiali delle esportazioni, alcuni Stati membri ne hanno perse più degli altri.

Le variazioni delle quote del mercato mondiale delle esportazioni di merci e servizi (variazione percentuale su cinque anni) indicano che alcuni Stati membri hanno registrato perdite strutturali potenzialmente consistenti della competitività complessiva nell'economia mondiale. Belgio, Danimarca, Germania, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Paesi Bassi, Austria, Finlandia, Svezia e Regno Unito hanno subito consistenti perdite di quote di mercato, superando la soglia indicativa del 6%. In alcuni di questi paesi, le perdite di quote del mercato delle esportazioni sono ancora più consistenti se si considera un periodo più lungo (cfr. grafico 2). Oltre alla perdita di competitività di prezzo/costo, questo fenomeno potrebbe anche essere dovuto ai deboli miglioramenti della competitività non legata ai prezzi, alla scarsa capacità di sfruttare nuove opportunità commerciali o al trasferimento di risorse al settore dei beni non scambiabili nei periodi di boom della domanda interna. In molti casi queste riduzioni delle quote del mercato mondiale delle esportazioni sono in gran parte dovute al fatto che le esportazioni dei predetti Stati membri sono cresciute a ritmi inferiori rispetto al commercio mondiale: la quota delle esportazioni dell'UE nel suo complesso è diminuita. Tuttavia, anche l'andamento delle esportazioni di Belgio, Danimarca, Francia, Italia, Cipro, Austria, Finlandia e Regno Unito è stato meno dinamico rispetto ad altri paesi dell'UE, come dimostra il calo delle quote delle loro esportazioni sul totale delle esportazioni di tutti gli Stati membri dell'UE (cfr. grafico 2)¹⁸.

¹⁸ Queste conclusioni sembrano sostanzialmente confermate anche guardando alla variazione delle quote del mercato delle esportazioni basata sui volumi degli scambi di merci.

Grafico 2: variazioni percentuali delle quote del mercato delle esportazioni



Nota: i paesi beneficiari di programma di assistenza sono riportati in grigio e indicati con un asterisco.

Fonte: Commissione europea.

L'indebitamento pesa sulle famiglie e sulle imprese

Il prolungato periodo di espansione del credito che ha preceduto la crisi ha lasciato gli agenti economici di molti Stati membri con livelli elevati di debito accumulato (cfr. grafico 3). Questo processo è stato in parte determinato dalla maggiore integrazione e dall'accresciuto spessore del mercato finanziario assieme alla convergenza dei tassi di interesse nominali. Inoltre, la crescita rapida del credito è stata anche alimentata da altri fattori, quali i disallineamenti dei prezzi dei beni immobili, esacerbati da una tassazione e da condizioni di prestito favorevoli, come confermato dall'aumento generalizzato della quota di mutui per l'acquisto dell'abitazione sul totale dei prestiti nel periodo che ha preceduto la crisi. L'indebitamento del settore privato nel suo complesso supera la soglia indicativa del 160% in più di una dozzina di Stati membri: Belgio, Bulgaria, Danimarca, Estonia, Spagna, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Finlandia, Svezia e Regno Unito. L'elevato livello dell'indebitamento del settore privato aumenta l'esposizione dello stesso alle variazioni del ciclo economico, dell'inflazione e dei tassi di interesse. Inoltre, la correzione di posizioni di indebitamento eccessivo mette a repentaglio la crescita e la stabilità finanziaria. A livello disaggregato, le società non finanziarie sono state tra le principali responsabili dell'accumularsi del debito in Belgio, Spagna, Cipro, Slovenia e Svezia. Per quanto la capacità delle imprese di ripagare il debito (debito su PIL o valore aggiunto) possa servire come punto di partenza dell'analisi dell'indebitamento delle imprese, uno sguardo più attento alla quota di beni immobili finanziata mediante debito e alla struttura delle scadenze consente di definire l'effettivo fabbisogno di riduzione dell'indebitamento e la sua velocità. Inoltre, il settore delle famiglie è stato in gran parte responsabile dell'aumento dell'indebitamento in Danimarca, Paesi Bassi e Regno Unito, paesi in cui il debito delle famiglie ha superato i livelli del rispettivo PIL. Questi sviluppi vanno di pari passo con gli aumenti accumulati dei prezzi delle abitazioni superiori al 150% nel corso dell'ultimo ciclo (eguagliati soltanto dagli aumenti dei prezzi delle abitazioni in Spagna e Irlanda).

Gli aumenti dei prezzi sui mercati delle abitazioni hanno raggiunto livelli senza precedenti.

L'indebitamento delle famiglie è strettamente legato all'andamento del mercato delle abitazioni: nel decennio che ha preceduto la crisi la crescita del credito alle famiglie è andato di pari passo con gli aumenti dei prezzi delle case. Il ciclo dei prezzi delle abitazioni nell'UE è stato

particolarmente pronunciato, con una crescita media cumulata dei prezzi superiore al 40%. Ad esempio, nella metà degli Stati membri i prezzi delle abitazioni sono più che raddoppiati nel periodo di espansione. Inoltre, in circa due terzi degli Stati membri, il ritmo medio degli aumenti dei prezzi delle abitazioni ha superato il 6% annuo e in alcuni casi i tassi di crescita medi annui hanno raggiunto livelli compresi tra il 20% e il 35%. Sebbene la durata e la rapidità di tale espansione abbiano evidenziato notevoli variazioni tra i diversi paesi, i prezzi delle abitazioni hanno toccato il massimo nella stragrande maggioranza degli Stati membri nel 2007/2008. Le aspettative di aumenti persistenti dei prezzi delle abitazioni hanno favorito lo sviluppo del settore della costruzione. Infatti, investimenti massicci nel settore dell'edilizia abitativa sono andati di pari passo con l'aumento dei prezzi delle abitazioni in molti Stati membri, quali Danimarca, Spagna, Lituania, Malta, Svezia e Regno Unito.

...ma l'aggiustamento è in corso, anche se non è chiaro a che punto arriverà e quanto durerà.

È in corso la correzione: nel 2010 gli aumenti dei prezzi reali delle abitazioni sono stati inferiori alla soglia indicativa del 6% in tutti gli Stati membri, eccetto Finlandia e Svezia. I recenti aggiustamenti sono stati abbastanza significativi e i paesi che prima della crisi hanno registrato gli aumenti più elevati e più rapidi dei prezzi hanno avuto la tendenza a registrare, anche se non in tutti i casi, le correzioni più pronunciate, il che indica che i prezzi erano sopravvalutati nel periodo che ha preceduto la crisi. Ad esempio, Bulgaria, Danimarca, Estonia, Spagna, Lituania, Lettonia e Slovacchia hanno registrato un notevole aggiustamento a seguito di forti aumenti dei prezzi reali delle abitazioni. Nonostante le correzioni, vi è ancora spazio per ulteriori riduzioni in diversi paesi che hanno registrato aumenti consistenti e rapidi dei prezzi delle abitazioni, quali Belgio, Francia, Lussemburgo, Malta, Slovenia, Svezia e Regno Unito, dato che esiste di norma una correlazione diretta tra la forza della fase di correzione e l'ampiezza delle fase di espansione del ciclo dei prezzi delle abitazioni. Inoltre, il peggioramento delle condizioni del credito e la debole crescita del PIL peseranno probabilmente sull'andamento dei prezzi delle abitazioni nel prossimo futuro. Le condizioni dell'offerta saranno altresì un fattore importante.

La riduzione dell'indebitamento è iniziata...

Più in generale, l'offerta di credito al settore privato ha subito un drastico rallentamento in alcuni Stati membri ed è iniziato il processo di riduzione dell'indebitamento. I dati sui flussi di credito ai privati dimostrano che l'aggiustamento è iniziato nel 2009, dopo un'espansione del credito ancora forte nel 2008. Nel 2010 la crescita del credito ha superato la soglia indicativa del 15% solo a Cipro. La crescita lenta del credito combinata all'aumento del risparmio netto può, limitando la domanda interna, avere un effetto retroattivo negativo sulla crescita del PIL. I dati empirici dimostrano che gli aggiustamenti di bilancio indotti dalla crisi nel settore privato durano in media più di cinque anni, e nel settore delle imprese non finanziarie anche più a lungo. In tale contesto, l'andamento delle esportazioni nette e della produttività sono importanti in quanto principali fattori trainanti della crescita economica.

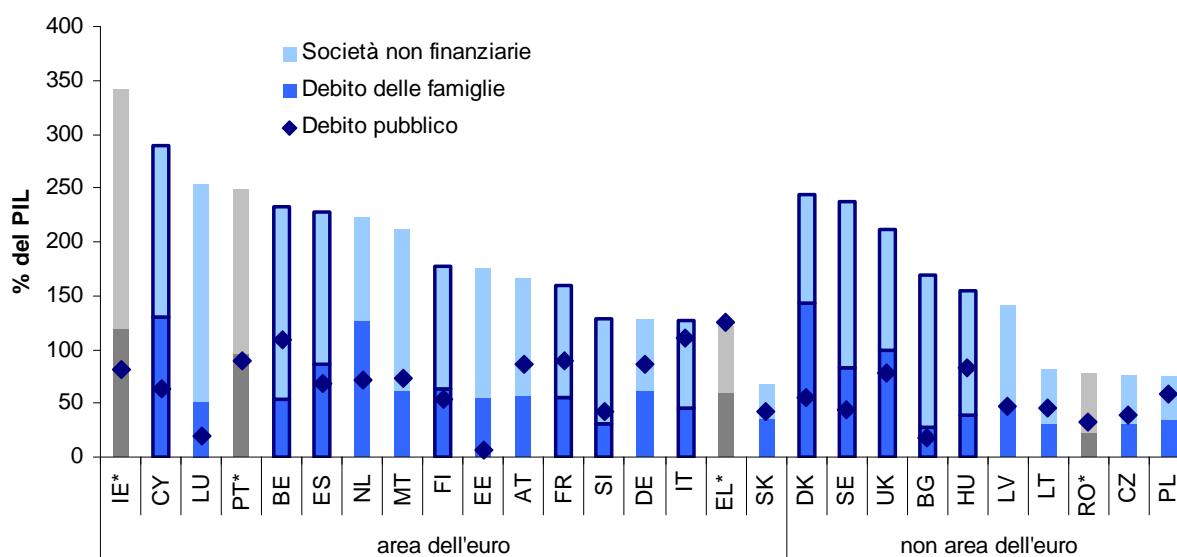
...il che rende le economie dell'UE più vulnerabili.

Nel corso della crisi finanziaria è apparso chiaro che l'indebitamento complessivo di uno Stato membro è molto importante e che vi sono forti legami tra debito del settore privato e debito pubblico¹⁹. Pertanto, il debito del settore privato deve essere considerato assieme al debito

¹⁹ I governi hanno rilevato ingenti passività potenziali del settore privato che, pur non avendo un impatto immediato sui livelli del debito, potrebbero influire sulla loro reputazione di solvibilità. Vi sono anche effetti

pubblico, perché l'impatto della riduzione dell'indebitamento nel settore privato potrebbe essere ampliato da una crisi in corso del debito sovrano che eserciti pressioni su settori pubblici altamente indebitati. Ciò è particolarmente vero per gli Stati membri caratterizzati da un settore pubblico e un settore privato altamente indebitati, ad esempio il Belgio²⁰ e il Regno Unito (cfr. grafico 3). Sebbene in Italia il debito del settore privato non sia eccessivo, l'elevato livello del debito pubblico e la necessità di risanare le finanze pubbliche potrebbero esercitare pressioni sulla situazione finanziaria del settore privato. Importi elevati del debito nelle mani di non residenti possono rivelarsi un'ulteriore preoccupazione nel contesto di forte incertezza sui mercati finanziari internazionali, in quanto aumentano la vulnerabilità di un paese alla scarsità di capitali o all'arresto improvviso del loro afflusso. Per quanto riguarda il debito estero, Spagna e Ungheria in particolare presentano una combinazione di debito dei privati e di debito estero netto elevati. Inoltre, se denominato in valuta estera, il debito può aumentare le preoccupazioni in merito alla vulnerabilità derivante dalle fluttuazioni dei tassi di cambio.

Grafico 3: livelli del debito accumulato per settore in % del PIL (2010)



Nota: i paesi beneficiari di programma di assistenza sono riportati in grigio e indicati con un asterisco.

Nota: il debito privato si basa su dati non consolidati.

Fonte: Commissione europea.

L'aggiustamento è in corso nell'economia reale

L'aggiustamento degli squilibri esterni e il riassetto della situazione finanziaria di famiglie e imprese sono stati piuttosto dolorosi, in particolare negli Stati membri che registravano forti squilibri prima della crisi. Questo aggiustamento è stato soprattutto determinato dall'andamento della domanda interna, spesso associato ad un aumento significativo dei livelli di disoccupazione. Questa situazione potrebbe essere dovuta ad un limitato aggiustamento prezzi/salari, ma potrebbe anche essere il risultato del processo in corso di riallocazione settoriale. L'aggiustamento agli squilibri macroeconomici richiede spesso spostamenti di manodopera e di capitali fra diversi settori dell'economia, in particolare dai settori dei beni

retroattivi dal settore privato al settore pubblico, in quanto i soggetti privati (non solo gli istituti finanziari) possono diventare grandi creditori di enti sovrani, rendendoli vulnerabili a difficoltà di bilancio.

²⁰ Il debito del settore privato sulla base di dati consolidati è però più basso in Belgio in ragione di una quota elevata di prestiti intrasocietari.

immobili gonfiati artificialmente ai settori dei beni scambiabili. Questo processo è in generale graduale (data la diversità dei bisogni in termini di qualifiche professionali dei settori interessati) ed è lungi dall'essersi concluso.

I livelli di disoccupazione sono rimasti elevati negli ultimi anni e l'indicatore del quadro di valutazione (tasso medio di disoccupazione su 3 anni) è superiore alla soglia indicativa del 10% in Estonia, Spagna, Lettonia, Lituania e Slovacchia. Anche in molti altri Stati membri questo indicatore indica livelli piuttosto elevati di disoccupazione, che, in aggiunta, hanno in generale seguito una tendenza al rialzo. La recente recessione ha avuto un'incidenza considerevole sul tasso di disoccupazione strutturale. La riallocazione della forza lavoro fra i settori dell'economia è stata lenta nella maggior parte degli Stati membri e i livelli elevati di disoccupazione che ne sono risultati comportano perdite potenzialmente elevate di capitale umano e di efficienza generale. Inoltre, le prospettive di disoccupazione risentiranno probabilmente dell'attuale incertezza e del rallentamento della crescita, dell'entità della riallocazione settoriale nell'economia e del processo di riduzione dell'indebitamento, in corso in molti Stati membri.

L'aggiustamento è destinato a essere più problematico in un contesto di bassa crescita della produttività. La tendenza al calo della produttività ha contribuito all'accumulo degli squilibri macroeconomici e alla perdita di competitività nel periodo che ha preceduto la crisi in alcuni Stati membri. Allo stesso tempo il conseguimento del necessario aggiustamento del costo del lavoro e dei relativi prezzi è più facile quando la produttività aumenta ad un ritmo sostenuto, dato che ciò riduce la pressione sull'andamento dei salari e dei prezzi nominali.

4. 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 assistenza, ossia Grecia, Irlanda e Portogallo nell'area dell'euro e Romania al di fuori dell'area dell'euro.

Belgio: i valori degli indicatori del quadro di valutazione relativi alla variazione delle quote del mercato delle esportazioni, al debito lordo del settore privato e al debito pubblico superano la soglia indicativa. Per quanto riguarda la competitività esterna, si riscontra una perdita di quote del mercato delle esportazioni che è andata di pari passo con il deterioramento del saldo delle partite correnti, anche se il livello rimane al di sotto della soglia indicativa e il deterioramento della bilancia delle merci è stato in parte compensato dal buon andamento della bilancia dei servizi. Queste tendenze possono essere spiegate dalla diminuzione della competitività di costo dovuta, tra l'altro, ad aumenti del CLUP superiori a quelli dell'area dell'euro, ma anche alla competitività non legata ai costi. Sul piano interno, l'indicatore del debito del settore privato è ben al di sopra della relativa soglia. Alcuni elementi consentono di relativizzare questa analisi, tra cui l'impatto dei prestiti intersocietari sul debito delle società non finanziarie, nonché il fatto che il debito delle famiglie è costituito principalmente da mutui e che il tasso di risparmio delle famiglie rimane elevato. Ciononostante, il livello del debito lordo del settore privato dovrebbe essere visto in relazione con il livello elevato del debito pubblico.

Bulgaria: prima della crisi la Bulgaria ha registrato ampi disavanzi delle partite correnti, che hanno determinato una posizione patrimoniale netta sull'estero in disavanzo, a causa di consistenti afflussi di capitali (perlopiù sotto forma di IDE) e della crescita del credito ai privati. La crisi ha comportato una forte correzione del disavanzo delle partite correnti, che secondo le attuali previsioni dovrebbe trasformarsi in un leggero avanzo nel 2011 e negli anni successivi. Il miglioramento è venuto non solo dalla riduzione delle importazioni, ma anche dagli ottimi risultati delle esportazioni in un contesto di recupero. La Bulgaria ha registrato uno degli

aumenti più forti del CLUP nell'UE e sebbene gli aumenti salariali, a partire da un livello base molto basso, rientrino nel processo di convergenza in corso, nel medio e lungo termine potrebbero rallentare il processo di recupero. L'indebitamento del settore privato è aumentato rapidamente a livelli superiori alla soglia indicativa principalmente a causa degli aumenti del debito delle imprese, mentre il debito delle famiglie e il debito del settore pubblico rimangono limitati.

Repubblica ceca: disavanzi delle partite correnti, per quanto inferiori alla soglia, sono stati registrati nell'ultimo decennio, sebbene negli ultimi anni si osservi una riduzione, da attribuirsi in gran parte al miglioramento della bilancia commerciale. Di conseguenza la posizione patrimoniale netta sull'estero ha superato la soglia indicativa, sebbene vadano riconosciuti i recenti effetti di valutazione sfavorevoli sugli stock delle attività e passività. In ragione di un finanziamento basato in prevalenza sugli IDE e di un debito del settore pubblico e di quello privato relativamente contenuto, il debito estero netto è rimasto prossimo allo zero. Nonostante la perdita di competitività di prezzo, a causa della forte rivalutazione del tasso di cambio effettivo reale e della crescita del CLUP, il paese ha conquistato quote del mercato delle esportazioni.

Danimarca: le partite correnti registrano costanti avanzi principalmente grazie alle forti esportazioni di servizi, ai proventi delle esportazioni di petrolio e gas nonché ai guadagni sugli investimenti esteri. Negli ultimi anni tuttavia i risultati delle esportazioni sono diminuiti, come evidenziato dall'indicatore delle quote del mercato delle esportazioni, che è superiore alla soglia. Inoltre, la competitività di prezzo della Danimarca si è in parte deteriorata a seguito di accordi salariali che hanno garantito salari nominali elevati in periodo di surriscaldamento e di crescita debole della produttività. Il boom delle abitazioni in Danimarca, la cui correzione è iniziata nel 2007, è stato accompagnato da una rapida crescita del credito e dall'aumento del debito del settore privato, in particolare delle famiglie. Sebbene negli ultimi anni il credito e i prezzi delle abitazioni abbiano registrato un parziale aggiustamento, lo stock di debito del settore privato rimane molto alto e supera la soglia indicativa benché per le famiglie questa situazione sia in parte dovuta agli alti contributi versati ai regimi pensionistici privati e ad una rete sociale generosa.

Germania: nel corso dell'ultimo decennio la Germania ha registrato avanzi persistenti delle partite correnti, in parte grazie ai risultati delle esportazioni, che hanno coinciso con una riconquistata competitività di prezzo, ma anche al calo degli investimenti interni e a tassi di risparmio delle famiglie relativamente elevati. Tuttavia, negli ultimi anni la domanda interna si è andata lentamente rafforzando riuscendo a sostenere la graduale riduzione dell'avanzo delle partite correnti, fatto questo che può essere visto nel quadro di un riequilibrio. Inoltre, pur essendosi registrata una perdita di quote del mercato delle esportazioni di merci, questo sviluppo è meno marcato rispetto alla media dell'area dell'euro. Sul piano interno, l'indebitamento del settore privato è relativamente contenuto, mentre l'indicatore del debito pubblico supera la soglia indicativa, ma dovrebbe diminuire nel 2011 e la graduale introduzione del freno al debito, inserito nella Costituzione, dovrebbe sostenere la riduzione tendenziale.

Estonia: nell'ultimo decennio l'Estonia ha costantemente registrato disavanzi delle partite correnti fino alla netta correzione verificatasi durante la crisi; nello stesso periodo il paese ha conquistato ampie quote del mercato delle esportazioni, nonostante la perdita di competitività di prezzo (rispetto a un livello dei prezzi inizialmente basso). Negli ultimi anni si è avuto un aggiustamento dei salari e dei costi. Nel complesso anche la posizione patrimoniale netta sull'estero è diventata progressivamente negativa e rimane al di sopra della soglia indicativa. Tuttavia, questa situazione è dovuta in gran parte agli IDE, il che significa che il debito estero

netto è sostanzialmente più basso. L'indebitamento del settore privato è superiore alla soglia indicativa, nonostante la forza del processo di riduzione dell'indebitamento. Tenuto conto della forte crescita del PIL nominale, il rapporto debito/PIL del settore privato è destinato a scendere. La disoccupazione, sebbene elevata, registra un rapido aggiustamento verso il basso grazie all'elevata flessibilità del mercato del lavoro.

Spagna: l'economia sta attraversando una fase di aggiustamento dei forti squilibri esterni e interni accumulatisi durante il lungo boom edilizio e creditizio negli anni precedenti la crisi. I significativi disavanzi delle partite correnti hanno cominciato a diminuire di recente nel contesto della grave recessione economica e grazie al miglioramento delle esportazioni, pur rimanendo al di sopra della soglia indicativa. Dal 2008 la perdita di competitività di prezzo e di costo ha subito in parte un'inversione di tendenza. Sebbene l'aggiustamento degli squilibri sia in corso, ci vorrà tempo affinché l'assorbimento delle ingenti scorte di debito interno ed esterno e la riallocazione delle risorse liberate dal settore della costruzione consentano di ripristinare condizioni più equilibrate. La contrazione dell'occupazione, legata al ridimensionamento del settore della costruzione e alla recessione economica, è stata aggravata dal lento aggiustamento dei salari, che ha alimentato l'aumento della disoccupazione.

Francia: una lettura economica del quadro di valutazione fa emergere aspetti problematici sia a livello interno che esterno. La contrazione della quota francese del mercato mondiale delle esportazioni è superiore alla soglia indicativa e figura tra le più elevate dell'UE. C'è stato un graduale deterioramento della bilancia commerciale, che si è riflesso in un deterioramento del saldo delle partite correnti, anche se ancora inferiore alla soglia indicativa. Le preoccupazioni circa la posizione sull'estero dell'economia francese sono anche alimentate da perdite di competitività sia di prezzo che di altra natura. In questo contesto, la diminuzione della redditività delle imprese francesi e le relative conseguenze in termini di investimenti sono fattori rilevanti che meritano un'ulteriore analisi. Il livello dell'indebitamento del settore privato è andato gradualmente aumentando fino a raggiungere la soglia indicativa, e ciò è avvenuto parallelamente all'aumento dei livelli del debito pubblico.

Italia: i valori del quadro di valutazione sono superiori alle soglie indicative per quanto riguarda gli indicatori della competitività e del debito pubblico. L'Italia ha registrato un notevole deterioramento della competitività a partire dalla metà degli anni Novanta, il che è evidenziato anche dalla perdita continua di quote di mercato. La perdita si riflette solo in parte nel costante peggioramento della posizione sull'estero dell'Italia, data la crescita relativamente modesta della domanda interna. La principale spiegazione risiede nella debole evoluzione della produttività. Mentre in Italia l'indebitamento del settore privato è relativamente contenuto, soprattutto grazie alla posizione finanziaria delle famiglie, il livello del debito pubblico è preoccupante, soprattutto a fronte della crescita debole e delle debolezze strutturali. Questa situazione potrebbe a sua volta mettere a dura prova la situazione finanziaria del settore privato.

Cipro: con valori di molti indicatori economici superiori alle soglie indicative, la lettura economica del quadro di valutazione indica sfide di ampia portata sia a livello interno che esterno. Nell'ultimo decennio l'economia cipriota è stata caratterizzata da persistenti disavanzi delle partite correnti, principalmente sulla spinta della forte domanda interna. L'evoluzione delle partite correnti cipriote presenta forti divergenze negli scambi di merci e di servizi, il che riflette lo spostamento dell'economia cipriota verso il settore terziario. Il saldo negativo della bilancia delle merci è solo in parte compensato dall'avanzo registrato negli scambi di servizi. Negli anni precedenti la crisi Cipro ha subito una perdita di competitività di prezzo, una tendenza rimasta però contenuta in anni più recenti. Il settore privato, fortemente indebitato, ha continuato a

ridurre l'ampio stock del debito in essere, che tuttavia coesiste a fianco di consistenti attività. Il deterioramento delle prospettive economiche e della situazione di bilancio nonché le conseguenze dell'esposizione del settore bancario nei confronti della Grecia accrescono le preoccupazioni sulle sfide connesse all'aggiustamento degli squilibri in altri settori dell'economia.

Lettonia: fino al 2008 la Lettonia ha registrato disavanzi consistenti e costanti delle partite correnti assieme al rapido deteriorarsi della posizione patrimoniale netta sull'estero, sebbene il debito estero netto risulti inferiore prendendo in considerazione gli IDE. La crisi ha causato una netta e decisa battuta d'arresto con una correzione immediata e brusca del disavanzo delle partite correnti, il che ha richiesto un solido programma di aggiustamento, finanziato dal meccanismo di assistenza della bilancia dei pagamenti, che si concluderà nel gennaio 2012. La precedente tendenza ad una continua perdita di competitività di prezzo è stata compensata dall'aggiustamento interno, comprensivo di tagli dei salari e dell'occupazione. Gli anni del boom sono stati anche caratterizzati da una forte crescita del credito, dal boom dei prezzi delle abitazioni e del settore della costruzione. Ciò ha comportato un rapido aumento del debito del settore privato che nel periodo di recessione ha portato ad un processo di riduzione dell'indebitamento e ad un aggiustamento sostanziale dei prezzi delle abitazioni. Sebbene ancora elevata, la disoccupazione si è ridotta velocemente dal massimo registrato alla fine del 2009.

Lituania: fino al 2008 la Lituania aveva registrato ampi disavanzi delle partite correnti nonché perdita di competitività di prezzo, a seguito del boom interno. Grazie ad un netto e significativo processo di aggiustamento negli anni della crisi, le partite correnti sono ora a livelli prossimi al pareggio. I tassi di cambio effettivi reali sono diminuiti, soprattutto a seguito delle riduzioni dei salari nominali. Anche prima del 2008 la Lituania era riuscita a conquistare quote del mercato delle esportazioni partendo da un livello basso. Mentre la posizione patrimoniale netta sull'estero resta negativa e a livelli elevati, superiori alla soglia indicativa, il debito estero netto è molto più basso se si tiene conto del finanziamento mediante gli IDE. La crisi finanziaria ha messo fine all'espansione del settore bancario e alla forte dinamica salariale, il settore privato ha iniziato a ridurre l'indebitamento, i flussi di credito in percentuale del PIL sono diventati negativi e i prezzi delle abitazioni hanno subito una significativa correzione. Sebbene ancora elevata, la disoccupazione si è ridotta rispetto al picco massimo registrato nel 2010.

Lussemburgo: il valore dell'indicatore del quadro di valutazione relativo al saldo delle partite correnti è superiore alla soglia, a causa di avanzi commerciali dovuti alla forte specializzazione del paese nei servizi finanziari. Questa situazione non è però collegata ad una domanda interna contenuta, ma deriva piuttosto dalla concentrazione di attività economiche e di posti di lavoro nel paese. Il Lussemburgo ha registrato una perdita di competitività di prezzo a causa dei cospicui aumenti salariali e della bassa crescita della produttività, ma al tempo stesso il paese sta guadagnando quote del mercato delle esportazioni di servizi. L'indebitamento del settore privato è superiore alla soglia indicativa e i flussi di credito sono elevati e volatili. Questo è dovuto principalmente alle operazioni di assunzione e di 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. I prezzi reali delle abitazioni hanno accumulato una forte crescita nel corso dell'ultimo decennio e la correzione è rimasta finora limitata.

Ungheria: i valori degli indicatori del quadro di valutazione relativi al rapporto debito pubblico/PIL e alla posizione patrimoniale netta sull'estero sono ben al di sopra delle soglie indicative. Il valore di quest'ultimo indicatore è dovuto ai continui disavanzi delle partite

correnti registrati negli anni precedenti la crisi. La crisi ha determinato un drastico aggiustamento, dato il crollo della domanda interna, ma il disavanzo della posizione patrimoniale netta sull'estero è rimasto ampio anche se una parte sostanziale è finanziata dagli IDE. Nel periodo precedente la crisi si è anche registrata una forte crescita del credito, che, in particolare per le famiglie, è stata per lo più finanziata in valuta estera. L'accumulo dell'esposizione finanziaria estera del settore privato è avvenuto in un contesto di livelli elevati e crescenti di debito pubblico, anch'esso finanziato in valuta estera. Nel novembre 2011 il governo ha formalmente chiesto l'assistenza finanziaria a titolo precauzionale dell'UE e dell'FMI²¹.

Malta: nell'ultimo decennio l'economia del paese ha registrato persistenti disavanzi delle partite correnti, ridottisi negli ultimi anni. La posizione patrimoniale netta sull'estero è positiva. Non è ancora chiaro se la riduzione del disavanzo estero sia di natura strutturale o no. Le perdite di quote del mercato delle esportazioni registrate in passato riflettono il declino delle attività manifatturiere tradizionali, una tendenza che è stata invertita dal settore dei servizi. A livello interno, i prezzi delle abitazioni sono notevolmente aumentati, ma sembrano ora aver assunto un andamento al ribasso.

Paesi Bassi: negli anni che hanno preceduto la crisi i Paesi Bassi hanno registrato elevati e persistenti avanzi delle partite correnti, alimentati soprattutto dalla bilancia commerciale e in particolare dai risultati positivi delle esportazioni nette di gas. Attualmente i livelli sono tuttavia inferiori alla soglia, anche se sono destinati ad aumentare nei prossimi anni, secondo le previsioni della Commissione. Nonostante un qualche aumento del costo nominale del lavoro per unità di prodotto, le perdite di quote del mercato delle esportazioni sono rimaste contenute. Gli avanzi riflettono anche gli elevati risparmi del settore delle imprese, associati a investimenti modesti. I rischi interni che pesano sull'economia dei Paesi Bassi sono legati principalmente al debito del settore privato, relativamente elevato, e ai mercati immobiliari. Negli anni precedenti la crisi è aumentato il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile e ai prezzi delle abitazioni, in parte a causa degli incentivi fiscali che hanno incoraggiato le famiglie a contrarre mutui elevati. La posizione finanziaria netta delle famiglie è comunque positiva.

Austria: per quanto riguarda la posizione verso l'estero, l'Austria ha registrato persistenti avanzi delle partite correnti. Allo stesso tempo l'indicatore delle quote del mercato delle esportazioni indica comunque delle perdite, sebbene la crescita del CULP sia stata contenuta. I livelli del debito del settore privato sono aumentati gradualmente e sono attualmente leggermente superiori alla soglia indicativa, al pari del debito del settore pubblico. L'Austria non ha tuttavia registrato, in termini relativi, un boom delle abitazioni, degli immobili e del credito alla fine degli anni 2000 e l'aumento dell'indebitamento è stato causato principalmente dalle imprese. Per il 2011 gli sviluppi recenti indicano che l'aumento dell'indebitamento privato ha subito una battuta di arresto e che il settore privato, comprese le società non finanziarie, si troverà in una posizione creditoria netta.

Polonia: i valori degli indicatori del quadro di valutazione relativi alla bilancia delle partite correnti e alla posizione patrimoniale netta sull'estero sono superiori alle soglie indicative, ma essi vanno considerati nel contesto di un processo di recupero e sono stati per lo più finanziati mediante afflussi relativamente stabili di IDE e di fondi dell'UE. Nel periodo 2006-2008 la perdita di competitività di prezzo è rimasta limitata, in ragione della rivalutazione del tasso di cambio nominale, ma a partire dal 2009 la tendenza si è invertita. Nonostante queste perdite la Polonia ha conquistato ampie quote del mercato delle esportazioni e ha limitato gli aumenti del

²¹ I negoziati formali non sono stati ancora avviati.

CLUP nominale. C'è stata una crescita relativamente forte del credito e un aumento del debito del settore privato, per quanto a partire da un livello basso, ma in parte finanziato in valuta estera.

Slovenia: due indicatori del quadro di valutazione hanno superato la soglia nel 2010. Negli anni precedenti la crisi il paese ha beneficiato di una crescita forte e di una domanda interna sostenuta, associate ad una certa perdita di competitività di prezzo e ad un graduale aumento del disavanzo delle partite correnti. Vi sono segnali di un avvenuto surriscaldamento, in particolare per quanto riguarda la crescita del credito al settore privato, il valore aggiunto nel settore della costruzione e i prezzi degli immobili. L'economia slovena è stata colpita duramente dalla crisi mondiale. Ciò ha determinato un qualche aggiustamento, forse temporaneo, del saldo con l'estero, che però è ancora nella fase iniziale. L'elevato indebitamento delle società non finanziarie, tra cui quelle del settore della costruzione, si riflette nei fallimenti delle società, nei rapporti prestiti/mezzi propri e negli arretrati sui prestiti.

Slovacchia: le partite correnti della Slovacchia hanno registrato ampi e costanti disavanzi nell'ultimo decennio, in parte finanziati mediante trasferimenti di capitali dall'estero. Ciononostante, l'indicatore relativo alle partite correnti rimane sopra la soglia indicativa sebbene in misura marginale. Gli investimenti diretti esteri, destinati principalmente ai settori produttivi orientati all'esportazione, sono la principale causa del graduale deterioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero. La perdita di competitività di prezzo, espressa da un valore dell'indicatore dei tassi di cambio effettivi reali superiore alla soglia indicativa, è dovuta principalmente ad una forte rivalutazione nominale ed è stata accompagnata da un forte aumento della produttività, delle esportazioni e delle quote del commercio mondiale. Nel complesso, i livelli dell'indebitamento del settore pubblico e di quello privato rimangono bassi.

Finlandia: diversi indicatori del quadro di valutazione relativi alla posizione sull'estero, quali la perdita di quote del mercato delle esportazioni, si situano al di sopra delle soglie indicative. Nell'ultimo decennio si è registrato un avanzo delle partite correnti, sebbene in diminuzione a causa non solo del rallentamento dell'economia mondiale ma anche di cambiamenti strutturali nei settori orientati all'esportazione. Inoltre, mentre le perdite di competitività di prezzo sono state relativamente contenute per gran parte dell'ultimo decennio, negli ultimi anni sono state registrate perdite più pesanti, dovute soprattutto all'aggiustamento lento dei salari a fronte del calo della produttività. Il quadro di valutazione evidenzia anche che il livello dell'indebitamento del settore privato è andato costantemente crescendo nell'ultimo decennio, in gran parte a causa dell'aumento dei mutui, e si situa ora al di sopra della soglia indicativa. Nell'ultimo decennio i prezzi delle abitazioni sono aumentati nonostante una modesta correzione nel periodo 2008-2009. Nel 2010 i prezzi hanno iniziato a risalire ad un ritmo superiore alla soglia indicativa, diventato più moderato nella seconda metà del 2011.

Svezia: il paese ha registrato costanti avanzi elevati delle partite correnti, superiori alla soglia indicativa. Questa situazione è dovuta non solo ai tassi di risparmio positivi del settore privato e del settore pubblico ma anche, in qualche misura, a investimenti interni contenuti, in particolare nel settore della costruzione. Gli indicatori dell'andamento dei costi, quali il costo del lavoro per unità di prodotto e i tassi di cambio effettivi reali, non segnalano una perdita di competitività di prezzo. A livello interno la Svezia presenta un livello molto elevato del debito del settore privato, ben superiore alla soglia indicativa. L'indebitamento delle famiglie è cresciuto ed è ora a livelli elevati, nonostante il rallentamento della crescita del credito registrato di recente. Questa evoluzione è dovuta ad un aumento molto forte negli ultimi 15 anni dei prezzi delle abitazioni, che hanno cominciato a stabilizzarsi soltanto di recente.

Regno Unito: il Regno Unito ha perso quote del mercato delle esportazioni nell'ultimo decennio e il relativo indicatore è superiore alla soglia, sebbene negli ultimi anni la situazione si sia in una certa misura stabilizzata. Questa perdita di quote di mercato è avvenuta nonostante un sostanziale deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale negli ultimi anni. Allo stesso tempo il Regno Unito ha registrato disavanzi delle partite correnti, che si situano però al di sotto della soglia indicativa. L'elevato livello del debito privato è un problema, anche a fronte della debolezza delle finanze pubbliche, con un debito pubblico elevato e crescente. Il debito delle famiglie è in gran parte dovuto ai mutui contratti, in un contesto di forti aumenti cumulati dei prezzi delle abitazioni. Per quanto siano diminuiti, il livello del debito delle famiglie e i prezzi reali delle abitazioni restano alti, il che suggerisce che questi squilibri non sono stati ancora corretti e che la velocità di aggiustamento costituisce un aspetto importante.

5. PRINCIPALI RISULTATI E CONCLUSIONI

Questa prima attuazione della procedura per gli squilibri macroeconomici avviene in un contesto economico problematico, dominato dalle preoccupazioni sul debito sovrano, che costringe tutti gli Stati membri ad un aggiustamento all'impatto della crisi, la cui entità e la cui gravità variano comunque da un paese all'altro. Come spiegato dalla Commissione nella recente analisi annuale della crescita²², oltre alla correzione dei profondi squilibri accumulatisi negli anni precedenti, l'Unione e gli Stati membri devono far fronte al problema congiunto della crescita debole e dell'elevato tasso di disoccupazione, garantendo la sostenibilità delle finanze pubbliche e ripristinando la stabilità del sistema finanziario. L'obiettivo della riduzione degli squilibri è stato anche riconosciuto nel contesto del G20, nel cui ambito è stato messo a punto un processo di sorveglianza inteso a promuovere un riequilibrio ordinato delle condizioni della crescita mondiale.

L'aggiustamento degli squilibri macroeconomici è in corso in molti Stati membri, soprattutto in quelli che registrano o 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. Come evidenziato nell'analisi annuale della crescita, le riforme intese a favorire l'aumento della produttività, grazie al loro impatto positivo sul prodotto potenziale e sulla capacità di aggiustamento, avranno una particolare importanza per gli Stati membri che registrano squilibri macroeconomici²³. Nel contesto attuale i rischi di nuovi squilibri dovuti alla domanda sono generalmente ridotti, sebbene con la ripresa della crescita i mercati immobiliari potrebbero essere nuovamente soggetti a pressioni.

Essendo già sottoposti a sorveglianza rafforzata della situazione economica e delle politiche adottate in materia, i paesi beneficiari di un programma di assistenza non sono valutati nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici²⁴. Ciò riguarda **Grecia, Irlanda, Portogallo e Romania**. Al contrario, la Lettonia, soggetta a sorveglianza post-programma in quanto il programma di assistenza alla bilancia dei pagamenti si è concluso il 19 gennaio 2012, viene esaminata nella presente relazione.

²² http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/pdf/ags_en.pdf

²³ Cfr. anche l'allegato macroeconomico all'analisi annuale della crescita: http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/pdf/annex_2_en.pdf.

²⁴ Questo è anche in linea con l'approccio adottato nella 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) presentata dalla Commissione il 23 novembre 2011.

Sulla base della lettura economica del quadro di valutazione, la Commissione ritiene giustificata un'ulteriore analisi approfondita intesa a esaminare più in dettaglio questioni riguardanti diversi Stati membri. L'approccio ad ampio raggio è dovuto al fatto che si tratta della prima applicazione della sorveglianza nel quadro della presente procedura e che pertanto si deve tener conto anche dell'aggiustamento rispetto a squilibri accumulatisi precedentemente. Gli Stati membri interessati sono: **Belgio, Bulgaria, Danimarca, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Ungheria, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito.**

Gli Stati membri designati devono affrontare problemi e rischi potenziali diversi, ivi compresi gli effetti di ricaduta. 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 possono richiedere un esame più attento. Nonostante risultati macroeconomici complessivamente soddisfacenti, alcuni paesi registrano un'evoluzione del mercato immobiliare (in particolare il settore abitativo) e un aumento continuo dell'indebitamento del settore privato che giustificano un'ulteriore analisi.

Infine, dalla lettura economica degli indicatori del quadro di valutazione emerge la necessità di un'ulteriore analisi orizzontale dei fattori trainanti e delle implicazioni in termini di politiche di **avanzi delle partite correnti elevati e persistenti**, soprattutto in alcuni Stati membri dell'area dell'euro. Nei prossimi mesi la Commissione effettuerà un'ulteriore valutazione delle divergenze tra Stati membri in termini di risultati economici, incluso l'esame delle interconnessioni commerciali e finanziarie tra paesi in avanzo e paesi in disavanzo e analizzerà le modalità di riequilibrio a livello dell'area dell'euro e a livello mondiale. Valuterà anche il ruolo avuto dai fattori strutturali, tra cui il funzionamento dei mercati dei servizi, tramite il loro impatto sui consumi e sugli investimenti interni, in quanto elementi trainanti di avanzi costanti, per poter formulare i necessari orientamenti di politica. Al riguardo, la Commissione approfondirà anche l'analisi degli effetti di recupero.

Nel contesto della sorveglianza multilaterale e conformemente all'articolo 3, paragrafo 4, del regolamento, la Commissione invita il Consiglio e l'Eurogruppo a esaminare la presente relazione. La Commissione attende le osservazioni del Parlamento europeo e delle altre parti in causa. La Commissione terrà conto di tali osservazioni in fase di preparazione delle analisi approfondite dei singoli Stati membri.