



COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 10.4.2013
COM(2013) 199 final

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL
CONSIGLIO E AL EUROGRUPPO**

**Risultati degli esami approfonditi ai sensi del regolamento (UE) n. 1176/2011 sulla
prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici**

{SWD(2013) 113 final}
{SWD(2013) 114 final}
{SWD(2013) 115 final}
{SWD(2013) 116 final}
{SWD(2013) 117 final}
{SWD(2013) 118 final}
{SWD(2013) 119 final}
{SWD(2013) 120 final}
{SWD(2013) 121 final}
{SWD(2013) 122 final}
{SWD(2013) 123 final}
{SWD(2013) 124 final}
{SWD(2013) 125 final}

COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO E AL EUROGRUPPO

Risultati degli esami approfonditi ai sensi del regolamento (UE) n. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici

1. INTRODUZIONE

La crisi economica e finanziaria in corso ha indotto una profonda ristrutturazione delle nostre economie. Tale ristrutturazione deve essere accompagnata da un nuovo tipo di *governance* economica nell'UE capace di riconoscere l'interdipendenza tra le nostre economie e che pone le basi per una crescita e competitività future che siano intelligenti, sostenibili e inclusive.

Data la stretta interconnessione fra le nostre economie, correggere i problemi del passato e avviare l'UE su un percorso di sviluppo più sostenibile per il futuro è una responsabilità condivisa tra gli Stati membri e le istituzioni dell'UE.

Nel decennio che ha preceduto l'inizio della crisi, l'UE non ha dedicato un'adeguata attenzione all'evoluzione delle economie dei singoli Stati membri. Da un lato perché non era sufficientemente consapevole degli effetti di ricaduta delle politiche economiche di uno Stato membro sulle economie di altri Stati membri (effetti di ricaduta che sono stati particolarmente critici nella zona euro, a causa della stretta interdipendenza economica dei paesi che condividono una valuta); dall'altro perché non aveva a disposizione strumenti che le consentivano di individuare, prevenire e, se necessario, correggere tali squilibri. Di conseguenza, gli squilibri hanno potuto crescere in modo incontrollato producendo effetti negativi sia per le economie di diversi Stati membri che per il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria.

Sulla scorta degli insegnamenti del passato e determinata ad impedire che si ripetano situazioni analoghe in futuro, l'UE ha instaurato un nuovo sistema di *governance* economica. Nell'ambito di questo nuovo metodo di lavoro, su proposta della Commissione, il legislatore ha istituito una procedura per gli squilibri macroeconomici al fine di individuare, prevenire e correggere eventuali problemi in una fase precoce (regolamento (UE) n. 1176/2011, in appresso "il regolamento"). La procedura per gli squilibri macroeconomici, insieme al patto di stabilità e crescita rafforzato che mette l'accento sulla sostenibilità delle finanze pubbliche, costituisce il nucleo centrale della *governance* economica rafforzata dell'UE.

Malgrado la decisa azione intrapresa a livello di politiche da parte degli Stati membri e dell'UE stia favorendo un riequilibrio dell'economia dell'UE e gli indicatori mostrino un graduale recupero delle precedenti perdite di competitività, gli squilibri accumulatisi nel corso di vari anni in alcune economie dell'UE continuano a porre difficoltà notevoli. In particolare, la necessità di riportare sotto controllo livelli insostenibili di debito pubblico e privato e di raggiungere un migliore equilibrio tra entrate e spesa frena temporaneamente l'attività economica e l'occupazione. In alcuni casi la situazione è aggravata dalla persistenza di rigidità strutturali profondamente radicate nelle economie di alcuni paesi, che limitano la capacità di aggiustamento e hanno accresciuto livelli di disoccupazione insostenibili. Le previsioni invernali 2013 della Commissione prendono in considerazione questi fattori e indicano che il ritorno a una crescita sostenuta sarà graduale.

Sebbene la situazione vari da uno Stato membro all'altro, è fondamentale che ciascuno di essi prosegua il processo di riforme. Ci vuole del tempo affinché le riforme strutturali stimolino la crescita e la creazione di posti di lavoro che, a loro volta, ridurranno le pressioni sulle finanze pubbliche. Questo è il motivo per cui una strategia di bilancio credibile a medio termine e un insieme di riforme strutturali di ampia portata si completano a vicenda. I nuovi strumenti di *governance* economica dell'UE sono concepiti per aiutare i governi ad affrontare i problemi di fondo e a risolverli senza indugio, perseguiendo politiche appropriate e specifiche per paese nell'ambito di un più ampio contesto europeo. Le istituzioni dell'UE e gli Stati membri stanno lavorando in stretta collaborazione, consapevoli che l'interdipendenza della zona euro e dell'UE in generale necessita di un processo decisionale condiviso e maggiormente approfondito.

Questo è l'approccio globale su cui si è basata la Commissione per elaborare l'analisi annuale della crescita per il 2013¹, presentata all'inizio del terzo ciclo del semestre europeo di coordinamento delle politiche economiche. Nell'ambito di questo processo la Commissione ha redatto la relazione sul meccanismo di allerta², nella quale ha esaminato tutti gli Stati membri³ nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici al fine di individuare eventuali squilibri macroeconomici basandosi su un quadro di valutazione contenente indicatori. Il quadro di valutazione è stato elaborato dalla Commissione, previa consultazione con il Consiglio e il Parlamento europeo, nonché con il Comitato europeo per il rischio sistematico (CESR). Gli indicatori che lo compongono costituiscono la base dell'analisi economica della situazione di ciascuno Stato membro volta a individuare squilibri sia interni (quali i livelli del debito pubblico e privato, i prezzi delle abitazioni, la disoccupazione) che esterni (come le partite correnti, le attività e le passività internazionali e gli indicatori di competitività). A seguito dell'analisi, quattordici Stati membri sono stati selezionati per un esame approfondito.

La fonte, la natura e la gravità degli squilibri individuati da questo processo variano da uno Stato membro all'altro e richiedono un approccio specifico per paese. Negli Stati membri che hanno registrato persistenti e notevoli disavanzi delle partite correnti e perdite di competitività urge adottare misure a sostegno di un aggiustamento significativo. In uno studio esauriente pubblicato nel dicembre 2012, la Commissione ha inoltre esaminato i motivi per cui taluni paesi registrano avanzi elevati e persistenti delle partite correnti⁴. Sebbene siano il segnale di una sana posizione concorrenziale, gli avanzi delle partite correnti possono anche derivare da fallimenti del mercato o dalla debolezza della domanda interna e delle opportunità di investimento. Gli squilibri macroeconomici registrati nell'UE hanno determinato una cattiva allocazione delle risorse nei paesi in avanso, con conseguenze negative per la crescita.

Sulla base degli esami approfonditi che accompagnano la presente comunicazione, la Commissione ha individuato squilibri in tutti i paesi selezionati nella relazione sul meccanismo di allerta: **Belgio, Bulgaria, Danimarca, Spagna, Francia, Italia, Ungheria, Malta, Paesi Bassi, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito**⁵. La sezione 2 riassume le

¹ COM(2012) 750 del 28.11.2012.

² COM(2012) 751 del 28.11.2012.

³ Ad eccezione dei paesi tenuti al rispetto di un programma di aggiustamento.

⁴ Commissione europea, direzione generale degli Affari economici e finanziari: "Current account surpluses in the EU", *European Economy* 9/2012.

⁵ L'esame approfondito relativo a Cipro non è pubblicato, visto l'accordo politico raggiunto tra l'Eurogruppo e le autorità cipriote sugli elementi fondamentali di un programma di aggiustamento macroeconomico e di finanziamento ufficiale. Ai paesi tenuti al rispetto di un programma di aggiustamento non si applica la procedura per gli squilibri macroeconomici, in quanto sono già sottoposti ad una sorveglianza economica rafforzata nell'ambito di tale programma connesso

conclusioni generali che si possono trarre da questa analisi; la sezione 3 presenta le principali conclusioni per paese⁶; la sezione 4 presenta brevemente le conclusioni e delinea le prossime tappe del processo di *governance* economica dell'UE.

2. PRINCIPALI RISULTATI TRASVERSALI DEGLI ESAMI APPROFONDITI

L'aggiustamento macroeconomico è in corso sebbene con differenze a livello di natura e di ritmo fra gli Stati membri. Questo processo è descritto negli esami approfonditi che, fornendo dei dati, ne esaminano i principali fattori quali la riduzione dei disavanzi delle partite correnti, la convergenza del costo del lavoro per unità di prodotto, la correzione dei prezzi eccessivi degli immobili residenziali e la riduzione dell'indebitamento del settore privato. Vista la diversità dei problemi e degli squilibri, le differenze tra i paesi in termini di crescita persisteranno probabilmente anche nei prossimi anni⁷.

La debolezza dell'attività economica e le prospettive economiche fragili possono aver acuito, in alcuni casi, i rischi derivanti dagli squilibri macroeconomici analizzati e gli effetti di ricaduta che questi possono avere su altri paesi. Inoltre, nella maggior parte dei casi l'aggiustamento non è stato ancora completato. In particolare, lo stock accumulato di passività verso l'estero (misurato dalla posizione patrimoniale netta sull'estero, fortemente negativa, e dal debito estero netto), l'indebitamento privato e la situazione del mercato degli immobili residenziali restano problematici in alcuni Stati membri. Solo superando queste difficoltà le economie indebite potranno riprendere la crescita e competere, garantire la stabilità finanziaria e ridurre la disoccupazione. **In diversi Stati membri sarà necessario monitorare con attenzione gli squilibri macroeconomici individuati e affrontarli con un deciso impegno a favore delle riforme strutturali.** Molte delle misure da adottare per garantire un'adeguata correzione degli squilibri esterni ed interni promuovono anche la crescita economica a medio termine. In questo modo la strategia dell'UE per stimolare la crescita e gli investimenti a medio termine comprende le misure che devono essere adottate nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici.

Dagli esami approfonditi risulta, in particolare, quanto segue:

- l'aggiustamento delle **posizioni sull'estero** è in corso, nonostante diversi Stati membri rimangano vulnerabili a causa dell'elevato livello delle passività nette verso l'estero;
- malgrado i miglioramenti nell'andamento delle esportazioni, che derivano da incrementi della competitività di costo, diversi Stati membri devono intensificare i loro sforzi per recuperare **competitività** o potenziarla, sia nel mercato interno che a livello mondiale;

all'assistenza finanziaria che ricevono. Questo principio è stato adesso confermato con l'approvazione del pacchetto «two-pack» che consiste di due regolamenti che intendono rafforzare ulteriormente il pilastro economico dell'Unione economica e monetaria. L'applicazione della procedura per gli squilibri macroeconomici è stata inoltre sospesa per la Grecia, l'Irlanda, il Portogallo e la Romania.

⁶ La presente comunicazione ottimizza all'obbligo sancito dall'articolo 6, paragrafo 1, e dall'articolo 7, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 1176/2011 (il regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici) che prevede che la Commissione informi il Parlamento europeo, il Consiglio, l'Eurogruppo e il CESR di eventuali squilibri rilevati in base agli esami approfonditi. Gli esami approfonditi sono pubblicati a norma dell'articolo 5, paragrafo 3, contemporaneamente alla presente comunicazione. Ai sensi dell'articolo 7, paragrafo 1, la Commissione informa inoltre in quali casi ritiene che gli squilibri siano eccessivi.

⁷ Si vedano le previsioni invernali dei servizi della Commissione, pubblicate il 22 febbraio 2013, *European Economy*, 1 (2013).

- i **fattori della competitività non di costo** continuano a svolgere un ruolo fondamentale, ad esempio occorre intervenire a livello di: composizione delle esportazioni e contenuto tecnologico, diversificazione geografica delle esportazioni, struttura delle imprese, contenuti importati delle esportazioni, ruolo dei fattori produttivi intermedi, investimenti nella R&S e nell'innovazione;
- un processo di **riduzione dell'indebitamento** è in atto nel settore privato di molte economie, ma rimangono elevati i livelli del debito privato e forti le pressioni per la riduzione dell'indebitamento;
- i **mercati degli immobili residenziali** sono in fase di aggiustamento in vari paesi che hanno registrato una forte espansione del settore abitativo prima della crisi. Non sono da escludere ulteriori aggiustamenti al ribasso tenuto conto della situazione del settore bancario, che rimane vulnerabile, dell'inasprimento delle condizioni del credito e dell'incertezza economica.

3. CONCLUSIONI PER STATO MEMBRO

La presente sezione descrive gli esami approfonditi per paese e, come previsto dal regolamento, indica se la Commissione ritiene che esistano squilibri e se li ritiene eccessivi.

Il **BELGIO** *presenta squilibri macroeconomici da monitorare e che necessitano un intervento.* In particolare è opportuno continuare a prestare attenzione agli sviluppi macroeconomici in materia di competitività esterna dei beni e all'indebitamento, soprattutto per quanto riguarda le conseguenze del livello elevato del debito pubblico per l'economia reale.

Più specificamente, il Belgio registra da tempo un declino nelle sue quote del mercato delle esportazioni a causa di persistenti perdite di competitività di costo e non di costo. Mentre le esportazioni di merci belghe vengono gradualmente reindirizzate verso regioni più dinamiche, si intensifica la specializzazione in prodotti intermedi sensibili ai costi. Quest'ultima evoluzione mette in risalto il ruolo svolto dai fattori di costo nell'andamento delle esportazioni del Belgio, dove la progressione del costo del lavoro supera quella osservata presso i suoi partner commerciali. Nel corso dell'ultimo anno, il governo ha annunciato e avviato misure per ridurre il crescente divario salariale. Si prevede tuttavia che questa correzione sarà prolungata e che il problema sarà risolto solo a medio termine, mentre diversi partner commerciali stanno attuando riforme al fine di migliorare la propria competitività. In termini di competitività non di costo è necessario adottare provvedimenti affinché le attività di ricerca si traducano maggiormente nello sviluppo di nuovi prodotti a più elevato contenuto tecnologico. La perdita complessiva di competitività, limitando le prospettive di crescita, aggrava i problemi derivanti dall'elevato debito pubblico, che espone il Belgio al rischio di turbolenze finanziarie, cui si aggiunge il rischio di passività potenziali considerevoli per il settore finanziario. Su un orizzonte a lungo termine si dovrà inoltre conciliare la sostenibilità delle finanze pubbliche con l'incidenza sul bilancio dell'invecchiamento della popolazione.

La **BULGARIA** *presenta squilibri macroeconomici da monitorare e che necessitano un intervento.* In particolare è opportuno prestare un'attenzione costante all'impatto della riduzione dell'indebitamento delle imprese, nonché all'aggiustamento continuo delle posizioni sull'estero, della competitività e del mercato del lavoro.

Più specificamente la Bulgaria ha rapidamente accumulato squilibri durante la fase di forte espansione che ha coinciso con la sua adesione all'Unione europea. In un contesto di recupero, elevati afflussi di capitali stranieri hanno contribuito al surriscaldamento dell'economia nazionale e alla forte crescita del settore degli immobili residenziali. Con l'insorgere della crisi la Bulgaria ha intrapreso un rapido processo di riduzione dell'indebitamento e ha adottato misure per mantenere la stabilità finanziaria. Sebbene abbiano registrato un aggiustamento rapido e considerevole, le partite correnti della Bulgaria dovrebbero tornare a registrare un disavanzo moderato con la ripresa, la quale comporterà un incremento delle importazioni. Di conseguenza l'aggiustamento dell'indebitamento estero netto sarà rallentato. Per sostenere la competitività di costo e la crescita delle esportazioni sarà importante garantire che il costo del lavoro per unità di prodotto rifletta un aumento della produttività. L'indebitamento delle imprese non finanziarie, compreso l'aumento dei ritardi di pagamento, indica che le pressioni per la riduzione dell'indebitamento impediscono una crescita economica più dinamica. Il segmento dei lavoratori poco qualificati del mercato del lavoro sembra essere stato particolarmente colpito dalla crisi e merita una maggiore attenzione. La disoccupazione è aumentata in misura notevole e sarebbe opportuno adottare misure per impedire che la disoccupazione diventi di natura più strutturale. A causa del disallineamento fra domanda e offerta di competenze determinati settori iniziano a risentire di una penuria di manodopera, il che rivela la necessità di un ampio pacchetto di misure in materia di politiche attive del mercato del lavoro, di politiche dell'istruzione e di sviluppo regionale. In futuro, la Bulgaria deve adoperarsi per rafforzare la capacità di aggiustamento del mercato del lavoro, consentire una graduale riduzione dell'indebitamento delle imprese ed evitare il riemergere di squilibri insostenibili.

La **DANIMARCA** *presenta squilibri macroeconomici da monitorare e che necessitano un intervento*. In particolare è opportuno prestare un'attenzione costante agli aggiustamenti in corso sul mercato degli immobili residenziali, all'elevato livello di indebitamento delle famiglie e del settore privato e ai fattori della competitività esterna.

Più specificamente, le esportazioni hanno avuto un andamento negativo a causa dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto dovuto alla forte crescita salariale e, soprattutto, alla debole crescita della produttività. Oltre a ciò, l'andamento negativo delle esportazioni è in parte dovuto a una composizione sfavorevole del mercato delle esportazioni. Negli ultimi anni ci sono stati miglioramenti a questo riguardo, ma nella congiuntura attuale è difficile valutare il loro carattere sostenibile e duraturo. Tenendo conto che la Danimarca registra da tempo avanzi elevati e crescenti delle partite correnti, questo andamento non è un segnale di rischio a breve termine. Il debito delle famiglie è aumentato fino a raggiungere livelli insostenibili a causa dei bassi tassi di interesse e di un'impennata dei prezzi delle abitazioni negli anni precedenti la crisi finanziaria. Sebbene un'inversione di tendenza sia già in corso e i rischi siano inoltre attenuati dalle elevate posizioni patrimoniali nette delle famiglie, il processo di correzione si protrarrà a lungo, il che potrebbe rappresentare un rischio per la stabilità economica e finanziaria.

La **SPAGNA** *presenta squilibri macroeconomici eccessivi. Sebbene l'aggiustamento sia in corso, la portata della correzione necessaria richiede un intervento deciso e prolungato*. In particolare, i livelli molto elevati del debito interno e del debito estero continuano a rappresentare un rischio per la crescita e la stabilità finanziaria. La decisa azione intrapresa a livello di politiche sia da parte dell'UE che della Spagna ha prodotto un visibile aggiustamento dei flussi, la riduzione dei costi di finanziamento e l'attenuazione dei rischi immediati.

Tuttavia gli sviluppi dell'ultimo anno, fra cui un'ulteriore contrazione dell'attività economica, l'impennata della disoccupazione e la necessità di un sostegno pubblico per la ricapitalizzazione di un certo numero di banche, hanno messo in luce i rischi che questi squilibri rappresentano per la crescita, l'occupazione, le finanze pubbliche e la stabilità finanziaria.

Più specificamente, la Spagna è stata interessata da importanti squilibri esterni e interni, strettamente interconnessi. I massicci afflussi di capitale negli anni del boom hanno contribuito all'accumulo di elevate passività nette verso l'estero e hanno provocato una grande bolla nel settore degli immobili residenziali ed edilizio. Dopo lo scoppio della bolla, l'esposizione delle banche a attivi dubbi di questi due settori ha messo a rischio la stabilità finanziaria. Tali rischi per il settore bancario vengono efficacemente attenuati mediante il programma di assistenza al settore finanziario, la ristrutturazione e la ricapitalizzazione delle banche più colpite e il rafforzamento del quadro di regolamentazione e di vigilanza⁸.

L'aggiustamento degli squilibri esterni è in corso ma non è ancora completato, dato che la Spagna deve ottenere un persistente avanzo delle partite correnti per ridurre lo stock delle passività nette verso l'estero: l'attuale miglioramento del saldo delle partite correnti e della competitività di costo può essere in parte dovuto a fattori congiunturali. L'aggiustamento della posizione finanziaria del settore privato prosegue, ma continuerà a pesare sulla crescita economica e sulle prospettive di bilancio a medio termine. Il mercato degli immobili residenziali non si è ancora stabilizzato. Le rigidità dei mercati dei prodotti e del lavoro contribuiscono ad accrescere un livello di disoccupazione già elevato e più in generale ostacolano l'aggiustamento dell'economia. Nel complesso, la vulnerabilità a possibili shock reali e finanziari resta elevata e con essa la possibilità di effetti di ricaduta negativi sul resto della zona euro. Per rimediare a queste difficoltà è necessario un intervento continuativo nei mercati dei prodotti e dei servizi, nel mercato del lavoro, nel settore finanziario e nelle finanze pubbliche.

Inoltre, la significativa diminuzione delle entrate dovuta al riequilibrio dell'economia, l'aumento della spesa sociale e i costi della ricapitalizzazione delle banche hanno determinato una forte pressione sui disavanzi pubblici e un notevole aumento del debito pubblico. Una correzione duratura del disavanzo di bilancio eccessivo nel medio termine richiede progressi simultanei a livello di correzione degli squilibri macroeconomici, sostenuti da ulteriori riforme strutturali atte a stimolare la crescita e la creazione di posti di lavoro e a ridurre le rigidità strutturali che ostacolano l'aggiustamento.

La **FRANCIA** *presenta squilibri macroeconomici da monitorare e che necessitano un intervento deciso*. In particolare, è opportuno prestare un'attenzione costante al deterioramento della bilancia commerciale e dei livelli di competitività, connesso sia a fattori di costo che a fattori non di costo, nel contesto di un peggioramento della posizione sull'estero e di un debito pubblico elevato. Date le dimensioni dell'economia francese, è importante intervenire per ridurre il rischio di effetti negativi sul suo funzionamento e sul funzionamento dell'Unione economica e monetaria.

Più specificamente, il crescente disavanzo commerciale riflette il lungo declino nelle quote del mercato delle esportazioni, dovuto a persistenti perdite di competitività di costo e non di

⁸ Si veda la relazione dei servizi della Commissione sul programma di assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione degli istituti finanziari in Spagna, *European Economy-Occasional Papers*, pagg. 118, 121, 126 e 130.

costo. I salari sono aumentati rapidamente e incidono sui prezzi e sulla redditività delle imprese. La redditività contenuta e decrescente delle imprese private, in particolare nel settore manifatturiero, non solo ha pesato sul loro indebitamento ma, soprattutto, può avere compromesso la loro capacità di innovare e di rafforzare la loro competitività non basata sui prezzi. Questi problemi di competitività sono stati aggravati da altri fattori, fra cui la diminuzione del numero di imprese esportatrici. In particolare è probabile che le rigidità del mercato del lavoro francese, che hanno anche contribuito all'evoluzione del costo del lavoro, abbiano limitato la capacità di aggiustamento dell'economia e ostacolato l'evoluzione della produttività. I problemi di competitività e il crescente debito pubblico espongono la Francia a potenziali turbolenze sui mercati finanziari e al rischio di spiazzamento degli investimenti privati.

L'ITALIA *presenta squilibri macroeconomici da monitorare e che necessitano un intervento deciso.* In particolare l'andamento delle esportazioni e la relativa perdita di competitività, nonché l'elevato debito pubblico in un contesto di crescita debole, devono essere oggetto di un'attenzione costante nell'ambito di un ampio programma di riforme al fine di ridurre il rischio di effetti negativi sul funzionamento dell'economia italiana e dell'Unione economica e monetaria, viste in particolare le dimensioni di questa economia.

Più specificamente, in un contesto di forte avversione al rischio nei mercati finanziari, l'elevato debito pubblico dell'Italia pesa sulle prospettive di crescita del paese tramite vari canali, in particolare la rilevante pressione fiscale necessaria per il servizio del debito, le difficoltà di finanziamento per le banche italiane e, di conseguenza, per il settore privato, la crescente incertezza macroeconomica e un margine molto limitato per politiche di bilancio antincicliche e per una spesa pubblica a sostegno della crescita. Per porre l'elevato rapporto debito pubblico/PIL dell'Italia su uno stabile percorso discendente l'Italia ha attuato una strategia per conseguire un consistente risanamento di bilancio ma le prospettive di crescita debole rendono difficile, ma ancor più importante, raggiungere e mantenere i consistenti avanzi primari che sono necessari. La diminuzione della competitività esterna dell'Italia, in atto sin dalla fine degli anni Novanta, si riflette nella perdita sostanziale di quote del mercato delle esportazioni. La stagnazione della produttività, cresciuta più lentamente rispetto al costo del lavoro, ha comportato l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto rispetto ad altri paesi e il notevole apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'Italia tra il 2003 e il 2009 ha ulteriormente compromesso la competitività di costo. L'elevata pressione fiscale, specialmente sul lavoro e sul capitale, influenza negativamente anche sulla competitività. Inoltre, i risultati dell'Italia nel settore delle esportazioni continuano a risentire di una specializzazione merceologica sfavorevole e la scarsa dotazione di capitale umano del paese ostacola il passaggio ad un modello di specializzazione tecnologicamente più avanzato. Ostacoli istituzionali e normativi, un contesto sfavorevole alle imprese e caratteristiche strutturali a livello aziendale ostacolano la capacità di numerose imprese italiane di crescere, limitando gli incrementi di produttività e l'espansione internazionale. Questi fattori limitano anche l'afflusso di investimenti diretti esteri, perdendo così un'altra importante fonte potenziale di incremento della produttività. Infine, la recessione a doppia v ha gravemente compromesso la capacità del settore bancario italiano di sostenere l'aggiustamento economico necessario per correggere gli squilibri.

L'UNGHERIA *presenta squilibri macroeconomici da monitorare e che necessitano un intervento deciso.* In particolare, al fine di ridurre il rischio di importanti effetti negativi sul funzionamento dell'economia, è opportuno prestare massima attenzione all'aggiustamento in

corso della posizione patrimoniale netta sull'estero fortemente negativa, dovuta soprattutto alla riduzione dell'indebitamento nel settore privato a fronte di un elevato debito pubblico e di un contesto imprenditoriale fragile.

Più specificamente, l'Ungheria è impegnata nell'aggiustamento dell'ingente stock di debito esterno ed interno (pubblico e privato), un processo che dovrebbe continuare nel medio termine. Per il terzo anno consecutivo, la posizione patrimoniale netta sull'estero è migliorata grazie all'avanzo delle partite correnti, consentito principalmente da un calo della domanda interna, dovuto a sua volta alla riduzione dell'indebitamento nel settore privato (soprattutto nel settore delle famiglie). Allo stesso tempo, una rapida diminuzione del credito alle imprese (esacerbata dal clima di incertezza politica e da elevate soprattasse per il settore finanziario) ha concorso a un livello storicamente basso di investimenti, che ha contribuito ad accrescere la vulnerabilità dell'Ungheria, a peggiorare ancor più le prospettive di crescita potenziale e a mantenere un elevato livello di disoccupazione, il che rende più difficile l'aggiustamento e il risanamento del bilancio. Il debito pubblico, relativamente elevato rispetto ai paesi vicini, è diminuito grazie ad una serie di misure di risanamento del bilancio, nonché a entrate straordinarie derivanti dalla soppressione del regime pensionistico privato obbligatorio. Tuttavia, l'incertezza politica e il basso potenziale di crescita, unito a una quota elevata del debito denominato in valuta estera e al notevole indebitamento del settore pubblico e privato, possono avere un impatto importante sulle condizioni di finanziamento dell'Ungheria, che potrebbero inasprirsi in futuro.

MALTA *presenta squilibri macroeconomici da monitorare e che necessitano un intervento.* In particolare è opportuno prestare attenzione alla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche e continuare a tenere sotto controllo l'ampio settore finanziario e, soprattutto, lo stretto legame tra le banche rivolte al mercato interno e il mercato immobiliare, che rappresenta un rischio per la stabilità finanziaria.

Più specificamente, la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche è messa a rischio dal previsto costo elevato legato all'invecchiamento della popolazione e da altre passività potenziali considerevoli. Sebbene il mercato immobiliare non sembri esposto a un rischio immediato di espansione e contrazione, è particolarmente importante per la stabilità finanziaria garantirne il corretto funzionamento. Di conseguenza, è giustificato un monitoraggio periodico dell'evoluzione del mercato immobiliare. È opportuno non sopravvalutare i rischi per la stabilità finanziaria interna derivanti dalla presenza di un settore finanziario di grandi dimensioni, vista l'esposizione molto limitata verso l'economia nazionale delle banche rivolte al mercato internazionale; tuttavia è importante un monitoraggio periodico e continuo delle attività di tali banche e delle banche nazionali minori. Inoltre, la stabilità delle principali banche nazionali beneficerebbe di nuove misure tese a rafforzare le riserve per perdite da prestiti in maniera da limitare i rischi derivanti dalla loro esposizione al settore immobiliare.

I PAESI BASSI *presentano squilibri macroeconomici da monitorare e che necessitano un intervento.* In particolare, è opportuno prestare attenzione agli sviluppi macroeconomici connessi al debito del settore privato e alle pressioni per la riduzione dell'indebitamento, unitamente alle altre inefficienze del mercato degli immobili residenziali. Sebbene il notevole avanzo delle partite correnti non presenti rischi paragonabili a quelli derivanti da forti disavanzi, la Commissione continuerà a monitorare l'evoluzione delle partite correnti anche nei Paesi Bassi.

Più specificamente, nel corso di decenni si sono accumulati rigidità e fattori distorsivi che spiegano le modalità di finanziamento degli acquisti di immobili residenziali e i comportamenti di risparmio per settore. I crediti per gli immobili residenziali hanno assunto una grande importanza nello stato patrimoniale degli istituti finanziari, man mano che le famiglie contraevano prestiti dando come garanzia il loro patrimonio immobiliare. Parallelamente le società non finanziarie registrano, dalla metà degli anni Novanta un'eccedenza di risparmio strutturale. Ne è conseguita una situazione nella quale coesistono un notevole e persistente avanzo delle partite correnti e un elevato livello del debito lordo e del patrimonio delle famiglie. Nella congiuntura attuale, le ripercussioni del mercato degli immobili residenziali sull'economia reale, in particolare attraverso un effetto ricchezza e un effetto fiducia negativi, pregiudicano l'attività economica.

La **FINLANDIA** *presenta squilibri macroeconomici da monitorare e che necessitano un intervento.* In particolare, è opportuno prestare un'attenzione costante al notevole deterioramento della posizione delle partite correnti e all'andamento negativo delle esportazioni, dovuti alla ristrutturazione del settore industriale e a fattori di competitività di costo e non di costo.

Più specificamente, la perdita di competitività indebolisce la posizione economica del paese e rischia di compromettere la prosperità e il livello di vita futuri, soprattutto in quanto l'invecchiamento della popolazione pone già dei problemi in tal senso. La Finlandia ha perso rapidamente quote di mercato a livello mondiale e il saldo delle partite correnti è andato peggiorando diventando un disavanzo nel 2011, che secondo le previsioni dovrebbe aumentare. La diminuzione del saldo delle partite correnti sembra dovuto principalmente ad un deterioramento della competitività non legata ai prezzi e a ritardi nella ristrutturazione necessaria di alcuni settori. Inoltre, la competitività di costo risente dell'aumento significativo del costo del lavoro per unità di prodotto a seguito di accordi salariali che non hanno rispecchiato pienamente il calo della produttività durante la crisi e/o l'andamento della produttività settoriale. La Finlandia esporta beni intermedi e d'investimento principalmente verso economie mature a crescita lenta e le imprese sono esposte agli aumenti del prezzo dell'energia e al conseguente deterioramento delle ragioni di scambio. Al contrario, i rischi relativi al mercato degli immobili residenziali e all'indebitamento delle famiglie sembrano relativamente limitati. La principale preoccupazione a tale riguardo è connessa alla situazione finanziaria delle famiglie finlandesi, con un basso tasso di risparmio e una posizione di debitori netti.

La **SLOVENIA** *presenta squilibri macroeconomici eccessivi; per arrestarne il rapido accumulo e per correggerli è necessario un intervento urgente.* Fino ad oggi, i livelli di debito pubblico e privato sono al di sotto delle soglie di allerta definite nel quadro di valutazione e anche il debito estero netto è relativamente contenuto. Tuttavia, in un contesto caratterizzato dall'accelerazione dell'andamento economico negativo, l'indebitamento delle imprese e la riduzione dello stesso rappresentano un rischio sostanziale per la stabilità del settore finanziario, anche per la loro correlazione con il livello del debito sovrano. Tali rischi sono aggravati dalla limitata capacità di aggiustamento dei mercati del lavoro e dei capitali e da una struttura economica dominata dalla partecipazione statale. Periodi di incertezza politica e ostacoli giuridici alle riforme hanno impedito alla Slovenia di correggere adeguatamente i propri squilibri e di migliorare la sua capacità di aggiustamento, rendendola più vulnerabile in un periodo di accresciute difficoltà di finanziamento del debito sovrano.

Più specificamente, la Slovenia continua a combattere con l'eredità della sua precedente fase di forte espansione. Il livello di indebitamento delle imprese è ancora insostenibile, il che aumenta il numero dei crediti in sofferenza. Nonostante la dimensione del settore bancario sloveno sia relativamente modesta e inferiore alla metà della media della zona euro, le principali banche sono sottocapitalizzate a causa del continuo deteriorarsi dei loro portafogli crediti e la loro dipendenza dai finanziamenti pubblici costituisce una grave minaccia per l'economia. Allo stesso tempo, anche lo Stato è soggetto a difficoltà di finanziamento. È in corso la necessaria riduzione della leva finanziaria, ma il processo è ostacolato da frizioni sui mercati del lavoro e dei capitali e da livelli di produzione estremamente bassi. La dipendenza delle imprese dai finanziamenti bancari e l'intricata rete di partecipazioni statali limitano la portata dell'aggiustamento e falsano l'allocazione delle risorse. Le precedenti perdite di competitività di costo non sono state recuperate e le attuali politiche in materia di salario minimo rischiano di causarne di nuove in futuro, quando il mercato del lavoro sarà in ripresa. L'insufficiente aggiustamento, la scarsa competitività di costo e le partecipazioni statali scoraggiano gli investimenti diretti privati ed esteri. La Slovenia ha perso quote del mercato delle esportazioni e l'andamento delle esportazioni è molto peggiore di quello di altri paesi analoghi. Questi problemi necessitano misure urgenti nei settori finanziario, delle imprese pubbliche e delle riforme microeconomiche al fine di evitare che gravi squilibri raggiungano rapidamente livelli insostenibili.

Difficoltà di finanziamento ricorrenti dello Stato sottolineano la necessità di proseguire il risanamento di bilancio assieme a riforme strutturali. Per migliorare la stabilità finanziaria e i risultati macroeconomici in maniera duratura occorre una strategia coerente che comprenda anche le finanze pubbliche.

La **SVEZIA** *presenta squilibri macroeconomici da monitorare e che necessitano un intervento*. In particolare, è opportuno prestare un'attenzione costante agli sviluppi macroeconomici connessi al debito del settore privato e alla riduzione dell'indebitamento, unitamente alle rimanenti inefficienze del mercato degli immobili residenziali. Sebbene il notevole avanzo delle partite correnti non presenti rischi paragonabili a quelli derivanti da forti disavanzi, la Commissione continuerà a monitorare l'evoluzione delle partite correnti in Svezia.

Le società non finanziarie hanno già in parte operato un processo di riduzione dell'indebitamento. È probabile che le recenti riforme in materia di tassazione delle imprese riducano ulteriormente il livello di indebitamento delle imprese, limitando la minimizzazione delle imposte da parte delle società multinazionali. Il debito delle famiglie si è stabilizzato ma sono ancora presenti i principali fattori che vi contribuiscono: la distorsione a favore del debito nella tassazione degli immobili residenziali e il lento ritmo di ammortamento dei mutui ipotecari. Anche i bassi tassi d'interesse sui mutui ipotecari contribuiscono all'indebitamento delle famiglie. D'altro canto, da vari indicatori relativi all'indebitamento delle famiglie e alle condizioni della domanda e dell'offerta di credito non risultano esserci pressioni imminentí a favore della riduzione dell'indebitamento. Il mercato degli immobili residenziali è rimasto stazionario nel corso dell'ultimo anno e le preoccupazioni circa una possibile sopravvalutazione si sono dissipate. Tuttavia, il mercato degli immobili residenziali continua a rappresentare una potenziale fonte di instabilità per il futuro. Nonostante alcune misure recenti, l'offerta di immobili residenziali rimane limitata dalle gravose procedure di pianificazione, dalla scarsa concorrenza nel settore edilizio e dalla regolamentazione dei mercati locativi. Queste inefficienze, insieme alla distorsione a favore del debito nella

tassazione degli immobili residenziali, tendono ad influenzare al rialzo i prezzi delle abitazioni e l'indebitamento delle famiglie.

Il **REGNO UNITO** *presenta squilibri macroeconomici da monitorare e che necessitano un intervento.* In particolare, è opportuno continuare a prestare attenzione agli sviluppi macroeconomici nel settore dell'indebitamento delle famiglie, connesso ai livelli elevati di debito ipotecario e alle caratteristiche del mercato degli immobili residenziali, nonché all'andamento sfavorevole della competitività esterna, soprattutto per quanto riguarda le esportazioni di merci e la debole crescita della produttività.

Più specificamente, il Regno Unito deve far fronte alle tensioni tra le esigenze di ridurre l'indebitamento, di mantenere la stabilità finanziaria e di evitare di compromettere gli investimenti e la crescita. L'aumento dell'indebitamento delle famiglie è stato causato principalmente dal livello elevato e dalla volatilità dei prezzi delle abitazioni, dovuti ad un'offerta di immobili residenziali insufficiente e rigida. La riduzione dell'indebitamento delle famiglie e la correzione dei prezzi delle abitazioni sono proseguiti nel 2012, ma è probabile che la situazione cambi una volta che l'economia migliorerà e le transazioni degli immobili residenziali torneranno a livelli più normali. Sono state adottate delle misure volte ad incrementare le costruzioni residenziali ma la loro efficacia non è ancora dimostrata. In conseguenza degli elevati prezzi delle abitazioni e del diffuso e crescente ricorso a mutui ipotecari a tasso variabile, le famiglie sono particolarmente esposte alle variazioni dei tassi d'interesse. Lo stock di debito delle imprese britanniche è modesto, tuttavia alcune di esse hanno difficoltà ad accedere a finanziamenti adeguati per gli investimenti. Il Regno Unito deve parimenti far fronte alla duplice sfida di sostenere il dinamismo che caratterizzava l'esportazione di servizi prima della crisi e di stimolare i fattori determinanti della produttività dei settori industriali per recuperare la competitività esterna che ha subito una parziale erosione negli anni precedenti la crisi. Il saldo commerciale netto del 2012 è stato minore del previsto. Nel complesso gli investimenti pubblici rimangono modesti e non è chiaro quando e in che misura riprenderanno gli investimenti privati. Sulla base delle politiche attuali, il flusso del credito può normalizzarsi solo quando migliorerà la situazione macroeconomica generale. Permane il divario di competenze che potrà essere superato solo con sostanziali investimenti a lungo termine. Date le dimensioni dell'economia britannica, gli squilibri possono generare effetti di ricaduta sulle altre economie europee.

4. CONCLUSIONI

Sulla base dell'analisi la Commissione conclude che **la Slovenia**, sebbene sia in una posizione ancora gestibile, **sta rapidamente accumulando squilibri macroeconomici eccessivi**. È opportuno che la Slovenia completi rapidamente e con decisione le riforme avviate e introduca misure dettagliate e di ampia portata nel suo prossimo programma nazionale di riforma e nel programma di stabilità al fine di arrestare e invertire questa tendenza.

Sulla base della analisi la Commissione conclude che, nonostante i progressi significativi compiuti nel 2012, **la Spagna presenta ancora squilibri macroeconomici eccessivi**. È opportuno che la Spagna preservi la spinta alle riforme introducendo misure dettagliate e di ampia portata nel suo prossimo programma nazionale di riforma e nel programma di stabilità.

La Commissione è pronta ad avviare fin da subito una stretta collaborazione con questi due Stati membri per elaborare dette misure, nel pieno rispetto dei processi nazionali e con la partecipazione adeguata degli organismi nazionali portatori di interessi. Nel mese di maggio la Commissione valuterà questi pacchetti di misure nell'ambito del semestre europeo per verificarne l'adeguatezza alla luce dei problemi rilevati. In base ai risultati della valutazione, la Commissione si pronuncerà sulla necessità di adottare ulteriori provvedimenti nel quadro della procedura per gli squilibri eccessivi.

La Commissione si aspetta inoltre che gli altri undici paesi membri con squilibri non considerati eccessivi (**Belgio, Bulgaria, Danimarca, Francia, Italia, Ungheria, Malta, Paesi Bassi, Finlandia, Svezia e Regno Unito**) tengano conto dei risultati degli esami approfonditi nei loro programmi nazionali di riforma e nei loro programmi di stabilità e convergenza. Su questa base e nell'ambito del semestre europeo, il 29 maggio la Commissione proporrà raccomandazioni politiche per la correzione di questi squilibri e la prevenzione di nuovi.

In base ai dati effettivi per il 2012 convalidati da Eurostat e alle previsioni di primavera 2013 dei servizi della Commissione, il 29 maggio la Commissione rivedrà la situazione nel quadro della procedura per i disavanzi eccessivi in corso e, se necessario, adotterà le opportune raccomandazioni al Consiglio.

Relazione sul meccanismo di allerta 2013. Il 28 novembre 2012 la Commissione europea ha presentato la seconda relazione sul meccanismo di allerta⁹, elaborata a norma del regolamento n. 1176/2011. La relazione sul meccanismo di allerta funge da primo filtro per individuare gli Stati membri che richiedono un esame approfondito per accertare la presenza di squilibri o di squilibri eccessivi¹⁰. Nella relazione sul meccanismo di allerta 2013 la Commissione ha esaminato la situazione di tutti gli Stati membri, ad eccezione dei quattro paesi che stanno attuando un'ampia serie di riforme nell'ambito di programmi di aggiustamento economico (Grecia, Irlanda, Portogallo e Romania)¹¹. La Commissione ha concluso che un esame approfondito era giustificato nel caso dei seguenti Stati membri: Belgio, Bulgaria, Danimarca, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Ungheria, Malta, Paesi Bassi, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito. Si tratta degli stessi dodici Stati membri per i quali erano già stati individuati degli squilibri durante il ciclo precedente nel maggio 2012¹², con l'aggiunta di Malta e dei Paesi Bassi. Sebbene la relazione sul meccanismo di allerta 2013 concluda che non è necessario effettuare esami approfonditi per gli altri Stati membri, la Commissione presenterà raccomandazioni specifiche a ciascuno di essi nell'ambito del semestre europeo per rafforzare il coordinamento delle politiche economiche e di bilancio¹³.

Esami approfonditi. Gli esami approfonditi analizzano gli sviluppi macroeconomici allo scopo di individuare squilibri (la loro fonte, natura e gravità) e di valutare in particolare se sono eccessivi ai sensi del regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici. Gli esami approfonditi vertono su un'ampia serie di questioni che dimostrano una sorveglianza più accurata degli sviluppi macroeconomici a livello dell'UE, con l'obiettivo di sostenere una graduale correzione degli squilibri esistenti e di prevenire l'insorgere di nuovi. Gli esami approfonditi si avvalgono di un'ampia serie di statistiche e di altre informazioni disponibili e tengono conto del lavoro metodologico svolto dai servizi della Commissione in collaborazione con gli Stati membri¹⁴. Conformemente alla vigente legislazione, per preparare gli esami approfonditi e la presente comunicazione la Commissione ha effettuato missioni di sorveglianza specifiche e ha intrapreso un dialogo con gli Stati membri e gli altri organismi portatori di interessi.

Raccomandazioni politiche e azioni di follow-up. Sulla base degli esami approfonditi e della valutazione dei programmi nazionali di riforma e dei programmi di stabilità o convergenza che le devono essere presentati entro il 30 aprile, il 29 maggio la Commissione proporrà delle raccomandazioni politiche che saranno adottate dal Consiglio. Per gli Stati membri che presentano

⁹ COM(2012) 751 final.

¹⁰ Ai sensi dell'articolo 2, paragrafi 1 e 2, del regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici, per "squilibri" si intende ogni tendenza che possa determinare sviluppi macroeconomici che hanno, o potrebbero avere, effetti negativi sul corretto funzionamento dell'economia di uno Stato membro, dell'Unione economica e monetaria o dell'intera Unione; per "squilibri eccessivi" si intendono squilibri gravi, compresi quelli che mettono o potrebbero mettere a rischio il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria.

¹¹ Per la Grecia, l'Irlanda, il Portogallo e la Romania si vedano le ultime relazioni sulle verifiche di conformità, *European Economy-Occasional Papers*, pagg. 123, 127, 124 e 116 rispettivamente.

¹² Si vedano *European Economy-Occasional Papers*, pagg. 99-110, e la comunicazione della Commissione "Azione per la stabilità, la crescita e l'occupazione", COM(2012) 299 final del 30.5.2012.

¹³ Per una spiegazione e una descrizione dettagliata della procedura per gli squilibri macroeconomici, si veda "The Surveillance of Macroeconomic Imbalances in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 1(2012): 7-15.

¹⁴ Il lavoro metodologico si è incentrato sugli squilibri esterni, in particolare gli avanzi delle partite correnti (si veda ad esempio "Current Account Surpluses in the EU", *European Economy*, 9(2012)), la competitività di prezzo e la competitività non basata sui prezzi, la sostenibilità esterna (si veda ad esempio "The Dynamics of International Investment Positions", *Quarterly Report on the Euro Area*, 3(2012):7-19), gli scambi ("A Closer Look at Some Drivers of the Trade Performance at Member State Level", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2(2012):29-39), le norme salariali (si veda "Labour Market Developments in Europe-2012", *European Economy*, 5(2012)), i prezzi delle abitazioni (si veda ad esempio "Assessing the Dynamics in House Prices in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 4(2012):7-18), l'indebitamento del settore privato e la sua riduzione (si veda ad esempio "Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment", *European Economic Papers*, 477 (forthcoming 2013)).

squilibri queste raccomandazioni (nell'ambito del braccio preventivo della procedura per gli squilibri macroeconomici) fanno parte della sorveglianza macroeconomica integrata del semestre europeo. Se ritiene inadeguate le misure degli Stati membri con squilibri eccessivi, la Commissione raccomanda al Consiglio di raccomandare che gli Stati membri interessati adottino misure correttive. Gli Stati membri interessati dovranno quindi presentare un piano d'azione correttivo nell'ambito del braccio correttivo della procedura per gli squilibri macroeconomici. Il piano di azione correttivo sarà valutato dalla Commissione e dal Consiglio. La Commissione ne controllerà attentamente l'attuazione e, come gli Stati membri interessati, elaborerà delle relazioni periodiche che saranno pubblicate.