



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 30.5.2012
SWD(2012) 301 final

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

Valutazione dei programmi nazionali di riforma e dei programmi di stabilità 2012 per

L'AREA DELL'EURO

che accompagna il documento

Raccomandazione di

RACCOMANDAZIONE DEL CONSIGLIO

**sull'attuazione degli indirizzi di massima per le politiche economiche degli Stati membri
la cui moneta è l'euro**

{COM(2012) 301 final}

INDICE

1. Sintesi.....	3
2. Situazione e prospettive economiche	4
3. Principali sfide economiche e relative risposte politiche	5
3.1. Ripristinare e mantenere la stabilità.....	5
3.1.1. <i>Stabilità finanziaria</i>	5
3.1.2. <i>Politica di bilancio</i>	8
3.2. Correggere gli squilibri e consolidare la crescita.....	13
3.2.1. <i>Correzione degli squilibri interni nell'area dell'euro</i>	13
3.2.2. <i>Riforme strutturali per promuovere la crescita e la capacità di adattamento</i>	21
Patto Euro Plus – valutazione del rispetto degli impegni	22
4. Rafforzare il coordinamento delle politiche nell'area dell'euro.....	24
4.1. La crisi ha messo in luce carenze nella governance dell'area dell'euro.....	24
4.2. La riforma della governance economica nell'area dell'euro.....	25

1. SINTESI

Negli ultimi dodici mesi la crisi dell'area dell'euro ha raggiunto la sua fase più acuta, creando un pericoloso circolo vizioso tra emittenti sovrani, sistema bancario e deterioramento delle prospettive economiche. I consistenti importi di debito sovrano interno detenuti dalle banche in Europa hanno esteso al settore bancario le preoccupazioni circa la sostenibilità del debito sovrano. A sua volta, la limitata capacità delle banche di assorbire le perdite ha aggravato il rischio sovrano, in quanto i governi sono stati considerati l'ultimo baluardo per gli istituti finanziari in difficoltà. Infine, le scarse prospettive di crescita, che hanno risentito anche del deleveraging pubblico e privato, hanno accentuato le preoccupazioni in merito alla sostenibilità del debito e alla redditività delle banche, fatto aumentare i costi di rifinanziamento del debito e messo a repentaglio la sostenibilità del debito.

Questa fase acuta della crisi ha evidenziato i notevoli effetti di ricaduta transfrontalieri nell'area dell'euro, dove i problemi del debito sovrano sono iniziati nel 2010 come un caso isolato. Da allora la crisi si è allargata ad altri Stati membri vulnerabili mettendo in luce o aggravando diversi problemi endogeni, tra cui gli squilibri economici accumulatisi o le carenze del settore bancario. Alla fine sono stati colpiti anche gli Stati membri che erano considerati finanziariamente sani e la crisi è diventata sistemica nel secondo semestre del 2011. Questo denota la gravità degli effetti di ricaduta nell'area dell'euro, dovuti agli stretti legami economici e finanziari e ai quadri politici comuni, e preclude qualsiasi forma di compiacimento relativamente ai paesi apparentemente immuni.

Le azioni politiche incisive intraprese per spezzare i circoli viziosi e potenziare i quadri politici hanno contribuito a contenere la crisi. La *tabella di marcia per la stabilità e la crescita* adottata dalla Commissione nell'ottobre 2011¹ contiene un piano globale di risposta alla crisi che ha guidato i processi di riforma varati dai responsabili politici. In particolare, è stato concordato il secondo programma di aggiustamento della Grecia sulla base di una ristrutturazione ordinata del debito pubblico. Altri Stati membri vulnerabili, in particolare quelli oggetto di programmi di aggiustamento UE/FMI, hanno intrapreso riforme strategiche coraggiose. Nel complesso il risanamento è proseguito come previsto nell'intera area dell'euro, anche se in alcuni casi occorrono misure supplementari. Questi sforzi nazionali sono stati affiancati da azioni a livello europeo: le iniziative a livello di UE con il maggior potenziale di crescita sono state accelerate; le dimensioni e la portata dei meccanismi di stabilità finanziaria sono state aumentate; le banche hanno rafforzato la propria base patrimoniale nell'ambito di un'operazione coordinata sotto la guida dell'Autorità bancaria europea; la Banca centrale europea ha preso misure volte ad attenuare i problemi di finanziamento nel settore bancario. Sono state infine concordate vaste riforme della governance volte a rendere più rigorosi il monitoraggio e la sorveglianza delle politiche economiche e di bilancio.

Occorre uno sforzo costante e coerente a livello politico per affrontare le sfide che si profilano. Le misure strategiche di cui sopra hanno determinato un timido miglioramento nei primi mesi del 2012, ma ultimamente la volatilità si è nuovamente accentuata a causa di sviluppi macroeconomici sfavorevoli, di persistenti preoccupazioni in merito al sistema bancario e della maggiore incertezza delle politiche in alcuni Stati membri. Oltre a dimostrare che i mercati rimangono eccezionalmente tesi e vigili e che la fiducia è ancora limitata, questo ricorda anche che qualsiasi miglioramento della situazione è subordinato al mantenimento di una risposta politica adeguata a livello dei singoli Stati e dell'area dell'euro. È quindi di

¹ COM(2011) 669 definitivo.

fondamentale importanza portare avanti le riforme per affrontare le sfide a medio e lungo termine nell'area dell'euro, mirando in particolare a:

- rilanciare fin d'ora la crescita a breve termine e aumentare il potenziale di crescita, in particolare rafforzando l'integrazione e la liberalizzazione del mercato, segnatamente per sbloccare il risparmio privato a favore di investimenti produttivi e migliorare la competitività;
- ridurre l'elevato onere del debito nei settori pubblico e privato, in modo adeguatamente coordinato tra i diversi paesi e settori, per evitare che sia un ostacolo eccessivo alla crescita economica; in particolare:
 - ridurre l'elevato debito pubblico nell'ambito di strategie credibili di risanamento di bilancio a medio termine, conciliando le necessità in termini di risanamento, riforma e crescita;
 - ridurre i forti squilibri tra i paesi dell'area dell'euro mediante vaste riforme strutturali che aumentino la capacità di aggiustamento e politiche di bilancio adeguatamente differenziate;
- portare avanti il risanamento del settore finanziario, in particolare per garantire un settore bancario sano, in grado di erogare finanziamenti sicuri all'economia.

I forti effetti di ricaduta e le interconnessioni dell'area dell'euro richiedono una governance economica forte e una sorveglianza economica rigorosa. Le coraggiose riforme della governance economica dell'area dell'euro attuate finora o in preparazione soddisfano in gran parte le esigenze di un'unione monetaria in termini di forte governance e sorveglianza e creano solide basi per un'area dell'euro stabile e sana. A medio termine, tuttavia, occorreranno altre misure per completare l'architettura dell'UEM.

2. SITUAZIONE E PROSPETTIVE ECONOMICHE

La situazione economica nell'area dell'euro si è gravemente deteriorata negli ultimi dodici mesi. Dopo la contrazione di fine 2011, il PIL dell'area dell'euro si è stabilizzato all'inizio del 2012. La crescita ha risentito della perdita di fiducia dovuta all'aggravarsi della crisi del debito sovrano, agli aumenti dei prezzi petroliferi e al rallentamento della crescita della produzione mondiale.

Anche se il rischio di gravi problemi nel sistema bancario è stato ridotto grazie a un'azione politica tempestiva alla fine del 2011, le prospettive economiche rimangono poco incoraggianti. Le previsioni economiche di primavera della Commissione europea indicano per il 2012 un PIL stazionario (-0,3%), mentre il 2013 dovrebbe essere caratterizzato da una discreta espansione (1,0%). Questa modesta ripresa presuppone un ripristino della fiducia e, pertanto, il contenimento della crisi e la normalizzazione della situazione sui mercati finanziari. Il rischio peggiore rimane infatti quello di un'escalation della crisi, che potrebbe riattivare il circolo vizioso tra il settore finanziario e l'economia reale e compromettere seriamente le prospettive di crescita.

Le differenze in termini di crescita tra gli Stati membri dell'area dell'euro dovrebbero permanere. Queste differenze, visibili sin dall'inizio della crisi economica e finanziaria mondiale, dovrebbero continuare nel periodo di riferimento in quanto negli Stati membri con un pesante retaggio di squilibri interni e esterni la transizione verso la ripresa avverrà molto più tardi e richiederà molto più tempo rispetto ai paesi con meno condizionamenti strutturali (si veda anche la sezione 3.2).

3. PRINCIPALI SFIDE ECONOMICHE E RELATIVE RISPOSTE POLITICHE

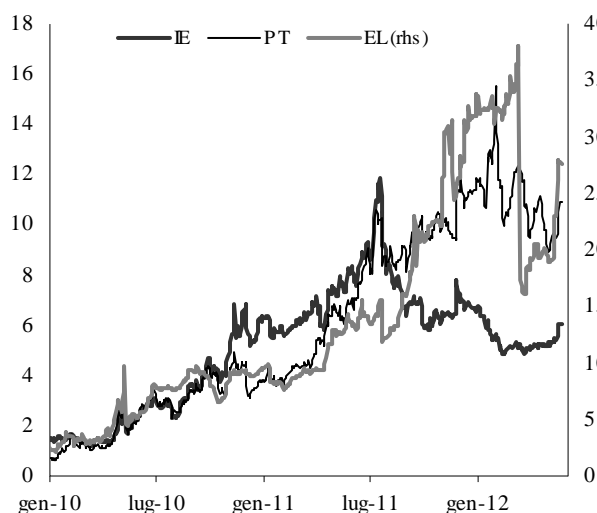
L'area dell'euro deve affrontare una serie di sfide strettamente collegate tra loro, che vengono esaminate in appresso in due sezioni principali riguardanti i settori e gli strumenti strategici pertinenti. La sezione 3.1 analizza le sfide legate alle politiche finanziarie e di bilancio nell'area dell'euro, mentre la sezione 3.2 esamina le sfide derivanti dalla debole crescita e dai forti squilibri macroeconomici. Ciascuna sezione contiene una valutazione delle misure strategiche adottate nell'area dell'euro, che pone l'accento sulla risposta alle raccomandazioni rivolte nel 2011 agli Stati membri dell'area dell'euro.

3.1. Ripristinare e mantenere la stabilità

3.1.1. Stabilità finanziaria

Grafico 1. Spread del debito sovrano dei paesi tenuti al rispetto di un programma di aggiustamento

scadenza 10 anni, differenziale rispetto alla Germania



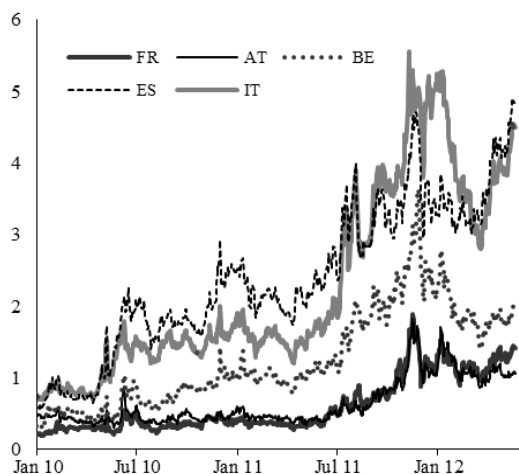
Fonte: Reuters Ecowin

La crisi ha colpito duramente il settore finanziario europeo e mondiale. La rivalutazione generale del rischio durante la crisi economica e finanziaria mondiale ha determinato un crollo dei prezzi delle attività e un'erosione della base patrimoniale delle banche europee, alcune delle quali hanno dovuto essere salvate dalle autorità pubbliche nazionali. In un contesto di recessione economica che esercita pressioni sempre più forti sulle finanze pubbliche, in alcuni casi la portata di queste operazioni di salvataggio è stata tale da minare la sostenibilità degli emittenti sovrani interessati. Questo fattore, a cui si è aggiunta la revisione dei dati sulle finanze pubbliche in Grecia, ha inferto un duro colpo alla fiducia nei titoli sovrani in molti Stati membri dell'area dell'euro. Il calo dei prezzi dei titoli

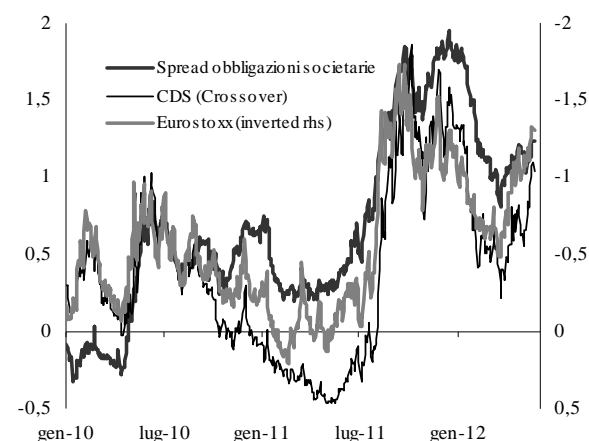
sovrani dei paesi considerati vulnerabili ha ulteriormente ridotto il capitale delle banche, che prima della crisi avevano effettuato cospicui investimenti in questi titoli (grafico 1). Questa interdipendenza tra banche deboli e emittenti sovrani deboli in un contesto di rallentamento della crescita ha innescato un circolo vizioso estremamente pericoloso. L'aggravamento della crisi ha fortemente minato la fiducia degli investitori nella qualità dei bilanci delle banche e ha reso più difficile l'accesso delle banche ai finanziamenti. La crisi è diventata sistemica nella seconda metà del 2011, quando le tensioni finanziarie si sono estese ad altri mercati sovrani nell'area dell'euro, riflettendo i forti effetti di ricaduta verificatisi nell'area della moneta unica (grafici 2 e 3).

Grafico 2. Spread del debito sovrano di Stati membri selezionati

scadenza 10 anni, differenziale rispetto alla Germania



Fonte: Reuters Ecowin

Grafico 3. Indicatori di prezzi finanziari per le imprese dell'area dell'euro

Nota: espressi in deviazioni standard derivate dalle medie giornaliere 2005-2011.

Fonte: Reuters Ecowin

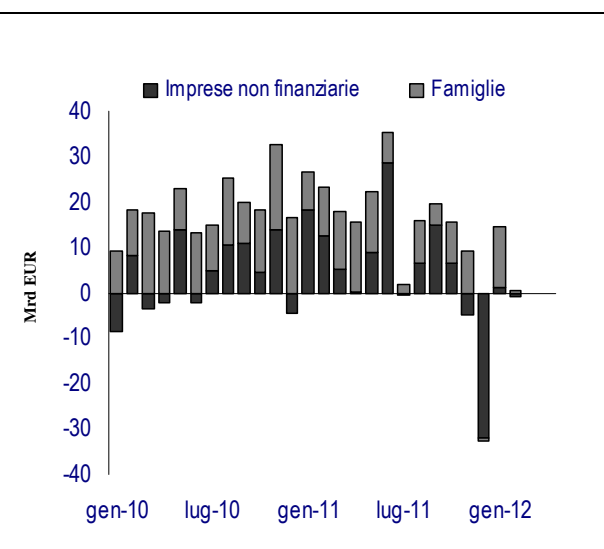
Le misure politiche adottate nel secondo semestre del 2011 e all'inizio del 2012 hanno contribuito a rassicurare il mercato nei primi mesi del 2012, ma il miglioramento si è rivelato temporaneo. In particolare, le operazioni triennali di rifinanziamento a lunghissimo termine della BCE (VLTRO) hanno ovviato ai gravi problemi di rifinanziamento delle banche dell'area dell'euro permettendo loro di accedere a finanziamenti a medio termine a basso costo. Per rassicurare i mercati circa la capacità delle banche di resistere agli shock e di mantenere una base patrimoniale adeguata, nell'ottobre 2011 il Consiglio europeo ha approvato un piano di ricapitalizzazione a livello di UE coordinato dall'Autorità bancaria europea (ABE). Il clima di mercato è migliorato anche grazie all'attuazione, nel complesso positiva, dei programmi di assistenza finanziaria UE/FMI per il Portogallo e l'Irlanda e agli ambiziosi programmi di riforma di altri paesi vulnerabili. La fiducia nelle economie dell'area dell'euro è migliorata anche grazie ad altre azioni politiche, come l'accordo sul secondo programma di aggiustamento greco, l'ulteriore potenziamento dei firewall e il rafforzamento della governance di bilancio. Il miglioramento, purtroppo, è stato solo temporaneo e la fiducia degli investitori è nuovamente diminuita, il che dimostra che i mercati finanziari rimangono fragili e che il clima di mercato può risentire rapidamente della mancata attuazione di politiche adeguate.

L'ulteriore deleveraging nel settore bancario è necessario per rassicurare gli investitori, ma il problema è evitare che ostacoli in misura eccessiva il flusso di credito all'economia.

A causa dei recenti problemi di finanziamento e delle continue pressioni per un aumento del capitale, si teme che le banche possano ridurre in misura eccessiva l'offerta di credito (grafico 6). Vista l'importanza capitale del credito bancario come fonte di finanziamento per l'economia reale nell'area dell'euro, in particolare per le piccole e medie imprese, una stretta creditizia avrebbe gravi ripercussioni sulla crescita e sull'occupazione e, se dovesse durare a lungo, potrebbe compromettere a termine il potenziale di crescita. Per ovviare a questo rischio, è stato chiesto alle autorità di vigilanza nazionali di garantire che i piani delle banche per aumentare il coefficiente patrimoniale comportino un incremento di capitale sufficiente anziché un deleveraging eccessivo e interruzioni dell'erogazione di prestiti. Anche se, a questo stadio, non vi sono indicazioni chiare che il processo di deleveraging stia diventando

eccessivo o disordinato, con effetti negativi per l'economia reale, la situazione dei diversi Stati membri è alquanto eterogenea e il quadro generale può nascondere situazioni diverse a livello nazionale.

Grafico 4: Prestiti bancari al settore non finanziario privato nell'area dell'euro



Nota: flussi mensili adeguati per le vendite e la cartolarizzazione, con aggiustamenti stagionali.

Fonte: BCE

Per ripristinare il flusso di credito all'economia, è indispensabile ridurre le attività problematiche accumulate prima della crisi. Il mantenimento di bassi tassi di interesse e la riluttanza delle banche a rilevare le perdite o a pignorare le proprietà potrebbero accentuare la propensione delle banche a non erogare i prestiti o a evitare altre attività problematiche. Il rinvio della rilevazione delle perdite potrebbe frenare l'erogazione di credito ai mutuatari più solvibili, ridurre gli investimenti potenzialmente produttivi e incidere negativamente sulla crescita. Occorrono quindi un riconoscimento del rischio accurato e trasparente e una ristrutturazione tempestiva per garantire la solidità del sistema bancario e dell'economia.

Le misure di liquidità straordinarie della BCE hanno dato respiro alle banche. Le VLTRO hanno alleviato i gravi problemi di

finanziamento del settore bancario e consentiranno alle banche di erogare prestiti all'economia una volta migliorate le condizioni economiche. Tuttavia, gli elevati rendimenti offerti da alcuni titoli sovrani hanno spinto determinate banche a investire maggiormente nel debito pubblico interno, aumentando ulteriormente le interconnessioni tra banche e emittenti sovrani. È quindi fondamentale che le banche si avvalgano dell'opportunità offerta dalle VLTRO per portare avanti il risanamento del settore finanziario e la ristrutturazione dei bilanci, pur mantenendo il flusso di credito all'economia, di modo che allo scadere delle VLTRO il settore bancario sia diventato più resiliente.

Negli ultimi 12 mesi la ristrutturazione del settore finanziario è proseguita nell'area dell'euro. Per mettere in pratica la raccomandazione rivolta lo scorso anno ai paesi dell'area dell'euro di migliorare il funzionamento e la stabilità del sistema finanziario, molti Stati membri hanno portato avanti la ristrutturazione del loro settore finanziario (CY, DE, ES, EL, IE, PT) e rafforzato il loro quadro di vigilanza (BE). A volte, tuttavia, le misure non sono sufficientemente ambiziose o non seguono un approccio globale (DE, SI).

La crisi ha rallentato il processo di integrazione finanziaria e potrebbero essere necessarie misure ambiziose per accelerarlo e approfondirlo. Già prima della crisi è stato riconosciuto che il modello UE di attività bancarie transfrontaliere non era stabile nell'assetto istituzionale esistente, specie per quanto riguarda la vigilanza e la gestione delle crisi bancarie. Questo ha avuto effetti particolarmente dannosi nel contesto dell'unione monetaria, a causa dei legami finanziari e reali più stretti e del collegamento con gli emittenti sovrani. Sebbene finora le banche abbiano sostanzialmente mantenuto la loro presenza transfrontaliera, le attività transfrontaliere accennano a diminuire e le banche cominciano a trincerarsi dietro le frontiere nazionali. In sede di ristrutturazione dei bilanci le banche hanno iniziato a liberarsi delle attività non essenziali, che spesso comprendono le attività estere, anche se le modalità di cessione non sono chiare. Per contrastare questa tendenza alla dis-integrazione finanziaria

occorre coordinare meglio a livello europeo i quadri di vigilanza e gestione delle crisi. Più specificatamente, per completare l'attuale struttura dell'UEM sarebbe estremamente utile rafforzare l'integrazione tra i paesi dell'area dell'euro per quanto riguarda le strutture e le pratiche di vigilanza, la gestione delle crisi transfrontaliere e la ripartizione degli oneri, in vista di un'"unione bancaria". Nello stesso ordine di idee, si potrebbe prendere in considerazione la ricapitalizzazione diretta da parte del MES per spezzare il legame tra banche e emittenti sovrani.

3.1.2. Politica di bilancio

Il debito pubblico nell'area dell'euro ha registrato un forte aumento dall'inizio della crisi. Se prima della crisi i livelli e traiettorie del debito erano notevolmente diversi a seconda degli Stati membri dell'area dell'euro, da quando è scoppiata la crisi l'aumento del debito è stato generalizzato, il che è dovuto in larga misura al ruolo importante svolto dalle finanze pubbliche per sostenere l'economia e il settore finanziario durante la crisi economica e finanziaria mondiale. Ciò nonostante, gli sforzi inadeguati fatti per ridurre il debito prima della crisi, quando la congiuntura economica era favorevole, hanno reso alcuni paesi più vulnerabili agli shock economici. Dall'inizio della crisi, nel 2007, il debito pubblico in tutta l'area dell'euro è aumentato di oltre 20 punti percentuali raggiungendo l'88% del PIL nel 2011, con forti differenze tra gli Stati membri. È comunque giusto sottolineare che, sebbene l'area dell'euro sia l'epicentro della crisi del debito sovrano, gli aumenti globali e i livelli del rapporto debito pubblico/PIL sono effettivamente superiori negli Stati Uniti e in Giappone (grafico 5).

A causa di una combinazione di più fattori, la riduzione dell'elevato debito pubblico rappresenta una sfida considerevole di per se, e in particolar modo nell'ambito dell'unione monetaria dell'area dell'euro. In primo luogo, l'avversione al rischio sui mercati del debito sovrano si è notevolmente accentuata, correggendo probabilmente in misura eccessiva i modesti livelli di prima, poiché gli investitori hanno rivalutato le prospettive di sostenibilità del debito sovrano a fronte di livelli di debito più elevati e di prospettive di crescita poco favorevoli. Questo ha determinato un aumento dei costi di finanziamento per alcuni governi, mettendo a repentaglio, già a medio termine, la sostenibilità del debito negli Stati membri in questione. In secondo luogo, la crisi ha evidenziato enormi effetti di ricaduta tra gli emittenti sovrani dell'area dell'euro, che aumentano i rischi di crisi sistemica, cioè una situazione in cui gli sviluppi nell'area dell'euro considerata nel suo insieme incidono sulla percezione degli investitori di un paese membro più degli sviluppi nel paese interessato. In terzo luogo, i costi di bilancio derivanti dall'invecchiamento della popolazione si ripercuotono sulla sostenibilità di bilancio a lungo termine. La notevole entità dell'aggiustamento di bilancio necessario per ridurre gli elevati rapporti debito pubblico/PIL attuali nella maggior parte degli Stati membri richiede una strategia di risanamento duratura e sostenuta.

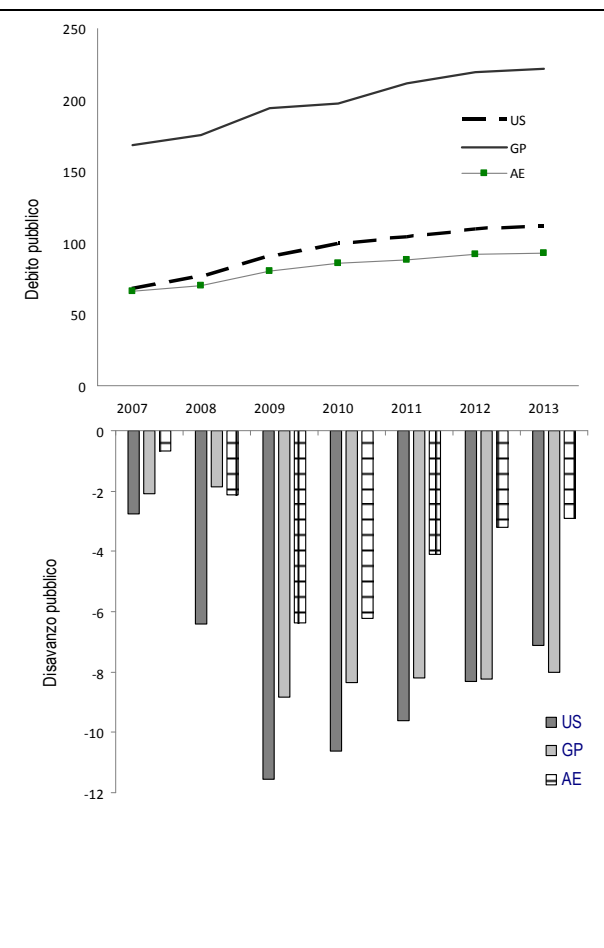
Il risanamento di bilancio è in atto nell'area dell'euro e gli Stati membri hanno intrapreso notevoli sforzi in questo campo. Il disavanzo pubblico nominale nell'area dell'euro è diminuito di 2,1 punti percentuali, scendendo al 4,1% del PIL nel 2011. Il debito pubblico, tuttavia, è ulteriormente aumentato, arrivando all'87,2% del PIL. Il fatto che la riduzione del rapporto disavanzo nominale/PIL sia avvenuta in un contesto di rallentamento della crescita della produzione denota un notevole sforzo di risanamento. Di fatto, il saldo di bilancio corretto per il ciclo è migliorato di 1 pp. e ha raggiunto il 3,4% del PIL nel 2011. Questo dimostra che nel complesso gli Stati membri dell'area dell'euro hanno attuato gli sforzi di risanamento strutturale previsti negli aggiornamenti 2011 dei loro programmi di stabilità.

Dai programmi di stabilità risulta che il risanamento dovrebbe continuare. Secondo i piani contenuti nei programmi di stabilità, il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro scenderà

al 3% circa del PIL nel 2012 e al di sotto dell'1% del PIL nel 2015. Il debito pubblico lordo, tuttavia, dovrebbe aumentare ulteriormente e superare il 90% nel 2012, per poi scendere all'85% circa nel 2015, ma per tutta la durata del programma si prevede una persistenza di forti differenze tra i livelli di debito.

Grafico 5. Andamento del debito e del disavanzo pubblico nell'area dell'euro, negli USA e in Giappone

2007-2013 (% del PIL)



Fonte: servizi della Commissione

Ferma restando l'esigenza per gli Stati membri dell'area dell'euro di ripristinare la sostenibilità delle finanze pubbliche, il risanamento di bilancio ha ripercussioni a breve termine sulla crescita. Di norma i risanamenti di bilancio determinano a breve termine una contrazione dell'attività economica. Questi effetti saranno probabilmente più accentuati in questa fase di recessione post-crisi finanziaria che durante un normale rallentamento congiunturale, perché un maggior numero di famiglie e imprese ha problemi di credito ed è più sensibile ai cambiamenti in termini di reddito corrente e di profitti che ai tassi di interesse. L'orientamento già accomodante della politica monetaria e il deterioramento del meccanismo di trasmissione dovuto ai problemi del settore bancario limitano le possibilità di compensare gli stimoli da questa fonte.

Il problema principale della politica di bilancio è portare avanti il risanamento secondo modalità favorevoli alla crescita. È fondamentale che i programmi di risanamento a medio termine siano credibili e favorevoli alla crescita per ridurre gli alti livelli di debito attenuando al tempo stesso i potenziali effetti negativi del risanamento sulla crescita. La credibilità del risanamento è uno dei fattori chiave in questo contesto: in genere gli effetti negativi a breve termine

sulla crescita sono minori quando le misure di risanamento vengono considerate permanenti. La natura procrescita del risanamento presenta tre dimensioni: i) differenziazione del ritmo a seconda dei paesi, ii) forte attenzione alla composizione del risanamento, con una chiara centralità della riduzione della spesa connessa all'invecchiamento, e iii) riforma parallela delle istituzioni di bilancio.

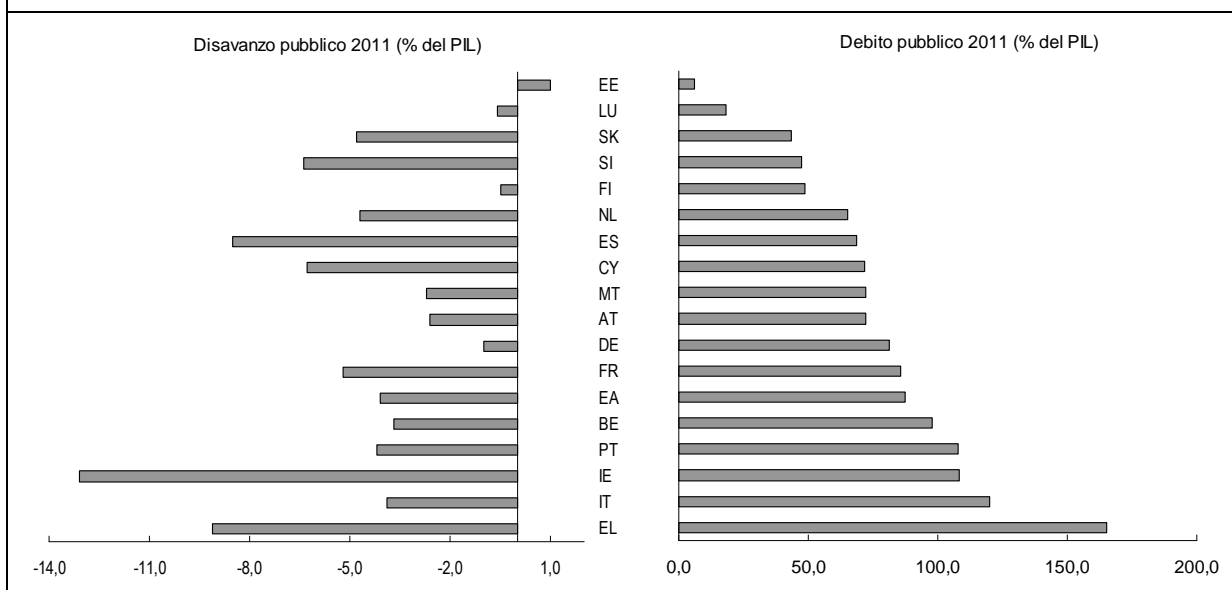
- (i) **La diversa entità dei problemi di bilancio degli Stati membri dell'area dell'euro impone di modulare il ritmo del risanamento.**

Il patto di stabilità e crescita offre un quadro flessibile, basato su regole, per guidare il ritmo differenziato del risanamento. L'applicazione delle norme di bilancio dell'UE si basa sull'analisi economica e sulle disposizioni giuridiche, integrate da una valutazione globale della sostenibilità strutturale delle finanze pubbliche. Il quadro consente una differenziazione obiettiva tra Stati membri in funzione del loro margine di bilancio e delle condizioni macroeconomiche (grafico 6). La valutazione delle misure di bilancio adottate dagli Stati

membri, specialmente in termini strutturali, è di fondamentale importanza per l'applicazione delle regole.

La strategia di uscita a livello di bilancio dalle misure straordinarie adottate per attenuare gli effetti della crisi riflette la flessibilità insita nelle norme di bilancio dell'UE. Più specificatamente, gli Stati membri che devono far fronte a premi di rischio elevati e in potenziale aumento non hanno molto margine per discostarsi dai propri obiettivi di bilancio nominali, anche qualora le condizioni macroeconomiche risultassero peggiori del previsto. Altri Stati membri, invece, possono lasciare che i loro stabilizzatori automatici funzionino pienamente lungo il percorso di aggiustamento strutturale.

Grafico 6. Disavanzo e debito pubblico nel 2011, Stati membri dell'area dell'euro (in % del PIL)



Fonte: servizi della Commissione

(ii) La composizione del risanamento di bilancio è fondamentale per ridurre al minimo gli effetti negativi sulla crescita.

La riduzione della spesa può servire a inviare un segnale importante. Viste le difficoltà insite nell'attuazione delle strategie di risanamento basate sulla spesa, la loro adozione è la miglior testimonianza dell'impegno a ridurre i disavanzi di bilancio. La riduzione della spesa è quindi una conditio sine qua non per rafforzare la credibilità e scongiurare un ulteriore aumento dei premi di rischio. Per un risanamento favorevole alla crescita, tuttavia, occorre anche dare priorità alla spesa pubblica pro-crescita per evitare di ridurre il potenziale di crescita, già scarso, dell'economia dell'area dell'euro. Gli investimenti pubblici sono particolarmente importanti in questo contesto, perché la spesa per investimenti favorisce la crescita già a breve termine attraverso la domanda interna, con effetti positivi a lungo termine sul fronte dell'offerta. L'adozione di politiche volte a promuovere gli investimenti produttivi è particolarmente giustificata in alcuni Stati membri a cui vengono applicati tassi di interesse eccezionalmente bassi, in quanto è molto probabile che i vantaggi di natura privata e sociale siano superiori ai costi di finanziamento. È altrettanto importante, tuttavia, rivolgere particolare attenzione all'efficienza e all'efficacia dei programmi di spesa.

Vista la notevole entità del necessario risanamento di bilancio, tuttavia, in molti Stati membri una parte di esso potrebbe dover provenire dalle entrate. Questo vale soprattutto per gli Stati membri il cui notevole fabbisogno di risanamento va conciliato con un certo margine di potenziale aumento delle imposte o dove occorre ripristinare le basi imponibili

assottigliate dalla crisi. Esistono molti modi di accrescere il gettito fiscale pur evitando di aumentare direttamente le imposte. Il primo elemento su cui far leva è il miglioramento dell'adempimento e dell'amministrazione fiscale. Laddove questo non sia sufficiente o l'adempimento fiscale sia già elevato, si dovrebbe prendere in esame la possibilità di ampliare la base imponibile. Il miglioramento dell'adempimento fiscale e l'ampliamento delle basi imponibili sono inoltre validi obiettivi di per sé, in quanto migliorano l'efficienza dell'imposizione e riducono le distorsioni economiche. Come soluzione estrema, in alcuni casi può essere inevitabile aumentare le aliquote fiscali o introdurre nuove imposte. In questi casi occorre cercare per quanto possibile di ridurre al minimo i potenziali effetti negativi sulla crescita concentrandosi sulle imposte meno dannose, quali le imposte sul consumo o le imposte patrimoniali ricorrenti.

Politiche fiscali oculate possono inoltre contribuire alla crescita e alla competitività e ridurre gli squilibri nell'economia. Di norma la politica fiscale dovrebbe mirare a modificare la struttura dei regimi tributari esistenti per favorire la crescita. In particolare, un aumento degli oneri fiscali sul lavoro e sul capitale ha un'incidenza negativa sulla crescita e sulla competitività superiore a quella di altri tipi di imposte, come le imposte sul consumo, le imposte patrimoniali e le imposte ambientali. Questo vale soprattutto per alcuni Stati membri dell'area dell'euro che devono migliorare considerevolmente la propria competitività. Occorre valutare attentamente anche il potenziale impatto distribuzionale dei cambiamenti fiscali. Qualsiasi riduzione degli oneri fiscali sul lavoro deve rivolgersi in via prioritaria alle categorie più vulnerabili del mercato occupazionale, spesso vittime di disincentivi al lavoro particolarmente forti e penalizzate da costi del lavoro relativamente elevati. Per quanto riguarda, in particolare, l'area dell'euro, le riforme fiscali devono anche cercare di eliminare gli incentivi all'accumulo dei debiti insiti nei sistemi di tassazione del reddito delle imprese e degli alloggi.

La composizione del risanamento non è sempre stata favorevole alla crescita. Sebbene nel complesso gli sforzi di risanamento si siano basati sulla spesa, solo pochi Stati membri hanno preservato le voci favorevoli alla crescita, quali la R&S (IT) o l'istruzione (DE). Altri (PT, IT) hanno privilegiato la spesa in conto capitale aumentando, in particolare, l'uso dei fondi strutturali dell'UE. Diversi Stati membri (EE, FI) hanno migliorato l'efficienza della spesa pubblica. Sono state inoltre adottate numerose misure sul fronte delle entrate. Diversi Stati membri hanno scelto di aumentare le imposte, il che talvolta ha migliorato la struttura dell'imposizione alleggerendo gli oneri fiscali sul lavoro (IT). Il più delle volte, tuttavia, i cambiamenti non sono andati nella giusta direzione, perché gli oneri fiscali sul lavoro (AT, ES, FR) o sul capitale (ES) sono aumentati anche se non sono state sfruttate integralmente altre opzioni meno dannose per la crescita. Sono state prese anche misure per ridurre le distorsioni nell'imposizione patrimoniale (PT) o gli aumenti delle imposte al consumo (FR), ma non si registrano movimenti verso le imposte ambientali.

Per garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche è indispensabile gestire le implicazioni dell'invecchiamento demografico a livello di bilancio. Visto l'impatto negativo della crisi sulla crescita, si prevede che la spesa connessa all'invecchiamento costituirà un onere maggiore per le finanze pubbliche. Sulla base delle attuali politiche, il rapporto tra la spesa pubblica connessa all'invecchiamento e il PIL dovrebbe aumentare di 4¾ punti percentuali entro il 2060. Vi sono tuttavia differenze significative tra i vari paesi: le sfide maggiori si pongono per Belgio, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Slovenia e Slovacchia. Le pensioni rappresentano una parte assai consistente e in aumento della spesa pubblica nell'area dell'euro: oltre il 12% del PIL oggi e fino al 14% nel 2060. Negli Stati membri con i costi pensionistici più elevati, ma anche in altri, le riforme delle pensioni, della sanità e dell'assistenza di lunga durata migliorerebbero la sostenibilità a lungo termine delle

finanze pubbliche, aumenterebbero la credibilità dell'attuale sforzo di risanamento e contribuirebbero a rassicurare gli investitori.

Si osservano progressi in termini di riforma delle pensioni, mentre la riforma sanitaria accusa un certo ritardo. L'invecchiamento della popolazione che si profila da un decennio a questa parte ha indotto la maggior parte degli Stati membri ad adeguare i regimi pensionistici perché poggino su basi più sostenibili, una tendenza mantenutasi negli ultimi dodici mesi. Le recenti riforme delle pensioni in alcuni Stati membri dell'area dell'euro, in particolare Grecia, Italia e Spagna, stanno avendo effetti positivi tangibili a livello di bilancio. In molti casi, tuttavia, occorrono ulteriori riforme. I progressi sono più limitati per quanto riguarda il settore dell'assistenza sanitaria, in cui il problema è conciliare il fabbisogno di garantire a tutti l'accesso ai servizi sanitari e all'assistenza di lunga durata con l'aumento della domanda connesso all'invecchiamento della popolazione, allo sviluppo tecnologico e alle maggiori aspettative dei pazienti in tutte le fasce di età. Occorrono quindi valide riforme che consentano un uso più efficiente delle limitate risorse pubbliche e la fornitura di un'assistenza sanitaria di qualità.

(iii) **Le riforme dei quadri di bilancio nazionali possono contribuire in misura considerevole al risanamento e conciliarlo più agevolmente con la crescita.**

Un miglioramento dei processi di bilancio nazionali in base alle migliori pratiche individuate migliorerebbe in modo duraturo la definizione delle politiche di bilancio. Quadri di bilancio credibili, orientati a garantire la sostenibilità di bilancio, possono inoltre lasciare più margine per un ruolo di stabilizzazione a breve termine delle finanze pubbliche. Se le aspettative del mercato saranno saldamente ancorate ad un percorso credibile a medio termine, cioè se gli investitori confideranno nel fatto che i responsabili delle politiche riducano i disavanzi a medio termine, gli investitori saranno meno sensibili alle fluttuazioni a breve termine degli aggregati di bilancio, il che lascia più spazio alle politiche di stabilizzazione. In tale contesto è fondamentale ancorare le aspettative circa il ruolo dei quadri di bilancio nazionali e la sorveglianza dell'UE.

Si osservano progressi tangibili in termini di miglioramento dei quadri di bilancio. La maggior parte dei paesi ha intrapreso riforme ambiziose dei principali elementi strutturali dei quadri di bilancio nazionali, adottando norme di bilancio nuove o più rigorose (in alcuni casi a livello costituzionale), rafforzando la pianificazione pluriennale e istituendo consigli in materia di bilancio. Si deve proseguire in questa direzione per ottenere risultati tangibili che rafforzino il processo di bilancio. In particolare, il recepimento della direttiva sui requisiti per i quadri di bilancio entro la fine del 2012, secondo l'impegno assunto dai capi di Stato e di governo dell'area dell'euro, e la rapida attuazione del patto di bilancio dimostrerebbero inequivocabilmente che l'area dell'euro sta creando i meccanismi necessari per un processo di risanamento di bilancio credibile e duraturo.

La disciplina di bilancio e la solidarietà nell'area dell'euro possono essere rafforzate anche attraverso l'emissione congiunta di titoli di debito. La creazione di un nuovo segmento del mercato basato sull'emissione congiunta ovvierebbe all'attuale debole domanda di titoli sovrani di molti Stati membri dell'area dell'euro da parte degli investitori. In funzione della loro struttura, uno strumento di questo tipo garantirebbe agli Stati membri partecipanti un accesso più sicuro al rifinanziamento, a un tasso generalmente inferiore, grazie a un premio di liquidità più basso e a una minore volatilità del mercato. Fra le diverse proposte già formulate in tal senso figurano l'emissione di titoli comuni combinati con un fondo di rimborso del debito, come suggerito dal consiglio tedesco dei consulenti economici, diverse opzioni per gli stability bond, come indicato nel libro verde della Commissione, o l'emissione congiunta di titoli di debito a breve termine (E-Bill). Anche se l'emissione congiunta non

dovesse svolgere un ruolo nella gestione della crisi del debito sovrano, uno strumento di questo genere contribuirebbe a un'integrazione finanziaria efficiente agevolando la trasmissione della politica monetaria e mettendo a disposizione garanzie collaterali di elevata qualità che possono essere utilizzate più agevolmente su base transfrontaliera. Tuttavia, l'incidenza netta dell'emissione congiunta sarà positiva solo se si riuscirà a controllare i potenziali disincentivi per la disciplina di bilancio. L'applicazione efficace del nuovo quadro di governance economica già in vigore e in preparazione può costituire una svolta importante verso il rispetto delle condizioni preliminari per l'emissione congiunta. La Commissione presenterà le proprie proposte dopo l'analisi dei risultati della consultazione sul suo libro verde.

3.2. Correggere gli squilibri e consolidare la crescita

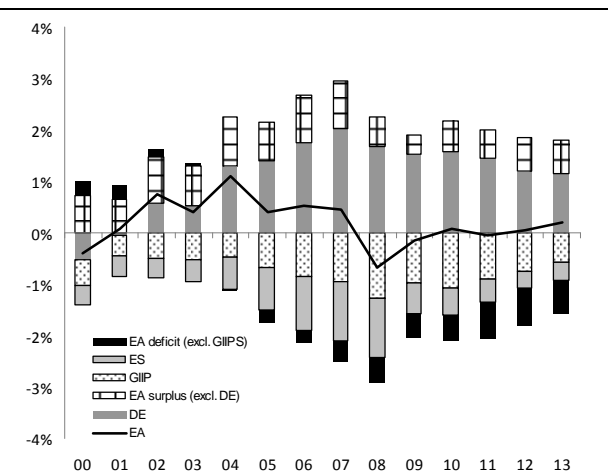
3.2.1. Correzione degli squilibri interni nell'area dell'euro

Una delle caratteristiche salienti del primo decennio di vita dell'area dell'euro è stata la graduale accumulazione di squilibri macroeconomici, come dimostra chiaramente la sempre maggiore divergenza fra le posizioni esterne. In alcuni Stati membri il disavanzo delle partite correnti ha raggiunto livelli altissimi, mentre altri registrano avanzi elevati² (grafico 7).

L'aumento dei disavanzi e degli avanzi delle partite correnti ha fatto riscontro a massicci flussi di capitale tra i paesi dell'area dell'euro. I principali beneficiari dell'afflusso di capitale sono stati gli Stati membri dove gli investimenti hanno fruttato il rendimento più elevato. Questi flussi di capitale riflettevano in parte solidi processi di recupero, specialmente nel periodo iniziale, ma anche un'errata valutazione generalizzata del rischio di credito, dando luogo in ultima analisi a una cattiva allocazione delle risorse nelle economie beneficiarie e diventando una componente importante di tendenze macroeconomiche non sostenibili. Una parte dei flussi di capitale è stata convogliata verso usi non produttivi e ha alimentato il boom della domanda a livello interno, associato a un'espansione eccessiva del credito e all'aumento del debito nel settore privato e/o pubblico così come a bolle immobiliari in alcuni paesi dell'area dell'euro (grafico 8).

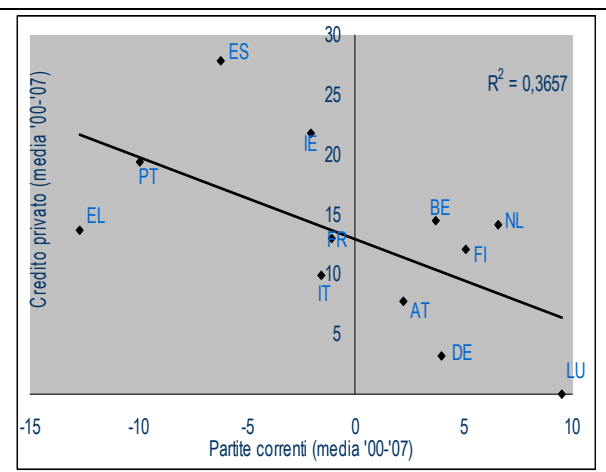
² Per ulteriori informazioni si veda la relazione trimestrale sull'area dell'euro n. 1/2009, Commissione europea; Economia europea 1/2010, *Surveillance of intra-euro-area competitiveness and imbalances*, Commissione europea.

Grafico 7. Scomposizione dell'andamento della bilancia delle partite correnti nell'area dell'euro



Fonte: servizi della Commissione

Grafico 8. Squilibri esterni e interni prima della crisi



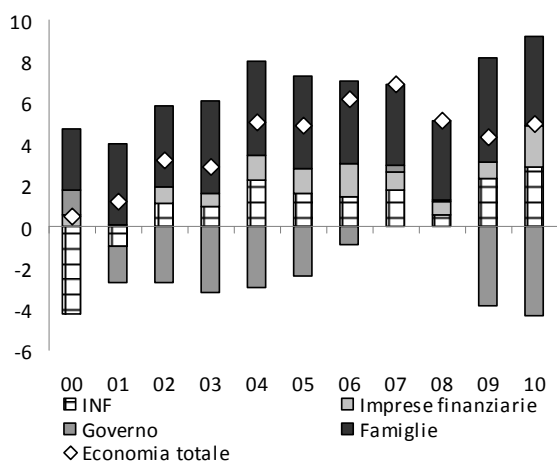
Fonte: servizi della Commissione

Nota: media credito privato (operazioni) in % del PIL e media partite correnti nel periodo 2000-2007.

Le divergenze riscontrate in passato fra le posizioni esterne nell'area dell'euro erano dovute principalmente ai diversi sviluppi nel settore privato (grafici 9 e 10). Un'analisi del rapporto accreditamento/indebitamento settoriale netto nei paesi con un avanzo o un disavanzo nell'area dell'euro indica che, prima dell'inizio della crisi, le sempre maggiori divergenze tra le posizioni esterne erano riconducibili principalmente al settore privato non finanziario. Sebbene i saldi del settore pubblico fossero lievemente più negativi nei paesi con un disavanzo rispetto ai paesi con un avanzo, il loro contributo agli squilibri globali è stato generalmente più limitato rispetto al settore privato³. Ciò nonostante, gli sviluppi nel resto del settore privato denotavano divergenze sempre più accentuate: il saldo finanziario medio del settore privato è aumentato nei paesi con un avanzo, mentre si è progressivamente deteriorato nei paesi con un disavanzo fino al 2007. In entrambe le categorie di paesi, le famiglie sono risultate in media prestatori netti durante l'intero periodo, mentre la posizione creditoria netta è risultata di gran lunga minore nei paesi con un disavanzo, in aggiunta a un deterioramento nel periodo precedente alla crisi. Le imprese non finanziarie sono state debtrici nette nei paesi con un disavanzo e creditrici nette nei paesi con un avanzo. L'avvento della crisi ha dato il via a un profondo risanamento dei bilanci privati (famiglie e imprese non finanziarie), che non riguarda necessariamente solo i paesi con un disavanzo, ma interessa anche quelli con un avanzo delle partite correnti.

³ Inoltre, le posizioni del settore finanziario in termini di accreditamento/indebitamento netto erano relativamente modeste e sostanzialmente simili, a riprova del ruolo di intermediazione degli istituti finanziari.

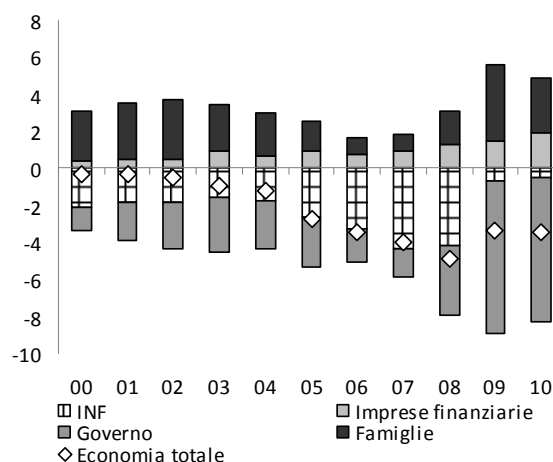
Grafico 9: Accredito/indebitamento netto in % del PIL per settore – paesi dell'area dell'euro con un avanzo di bilancio



Fonte: Eurostat.

Nota: i paesi con un avanzo di bilancio sono BE, DE, LU, NL, AT e FI (in base alla posizione esterna media nel periodo 2000-2010).

Grafico 10: Accredito/indebitamento netto in % del PIL per settore – paesi dell'area dell'euro con un disavanzo di bilancio



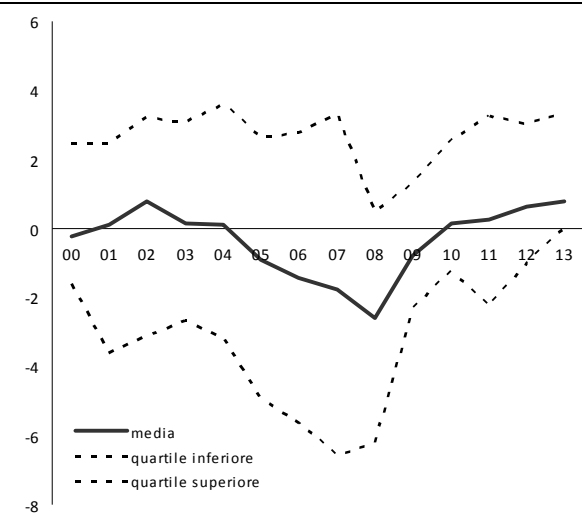
Fonte: Eurostat.

Nota: i paesi con un disavanzo di bilancio sono EE, IE, EL, ES, FR, IT, CY, MT, PT, SI e SK (in base alla posizione esterna media nel periodo 2000-2010).

Dall'inizio della crisi, che ha determinato un'inversione di rotta, gli squilibri delle partite correnti nell'area dell'euro sono stati notevolmente ridotti. Allo stadio attuale, la dispersione degli squilibri delle partite correnti si è notevolmente ridotta rispetto al livello massimo raggiunto. I divari tra i saldi effettivi delle partite correnti e le relative "norme" definite dai valori fondamentali sono fortemente diminuiti (grafico 11). Negli anni precedenti alla crisi, la maggior parte dei paesi ha registrato saldi delle partite correnti inferiori a quello che si sarebbe potuto ipotizzare sulla base dei fondamentali sottostanti. Poiché l'aggiustamento di maggiore entità ha riguardato finora i paesi con un disavanzo delle partite correnti, il divario medio in termini di partite correnti si è avvicinato allo zero ed è successivamente diventato positivo. Premesso che la riduzione dei disavanzi era legata in larga misura alla debole domanda interna e alle scarse importazioni, anche i paesi con un disavanzo hanno iniziato a migliorare le proprie esportazioni. Secondo le previsioni di primavera della Commissione, i loro mercati di esportazione dovrebbero migliorare più di quelli dei paesi con un avanzo.

È in corso un riequilibrio, seppure in misura più limitata, anche nei paesi con un avanzo. Tutti i paesi con un avanzo hanno ridotto considerevolmente i propri avanzi dal 2007 ad oggi. In Germania, in particolare, la composizione della crescita è palesemente cambiata negli ultimi tempi. La domanda interna è diventata il principale fattore trainante della crescita della produzione e nel 2011 è aumentata di quasi 2 pp., superando il ritmo dell'area dell'euro considerata nel suo insieme. Anche l'aumento dei costi unitari del lavoro è stato più rapido della media dell'area dell'euro nel 2011 e le recenti trattative salariali denotano una tendenza analoga. Secondo le previsioni economiche di primavera della Commissione, queste tendenze dovrebbero mantenersi invariate nel periodo di riferimento.

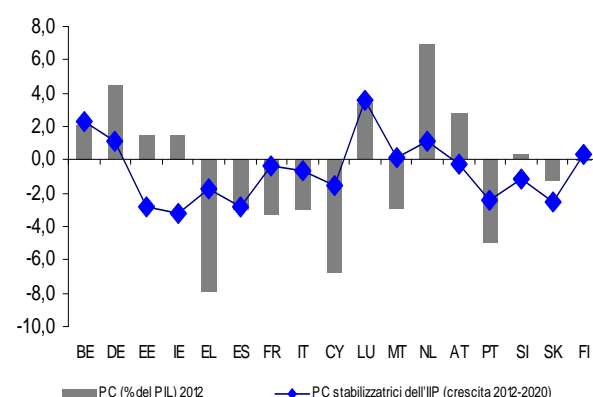
Grafico 11. Sviluppi dei "divari" delle partite correnti nell'area dell'euro



Fonte: Commissione europea

Nota: i "divari" delle partite correnti indicano la differenza tra le partite correnti effettive e le "norme" secondo il metodo di Salto e Turrini (2010).

Grafico 12. Saldo effettivo partite correnti (PC) e saldo partite correnti stabilizzatore della PPE (2012-2020)



Fonte: Commissione europea

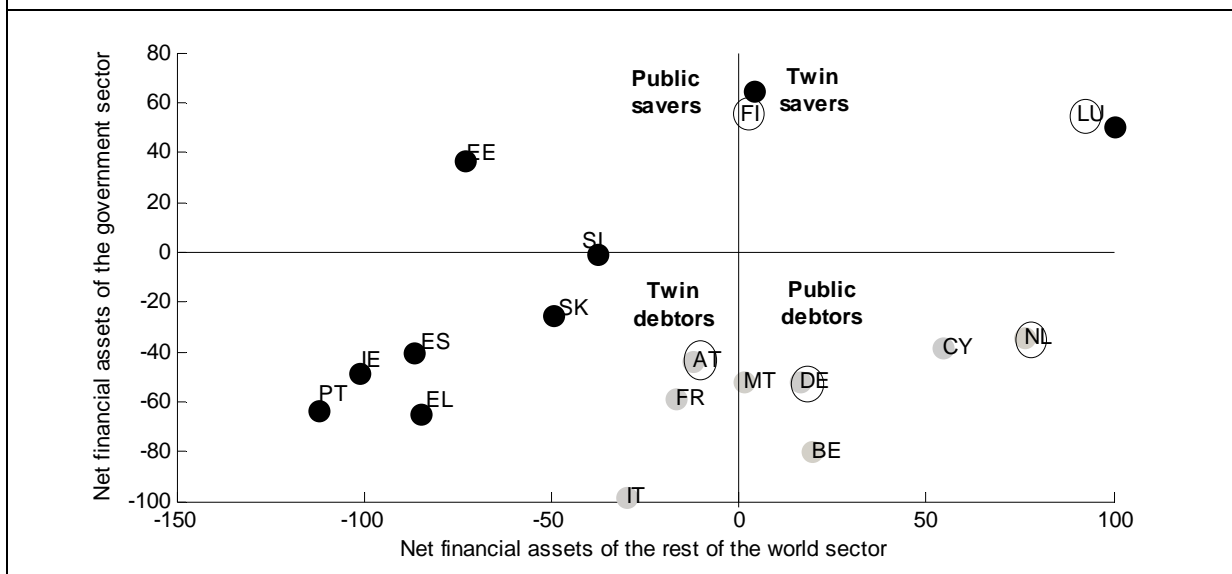
Nota: il saldo delle partite correnti stabilizzatore della posizione patrimoniale sull'estero (PC stabilizzatrici dell'IIP) indica il saldo delle partite correnti necessario per mantenere costante il rapporto IIP netta/PIL considerate le proiezioni di crescita per il 2012-2020.

Per quanto riguarda il futuro, una questione fondamentale è se la riduzione degli squilibri registrata sia strutturale o se la tendenza sia destinata a invertirsi una volta migliorate le condizioni cicliche. Alcuni elementi indicano che almeno una parte del riequilibrio osservato è di natura più strutturale e che, pertanto, è probabile una sua relativa persistenza. Le recenti correzioni potrebbero rivelarsi sostenibili, nella misura in cui riflettono la rivalutazione delle aspettative di reddito e dei premi di rischio piuttosto che diminuzioni puramente cicliche del prodotto. Visto l'elevato livello di passività con l'estero nella maggior parte dei paesi con un disavanzo, nei prossimi anni la pressione del mercato ai fini di un riequilibrio dovrebbe rimanere forte e si ritiene improbabile un'inversione dell'aggiustamento dei bilanci. Inoltre, il fabbisogno di risanamento di bilancio è solitamente maggiore nei paesi con un disavanzo che in quelli con un avanzo, per cui è probabile che il settore pubblico contribuisca al riequilibrio a lungo termine. Infine, in molti paesi con un disavanzo l'aggiustamento è accompagnato da variazioni dei prezzi relativi, conditio sine qua non per la necessaria riallocazione delle risorse nelle economie.

Anche se la portata dell'aggiustamento è stata notevole nei paesi con un disavanzo, dalle informazioni disponibili risulta che il processo non è stato completato nei paesi con il più elevato disavanzo delle partite correnti. Pur avendo spesso operato un aggiustamento radicale dei flussi, alcuni di questi paesi presentano ancora livelli altissimi di passività con l'estero, come indicato dalle posizioni patrimoniali nette sull'estero in percentuale del PIL. Il livello elevato delle passività nette e la debole dinamica di crescita impongono di migliorare ulteriormente le partite correnti, specie per quanto riguarda le bilance commerciali, onde dare inizio a una riduzione del rapporto posizioni patrimoniali nette sull'estero/PIL (grafico 10). Considerate le prospettive di crescita del prossimo decennio, se i disavanzi delle partite correnti rimanessero al livello attuale il debito estero continuerebbe ad aumentare in Grecia, Francia, Italia, Cipro, Malta e Portogallo. Questo non compromette necessariamente la sostenibilità esterna nei paesi con posizioni sull'estero relativamente favorevoli, come la

Francia, ma costituirebbe un ulteriore freno per i paesi il cui debito estero ha già raggiunto livelli elevati.

Grafico 13. Attività finanziarie nette settoriali degli Stati membri dell'area dell'euro (% del PIL), 2010



Fonte: Eurostat

Nota: le posizioni nette in termini di attività finanziarie (AFN) corrispondono alle attività finanziarie meno le passività finanziarie. Le posizioni AFN rappresentano la controparte contabile nazionale della posizione patrimoniale netta sull'estero e consentono di analizzare il rapporto risparmio-investimenti in una prospettiva settoriale. Il grafico illustra la situazione nei paesi dell'area dell'euro analizzando tre dimensioni: 1) rapporto tra le posizioni AFN delle famiglie e delle imprese ("indice di copertura"), che indica se il risparmio privato interno sia sufficiente per finanziare il fabbisogno delle imprese. Il colore chiaro indica una copertura totale e quello scuro una copertura non totale. A priori, le imprese dovrebbero essere in media investitori netti (AFN negative) e le famiglie risparmiatori netti (AFN positive), mentre le imprese finanziarie sono in media intermediari (posizione AFN equilibrata); 2) la posizione AFN dell'amministrazione pubblica dà un'indicazione del ruolo del settore pubblico per colmare un'eventuale mancanza di risparmi nel settore privato (il segno negativo indica le passività nette delle amministrazioni pubbliche); 3) la posizione AFN dell'intera economia rispetto al resto del mondo collega la posizione interna con le necessità/capacità esterne delle economie (il segno negativo indica le passività nette con l'estero). I paesi con un avanzo sono cerchiati.

Spesso il miglioramento delle partite correnti necessario per stabilizzare o ridurre il debito estero presuppone un miglioramento ancora più considerevole della bilancia commerciale. Ciò è dovuto ai pagamenti netti negativi di redditi da investimento che questi paesi devono effettuare, cioè pagamento di interessi su prestiti esteri, dividendi su investimenti esteri o pagamenti relativi ad altri fattori. Essendo legati prevalentemente allo stock di passività con l'estero, i saldi dei redditi sono piuttosto persistenti. Finora gran parte del processo di aggiustamento nei paesi con un disavanzo è avvenuta mediante cambiamenti delle bilance commerciali, determinati in larga misura dal calo delle importazioni conseguente alla contrazione della domanda interna. Per ripristinare la sostenibilità delle posizioni con l'estero, paesi quali la Grecia, la Spagna, Cipro o il Portogallo devono convertire i disavanzi commerciali (compresi i trasferimenti netti) in avanzi onde compensare i saldi negativi relativamente elevati delle entrate. Questo richiederà, tra l'altro, un notevole miglioramento della loro competitività per recuperare le perdite subite prima della crisi. A tal fine, è indispensabile garantire che l'andamento salariale contribuisca al ripristino della competitività in termini di costo del lavoro e all'attuazione di misure per ovviare alle rigidità nominali sui mercati dei prodotti. Per evitare un aumento della disoccupazione, le misure volte a favorire gli aggiustamenti dei prezzi e dei costi devono essere integrate da riforme che facilitino la

riallocazione delle risorse tra imprese e settori. Anzitutto, la manodopera e il capitale dovranno essere trasferiti dalle attività non scambiabili internazionalmente, che prima della crisi hanno registrato un'espansione, al settore delle esportazioni. Sono di particolare pertinenza al riguardo le riforme del mercato occupazionale in linea con il principio della flessicurezza. I grossi stock di debito nei paesi con un disavanzo sottolineano anche l'importanza delle condizioni di finanziamento esterno per questi Stati membri, che gli stock di passività esterne rendono più sensibili alle variazioni dei costi di finanziamento. Riforme strutturali che affrontino i problemi all'origine degli squilibri, unitamente a progressi verso il ripristino della sostenibilità delle finanze pubbliche, contribuiranno a assicurare i mercati finanziari e a mantenere il costo di finanziamento delle passività esistenti a livelli sostenibili.

Contrariamente ai disavanzi delle partite correnti, gli avanzi considerevoli e costanti delle partite correnti non destano preoccupazioni circa la sostenibilità del debito estero o la capacità di finanziamento dei paesi in questione. Gli avanzi persistenti possono essere giustificati se sono dovuti a fattori esogeni quali la disponibilità di risorse naturali, alla competitività delle imprese o alle caratteristiche strutturali dell'economia che determinano il risparmio e gli investimenti: i paesi in cui si registra un invecchiamento della popolazione possono ritenere opportuno risparmiare oggi (cioè gestire avanzi delle partite correnti) per evitare un crollo del consumo in futuro. È tuttavia possibile che avanzi notevoli e persistenti delle partite correnti siano dovuti a fattori meno positivi connessi al funzionamento dei mercati, ad esempio le modalità di allocazione delle risorse da parte del settore finanziario, o a politiche tali da frenare la domanda interna e le opportunità di investimento. In quest'ultimo caso, le riforme che contribuiscono a rafforzare la domanda interna e il potenziale di crescita risulterebbero benefiche per lo Stato membro interessato. Inoltre, le riduzioni del risparmio interno in eccesso rispetto agli investimenti potrebbero comportare vantaggi anche per altri paesi dell'area dell'euro, in assenza di un tasso di cambio che permetta di rispondere a squilibri persistenti delle partite correnti, anche se regna una notevole incertezza sulla portata di questi effetti in termini di crescita.

Uno sguardo più attento alle economie con un avanzo rivela inoltre la notevole eterogeneità della composizione settoriale delle loro posizioni con l'estero e, pertanto, del potenziale di riequilibrio con l'estero. Da una prima analisi risulta che i vari settori delle economie con un avanzo dell'area dell'euro hanno situazioni piuttosto diverse (grafico 13):

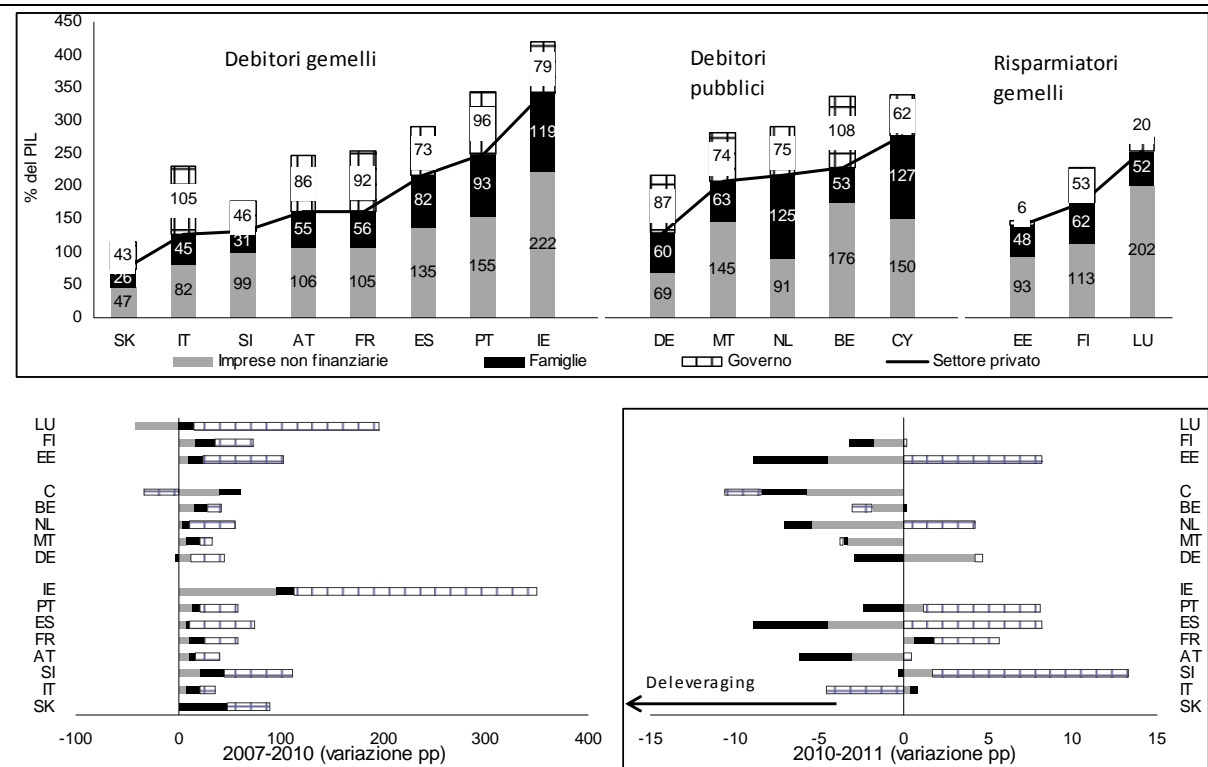
- per quanto riguarda il settore delle amministrazioni pubbliche, nel 2010 la Finlandia e il Lussemburgo avevano una posizione finanziaria globalmente positiva, il che significa che le attività dei loro settori pubblici erano superiori alle passività. Ciò è dovuto agli stock relativamente modesti di passività e ai grossi stock di attività finanziate, che derivano principalmente dall'investimento dei regimi pensionistici per i lavoratori subordinati. Nel caso dell'Austria, della Germania e dei Paesi Bassi, le amministrazioni pubbliche di questi paesi registravano passività nette ("debitori pubblici" netti nel grafico 13) che derivavano principalmente dai grossi stock di passività lorde (grafico 14);
- l'Austria si distingue dagli altri paesi con un avanzo perché registra globalmente passività nette (seppure molto limitate) rispetto al resto del mondo pur avendo accumulato in passato un avanzo delle partite correnti;
- da un'analisi della situazione nel settore privato emerge un gruppo di paesi analogo. Il settore privato dell'Austria, della Germania e dei Paesi Bassi è la principale fonte di finanziamento per l'economia nazionale. In Austria e in Germania, i risparmi delle famiglie bastano a compensare i prestiti contratti dalle imprese; ciò compensa parzialmente (nel caso dell'Austria) o integralmente le passività nette delle

amministrazioni pubbliche. Nei Paesi Bassi il tasso di risparmio delle famiglie è vicino allo zero e le imprese forniscono finanziamenti al resto dell'economia (accreditamento positivo netto). Questo indice di copertura (si veda la nota del grafico 13) è parziale per la Finlandia e il Lussemburgo.

Le differenze settoriali fra i paesi con un avanzo definiranno il processo di riequilibrio nei prossimi anni. Queste differenze tra le posizioni finanziarie dei diversi settori e i potenziali collegamenti intersettoriali possono determinare un deleveraging sulle posizioni esterne. In particolare, l'interazione tra il rapporto risparmi/investimenti dei settori pubblico e privato attraverso le pressioni a favore del deleveraging influenzerà nei prossimi anni le posizioni sull'estero:

- negli Stati membri con un disavanzo che registrano passività nette delle amministrazioni pubbliche, si può prevedere che il risanamento di bilancio accentui sia gli effetti di ricaduta negativi sulla crescita che le pressioni sulla posizione esterna. Come risulta dal grafico 14, nel 2011 il debito lordo (non consolidato) delle amministrazioni pubbliche superava il 75% del PIL per la Germania, l'Austria e i Paesi Bassi (sezione superiore) e si era accumulato principalmente nei 4 anni precedenti (sezione inferiore).

Grafico 14. Debito lordo nei paesi dell'area dell'euro: scomposizione per settore



Fonte: servizi della Commissione

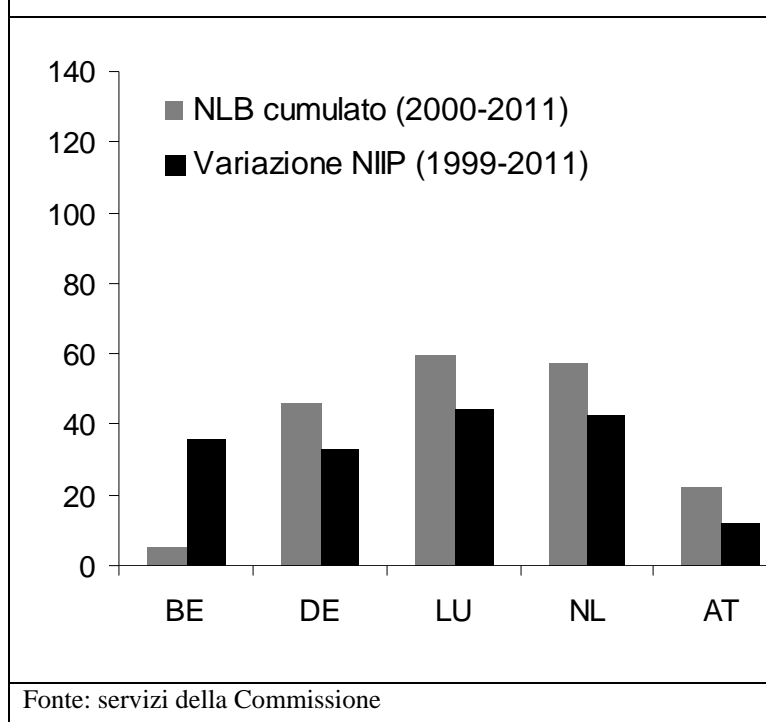
Nota: i dati sul debito pubblico riportati nel grafico corrispondono a titoli diversi dalle azioni (F3) e a prestiti (F4) e sono indicati su base non consolidata per motivi di coerenza con i dati sul settore privato, il che spiega perché differiscano dai dati riportati nell'ambito della sorveglianza di bilancio dell'UE. Sezione superiore: livelli nel 2011 (% del PIL); sezione inferiore: variazione 2007-2010 e 2010-2011 in percentuale del PIL. I dati 2011 sono calcolati in base ai primi tre trimestri e non sono disponibili per Irlanda e Lussemburgo.

- Il probabile impatto del risanamento pubblico sull'economia e sul saldo con l'estero dipenderà dalla sua interazione con le pressioni a favore del deleveraging sul versante privato. Da un lato, i paesi con un debito privato basso (grafico 14, sezione superiore)

possono aumentare il consumo interno e gli investimenti in modo da compensare l'effetto del risanamento pubblico come è successo in Germania, che nel decennio precedente alla crisi ha conosciuto una fase prolungata di deleveraging. Questo è particolarmente importante quando gli avanzi delle partite correnti sono dovuti a una domanda privata anemica e quando il basso livello del consumo interno e degli investimenti riflette carenze nel funzionamento di comparti specifici dell'economia come i mercati dei servizi. In queste circostanze, gli avanzi delle partite correnti possono far riscontro a un tenore di vita più basso del necessario per la popolazione del paese. Per far ripartire la domanda interna e rendere le economie più competitive saranno indispensabili riforme strutturali volte a ovviare a queste carenze. Dall'altro lato, i paesi con un debito incombente nel settore privato, come i Paesi Bassi, vedranno probabilmente agire fattori di deleveraging complementari a quelli del settore pubblico, che ne accentueranno gli effetti sulla crescita e la sovrastima relativa alla posizione con l'estero.

- Infine, i "risparmiatori pubblici" con attività pubbliche nette potrebbero subire meno pressioni di deleveraging, perché le riserve delle amministrazioni pubbliche possono permettere di risanare i bilanci del settore privato.

Grafico 15. Accredito/indebitamento netto e posizione patrimoniale sull'estero (IIP)



Occorre esaminare in modo più approfondito anche altre questioni connesse ai paesi con un avanzo. Va osservato, ad esempio, che in alcuni paesi con un avanzo la posizione patrimoniale sull'estero (international investment position – IIP) non è migliorata nonostante avanzi delle partite correnti notevoli e costanti. Questo potrebbe essere dovuto in parte a effetti di valutazione legati alle oscillazioni del cambio e alle differenze nella composizione e nella valutazione delle attività e delle passività estere, ma può indicare anche che le esportazioni di capitali sono state convogliate verso investimenti non redditizi e destare perplessità circa

l'efficienza del settore finanziario nel convogliare le risorse verso gli usi più produttivi⁴. A titolo di esempio, gli avanzi cumulati delle partite correnti registrati dal 2000 in Germania, nei Paesi Bassi o in Austria sono di gran lunga superiori alla variazione delle posizioni patrimoniali nette sull'estero nello stesso periodo, sebbene vada sottolineato che questo periodo è stato caratterizzato da un'errata valutazione globale del rischio (grafico 15).

Come dimostra l'analisi di cui sopra, la natura, l'intensità e la direzione dei collegamenti tra disavanzi e avanzi nell'area dell'euro richiedono un esame approfondito per individuare il

⁴ Sebbene non vi siano indicazioni che i sistemi finanziari dei paesi con avanzi persistenti delle partite correnti siano strutturalmente meno efficaci nell'allocazione del capitale rispetto ai sistemi finanziari dei paesi con disavanzi persistenti delle partite correnti.

modo in cui i paesi con un avanzo potrebbero contribuire al riequilibrio generale. La Commissione intende pubblicare uno studio specifico sulla questione nell'autunno del 2012.

3.2.2. Riforme strutturali per promuovere la crescita e la capacità di adattamento

Le differenze radicate in termini di crescita, specie se legate a un elevato onere del debito, pongono problemi nell'ambito di un'unione monetaria. Le previsioni economiche di primavera della Commissione individuano divergenze di crescita costanti, con un ritardo negli Stati membri dove è in corso un processo di aggiustamento. È tuttavia probabile che l'aggiustamento continui anche dopo il periodo di riferimento delle previsioni attuali, creando un rischio di cronicizzazione del divario di crescita problematico in un'unione monetaria, specialmente se i paesi a crescita lenta sono pesantemente indebitati, perché a questi paesi vengono applicati tassi di interesse reali più elevati che ne accentuano ulteriormente l'indebitamento.

Il rallentamento della crescita causato dal deleveraging aggrava l'annoso problema del basso potenziale di crescita nell'area dell'euro, relativamente debole già prima della crisi e oggetto di forti pressioni supplementari dall'inizio della crisi stessa. A medio termine si prevedono tassi di crescita potenziali dello 0,8%, contro tassi di circa 2¼% all'inizio degli anni 2000. Questa revisione al ribasso, che rappresenta un notevole deterioramento dei risultati economici dell'area dell'euro in un arco di tempo relativamente breve, è dovuta prevalentemente a una forte pressione al ribasso sull'aumento complessivo della produttività dei fattori, a sua volta ascrivibile in larga misura al calo dei tassi di crescita del capitale umano e delle conoscenze.

Nell'intera area dell'euro si pone quindi il duplice problema di riequilibrare la situazione e di incentivare la crescita a medio-lungo termine. La crescita va rilanciata già a medio termine, perché in assenza di crescita sarebbe molto più difficile garantire deleveraging e riequilibrio. Al tempo stesso, occorre gestire oculatamente il processo di deleveraging in diversi settori onde contenerne gli effetti negativi sulla crescita ed evitare ricadute negative. Anche se le sfide e, pertanto, la necessità di agire rapidamente sono maggiori nei paesi con un disavanzo, non si possono ignorare i rischi derivanti per l'intera area dell'euro dal persistere di divari di crescita e squilibri.

Le riforme strutturali che aumentano la contendibilità e la flessibilità dei mercati possono stimolare la crescita e facilitare l'aggiustamento. In alcuni paesi il risparmio privato è andato accumulandosi e in determinati settori gli investimenti sono stati frenati da notevoli ostacoli normativi. Vi è quindi modo di sbloccare il risparmio e incentivare gli investimenti, e di conseguenza la crescita, mediante politiche di liberalizzazione volte a facilitare l'entrata e l'uscita in e da settori chiusi. Mercati più contendibili migliorano la capacità di aggiustamento, perché agevolano la riallocazione intersettoriale dei fattori di produzione, specialmente dal settore dei beni non scambiabili internazionalmente verso quello dei beni scambiabili, e migliorano la competitività legata o meno ai prezzi. A tal fine, pur rispettando la necessità di un risanamento di bilancio, occorre dare priorità alla spesa pubblica produttiva. Le riforme dei meccanismi per la fissazione dei salari possono migliorare l'adeguamento dei salari per riflettere meglio l'andamento della produttività e lasciare più margine per un adeguamento dei salari reali. Modificando la legislazione sulla tutela dell'occupazione si potrebbe accelerare la riallocazione delle risorse fra i diversi settori, sostenendo l'aggiustamento nei paesi con disavanzi elevati delle partite correnti. La riduzione degli oneri fiscali sul lavoro e l'efficacia delle politiche attive del mercato del lavoro e delle politiche occupazionali possono favorire l'occupazione, in particolare se si considerano i rischi di aggravamento della disoccupazione a lungo termine.

Patto Euro Plus – valutazione del rispetto degli impegni

Gli Stati membri dell'area dell'euro hanno sottoscritto il patto Euro Plus all'inizio del 2011 insieme a Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania. Nell'ambito del patto gli Stati membri si sono impegnati ad attuare riforme con i seguenti obiettivi: promuovere la competitività e l'occupazione, contribuire ulteriormente alla sostenibilità delle finanze pubbliche e rafforzare la stabilità finanziaria. Riconoscendo che il coordinamento pragmatico delle politiche fiscali è necessario per un coordinamento più efficace delle politiche economiche, questi Stati si sono impegnati ad avviare discussioni strutturate sulle questioni di politica tributaria. Gli impegni in materia di riforme degli Stati membri partecipanti si riflettono nei loro programmi di stabilità o convergenza e nei programmi nazionali di riforma.

Nel 2011 gli Stati membri hanno assunto numerosi impegni nei settori individuati nel patto, ma il rispetto degli impegni è stato estremamente diverso a seconda degli Stati membri e dei settori. Solo alcuni Stati membri hanno rispettato tutti gli impegni. In molti casi il governo aveva presentato le proposte legislative pertinenti, la cui adozione è stata però ritardata, ad esempio, dalle discussioni con le parti sociali nel parlamento nazionale.

La maggior parte dei progressi osservati riguarda le riforme volte a migliorare la competitività e, in particolare, il contesto imprenditoriale. Gli Stati membri hanno semplificato i requisiti amministrativi per le imprese e introdotto nuovi servizi. La maggior parte degli Stati membri ha rispettato l'impegno di promuovere l'istruzione e l'innovazione, cioè di stanziare fondi supplementari per le università e gli istituti di ricerca. I progressi sono stati minori per quanto riguarda il rafforzamento della concorrenza nel terziario e la revisione dei meccanismi per la fissazione dei salari, nel settore privato come in quello pubblico.

Gli Stati membri hanno inoltre intrapreso riforme per aumentare la partecipazione al mercato occupazionale e ridurre gli oneri fiscali sul lavoro. Sono meno numerose le misure adottate per migliorare la formazione permanente e ridurre l'occupazione sommersa.

Gli Stati membri hanno rispettato l'impegno di rafforzare la sostenibilità delle finanze pubbliche e hanno presentato proposte legislative riguardanti i sistemi pensionistici e le norme di bilancio nazionali. In molti casi, tuttavia, l'adozione e l'attuazione delle nuove leggi sono state rinviate. Nel complesso, gli Stati membri che avevano fissato obiettivi riguardanti determinati livelli di disavanzo o di debito li hanno raggiunti.

Le riforme del settore finanziario hanno dato risultati eterogenei: l'efficienza della regolamentazione e della vigilanza del settore finanziario è stata migliorata solo in alcuni Stati membri. Gli Stati membri hanno inoltre salvaguardato la stabilità finanziaria adottando provvedimenti per diversificare la struttura dell'economia.

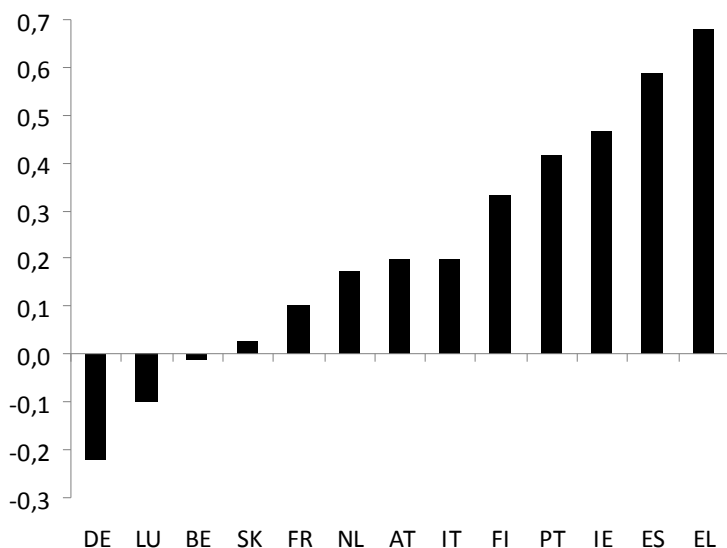
Il Consiglio europeo del marzo 2012 ha invitato gli Stati membri a includere nei rispettivi programmi nazionali di riforma e programmi di stabilità o convergenza nuovi impegni incentrati su un numero limitato di riforme essenziali, tempestive e misurabili per conseguire gli obiettivi del patto. Diversi Stati membri hanno risposto positivamente presentando nuovi impegni, pertinenti per il raggiungimento degli obiettivi del patto, la maggior parte dei quali è tempestiva e misurabile, con obiettivi chiari da realizzare nei prossimi 12 mesi. In molti casi gli Stati membri hanno anche indicato le stime relative ai costi e benefici delle loro misure. Spesso, tuttavia, queste misure riguardano progetti già in corso.

Come indicato nel patto, la Commissione continuerà a monitorare il rispetto degli impegni nell'ambito del semestre europeo. La Commissione riferirà sui progressi la prossima primavera nei documenti di lavoro sulle valutazioni riguardanti i singoli paesi.

Nell'attuale contesto di debole crescita, difficoltà di bilancio e tensioni sociali, occorre mantenere lo slancio impresso al processo di riforma. Pur attuando un risanamento favorevole alla crescita e privilegiando aspetti quali gli investimenti nell'acquisizione di competenze, occorre dare priorità alle riforme che i) hanno effetti positivi sulla crescita già a breve-medio termine e ii) non comportano pesanti costi di bilancio. La maggior parte delle riforme normative soddisfa questi criteri: l'apertura dei settori eccessivamente regolamentati non comporta costi di bilancio. Ciò vale anche per le riforme volte a migliorare il contesto imprenditoriale e per la maggior parte delle riforme del mercato del lavoro, quali le riforme riguardanti i sistemi di contrattazione salariale o di tutela dell'occupazione e quelle che offrono maggiori incentivi al lavoro. L'incidenza di queste riforme in termini di produttività può essere rafforzata attraverso la simultanea attuazione di politiche attive del mercato del lavoro e di politiche occupazionali. Nello stesso ordine di idee, le riforme delle pensioni hanno un duplice effetto positivo, anche se non visibile a breve termine, sulle finanze pubbliche e sulla crescita in quanto riducono le passività pubbliche implicite e rafforzano la sostenibilità aumentando al tempo stesso l'offerta di manodopera. Viste le sfide specifiche che devono affrontare, gli Stati membri dell'area dell'euro dovrebbero inoltre essere in prima linea nell'applicare determinati strumenti UE quali il mercato unico e la direttiva sui servizi. Sebbene i loro costi di bilancio siano limitati, queste riforme hanno un costo politico da non sottovalutare. Questo giustifica un'adeguata ripartizione dell'onere delle riforme fra tutti i cittadini, affrontando anche le implicazioni in termini di povertà, anziché rinunciare alle riforme, tenendo presente che la crisi ha colpito in misura eccessiva chi si era già trovato in una situazione di fragilità.

Grafico 16. Variazione della reattività alle raccomandazioni dell'OCSE per puntare alla crescita (Going for Growth),

paesi dell'area dell'euro



Fonte: OCSE

La politica monetaria comune e i notevoli effetti di ricaduta a livello transfrontaliero spiegano perché sia necessario un maggior coordinamento delle riforme strutturali nell'area dell'euro. Le riforme strutturali sono di fondamentale importanza in un'unione monetaria, dove la maggior parte dell'aggiustamento deve avvenire attraverso i mercati a causa della mancanza di uno strumento di politica monetaria a livello nazionale e dei tassi di cambio fissi intra-area. Inoltre, in presenza di notevoli effetti di ricaduta nell'area dell'euro, occorre un coordinamento forte, ad esempio sotto forma di

discussioni ex ante sui principali piani strategici, con effetti potenziali di ricaduta di vasta portata, per tenere adeguatamente conto delle maggiori esternalità delle riforme.

Negli ultimi 12 mesi, l'andamento delle riforme strutturali nell'area dell'euro è stato influenzato dall'intensità della pressione del mercato (grafico 16). I paesi tenuti al rispetto di un programma e alcuni paesi vulnerabili hanno intrapreso riforme ambiziose riguardanti, in

particolare, i mercati occupazionali, i mercati finanziari, i settori dei servizi professionali, le industrie di rete e i loro quadri generali per la concorrenza. In altri paesi, tuttavia, le riforme procedono a rilento. In una serie di paesi (BE, CY, ES, IT, EL, IE, LU), le riforme del mercato del lavoro recentemente attuate o adottate, anche per quanto riguarda i meccanismi per la fissazione dei salari, rappresentano una svolta importante verso un adeguamento più accentuato ed equilibrato del mercato del lavoro agli shock. Gli importanti processi di riforma già in corso o programmati dovranno essere tradotti in atti legislativi, attuati con successo e seguiti, all'occorrenza, da misure integrative. I recenti cambiamenti introdotti in ambito tributario hanno però accentuato gli oneri fiscali sul lavoro in diversi Stati membri dell'area dell'euro (AT, ES, FR). Alcuni Stati membri dell'area dell'euro hanno aumentato la spesa per la R&S (IT) o l'istruzione (DE), ma la tendenza non è generalizzata. Solo pochi Stati membri hanno attuato riforme per rendere più competitivo il settore retail (IT, IE) o eliminare le restrizioni ingiustificate nel campo dei servizi professionali (IT, IE, PT, EL), mentre in altri Stati, a cui l'anno scorso sono state rivolte raccomandazioni al riguardo, le riforme ristagnano o sono poco ambiziose.

L'attuazione del mercato unico e della direttiva sui servizi è stata relativamente soddisfacente, anche se non omogenea. Si registrano notevoli progressi nell'attuazione della direttiva sui servizi. Nel complesso, gli Stati membri dell'area dell'euro che prima dell'adozione della direttiva presentavano ostacoli considerevoli al mercato unico dei servizi li hanno notevolmente ridotti. I progressi appaiono particolarmente buoni in ES e SK, mentre altri Stati (AT, MT) hanno dato palesemente prova di minore diligenza.

4. RAFFORZARE IL COORDINAMENTO DELLE POLITICHE NELL'AREA DELL'EURO

4.1. La crisi ha messo in luce carenze nella governance dell'area dell'euro

L'estrema importanza della flessibilità economica quale fattore di aggiustamento nell'UEM è riconosciuta da tempo. L'architettura iniziale dell'UEM combinava una politica monetaria unica e sovranazionale con politiche economiche nazionali coordinate a livello di UE. La mancanza di precedenti analoghi ha impedito di giudicare la validità di questa struttura. Conformemente alla letteratura accademica sulle aree valutarie ottimali, il grado di esposizione della regione agli shock macroeconomici asimmetrici e la misura in cui poteva assorbirli attraverso la flessibilità economica sarebbero stati due fattori essenziali per valutarne la sostenibilità. La flessibilità economica dei singoli Stati membri è rimasta globalmente limitata sin dall'introduzione dell'euro, e la crisi ha dimostrato che a volte un'unione monetaria può esercitare pressioni superiori al previsto sulla capacità di aggiustamento.

Nel primo decennio di vita dell'UEM i mercati non sono riusciti a garantire una disciplina sufficiente. A livello mondiale, i tassi di interesse nominali sono crollati e i premi di rischio specifici per paese sono praticamente evaporati, incentivando una maggiore assunzione di rischi. Nell'area dell'euro, questa tendenza è stata accentuata anzitutto dall'eliminazione del rischio di cambio tra gli Stati membri. In secondo luogo, la BCE fissa tassi di interesse di riferimento che, in termini nominali, sono gli stessi per l'intera area dell'euro, mentre sussistono notevoli divari in termini di inflazione tra gli Stati membri. Questo ha determinato forti differenze tra i tassi di interesse reali, che a loro volta hanno alimentato un afflusso di capitali creando bolle dei prezzi delle attività e esagerando la natura positiva dei risultati macroeconomici.

Le carenze riguardanti la sorveglianza macroeconomica e l'applicazione della normativa a livello degli Stati membri e dell'UE hanno impedito ai decisori politici di individuare in

tempo la cattiva allocazione delle risorse e i conseguenti squilibri macroeconomici e di adottare le misure del caso. I risultati macroeconomici apparentemente ottimi registrati in tutta l'area dell'euro prima della crisi hanno nascosto i problemi strutturali delle finanze pubbliche e dei fondamentali macroeconomici⁵. L'attuazione del patto di stabilità e crescita a livello di Consiglio non è stata sufficientemente rigorosa. Inoltre l'analisi, l'ideazione e l'attuazione della politica economica sono rimaste compartimentate e non hanno tenuto adeguatamente conto dell'interazione tra le questioni di bilancio e i più ampi squilibri macroeconomici (bolle dei prezzi delle attività, competitività e andamento del debito estero). La vigilanza è stata insufficiente per quanto riguarda le questioni diverse da quelle di bilancio, il che ha permesso uno sviluppo incontrollato degli squilibri macroeconomici.

Gli effetti di ricaduta transfrontalieri hanno ulteriormente accentuato la dinamica che durante la crisi ha trasformato il "buon" equilibrio in un "cattivo" equilibrio. Apparentemente, le difficoltà di finanziamento del debito sovrano in una determinata economia hanno convinto gli investitori che alla fine l'accesso al mercato dei titoli sovrani sarebbe stato limitato in misura equivalente per i paesi economicamente e finanziariamente collegati. Nelle prime fasi della crisi, questo effetto di contagio transfrontaliero è stato amplificato dalla mancanza di protezioni finanziarie adeguate. Comunque sia, non tutti gli effetti di ricaduta negativi sono stati puramente speculativi o basati sulla fiducia. I forti legami commerciali nell'area dell'euro hanno esteso l'impatto negativo sulla crescita del calo della domanda aggregata in un paese ai suoi partner commerciali attraverso un calo delle importazioni. Inoltre, la maggiore integrazione finanziaria nell'area dell'euro iniziata con la creazione dell'UEM ha accentuato la vulnerabilità reciproca, il che significa che un deterioramento in uno Stato membro ha aumentato i rischi per le economie partner nell'area dell'euro.

4.2. La riforma della governance economica nell'area dell'euro

Da quando è scoppiata la crisi, l'UE e l'area dell'euro hanno intrapreso un rafforzamento globale della governance economica. Le riforme attuate e quelle in preparazione intendono ovviare alle carenze individuate in termini di sorveglianza delle politiche economiche integrando la sorveglianza in tutti i settori, fornendo orientamenti politici in modo più tempestivo per influire sulla definizione delle politiche nazionali, offrendo maggiori incentivi e estendendo la sorveglianza agli squilibri macroeconomici. Sono stati introdotti meccanismi di applicazione specifici per l'area dell'euro.

Il semestre europeo integra la sorveglianza delle politiche economiche contemplata dalla strategia Europa 2020 e dalla parte preventiva del patto di stabilità e crescita e della procedura per gli squilibri eccessivi e fornisce orientamenti politici agli Stati membri prima che completino i bilanci e le riforme economiche nazionali. La nuova impostazione della sorveglianza integrata introdotta dal semestre europeo garantisce una valutazione più globale delle politiche macroeconomiche, strutturali e occupazionali. Questo ha portato, tra l'altro, a una valutazione più sistematica dei rischi rappresentati per la politica di bilancio dall'accumulo di squilibri macroeconomici, come le bolle immobiliari o una crescita eccessiva del credito, e garantisce un quadro per il coordinamento e la sorveglianza multilaterale potenziati delle politiche occupazionali e sociali.

La sorveglianza e il coordinamento delle politiche di bilancio sono stati radicalmente rafforzati. Il pacchetto legislativo sulla governance economica denominato "six-pack" ha

⁵ Anche le riforme del patto di stabilità e crescita attuate nel 2005 per tenere maggiormente conto delle condizioni cicliche hanno risentito delle difficoltà concettuali in termini di adeguata distinzione tra la crescita tendenziale e il ciclo.

rafforzato sia la parte preventiva che quella correttiva del patto di stabilità e crescita. Il pacchetto definisce il concetto di "deviazione significativa" dall'obiettivo a medio termine o dal percorso di aggiustamento verso questo obiettivo e rende operativo il criterio del debito della procedura per i disavanzi eccessivi mediante un termine di riferimento numerico. Un'innovazione fondamentale è il ricorso, per le decisioni del Consiglio sulla maggior parte delle sanzioni, alla procedura di voto a maggioranza qualificata invertita. Infine, il "six-pack" definisce requisiti minimi per tutti gli aspetti principali dei quadri di bilancio a livello nazionale.

Si prepara un ulteriore rafforzamento della sorveglianza di bilancio. La proposta di regolamento sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri dell'area dell'euro, che completa il six-pack, mira a sincronizzare meglio le fasi principali della preparazione dei bilanci nazionali e a garantire standard di qualità minimi nei processi di bilancio nazionali, rafforza ulteriormente la sorveglianza di bilancio ex ante e garantisce un'adeguata integrazione delle raccomandazioni politiche dell'UE nella preparazione dei bilanci nazionali. Il trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'unione economica e monetaria, firmato dagli Stati membri dell'area dell'euro e da altri otto Stati membri, contiene impegni a rafforzare ulteriormente la sorveglianza economica e di bilancio. In particolare, le Parti contraenti del trattato si sono impegnate a introdurre nel diritto nazionale norme sui bilanci in pareggio in termini strutturali, integrate da un meccanismo automatico di correzione che scatta in caso di deviazione significativa.

La procedura per gli squilibri eccessivi, che ha introdotto una sorveglianza economica sistematica in tutti i settori che potrebbero causare squilibri dannosi, ridurrà il rischio di accumulo di squilibri macroeconomici mediante un monitoraggio sistematico e raccomandazioni preventive. In presenza di rischi maggiori, l'applicazione delle raccomandazioni strategiche è rafforzata dalla possibilità di irrogare sanzioni in caso di non conformità. La prima relazione della Commissione sul meccanismo di allerta⁶ individua sette Stati membri dell'area dell'euro (oltre a cinque Stati membri non appartenenti all'area dell'euro) che potrebbero presentare squilibri macroeconomici dannosi, quali perdite di competitività, un alto livello di debito o bolle dei prezzi delle attività. Questi Stati membri sono stati oggetto di analisi approfondite⁷ riguardanti la natura degli squilibri.

Le analisi approfondite hanno confermato che sette Stati membri dell'area dell'euro presentano squilibri macroeconomici tali da richiedere un'azione politica. Le analisi hanno individuato squilibri macroeconomici in sette paesi dell'area dell'euro, la cui natura non è però eccessiva. Le analisi hanno confermato che l'aggiustamento procede, come risulta chiaramente dalle riduzioni dei disavanzi delle partite correnti e dei flussi di credito o dalle correzioni dei prezzi degli alloggi. Gli squilibri accumulatisi costituiscono tuttavia una sfida considerevole per molti Stati membri dell'area dell'euro. I livelli del debito estero, privato e pubblico, impongono di procedere urgentemente a un deleveraging che nei prossimi anni avrà probabilmente un'incidenza negativa sulla crescita. I risultati delle analisi sottolineano la grande diversità delle situazioni in cui si trovano gli Stati membri dell'area dell'euro e la necessità di un approccio specifico per paese.

Il nuovo quadro di vigilanza finanziaria dell'UE si è già rivelato determinante per ovviare alla frammentazione della vigilanza a livello nazionale. Nel gennaio 2011 è diventata operativa nell'UE una nuova architettura di vigilanza la cui principale innovazione consiste nella creazione del Comitato europeo per il rischio sistemico per avere un quadro

⁶ COM (2012) 68 definitivo del 14.2.2012.

⁷ SEC(2012) 150-161.

globale dell'analisi macroprudenziale dei rischi. Si rafforza così l'efficacia dei meccanismi di allarme rapido migliorando l'interazione tra le analisi micro e macroprudenziali e consentendo alle autorità competenti di tradurre le valutazioni dei rischi in misure concrete. Con la creazione delle tre autorità europee di vigilanza⁸, la riforma ha inoltre migliorato il coordinamento tra le autorità nazionali di vigilanza, anche mediante l'adozione di decisioni che impongono loro di adottare i necessari provvedimenti e un maggiore impegno verso l'elaborazione di una regolamentazione comune mediante la definizione di norme tecniche nei settori definiti dalla normativa. Il nuovo assetto contribuisce inoltre a garantire uno scambio più completo e tempestivo di informazioni e opinioni.

La creazione di solidi meccanismi di stabilità finanziaria nell'area dell'euro ha segnato inoltre una svolta importante nella governance dell'area dell'euro. La creazione della European Financial Stability Facility (EFSF) e del Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF) nel maggio 2010 ha colmato questa grave lacuna nell'assetto istituzionale dell'area dell'euro. Tuttavia, questi elementi della rete di sicurezza europea sono entrambi di natura temporanea e il 1° luglio 2012 sarà istituito un Meccanismo europeo di stabilità (MES) permanente. Alla fine di marzo 2012, il massimale combinato della capacità di prestito del MES e dell'EFSF è stato innalzato a 700 miliardi di EUR che, sommati ai fondi erogati dal MESF e dallo strumento di prestito in favore della Grecia, rappresentano una capacità di prestito complessiva di 800 miliardi di EUR.

Un processo decisionale efficace è di fondamentale importanza per un'applicazione efficiente del quadro di sorveglianza rafforzato per l'area dell'euro. L'Eurogruppo e il vertice euro hanno una responsabilità particolare al riguardo. Il vertice dell'area dell'euro dell'ottobre 2011 ha già preso le prime decisioni per rafforzare la struttura decisionale nell'Eurogruppo: alcune di queste decisioni sono già state attuate, ad esempio l'organizzazione periodica di vertici dell'area dell'euro sotto la guida di un presidente permanente e la creazione della presidenza permanente del gruppo di lavoro "Eurogruppo".

In futuro si potrebbero prendere in considerazione altre riforme della governance economica per completare la struttura istituzionale dell'UEM. Talvolta i cambiamenti introdotti finora hanno riguardato questioni legate tradizionalmente alla sovranità nazionale. In alcuni casi, si ritiene che questi cambiamenti abbiano esaurito il margine di manovra consentito dal trattato sul funzionamento dell'UE. Bisogna però stabilire se sia sufficiente rafforzare il coordinamento delle politiche economiche o se occorra progredire verso una maggiore integrazione della definizione di queste politiche. L'esperienza della crisi ha evidenziato l'importanza di questo aspetto. A medio termine, la spinta verso un'ulteriore integrazione nell'unione monetaria potrebbe accentuarsi, specialmente se il successo dei recenti cambiamenti a livello di governance sarà fonte di fiducia reciproca fra i partner dell'area dell'euro.

⁸ Autorità bancaria europea, Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali e Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

Crescita e occupazione							Competitività							Finanze pubbliche						Stabilità finanziaria																	
	PIL pro capite in SPA	Proiezioni crescita PIL	Tasso di occupazione	Disoccupazione di lunga durata*	Disoccupazione giovanile (<25)*	Tasso di partecipazione della popolazione attiva	Costo nominale unitario della manodopera*			Compensazione nominale per dipendente *		Saldo partite correnti*	Quota mercato esportazioni (beni + servizi)*	Debito pubblico*	Posizione di bilancio amministrazioni pubbliche*	Pressione fiscale complessiva	Indicatore sostenibilità (S2)*	Età effettiva di uscita dalla forza lavoro*	Speranza di vita*	Indebitamento privato*	Prestiti in sofferenza	Differenziali dei tassi di interesse a lungo termine rispetto alla Germania	Rendimento del capitale														
							Intera economia	Servizi	Settore manifatturiero	Settore pubblico	Settore privato													Tasso di variazione annuo		% del PIL	Variazione %	% del PIL		Imposte totali in % del PIL	Livello elevato = scarsa sostenibilità	2009 o ultimi dati disponibili	A 60 anni	% del PIL	%	Punti percentuali	%
							2010	2012	2011	2011	2011													2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2010	2011
BE	119	0,0	61,9	3,5	18,7	66,7	2,7	3,0	-1,4	3,5	3,2	2,1	5,0	98,0	-3,7	45,7	7,5	61,6	23,6	242	4,1	1,7	6,9														
DE	118	0,7	72,5	2,8	8,6	77,2	1,4	2,0	-2,1	3,2	2,8	5,3	5,2	81,2	-1,0	40,0	1,8	62,2	23,5	129	2,5	:	9,1														
EE	64	1,6	65,1	7,1	22,3	74,7	0,8	5,0	-8,9	3,9	0,0	5,1	7,4	6,0	1,0	33,2	2,1	62,6	20,9	142	8,9	:	25,8														
IE	128	0,5	59,2	8,6	29,4	69,4	-4,1	:	:	:	:	-3,9	4,6	108,2	-13,1	30,0	6,7	64,1	23,9	287	11,6	5,1	-2,5														
EL	90	-4,7	55,6	8,8	44,4	67,7	-3,0	-0,9	-5,1	-4,6	-4,3	-9,9	4,9	165,3	-9,1	33,7	2,1	61,5	23,6	125	8,8	17,2	-43,5														
ES	100	-1,8	57,7	9,0	46,4	73,7	-1,9	-0,1	-3,6	-0,7	1,5	-3,4	4,2	68,5	-8,5	32,6	4,3	62,3	25,0	216	4,6	3,3	8,1														
FR	108	0,5	63,8	4,0	22,9	70,4	1,8	:	:	:	:	-2,7	4,9	85,8	-5,2	45,5	2,2	60,0	25,4	160	4,4	1,1	9,0														
IT	101	-1,4	56,9	4,4	29,1	62,2	1,0	1,3	2,8	0,2	2,2	-3,1	5,4	120,1	-3,9	42,3	-2,8	60,1	24,6	126	8,8	3,2	4,3														
CY	99	-0,8	68,1	1,6	22,4	74,0	2,0	0,8	0,7	1,2	1,4	-10,7	7,4	71,6	-6,3	36,2	5,5	62,8	23,8	:	7,6	5,2	-3,8														
LU	271	1,1	64,6	1,4	15,6	67,9	3,2	4,7	-3,4	1,8	1,8	7,1	4,2	18,2	-0,6	37,9	9,8	59,4	23,8	:	0,4	0,2	9,3														
MT	83	1,2	57,6	3,0	13,7	61,6	0,8	:	:	0,2	0,2	-1,4	4,4	72,0	-2,7	35,3	6,1	60,3	24,1	214	1,6	2,5	5,8														
NL	133	-0,9	74,9	1,5	7,6	78,4	0,7	1,5	-2,5	0,8	1,9	7,2	5,2	65,2	-4,7	38,8	7,9	63,5	23,6	:	2,2	0,4	7,3														
AT	126	0,8	72,1	1,1	8,3	75,3	1,3	3,4	-4,5	3,7	3,0	1,8	5,9	72,2	-2,6	43,6	3,7	60,9	23,8	161	4,0	1,0	7,8														
PT	80	-3,3	64,2	6,2	30,1	74,1	-0,8	:	:	:	:	-5,0	3,9	107,8	-4,2	36,1	-1,2	62,6	23,1	249	3,1	11,2	4,6														
SI	85	-1,4	64,4	3,6	15,7	70,3	0,4	0,4	-0,8	0,0	2,0	-1,4	5,5	47,6	-6,4	38,1	7,5	59,8	23,1	131	12,1	3,3	1,7														
SK	74	1,8	59,5	9,2	33,2	68,9	-0,6	4,5	-7,6	-0,9	2,9	2,1	6,2	43,3	-4,8	29,0	8,6	58,8	19,9	76	3,9	3,1	15,1														
FI	115	0,8	69,0	1,7	20,1	74,9	1,0	1,1	0,7	0,5	4,0	-0,3	7,7	48,6	-0,5	42,8	4,9	61,7	23,7	174	0,9	0,5	8,2														
AE	108	-0,3	64,2	4,6	20,8	71,5	0,8	:	:	:	:	0,2	5,1	88,0	-4,1	40,5	2,4	61,2	24,0	:	:	2,2	:														
UE	100	0,0	64,3	4,1	21,4	71,2	0,9	:	:	:	:	0,1	5,2	83,0	-4,5	39,9	2,9	61,4	23,2	:	:	2,0	:														

* Variabili menzionate nel testosul patto Euro Plus di cui alle conclusioni del Consiglio europeo del marzo 2011
 Fonti: servizi della Commissione, Eurostat, BCE