



Bruxelles, 5.3.2014
COM(2014) 150 final

COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE

AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO E ALL'EUROGRUPPO

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

La presente comunicazione sintetizza i risultati degli esami approfonditi volti ad accertare la presenza di squilibri e di squilibri eccessivi in un certo numero di Stati membri (), approfondisce la dimensione relativa alla zona euro degli squilibri macroeconomici e descrive in che modo rispondere a diverse sfide politiche nel più ampio contesto della zona euro. Inoltre, per contribuire alla sorveglianza integrata, la comunicazione analizza anche l'andamento del bilancio; per i paesi interessati, la Commissione aggiorna la valutazione formulata a novembre 2013 a seguito dell'analisi dei documenti programmatici di bilancio (**).*

Negli esami approfonditi sono analizzate le caratteristiche specifiche delle economie degli Stati membri, in particolare l'andamento dei conti con l'estero, i saldi risparmio/investimenti, i tassi di cambio effettivi, le quote del mercato delle esportazioni, la competitività di costo e non di costo, la produttività, il debito pubblico e privato, i prezzi degli immobili residenziali, i flussi di credito, i sistemi finanziari, la disoccupazione e altre variabili. La valutazione degli squilibri o degli squilibri eccessivi riflette la situazione di ciascuna economia in un dato momento, le dinamiche di ciascuna delle questioni affrontate, nonché, se del caso, le recenti azioni politiche intraprese.

Dagli esami approfonditi emerge che le sfide che le economie dell'UE devono affrontare sono cambiate. Quando è stata introdotta la procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM), e durante le prime fasi della sua attuazione, le principali sfide erano legate ai disavanzi insostenibili delle partite correnti, alle perdite di competitività dovute al costo del lavoro in precedenza molto dinamico, ai livelli di debito privato e ai prezzi elevati degli immobili residenziali. Ora invece le principali questioni trasversali riguardano anche l'impatto della riduzione dell'indebitamento sulla crescita a medio termine in diversi paesi; la sostenibilità del debito pubblico e privato e delle passività con l'estero in un contesto di bassissima inflazione; la necessità di fornire un adeguato flusso di credito alle attività redditizie – in particolare nel settore dei beni non scambiabili (non-tradable) – delle economie vulnerabili nell'ambito di un sistema finanziario frammentato; gli elevati tassi di disoccupazione di molte economie.

*Sulla base degli esami approfonditi, la Commissione ha rilevato squilibri in **Belgio, Bulgaria, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Croazia, Italia, Ungheria, Paesi Bassi, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito**. Tra questi, **Croazia, Italia e Slovenia** presentano squilibri eccessivi. Nel caso della **Spagna**, la Commissione ritiene che nell'ultimo anno il paese abbia realizzato un aggiustamento significativo e che se questo trend proseguirà gli squilibri continueranno a diminuire; benché si possa concludere che gli squilibri non sono più eccessivi ai fini della procedura per gli squilibri macroeconomici, la Commissione sottolinea il persistere di seri rischi.*

*Le cause degli squilibri e i relativi rischi variano da un'economia all'altra. Le politiche dovrebbero essere adattate alle sfide di ciascuna economia ed è necessario un appropriato meccanismo di monitoraggio. In linea con la raccomandazione del Consiglio ai paesi della zona euro, la Commissione intende avviare un monitoraggio specifico delle politiche oggetto della raccomandazione del Consiglio agli Stati membri con squilibri eccessivi (**Croazia, Italia e Slovenia**), da applicare anche nei paesi in cui gli squilibri necessitano di un'azione politica decisiva (**Irlanda, Spagna e Francia**) (***). Nel caso dell'**Irlanda** e della **Spagna** tale monitoraggio si fonderà sulla sorveglianza post-programma.*

*Quanto alla **Danimarca** e a **Malta**, la Commissione ritiene che, rispetto allo scorso anno, i rischi siano diminuiti o siano maggiormente sotto controllo; in questi paesi non si rilevano più squilibri ai sensi del regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici. Inoltre, benché diversi aspetti dell'economia del **Lussemburgo**, compreso il suo vasto settore finanziario, richiedano attenzione, il paese non presenta squilibri ai fini della procedura per gli squilibri macroeconomici (****).*

Il rafforzamento della ripresa combinato a una ferma attuazione delle politiche dovrebbe facilitare, negli anni a venire, la correzione degli squilibri e degli squilibri eccessivi nelle altre economie. Detto questo, gli squilibri sono fenomeni di lunga durata e può essere necessario del tempo prima che politiche appropriate si traducano in una drastica riduzione dei rischi macroeconomici nel quadro della sorveglianza della procedura per gli squilibri macroeconomici. Pertanto, il fatto di individuare, per diversi anni, squilibri o squilibri eccessivi in un'economia non significa esprimere un giudizio sulle politiche adottate, bensì è un modo per segnalare il persistere di rischi e la necessità di

effettuare una rigida vigilanza per quanto riguarda gli squilibri e l'attuazione delle pertinenti politiche. Va tuttavia osservato che, in alcuni paesi, il persistere di squilibri è legato anche alla lentezza con cui sono attuate le raccomandazioni specifiche per paese formulate nel quadro del semestre europeo.

*Per quanto concerne l'andamento di bilancio, la situazione ha continuato a migliorare sia nell'UE che nella zona euro grazie a sforzi di risanamento continui. Ciononostante, le ultime previsioni indicano che in **Francia e Slovenia** vi è il rischio che lo sforzo di risanamento non sia sufficientemente solido da garantire che la correzione dei disavanzi eccessivi proceda come previsto. Pertanto, a norma dell'articolo 11 del regolamento (UE) n. 473/2013, la Commissione formula raccomandazioni agli Stati membri interessati.*

La Commissione si aspetta che gli Stati membri tengano conto dei risultati degli esami approfonditi e delle previsioni di bilancio nei loro programmi nazionali di riforma (PNR) e nei programmi di stabilità e di convergenza. In particolare, gli Stati membri che presentano squilibri eccessivi dovrebbero elaborare una risposta politica dettagliata e di ampio respiro nei loro futuri programmi nazionali di riforma e nei programmi di stabilità e di convergenza. La Commissione è pronta ad avviare una stretta collaborazione con questi Stati membri per sostenerli nell'elaborazione delle risposte, nel pieno rispetto dei processi nazionali. I due Stati membri destinatari della raccomandazione di fare in modo che la correzione dei disavanzi eccessivi proceda come previsto, contenuta nella comunicazione, sono tenuti a presentare una relazione sul seguito dato a detta raccomandazione in una sezione dedicata all'interno dei rispettivi programmi di stabilità. A giugno 2014 la Commissione valuterà i programmi nazionali di riforma e i programmi di stabilità e di convergenza nell'ambito del semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche per verificarne l'adeguatezza alla luce dei problemi rilevati. Qualora ritenesse che le risposte politiche proposte dagli Stati membri che presentano squilibri eccessivi (Italia, Croazia, Slovenia) non siano all'altezza delle sfide, la Commissione presenterà una raccomandazione al Consiglio per fare in modo che gli Stati membri interessati adottino misure correttive nell'ambito del braccio correttivo della PSM. Se necessario, all'inizio di giugno saranno prese ulteriori misure nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi.

(*) La presente comunicazione ottempera all'obbligo sancito dall'articolo 6, paragrafo 1, e dall'articolo 7, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 1176/2011 che prevede che la Commissione informi il Parlamento europeo, il Consiglio e l'Eurogruppo dei risultati degli esami approfonditi. Gli esami approfonditi relativi a diciassette Stati membri sono stati pubblicati contestualmente alla presente comunicazione (cfr. *European Economy-Occasional Papers*). Ai sensi del regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici, per squilibri si intende ogni tendenza che possa determinare sviluppi che hanno effetti negativi sul corretto funzionamento dell'economia di uno Stato membro, dell'unione monetaria o dell'intera Unione; per "squilibri eccessivi" si intendono squilibri gravi, compresi quelli che potrebbero mettere a rischio il corretto funzionamento dell'unione economica e monetaria.

(**) COM(2013) 900 del 15.11.2013.

(***) Cfr. raccomandazione 5 della raccomandazione (2013/C 217/24) del Consiglio del 9 luglio 2013 (GU C 217 del 30.7.2013, pag. 97).

(****) Nella relazione sul meccanismo di allerta del novembre 2013, la Commissione ha ritenuto che, nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici, non fosse necessaria alcuna azione specifica per la Repubblica Ceca, l'Estonia, la Lettonia, la Lituania, l'Austria, la Polonia e la Slovacchia. La sorveglianza macroeconomica per tutti questi Stati membri proseguirà nel contesto del semestre europeo. Inoltre, la procedura per gli squilibri macroeconomici non si applica agli Stati membri che stanno attuando programmi di aggiustamento macroeconomico sostenuti da assistenza finanziaria, ovvero Grecia, Cipro, Portogallo e Romania; il monitoraggio rafforzato degli squilibri e delle politiche di tali paesi sarà portato avanti nell'ambito dei rispettivi programmi.

TABELLA SINOTTICA
SORVEGLIANZA INTEGRATA DEGLI SQUILIBRI MACROECONOMICI E DI BILANCIO
(Stati membri oggetto di un esame approfondito)

	PSM		PSC
	Risultato	Seguito	
BE	Squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM	Disavanzo eccessivo, termine per la correzione: 2013
BG	Squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM	OMT non ancora raggiunto.
DE	Squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM	Superamento dell'OMT
DK	Nessuno squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo.	Disavanzo eccessivo, termine per la correzione: 2013
IE	Squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM Monitoraggio specifico: sorveglianza post programma	Disavanzo eccessivo, termine per la correzione: 2015
ES	Squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM Monitoraggio specifico: sorveglianza post programma	Disavanzo eccessivo, termine per la correzione: 2016
FR	Squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM Monitoraggio specifico da avviare	Disavanzo eccessivo, termine per la correzione: 2015 La Commissione adotta oggi una raccomandazione (*)
HR	Squilibrio eccessivo	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM Decisione da adottare a giugno sulle fasi successive nell'ambito della PSM. Monitoraggio specifico da avviare	Disavanzo eccessivo, termine per la correzione: 2016
IT	Squilibrio eccessivo	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM Decisione da adottare a giugno sulle fasi successive nell'ambito della PSM. Monitoraggio specifico da avviare	OMT non ancora raggiunto.
LU	Nessuno squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo.	Superamento dell'OMT
HU	Squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM	OMT non ancora raggiunto.
MT	Nessuno squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo.	Disavanzo eccessivo, termine per la correzione: 2014
NL	Squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM	Disavanzo eccessivo, termine per la correzione: 2014
SI	Squilibrio eccessivo	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM. Decisione da adottare a giugno sulle fasi successive nell'ambito della PSM. Monitoraggio specifico da avviare	Disavanzo eccessivo, termine per la correzione: 2015 La Commissione adotta oggi una raccomandazione (*)
SE	Squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM	Superamento dell'OMT
FI	Squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM	OMT non ancora raggiunto.
UK	Squilibrio	Raccomandazioni da adottare nell'ambito del semestre europeo, tra cui su questioni relative alla PSM	Disavanzo eccessivo, termine per la correzione: 2014-5.

(*) Le raccomandazioni formulate nell'ambito del "two-pack" (regolamento (UE) n. 473/2013) relative alle misure da adottare al fine di assicurare una tempestiva correzione del disavanzo pubblico eccessivo riguardano soltanto gli Stati membri della zona euro.

OMT: Obiettivo di bilancio a medio termine.

Gli Stati membri della zona euro oggetto di un esame approfondito sono evidenziati in grigio.

1. INTRODUZIONE E PRINCIPALI RISULTATI

Negli ultimi anni la governance economica dell'UE si è significativamente rafforzata e permette ora di coordinare in modo coerente il ciclo annuale delle politiche economiche in Europa, con misure più integrate per la zona euro. Il semestre europeo è ormai indispensabile per realizzare le riforme e garantisce che gli Stati membri coordinino le proprie politiche economiche e i propri sforzi per promuovere la crescita e l'occupazione¹.

Il patto di stabilità e crescita rafforzato, che mette l'accento sulla sostenibilità delle finanze pubbliche, e la procedura per gli squilibri macroeconomici sono al centro della governance economica rafforzata dell'UE. La procedura per gli squilibri macroeconomici è stata elaborata al fine di individuare, prevenire e correggere eventuali problemi sin dalle prime fasi. All'inizio del quarto semestre europeo nel novembre 2013, nella sua relazione sul meccanismo di allerta, la Commissione ha compiuto un'analisi relativamente a tutti gli Stati membri dell'UE per individuare eventuali squilibri macroeconomici sulla base di una tabella di indicatori e ha individuato 16 casi in cui era giustificato un esame approfondito. Dopo la conclusione positiva del suo programma di aggiustamento macroeconomico, è stata inclusa anche l'Irlanda, su invito del Consiglio ECOFIN del febbraio 2014. Sulla base di queste analisi approfondite, la Commissione ha tratto conclusioni sull'esistenza di squilibri e sulla loro natura.

Nel complesso, l'analisi indica che gli squilibri macroeconomici, costituitisi nel corso di molti anni, stanno gradualmente scendendo. Nel caso di un paese si è ritenuto che lo squilibrio non fosse più eccessivo, mentre per altri due paesi non sono più riscontrabili squilibri. In alcuni casi, tuttavia, sono sorte nuove questioni che richiedono una maggiore attenzione. La Commissione si aspetta che i tre Stati membri per i quali ha constatato l'esistenza di squilibri eccessivi agiscano in modo rapido e deciso e che includano misure dettagliate e di ampia portata nei loro prossimi programmi nazionali di riforma e nei loro programmi di stabilità e di convergenza. Nei casi in cui la Commissione ha concluso che esistono squilibri, gli Stati membri interessati sono invitati a tener conto dei risultati delle analisi approfondite nei loro prossimi programmi nazionali di riforma e nei loro programmi di stabilità e di convergenza. Su tale base e nel contesto del semestre europeo, in giugno la Commissione presenterà raccomandazioni politiche per correggere tali squilibri e prevenire l'insorgenza di nuovi.

Nell'ambito del monitoraggio costante degli obblighi derivanti dalla procedura per i disavanzi eccessivi, la Commissione si avvale oggi anche di un nuovo strumento disponibile nel contesto del patto di stabilità e di crescita rafforzato e richiama l'attenzione di due Stati membri della zona euro sul rischio di mancato rispetto dell'obiettivo di bilancio raccomandato per quest'anno. In giugno, nel contesto del semestre europeo, la Commissione valuterà nuovamente la situazione complessiva per quanto riguarda gli obblighi previsti dal patto di stabilità e crescita e, se necessario, proporrà al Consiglio misure appropriate.

¹ Comunicazione della Commissione "Bilancio della strategia Europa 2020 per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva", COM(2014) 130 final del 5.3.2014.

2. L'ECONOMIA È IN RIPRESA MA CONTINUA LA NECESSITÀ DI RIFORME

La ripresa economica sta prendendo vigore. Sulla base delle ultime previsioni², la crescita dell'economia europea sarà dell'1,5% nel 2014 e del 2% nel 2015. Per la prima volta dopo diversi anni, le previsioni di crescita di molti paesi sono state riviste al rialzo. Si registra il miglioramento di una serie di dati chiave inerenti agli squilibri, tra cui i conti pubblici e con l'estero, gli indicatori della competitività e degli scambi nonché il livello di indebitamento generale. In molti paesi si è chiusa la fase discendente del ciclo dei prezzi degli immobili residenziali, i quali hanno ripreso a crescere moderatamente. Il tasso di disoccupazione si è stabilizzato ed è in leggera diminuzione in diverse economie, anche se la disoccupazione e altri indicatori di stress sociale restano troppo elevati in molti paesi. La correzione degli squilibri, ottenuta grazie a misure politiche complesse e a pesanti aggiustamenti sul piano sociale da parte degli agenti economici, ha contribuito al miglioramento dei fondamentali e a una ripresa graduale, che a sua volta permette la riduzione dei rischi macroeconomici. Ciononostante, la ripresa è ancora fragile e disomogenea. È soltanto nel 2014 e nel 2015 che l'UE e la zona euro rispettivamente raggiungeranno i livelli di attività reali registrati nel 2007; per alcuni Stati membri però questa ripresa sarà più lenta.

Dagli esami approfonditi emerge che le sfide che le economie analizzate devono affrontare sono cambiate. All'epoca della proposta della Commissione e della successiva adozione del regolamento sulla procedura per gli squilibri macroeconomici, nonché durante le prime due fasi della sua attuazione, le principali sfide erano legate ai disavanzi insostenibili delle partite correnti, alle perdite di competitività dovute al costo del lavoro in precedenza molto dinamico, ai livelli di debito privato e ai prezzi elevati degli immobili residenziali. Benché molti squilibri di “flusso” (quali i disavanzi delle partite correnti) siano stati risolti, molto resta ancora da fare per gli squilibri di “stock” (quali le passività esterne). Ora le principali sfide trasversali riguardano l'impatto persistente delle pressioni per la riduzione dell'indebitamento sulla crescita a medio termine in molti paesi; la sostenibilità del debito privato e delle passività con l'estero in un contesto di bassissima inflazione e crescita lenta; le implicazioni del passaggio della zona euro a un avanzo relativamente importante delle partite correnti; la necessità di fornire credito a investimenti redditizi nelle economie vulnerabili nell'ambito di un sistema finanziario frammentato. Inoltre, gli elevati tassi di disoccupazione in molte economie rappresentano un'importante sfida politica e sociale.

Le risposte politiche alla nuova serie di sfide dovrebbero prendere in considerazione anche la dimensione “zona euro” degli squilibri. Gli squilibri macroeconomici sono dannosi in primo luogo per le economie degli Stati membri interessati, che hanno pertanto interesse a ridurre i rischi associati, relativi alla sostenibilità esterna e del debito pubblico e privato, alla capacità di competere sui mercati mondiali e, in definitiva, alla capacità di generare una forte crescita a medio termine e di creare posti di lavoro. Tuttavia, l'interdipendenza delle economie implica che gli squilibri possano espandersi in altri paesi e le perdite di efficienza in uno Stato membro comportano una perdita di benessere anche per i suoi partner. Vi sono vari canali attraverso i quali la situazione macroeconomica e l'azione politica in uno Stato membro si ripercuotono sui suoi partner: i legami commerciali, finanziari e monetari, le riforme strutturali, il livello di fiducia e incertezza³.

² Cfr. le previsioni invernali dei servizi della Commissione del 25 febbraio 2014, *European Economy*, 2 (2014).

³ Cfr. “Cross-Border Spillovers in Confidence”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), pagg. 26-30, e “Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and Investment”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), pagg. 7-16, e “The Economic Effects of Policy Uncertainty”, riquadro I.1 nell'*European Economy*, 2014 (2), pagg. 28-30.

Nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici, data l'interdipendenza delle economie, molte sfide devono essere considerate tenendo conto del contesto di tutta la zona euro.

- **Le politiche per la crescita.** Dopo molti anni di recessione o di bassi tassi di crescita, la zona euro è ora entrata in una timida fase di ripresa. Considerando l'interconnessione degli Stati membri e le difficoltà che ancora persistono in molti di essi, si prevede che il rilancio dell'attività economica e il miglioramento delle prospettive a medio termine deriveranno da riforme strutturali durature volte a rilanciare l'attività economica e a realizzare aggiustamenti nelle economie vulnerabili e, per quanto riguarda gli Stati membri più grandi e meno indebitati, da politiche volte ad aumentare la domanda interna e il potenziale di crescita. Le politiche che contribuiscono all'aumento degli investimenti sono di fondamentale importanza perché rilanciano la domanda nel breve termine e aumentano il potenziale di crescita futuro⁴.
- **La frammentazione finanziaria** è causata da differenze nel funzionamento e nei risultati dei mercati finanziari dei diversi paesi. Ne conseguono tassi di interesse e condizioni di credito divergenti per imprese e famiglie, a seconda del paese di residenza, che vanno oltre quelli giustificati dai fondamentali economici. Occorre fare in modo che il sistema finanziario finanzi progetti di investimento redditizi per garantire la riallocazione delle risorse tra i settori degli Stati membri più vulnerabili⁵ e per ripristinare flussi finanziari regolari, "discendenti" verso la periferia della zona euro.
- **Indebitamento e livelli estremamente bassi di inflazione.** La stabilità dei prezzi, che secondo la definizione della BCE corrisponde a un tasso di inflazione inferiore ma vicino al 2% nel medio termine, è importante per la crescita a medio termine. Le previsioni invernali della Commissione indicano il persistere di una bassa inflazione che potrebbe incidere negativamente sull'attività economica e sui livelli del debito. Inoltre, un'inflazione molto bassa implica un livello adeguato di flessibilità nominale in grado di consentire l'aggiustamento dei salari reali che potrebbe essere necessario in alcuni casi per ridurre la disoccupazione.
- **Ripristinare l'equilibrio in un contesto economico difficile.** La zona euro sta attraversando un processo di riequilibrio che è a buon punto ma non è ancora completo. Per alcuni Stati membri ciò implica il recupero della competitività attraverso una svalutazione interna, vale a dire la moderazione salariale, l'aumento della produttività e la riduzione di altri costi di produzione rispetto ai partner commerciali. Questo processo, insieme a un più ampio programma ambizioso di riforme, è indispensabile per ripristinare la competitività sia all'interno dell'unione monetaria che nel resto del mondo, pur implicando ingenti costi sociali. Rispetto all'aggiustamento economico di alcune economie dopo la creazione dell'unione monetaria, la sfida del recupero della competitività è stata amplificata dalla bassa attività economica in tutta l'UE e a livello mondiale. I necessari adeguamenti del costo del lavoro non dipendono esclusivamente dalla situazione specifica di ciascuno Stato membro, bensì anche dall'andamento del costo del lavoro dei concorrenti all'interno e all'esterno della zona euro, nonché dal tasso di cambio nominale dell'euro. Il tasso di cambio dell'euro non è un obiettivo politico. Le pressioni al rialzo sul tasso di cambio potrebbero essere il risultato di sviluppi tanto interni quanto esterni. Vi è il rischio che gli incrementi di competitività ottenuti a seguito di aggiustamenti politici alquanto difficili

⁴ Cfr. "The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade" e "The Growth Impact of Structural Reforms", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), pagg. 7-16 e 17-27, e "Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU", riquadro I.2 in *European Economy*, 2014 (2), pagg. 31-4.

⁵ Cfr. "Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), pagg. 19-25, e "Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions" riquadro I.2, *European Economy*, 2013 (7), pagg. 20-3.

siano neutralizzati da un apprezzamento del tasso di cambio nominale dell'euro. Benché la domanda complessiva nella zona euro resti tuttora debole, stando alle previsioni invernali della Commissione la ripresa dovrebbe essere sempre più trainata dalla domanda interna e dovrebbe interessare tutti gli Stati membri, alleviando in tal modo le pressioni al rialzo.

Sono necessari interventi per risolvere gli squilibri macroeconomici e le divergenze di competitività in tutti gli Stati membri, in particolare nella zona euro. Come stabilito nelle raccomandazioni specifiche per la zona euro, gli Stati membri⁶ devono agire, singolarmente e insieme a livello dell'Eurogruppo, e assumersi la responsabilità di un orientamento politico aggregato nella zona euro per assicurare il buon funzionamento della zona euro al fine di aumentare crescita e occupazione. Il coordinamento dovrebbe contribuire a garantire una differenziazione del ritmo del risanamento di bilancio in base alla situazione macroeconomica e di bilancio degli Stati membri. L'introduzione di misure fiscali e volte ad aumentare la produttività dovrebbe promuovere un ulteriore riequilibrio della zona euro e correggere le distorsioni nei comportamenti di risparmio e di investimento degli Stati membri. Per far fronte alle conseguenze sociali della crisi e ai crescenti livelli di disoccupazione, è necessario mettere in atto ulteriori riforme (ad esempio per facilitare l'accesso ai posti di lavoro, prevenire l'uscita precoce dal mercato del lavoro, ridurre il costo del lavoro e combattere la segmentazione del mercato del lavoro).

Il completamento dell'unione bancaria è fondamentale per ripristinare la fiducia del settore finanziario e ridurre la frammentazione del mercato. A sua volta ciò permetterà di rafforzare il flusso del credito verso l'economia reale, in particolare verso le PMI, che tradizionalmente dipendono maggiormente dai crediti bancari. Anche le future definizioni relative ai requisiti di liquidità per le banche nel quadro degli atti delegati della normativa sui requisiti patrimoniali dovrebbero facilitare l'accesso al credito per l'economia reale. È pertanto opportuno promuovere un'ulteriore ripulitura dei bilanci e il consolidamento del sistema bancario; a tal fine sarà fondamentale la prossima valutazione complessiva dei bilanci delle banche da parte della BCE.

Il contributo alla crescita dei principali Stati membri è importante. Nei principali Stati membri della zona euro, le priorità strategiche dovrebbero essere: il rafforzamento della domanda interna e della crescita a medio termine in *Germania*; l'eliminazione delle strozzature alla crescita a medio termine e il consolidamento fiscale e delle riforme strutturali in *Francia* e in *Italia*; il proseguimento di un processo ordinato di riduzione dell'indebitamento, la trasformazione strutturale dell'economia per contribuire alla crescita sostenibile e la risoluzione dei problemi sociali in *Spagna*.

⁶ Raccomandazione (2013/C 217/24) del Consiglio del 9 luglio 2013 (GU C 217 del 30.7.2013, pag. 97).

3. PRINCIPALI RISULTATI TRASVERSALI

Gli esami approfonditi forniscono un quadro più completo di una serie di sviluppi trasversali, già analizzati nella relazione sul meccanismo di allerta⁷. Numerosi squilibri e rischi continuano a caratterizzare un certo numero di Stati membri. Dagli esami approfonditi risulta in particolare quanto segue.

- **Le consistenti passività con l'estero restano un punto debole.** Negli ultimi trimestri i disavanzi delle partite correnti sono stati ulteriormente ridotti nei paesi che avevano registrato disavanzi elevati nel periodo precedente la crisi. In alcuni paesi (*Bulgaria, Spagna, Croazia e Ungheria*) le partite correnti hanno registrato avanzi, anche consistenti (*Irlanda e Slovenia*). Il miglioramento delle partite correnti in tali Stati membri è dovuto a incrementi della competitività stimolati dall'aggiustamento del costo del lavoro, ma anche da una compressione della domanda interna. Tuttavia, in termini di stock, le passività nette verso l'estero permangono alquanto elevate in alcuni dei paesi esaminati, in particolare in *Irlanda, Spagna, Croazia e Ungheria*, dove la posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) negativa è quasi pari, se non superiore al PIL annuo. La NIIP negativa è molto elevata anche in *Bulgaria*. Le preoccupazioni in termini di sostenibilità esterna variano da paese a paese e dipendono dal tipo delle passività lorde e nette. In particolare, in *Bulgaria, Irlanda e Ungheria* gli alti tassi di investimenti esteri diretti (IED) permettono di ridurre i rischi⁸. Gran parte dei miglioramenti registrati nelle partite correnti non sono dovuti a fattori congiunturali ed è probabile che non vengano meno con la ripresa⁹. Tuttavia, per garantire la sostenibilità esterna delle economie maggiormente indebitate, è opportuno proseguire l'aggiustamento delle partite correnti mantenendo avanzi o disavanzi contenuti per un lungo periodo di tempo. Il calo strutturale della domanda nei paesi più vulnerabili evidenzia la necessità di incrementi di produttività, sostenuti da riforme che stimolino la crescita. In caso contrario, l'attività economica resterebbe debole per un lungo periodo, in particolare nelle economie maggiormente indebitate.
- **Negli ultimi anni è stato registrato un notevole deterioramento dei flussi esterni di alcuni paesi**, in particolare di *Francia e Regno Unito*. Quest'ultimo paese presenta attualmente il maggiore disavanzo delle partite correnti dell'UE. Sebbene tali economie presentino livelli relativamente bassi di passività nette verso l'estero e la loro sostenibilità esterna non sia a rischio, se i disavanzi con l'estero continuano ad aumentare, le crescenti divergenze potrebbero dar luogo a rischi specifici.
- **Avanzi molto elevati e persistenti delle partite correnti spesso riflettono una domanda interna contenuta.** Investendo all'estero, un paese con partite correnti in attivo trasferisce i consumi dall'oggi al domani. Viceversa, un paese con partite correnti in rosso può aumentare i consumi o gli investimenti oggi ma per onorare il suo debito con l'estero deve trasferire fuori dal paese le entrate future¹⁰. Si registrano avanzi estremamente consistenti in *Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi e Svezia* e in misura inferiore anche in *Danimarca*. In questi paesi gli avanzi sono associati a buoni risultati nelle esportazioni rispetto alle importazioni; la crescita moderata di quest'ultimo settore è in linea con quella della domanda interna. L'accumulo di avanzi moderati è uno sviluppo positivo data la

⁷ COM(2013) 790 final del 13.11.2013.

⁸ Cfr. "The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), pagg. 17-25.

⁹ Cfr. "The Cyclical Component of Current Account Balances", riquadro I.3, *European Economy*, 2014 (2), pagg. 35-8.

¹⁰ Cfr. "Current Account Surpluses in the EU", *European Economy*, 2012 (9).

necessità di risparmiare parte delle entrate correnti per far fronte alla sfida demografica¹¹, oltre a costituire risparmi da investire all'estero. Nella misura in cui la presenza di avanzi consistenti è dovuta a una considerevole scarsità di investimenti interni, anche le prospettive economiche a medio e lungo termine risultano compromesse. La natura degli avanzi non è identica in tutti questi paesi: gli avanzi sono associati alla riduzione dell'indebitamento in *Danimarca*, nei *Paesi Bassi* e in *Svezia*, dove le famiglie e le imprese non finanziarie registrano elevati livelli di debito, ma non in *Germania*. L'avanzo commerciale della *Germania* nei confronti del resto del mondo è aumentato, mentre è sceso nei confronti del resto della zona euro. Si tratta di un'evoluzione favorevole che però deve essere esaminata nel quadro d'insieme: la differenza nei confronti della zona euro è dovuta più al calo delle importazioni dalla periferia della zona euro piuttosto che a un aumento delle importazioni della *Germania*. Inoltre, parte della riduzione dell'avanzo all'interno della zona euro riguarda altri "paesi eccedentari". Un aumento della domanda interna provocato da un'accelerazione degli investimenti ridurrebbe gli avanzi, stimolerebbe la crescita potenziale e potrebbe contribuire alla ripresa e all'aggiustamento in corso nella zona euro.

- **La competitività di costo resta una questione di cruciale importanza.** Ciò è particolarmente vero per i paesi che erano soliti presentare i disavanzi delle partite correnti più consistenti e che dovevano garantire la loro sostenibilità esterna, quali *Bulgaria*, *Spagna* e *Ungheria*, o che, negli ultimi anni, avevano subito grosse perdite di quote del mercato delle esportazioni, come *Croazia*, *Italia* o *Finlandia*. Il livello della competitività e delle esportazioni è particolarmente rilevante per le prospettive economiche di molte economie, poiché, date la necessità di ridurre l'indebitamento nel settore privato e le esigenze di risanamento di bilancio, le esportazioni nette o gli investimenti orientati alle esportazioni sono probabilmente importanti componenti della domanda che sostengono la crescita a medio termine. Continua l'aggiustamento del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nei diversi Stati membri maggiormente colpiti dalla perdita di competitività e dalla disoccupazione. Tra gli Stati membri oggetto dell'esame, *Irlanda* e *Spagna* hanno registrato l'aggiustamento più consistente negli ultimi anni. L'aggiustamento del costo del lavoro per unità di prodotto è il risultato di forti pressioni del mercato e della concorrenza che hanno portato a riduzioni delle retribuzioni nominali in diversi settori, alla perdita di posti di lavoro ma anche a miglioramenti della produttività. L'aggiustamento è stato relativamente molto inferiore in *Francia*, *Italia* e *Slovenia*. In molti paesi il CLUP è sceso più dei deflatori delle esportazioni e del PIL. Ciò può essere compatibile con il processo di riequilibrio nella misura in cui l'aumento dei margini di profitto contribuisce a stimolare l'espansione del settore dei beni scambiabili (*tradable*)¹². Nonostante l'aggiustamento in corso dei salari reali, l'aggiustamento del mercato del lavoro si è finora prevalentemente tradotto in termini di perdita di posti di lavoro e indici di avviamento al lavoro molto bassi. Ne sono conseguiti un drastico aumento della disoccupazione e periodi di disoccupazione più lunghi¹³, con ricadute sociali e implicazioni per la crescita potenziale che devono essere tenute in debita considerazione nell'elaborazione delle risposte politiche.
- **Gli esami approfonditi evidenziano altresì il ruolo della competitività non di costo.** Sembra che, per la maggior parte degli Stati membri, la competitività non di costo abbia lo stesso peso della competitività di costo quando si tratta di spiegare l'andamento commerciale. Tra i fattori non di costo figurano la composizione delle esportazioni e il

¹¹ Cfr. "Ageing Report", *European Economy*, 2012 (2) e "Fiscal Sustainability", *European Economy*, 2012 (8).

¹² Cfr. "Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), pagg. 19-25.

¹³ Cfr. "Labour Market Developments in Europe", *European Economy*, 2013 (6).

contenuto tecnologico, la diversificazione geografica delle esportazioni, la struttura delle imprese, il contesto imprenditoriale e l'innovazione. Gli esami approfonditi analizzano in che modo Stati membri quali *Belgio, Danimarca, Italia, Francia, Croazia, Ungheria, Finlandia* e *Regno Unito* si adoperano per migliorare il loro livello delle esportazioni e per ripristinare la competitività non di costo. Le esportazioni di servizi spesso compensano gli scarsi risultati delle esportazioni di merci per molti dei paesi oggetto degli esami approfonditi (*Belgio, Danimarca, Croazia, Lussemburgo, Svezia, Slovenia* e *Regno Unito*). Il ristagno della crescita della produttività è un problema persistente che è stato riscontrato in *Belgio* e in *Italia* e che aggrava i rischi associati agli squilibri esterni o interni. Considerata la tendenza al ribasso delle quote del mercato mondiale delle esportazioni registrata tra le economie avanzate, è essenziale migliorare sia la competitività di costo sia la competitività non di costo.

- **Il settore privato sta riducendo l'indebitamento ma in molte economie i livelli del debito privato restano elevati.** Il fatto che le famiglie, le imprese non finanziarie e quelle finanziarie siano state costrette a ridimensionare i loro bilanci e a ridurre le passività ha inciso negativamente sui consumi privati e sugli investimenti. Il flusso di credito verso il settore privato ha risentito delle condizioni sfavorevoli della domanda e dell'offerta¹⁴, tra cui la riduzione dell'indebitamento nel settore finanziario stesso, la frammentazione del settore finanziario e la persistente situazione di incertezza che ha influito sulle decisioni di investimento. I bassi livelli di investimenti delle imprese intralciano lo spostamento delle risorse verso i settori più produttivi e orientati all'esportazione e limitano la crescita a medio termine¹⁵. Al contempo, la diminuzione dell'indebitamento delle famiglie e delle imprese finanziarie e non finanziarie ha contribuito al miglioramento del disavanzo delle partite correnti in diversi Stati membri oggetto dell'esame, quali *Spagna* e *Slovenia*, e ha contribuito ad avanzi consistenti in *Danimarca, Paesi Bassi* e *Svezia*. Inoltre, i bassi tassi di inflazione, che per diversi Stati membri costituiscono una componente essenziale della strategia di recupero della competitività, possono rendere più impegnativo lo sforzo di riduzione dell'indebitamento del settore privato di alcuni paesi.
- **L'aggiustamento del mercato degli immobili residenziali sembra quasi concluso in molti paesi.** La maggior parte dei mercati degli immobili residenziali dell'UE ha attraversato una fase di correzione dopo una bolla immobiliare particolarmente lunga. In alcuni paesi, in particolare in *Danimarca, Irlanda, Spagna* e *Paesi Bassi*, la riduzione cumulata del prezzo reale degli immobili residenziali è stata considerevole. In *Spagna* e *Irlanda* l'aggiustamento dei prezzi degli immobili residenziali è andato di pari passo con il ridimensionamento del settore edilizio, aggravando però al contempo la disoccupazione. Questo processo ha contribuito all'aumento dei prestiti in sofferenza e al deterioramento dei bilanci delle banche, imponendo la necessità di maggiori accantonamenti e il trasferimento di attività problematiche a imprese dedicate alla gestione degli attivi. Se da un lato non si può escludere la possibilità di ulteriori aggiustamenti in taluni paesi oggetto dell'esame, dall'altro, i dati a disposizione suggeriscono che nella maggior parte dei paesi la fase discendente del ciclo si è conclusa, con aumenti moderati ad esempio in *Lussemburgo, Malta, Svezia* e *Regno Unito*.

¹⁴ Cfr. "Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), pagg. 19-25, e "Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), pagg. 26-32.

¹⁵ Cfr. "Product Market Review: Financing the Real Economy", *European Economy*, 2013 (8), "Financial Dependence and Growth", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), pagg. 7-18, e "Firms' Investment Decisions in Vulnerable Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), pagg. 29-35.

- **Il tasso di disoccupazione e altri indicatori di stress sociale restano estremamente alti¹⁶.** La disoccupazione è salita alle stelle in particolare nei paesi interessati dalle inversioni delle partite correnti e anche le divergenze tra gli Stati membri restano alquanto profonde. La disoccupazione giovanile e di lunga durata sono preoccupazioni specifiche e va affrontato anche il disallineamento fra domanda e offerta di competenze. Tuttavia, a partire dalla metà del 2013, alcuni Stati membri (*Bulgaria, Irlanda, Ungheria e Regno Unito*) hanno registrato qualche segno di stabilizzazione e leggere riduzioni del tasso di disoccupazione. Nella misura in cui le inversioni delle partite correnti comportano una persistente diminuzione degli investimenti e della produttività, il calo della disoccupazione può richiedere che l'andamento salariale resti in linea con la produttività, sostenendo così la competitività e la domanda aggregata.

Le ultime previsioni indicano un rallentamento del ritmo dell'aggiustamento di bilancio nell'UE e nella zona euro. Questo è il frutto dei grandi sforzi di risanamento degli ultimi due anni. Tuttavia, nella maggior parte degli Stati membri c'è ancora la necessità di consolidare il risanamento di bilancio.

- **Il risanamento di bilancio sta rallentando mentre il rapporto debito pubblico/PIL registrerà un picco nel 2014.** Nel 2013 la situazione delle finanze pubbliche è migliorata costantemente sia nell'UE che nella zona euro grazie a sforzi di risanamento continui. Nel 2014 si prevede un rallentamento del ritmo di aggiustamento. Ciononostante, gli sforzi di risanamento in corso e la ripresa economica dovrebbero consentire un'ulteriore riduzione del disavanzo nominale. Per quanto riguarda gli aggiustamenti strutturali, nel 2013 gli sforzi della maggior parte degli Stati membri sono stati soddisfacenti. Stando alle previsioni, il rapporto debito/PIL dell'UE e della zona euro dovrebbe crescere ulteriormente nel 2013 per poi rallentare nel 2014, dopo aver toccato un picco.
- **È dubbio che in alcuni Stati membri il risanamento sia sufficientemente solido da garantire che la correzione dei disavanzi eccessivi proceda come previsto.** È il caso in particolare di *Francia e Slovenia*. La Commissione ha adottato raccomandazioni che invitano i governi di questi paesi a risolvere tempestivamente la situazione. Nel caso dell'*Italia*, che non presenta un disavanzo eccessivo, le previsioni indicano la necessità di compiere ulteriori sforzi di risanamento per garantire la necessaria riduzione del debito. Per quanto riguarda i paesi non appartenenti alla zona euro, la *Croazia* rischia di non conseguire gli obiettivi di riduzione del disavanzo nominale e di aggiustamento strutturale, se proseguiranno le tendenze attuali e in assenza di ulteriori interventi. In *Ungheria*, paese che non presenta un disavanzo eccessivo, il saldo strutturale sta peggiorando, mettendo a rischio la riduzione del debito.

4. CONCLUSIONI PER STATO MEMBRO

Gli squilibri che quattordici Stati membri registrano attualmente sono di varia natura. Sulla base dell'analisi documentata in dettaglio negli esami approfonditi, la Commissione ritiene che *Belgio, Bulgaria, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Croazia, Italia, Ungheria, Paesi Bassi, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito* presentino degli squilibri. Tra questi, *Croazia, Italia e Slovenia* presentano uno squilibrio eccessivo. Nel caso della Spagna, la Commissione ritiene che nell'ultimo anno il paese abbia realizzato un aggiustamento significativo e che se questo trend proseguirà gli squilibri continueranno a diminuire. Benché si possa concludere che gli squilibri in Spagna non sono più eccessivi ai fini della procedura

¹⁶ Cfr. anche la comunicazione della Commissione "Potenziare la dimensione sociale dell'unione economica e monetaria", COM(2013) 690 del 2.10.2013 e il progetto di relazione comune sull'occupazione 2014, COM(2013) 801 final del 13.11.2013.

per gli squilibri macroeconomici, la Commissione sottolinea il persistere di rischi. Le differenze nella natura degli squilibri e degli squilibri eccessivi, compresi il rispettivo margine di bilancio e la fase del processo di sorveglianza, fanno sì che le risposte a livello politico che gli Stati membri sono tenuti a elaborare in cooperazione con la Commissione dovrebbero essere adattate alle esigenze specifiche di ciascun paese.

- Il **Belgio** continua a presentare *squilibri macroeconomici che richiedono un monitoraggio e un'azione politica*. In particolare, è opportuno continuare a prestare attenzione agli sviluppi in materia di competitività esterna dei beni, poiché il persistere del deterioramento potrebbe ripercuotersi sulla stabilità macroeconomica.

Più precisamente, un peggioramento costante della competitività, esteso anche alla competitività non di costo, può comportare conseguenze negative per l'economia. L'indebolimento della competitività internazionale del settore manifatturiero si riflette in un'erosione dei margini di profitto dei produttori e in un calo dei posti di lavoro. Per conciliare l'elevato costo del lavoro con la creazione di posti di lavoro sostenibili e un tenore di vita elevato è necessario puntare su prodotti posizionati ai vertici delle catene di valore globali. Nel contempo va evitato un ulteriore squilibrio tra il rapido aumento dei salari e la crescita lenta della produttività. A tale proposito, il Belgio ha adottato provvedimenti i cui effetti dovrebbero essere avvertiti nei prossimi anni. Tuttavia, per preservare la base del settore manifatturiero è necessario un intervento più ambizioso, a maggior ragione alla luce delle riforme in atto in paesi concorrenti. Ciò è legato alla tassazione sul lavoro e alla creazione di meccanismi di formazione salariale più sensibili alle realtà economiche e settoriali e alla risoluzione dei problemi cronici del funzionamento del mercato del lavoro. L'elevato debito pubblico del Belgio continua a destare preoccupazioni sul piano della sostenibilità delle finanze pubbliche. D'altro canto, il Belgio è riuscito a stabilizzare il rapporto debito pubblico/PIL, in base alle stime nel 2013 ha raggiunto l'obiettivo di disavanzo raccomandato e secondo le previsioni manterrà il disavanzo sotto il tetto del 3 per cento del PIL. Inoltre, le lunghe scadenze medie, le interconnessioni con il settore finanziario interno relativamente ridotte e un settore privato relativamente sano attenuano i rischi per l'economia in generale.

- La **Bulgaria** continua a presentare *squilibri macroeconomici che richiedono un monitoraggio e un'azione politica*. In particolare, il protrarsi dell'aggiustamento del mercato del lavoro giustifica azioni politiche, mentre la correzione della posizione sull'estero e la riduzione dell'indebitamento delle imprese stanno progredendo in modo soddisfacente.

Più specificamente, la Bulgaria ha vissuto un periodo di accumulo di squilibri molto rapido nella fase di forte espansione che ha coinciso con l'adesione all'UE. Gli elevati afflussi di capitale straniero hanno contribuito al surriscaldamento dell'economia e a sostanziosi incrementi dei prezzi delle immobilizzazioni. Le partite correnti hanno registrato un'inversione di tendenza a partire dal 2009, ma lo stock di passività verso l'estero, seppur in ampia parte costituito da investimenti esteri diretti, rimane elevato. L'aggiustamento appare, in prevalenza, non ciclico, ma un'ulteriore riduzione delle passività esterne è subordinata al sostegno della competitività esterna e a un elevato livello delle esportazioni. L'attuale riduzione dell'indebitamento delle imprese non finanziarie potrebbe limitare, a breve e medio termine, gli investimenti e la crescita in alcuni settori. Inoltre, un mercato del lavoro fragile e non inclusivo limita la capacità di aggiustamento dell'economia ed è uno dei fattori che frenano la potenziale crescita. Il tasso di disoccupazione è aumentato drasticamente in quanto il calo dell'occupazione durante la crisi è stato più pronunciato rispetto alla contrazione della produzione. La manodopera poco qualificata e i lavoratori giovani sono stati maggiormente colpiti dalla perdita di posti di lavoro. Nonostante costi salariali relativamente bassi, dopo forti incrementi negli ultimi anni i minimi salariali

possono rischiare di escludere i lavoratori più vulnerabili dal mercato. Al contempo le politiche attive del mercato del lavoro e il sistema di istruzione finora non sono stati in grado di agevolare efficacemente il processo di aggiustamento e ostacolano un'ampia accumulazione del capitale umano.

- La **Germania** presenta *squilibri macroeconomici che richiedono un monitoraggio e un'azione politica*. In particolare, le partite correnti hanno registrato un avanzo persistente estremamente elevato, che rispecchia una forte competitività, mentre una grossa parte dei risparmi è stata investita all'estero. Ciò indica anche una crescita interna rimasta debole e un'allocatione di risorse economiche forse non del tutto efficiente. Sebbene gli avanzi delle partite correnti non presentino rischi paragonabili a quelli derivanti da forti disavanzi, è opportuno prestare grande attenzione alla loro entità e persistenza nel paese. Date le dimensioni dell'economia tedesca, è importante intervenire per ridurre il rischio di effetti negativi sul funzionamento dell'economia del paese e della zona euro.

Più specificamente, gli investimenti del settore pubblico e privato relativamente contenuti, insieme a consumi privati deboli per un periodo relativamente lungo, hanno contribuito a generare una crescita modesta, con tendenza al ribasso, una maggiore dipendenza dell'economia dalla domanda esterna e l'accumulo dell'avanzo delle partite correnti. La sfida che deve affrontare il paese pertanto è data dall'individuazione e dall'attuazione di misure che contribuiscano a rafforzare la domanda interna e il potenziale di crescita dell'economia. Maggiori investimenti in capitale fisico e umano e la promozione di una maggiore efficienza in tutti i settori dell'economia, anche per sfruttare il potenziale di crescita del settore dei servizi, che contribuirebbe altresì all'ulteriore rafforzamento dell'offerta di manodopera, rappresentano aspetti centrali delle sfide politiche.

- **Irlanda:** Il recente programma di aggiustamento macroeconomico è stato determinante per gestire i rischi economici e ridurre gli squilibri. Tuttavia, i restanti *squilibri macroeconomici richiedono un monitoraggio specifico e un'azione politica risoluta*. In particolare, gli sviluppi del settore finanziario, l'indebitamento del settore pubblico e privato e corrispondenti volumi elevati delle passività nette e lorde verso l'estero nonché la situazione del mercato del lavoro indicano che i rischi sono tuttora presenti. La Commissione avvierà attività di monitoraggio specifiche dell'attuazione di tale politica e riferirà periodicamente al Consiglio e all'Eurogruppo. Tale monitoraggio si fonderà sulla sorveglianza post-programma.

Più specificamente, a partire dal 2007 l'Irlanda ha registrato un crollo del mercato immobiliare e le misure adottate per contrastare le perdite delle banche nonché la diminuzione delle entrate pubbliche hanno causato gravi problemi di bilancio. Una perdita di accesso al mercato ha spinto l'Irlanda a chiedere assistenza finanziaria internazionale alla fine del 2010. L'Irlanda ha attuato rigorosamente il programma, che è stato completato nel 2013. Gli obiettivi di risanamento di bilancio nell'ambito del programma sono stati soddisfatti e l'Irlanda ha migliorato le norme e le istituzioni di bilancio nazionali. Inoltre secondo le previsioni nel 2013 e 2014 il disavanzo nominale raggiungerà gli obiettivi. Gli obiettivi relativi alla riduzione dell'indebitamento delle banche sono stati raggiunti e i coefficienti di adeguatezza patrimoniale sono migliorati. La vigilanza e la regolamentazione finanziaria sono state rafforzate. Le famiglie hanno aumentato il tasso di risparmio al fine di ridurre il proprio indebitamento. Le riforme del mercato del lavoro hanno contribuito a un calo della disoccupazione. Anche i prezzi degli immobili residenziali si sono stabilizzati e hanno dato segni di ripresa. Tuttavia, sono necessari ulteriori progressi, poiché il debito pubblico e il debito estero restano molto elevati, il settore finanziario è vulnerabile e presenta un grado elevato di prestiti in sofferenza e la disoccupazione di lungo periodo e giovanile rimane alta.

- La **Spagna** presenta *squilibri macroeconomici che richiedono un monitoraggio specifico e un'azione politica risoluta*. Per diversi aspetti l'aggiustamento degli squilibri individuati come eccessivi l'anno scorso ha segnato chiari progressi e il ritorno a tassi di crescita positivi ha ridotto i rischi. Ciononostante, in ragione della portata e della natura interconnessa degli squilibri, in particolare dei livelli del debito interno ed esterno, i rischi sono tuttora presenti. La Commissione proseguirà con le attività di monitoraggio specifico delle politiche raccomandate dal Consiglio alla Spagna nel contesto del semestre europeo e in tal senso riferirà periodicamente al Consiglio e all'Eurogruppo. Tale monitoraggio si fonderà sulla sorveglianza post-programma.

Più specificamente, l'aggiustamento è stato sostenuto da azioni politiche risolte intraprese dall'UE e dalla Spagna. In particolare, la ricapitalizzazione e la ristrutturazione delle banche più deboli hanno fugato le preoccupazioni sistemiche relative al settore finanziario e hanno consentito la regolare conclusione del programma di assistenza finanziaria all'inizio del 2014. Le partite correnti ora evidenziano un avanzo, dovuto alla combinazione tra la contrazione delle importazioni e forti esportazioni sostenute da incrementi di competitività. Il mercato degli immobili residenziali è in via di stabilizzazione. La perdita di posti di lavoro sembra volgere al termine. Sul fronte delle politiche, il programma globale di riforme strutturali delineate nel PNR del 2013 è in gran parte completato dal punto di vista legislativo, e l'attenzione si sta spostando verso un'impegnativa fase di attuazione. Questi sviluppi positivi hanno comportato un forte aumento della fiducia, che si manifesta nella riduzione dei premi di rischio del mercato, nel ritorno degli afflussi di capitali esteri e in una maggiore fiducia delle imprese e dei consumatori.

Tuttavia, l'aggiustamento è lungi dall'essere completo e le vulnerabilità persistono. Più specificamente, l'elevatissimo stock di debito pubblico e privato, sia interno che esterno, continua a rappresentare un rischio per la crescita e la stabilità finanziaria. Nonostante la recente contrazione, la disoccupazione rimane a livelli preoccupanti. Il riorientamento del sistema produttivo verso i settori di esportazione e la ripresa della competitività internazionale dovranno essere mantenuti per ridurre gli ingenti stock di passività esterne e il conseguente onere in termini di flusso di redditi negativo nei confronti del resto del mondo. L'aggiustamento dei bilanci nel settore privato prosegue, ma un alto tasso di disoccupazione e la riduzione delle entrate hanno rallentato il ritmo della riduzione dell'indebitamento delle famiglie. Le imprese non finanziarie hanno ridotto il debito a un ritmo leggermente più sostenuto. Per il futuro sarà importante garantire che la riduzione della leva finanziaria vada di pari passo con i flussi di credito positivi verso mutuatari finanziariamente sani. L'eliminazione degli ostacoli al funzionamento dei mercati dei prodotti e dei mercati finanziari e procedure di insolvenza efficienti potrebbero alleggerire il peso esercitato sulla crescita dalla riduzione dell'indebitamento. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, la Spagna potrebbe promuovere ulteriori riforme sulla scia degli effetti positivi delle recenti riforme sulla flessibilità e la determinazione dei salari. Infine, la significativa diminuzione delle entrate, l'aumento della spesa sociale e i costi di ricapitalizzazione delle banche hanno esercitato una forte pressione sui disavanzi pubblici e hanno determinato un notevole aumento del debito pubblico, che ha raggiunto livelli elevati. Nel 2013 l'obiettivo di disavanzo di bilancio potrebbe non essere stato raggiunto, sebbene le prospettive macroeconomiche in miglioramento indichino che la Spagna dovrebbe raggiungere l'obiettivo di disavanzo nominale nel 2014. Per garantire una riduzione del debito pubblico a medio termine sarà necessario un notevole impegno in materia di risanamento di bilancio.

- La **Francia** continua a presentare *squilibri macroeconomici che richiedono un monitoraggio specifico e un'azione politica risoluta*. In particolare, è opportuno prestare

un'attenzione politica costante al deterioramento della bilancia commerciale e della competitività, così come alle conseguenze dell'elevato livello di indebitamento del settore pubblico. Date le dimensioni dell'economia francese e viste le potenziali ricadute sul funzionamento della zona euro, è importante intervenire in maniera decisa per ridurre il rischio di effetti negativi sul funzionamento dell'economia del paese e della zona euro. Considerata la necessità di un'azione politica, già invocata nell'esame approfondito del 2013, la Commissione avvierà attività di monitoraggio specifiche delle politiche raccomandate dal Consiglio alla Francia nel contesto del semestre europeo e in tal senso riferirà periodicamente al Consiglio e all'Eurogruppo.

Più specificamente, il crescente disavanzo commerciale rispecchia il lungo declino nelle quote del mercato delle esportazioni, dovuto a persistenti perdite di competitività di costo e non di costo. Nonostante le misure adottate per promuovere la competitività, sino ad ora sono pochi gli elementi che indicano un riequilibrio. I salari si sono sviluppati di pari passo con la produttività, ma il costo del lavoro rimane elevato e grava sui margini di profitto delle imprese. La redditività bassa e in calo delle imprese private, in particolare nel settore manifatturiero, può averne compromesso la capacità di incrementare e migliorare il livello delle esportazioni. Il contesto imprenditoriale sfavorevole e, in particolare, il basso livello di concorrenza nel settore dei servizi gravano ulteriormente sulla sfida della competitività. Inoltre, le rigidità del sistema di determinazione dei salari fanno sì che le imprese abbiano difficoltà ad adeguare i salari alla produttività. Nonostante le misure adottate dal 2010 per ridurre il disavanzo pubblico, il costante aumento del debito pubblico impone di proseguire nel risanamento di bilancio e, dato l'elevato livello della spesa pubblica, richiede un'attenzione specifica ai tagli alla spesa, in particolare puntando su una maggiore efficienza. Secondo le proiezioni, nell'intero periodo di riferimento la Francia non raggiungerà gli obiettivi legati al disavanzo nominale e agli aggiustamenti strutturali.

- La **Croazia** presenta *squilibri macroeconomici eccessivi che richiedono un monitoraggio specifico e un'azione politica vigorosa*. In particolare, è richiesta un'azione politica in considerazione delle vulnerabilità derivanti dalle notevoli passività esterne, dal calo delle esportazioni, dalle imprese con un elevato grado di indebitamento e da un debito pubblico in rapida crescita, sullo sfondo di una crescita debole e di una scarsa capacità di aggiustamento. La Commissione avvierà attività di monitoraggio specifiche dell'attuazione di tale politica e riferirà periodicamente al Consiglio.

Più specificamente, dopo una fase di espansione, in cui si sono accumulati squilibri, la Croazia sta attraversando una prolungata fase di recessione, in cui è emersa una serie di rischi esterni e interni. Il riequilibrio esterno è accompagnato da ingenti rischi finché le passività esterne della Croazia non saranno scese a livelli più sicuri, ed è subordinato a una maggiore competitività e a esportazioni più forti, turismo a parte, che sostengano la crescita. La riduzione dell'indebitamento delle imprese non finanziarie è ancora in una fase iniziale e gli sviluppi dei prestiti in sofferenza in questo settore vanno monitorati. Le imprese statali, che in alcuni settori svolgono ancora un ruolo dominante e che spesso non sono ristrutturate, generalmente sono fortemente indebitate e poco redditizie. La Croazia presenta i più bassi tassi di attività e di occupazione nell'UE, in parte ascrivibili al quadro istituzionale e politico sottostante. Un migliore funzionamento del mercato del lavoro sarà di fondamentale importanza per sostenere la crescita e l'aggiustamento necessari alla luce delle vulnerabilità esterne e interne. Con riferimento a quasi un'intera serie di indicatori standard l'ambiente imprenditoriale croato si colloca sostanzialmente al di sotto della media degli Stati membri dell'Europa centrale e orientale. Questi fattori indeboliscono la crescita potenziale, ostacolando il risanamento dei bilanci nel settore privato e richiedendo maggiori sforzi di risanamento del bilancio pubblico. È necessario compiere ulteriori significativi sforzi di risanamento di bilancio volti a ridurre il disavanzo e a impedire un

aumento non sostenibile del debito. La Croazia è soggetta alla PDE ed è tenuta ad adottare misure efficaci al fine di correggere la situazione di disavanzo eccessivo entro il 30 aprile 2014. Sulla base dei trend attuali, in assenza di misure supplementari, nel 2014 la Croazia rischia di mancare ampiamente i propri obiettivi.

- **L'Italia** presenta *squilibri macroeconomici eccessivi che richiedono un monitoraggio specifico e un'azione politica vigorosa*. In particolare, è urgente prestare attenzione politica alle implicazioni di un debito pubblico molto elevato e di una competitività esterna debole, entrambi ascrivibili in ultima analisi al protrarsi di una crescita deludente della produttività. Date le dimensioni dell'economia italiana, è importante intervenire in maniera decisa per ridurre il rischio di effetti negativi sul funzionamento dell'economia del paese e della zona euro. La Commissione intende avviare attività di monitoraggio specifiche delle politiche raccomandate dal Consiglio all'Italia nel contesto del semestre europeo e in tal senso riferirà periodicamente al Consiglio e all'Eurogruppo.

Più specificamente, l'elevato debito pubblico grava pesantemente sull'economia, in particolare in un contesto di crescita cronicamente debole e di inflazione contenuta. Una delle grandi sfide per l'Italia sarà raggiungere e mantenere avanzi primari molto elevati (al di sopra delle medie storiche) e una forte crescita del PIL per un lungo periodo, due condizioni indispensabili per riportare il rapporto debito/PIL su un chiaro percorso di riduzione. Nel 2013 l'Italia ha compiuto progressi verso l'obiettivo di bilancio a medio termine. Tuttavia l'aggiustamento del saldo strutturale nel 2014 potrebbe risultare insufficiente, vista la necessità di ridurre l'elevatissimo rapporto debito pubblico/PIL a un ritmo adeguato. La crisi ha eroso la resilienza iniziale del settore bancario italiano e sta indebolendo il suo ruolo di sostegno alla ripresa economica. Le perdite di competitività sono dovute al continuo disallineamento tra i salari e la produttività, a un elevato cuneo fiscale sul lavoro, a una struttura delle esportazioni sfavorevole e a una quota elevata di piccole imprese poco competitive a livello internazionale. Le rigidità nella determinazione dei salari ostacolano un'adeguata differenziazione in funzione degli sviluppi della produttività e delle condizioni locali del mercato del lavoro. Le inefficienze inveterate della pubblica amministrazione e del sistema giudiziario, le carenze nella governance delle imprese ed elevati livelli di corruzione e di evasione fiscale gravano sull'efficienza allocativa dell'economia e ostacolano la concretizzazione dei benefici delle riforme adottate. Importanti lacune in termini di capitale umano, che rispecchiano il basso rendimento dell'istruzione per le nuove generazioni, la specializzazione del paese in settori a tecnologia medio-bassa e le debolezze strutturali nel sistema di istruzione, rendono più impegnativa la sfida della produttività.

- **L'Ungheria** continua a presentare *squilibri macroeconomici che richiedono un monitoraggio e un'azione politica risoluta*. In particolare, al fine di ridurre il rischio di importanti effetti negativi sul funzionamento dell'economia, è opportuno continuare a prestare la massima attenzione all'aggiustamento in corso della posizione netta sull'estero fortemente negativa, all'elevato debito pubblico e privato in un contesto imprenditoriale fragile e al calo delle esportazioni.

Più specificamente, nonostante un andamento mediocre delle esportazioni, la posizione patrimoniale netta sull'estero è andata migliorando, riflettendo soprattutto la riduzione dell'indebitamento del settore privato. Nel settore manifatturiero sono stati registrati alcuni segnali incoraggianti, che non saranno però sufficienti per determinare una chiara svolta nel settore delle esportazioni. Sebbene il livello del debito sia diminuito, lo squilibrio e i rischi connessi al debito privato sono tuttora presenti, poiché la riduzione dell'indebitamento è stata ostacolata da un'elevata percentuale di mutuatari in difficoltà, da un mercato degli immobili residenziali depresso, da un settore finanziario fragile, da una quota sostanziale di prestiti in valuta estera e da una prevalente incertezza commerciale.

Ripristinare la normale erogazione di prestiti all'economia in modo sostenibile richiederebbe un miglioramento del contesto in cui operano le banche. Un'altra importante fonte di preoccupazione è data dal debito pubblico elevato. Malgrado i sostanziali miglioramenti del saldo strutturale di bilancio, il debito non si è ridotto a causa dell'indebolimento del tasso di cambio, dello scarso potenziale di crescita e degli elevati costi di finanziamento. Si prevede che l'Ungheria non soddisfi il suo obiettivo a medio termine e che il saldo strutturale registri un deterioramento nel 2014.

- I **Paesi Bassi** continuano a presentare *squilibri macroeconomici che richiedono un monitoraggio e un'azione politica*. In particolare, è opportuno prestare attenzione agli sviluppi macroeconomici relativi al debito del settore privato e all'attuale riduzione della leva finanziaria, associati ad altre inefficienze che persistono nel mercato degli immobili residenziali. Sebbene il notevole avanzo delle partite correnti non presenti rischi paragonabili a quelli derivanti da forti disavanzi, e nonostante il fatto che sia, in parte, associato alla necessità di ridurre l'indebitamento, la Commissione monitorerà l'evoluzione delle partite correnti nei Paesi Bassi nel contesto del semestre europeo.

Più specificamente, le rigidità e gli incentivi distorsivi che si sono accumulati nel corso dei decenni hanno condizionato le modalità di finanziamento degli immobili residenziali e i comportamenti di risparmio del settore. I crediti per gli immobili residenziali hanno assunto una grande importanza nei bilanci degli istituti finanziari, man mano che le famiglie contraevano prestiti dando come garanzia il loro patrimonio immobiliare. Parallelamente, le imprese non finanziarie dalla metà degli anni novanta hanno registrato 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 netto delle famiglie. Negli ultimi anni la scarsa domanda interna a seguito della crisi mondiale ha contribuito ad aumentare ulteriormente l'avanzo con l'estero. Negli anni passati vi sono stati miglioramenti a tale proposito nel quadro delle politiche attuate per frenare il finanziamento dei mutui ipotecari. La riduzione dell'indebitamento continuerà a gravare sull'attività economica, ma una stabilizzazione del mercato degli immobili residenziali e una posizione patrimoniale netta decisamente positiva delle famiglie riducono i rischi. Per quanto riguarda le finanze pubbliche, si prevede che i Paesi Bassi non centrino l'obiettivo di disavanzo nominale nel 2014, anno in cui il disavanzo eccessivo dovrebbe essere corretto, sebbene secondo le previsioni nel 2013-14 il paese dovrebbe aver adottato le misure strutturali nella misura raccomandata.

- La **Slovenia** continua a presentare *squilibri macroeconomici eccessivi che richiedono un monitoraggio specifico e un'azione politica costante e vigorosa*. Grazie alle attività di aggiustamento macroeconomico e a interventi politici decisi del governo sloveno gli squilibri sono diminuiti nel corso dell'ultimo anno. Tuttavia la portata della correzione necessaria rispecchia il fatto che sono ancora presenti rischi sostanziali. La Commissione proseguirà con le attività di monitoraggio specifico delle politiche raccomandate dal Consiglio alla Slovenia nel contesto del semestre europeo e in tal senso riferirà periodicamente al Consiglio e all'Eurogruppo.

Più specificamente, è opportuno prestare particolare attenzione al rischio derivante da una struttura economica caratterizzata da carenze nella governance delle imprese, da un elevato livello di coinvolgimento statale nell'economia, da una perdita di competitività di costo, dal debito che grava sulle imprese e dall'aumento del debito pubblico. Sebbene siano stati compiuti notevoli progressi nel risanamento dei bilanci delle banche, è tuttora necessario intervenire in maniera decisa per dare piena attuazione a un'ampia strategia nel settore bancario che si estenda anche alla ristrutturazione, alla privatizzazione e alla vigilanza rafforzata.

La Slovenia continua a dover fare i conti con l'eredità della sua precedente fase di forte espansione, con imprese che presentano ancora un indebitamento eccessivo non sostenibile. Il trasferimento dei prestiti in sofferenza a una società di gestione degli attivi bancari (*Bank Asset Management Company* - BAMC) ha migliorato la situazione dei bilanci delle banche, ma i prestiti in sofferenza rimangono elevati rispetto ai livelli pre-crisi e devono ancora essere ristrutturati in maniera sostenibile in base al regime di insolvenza modificato di recente. Poiché la domanda interna e in particolare gli investimenti hanno subito una forte contrazione, le partite correnti hanno subito una drastica inversione di rotta, presentando un elevato avanzo, ma le perdite di competitività di costo non sono state recuperate e le riforme finora adottate non hanno risolto del tutto i problemi legati alla flessibilità del mercato del lavoro e alla competitività. Le carenze nella governance delle imprese, in particolare, ma non soltanto, nelle imprese di proprietà statale, riducono l'efficienza globale dell'economia visto il rischio di un'allocazione inefficiente delle risorse. L'uscita drastica dello Stato dal settore finanziario e delle imprese, unita a una strategia globale per la gestione delle attività strategiche e la cessione di quelle non strategiche, potrebbe migliorare la capacità di aggiustamento dell'economia. Infine, il notevole aumento del debito pubblico negli ultimi anni, sebbene a partire da un livello relativamente basso, pone nuove sfide per il paese. Secondo le previsioni il disavanzo di bilancio nominale si attesterà a livelli superiori agli obiettivi in ragione delle ingenti spese di ricapitalizzazione delle banche nel 2013 e nel 2014. A politiche invariate il disavanzo è destinato a superare l'obiettivo anche nel 2015. È probabile che l'aggiustamento strutturale raggiungerà livelli leggermente inferiori rispetto al necessario. A livello aggregato, le carenze e le sfide menzionate si ripercuotono sui risultati macroeconomici a breve termine. Il recente calo del rendimento delle obbligazioni sovrane allevia leggermente la pressione, ma è necessario ridurre i tempi di attuazione del programma di riforme strutturali.

- La **Finlandia** continua a presentare *squilibri macroeconomici che richiedono un monitoraggio e un'azione politica*. In particolare, è opportuno prestare un'attenzione costante all'andamento negativo delle esportazioni nel corso degli ultimi anni, dovuto alla ristrutturazione del settore industriale nonché a fattori di competitività di costo e non di costo.

Più in particolare, un'elevata crescita delle importazioni prima della crisi e la successiva contrazione delle esportazioni sono alla base dell'erosione del saldo esterno. Tuttavia, di recente il disavanzo delle partite correnti si è stabilizzato e la sostenibilità esterna non pone problemi. Malgrado la ripresa del commercio mondiale, il paese ha continuato a perdere rapidamente quote del mercato delle esportazioni. L'integrazione della Finlandia in catene di valore globali ha contribuito al declino delle esportazioni, mentre la ristrutturazione industriale non è ancora stata in grado di compensare il grande ridimensionamento dell'industria elettronica e forestale. La capacità di aggiustamento dell'economia è a sua volta limitata dalla bassa produttività e dalle scarse pressioni concorrenziali nel settore dei servizi, nonché dall'aumento dei costi dovuto alla crescita dinamica dei salari e a un'elevata intensità energetica dell'economia. Gli esportatori sono stati in grado di sostenere la competitività dei prezzi puntando soprattutto sulla riduzione dei margini di profitto, limitando così la capacità di esprimere l'elevato potenziale di innovazione con nuovi prodotti. I fattori non di costo sembrano spiegare in ampia misura il calo di competitività: un numero limitato di grandi imprese esportatrici che commercializza una gamma limitata di prodotti, una minore propensione all'esportazione da parte di piccole imprese e una minore efficacia degli investimenti in R&S. Gli investimenti deboli, il calo della popolazione in età lavorativa e il calo significativo della produttività pesano a loro volta sulla crescita potenziale. Per quanto riguarda le finanze pubbliche, il disavanzo strutturale dovrebbe essere leggermente al di sopra del relativo obiettivo a medio termine.

nel 2014, mentre, in parte a causa della dinamica di crescita sfavorevole, il debito pubblico dovrebbe aumentare, sfondando il tetto del 60% del PIL.

- La **Svezia** continua a presentare *squilibri macroeconomici che richiedono un monitoraggio e un'azione politica*. In particolare, è opportuno continuare a prestare attenzione agli sviluppi dell'indebitamento delle famiglie, associati a inefficienze del mercato degli immobili residenziali. Sebbene il notevole avanzo delle partite correnti non presenti rischi paragonabili a quelli derivanti da forti disavanzi, e nonostante il fatto che sia, in parte, associato alla necessità di ridurre l'indebitamento, la Commissione monitorerà l'evoluzione delle partite correnti in Svezia nel contesto del semestre europeo.

Più specificamente, il debito delle famiglie è nuovamente aumentato in seguito a un periodo di stabilizzazione, poiché sono ancora presenti i principali fattori trainanti: i tassi d'interesse bassi sui mutui ipotecari, la distorsione a favore del debito nella tassazione, il lento ritmo di ammortamento dei mutui ipotecari e l'offerta limitata di immobili residenziali. Vari indicatori delle condizioni della domanda e dell'offerta di credito non suggeriscono pressioni imminenti a favore della riduzione dell'indebitamento. In seguito alla stabilizzazione degli ultimi anni, nel 2013 sono nuovamente aumentati i prezzi degli immobili residenziali, sostenuti da condizioni della domanda favorevoli e da inefficienze sul fronte dell'offerta. Inoltre, anche le inefficienze sul versante dei mercati locativi, le procedure di pianificazione gravose e la scarsa concorrenza nel settore edile hanno contribuito all'andamento dei prezzi degli immobili residenziali. In vista di un aumento dei costi del servizio del debito, per limitare l'indebitamento privato e ridurre i rischi macroeconomici è necessaria una maggiore stabilità dei prezzi degli immobili residenziali. Le recenti misure macroprudenziali svolgono un ruolo fondamentale, ma probabilmente non sono sufficienti a ridurre i rischi macroeconomici. In particolare, i forti incentivi fiscali per il finanziamento tramite debito sono percepiti come fattori fondamentali nella determinazione dei prezzi degli immobili residenziali. Maggiori investimenti negli immobili residenziali avrebbero ripercussioni positive anche sul saldo tra risparmi e investimenti. Dall'analisi emerge che l'indebitamento del settore delle imprese non finanziarie non comporta rischi macroeconomici. Inoltre, 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 multinazionali.

- Il **Regno Unito** continua a presentare *squilibri macroeconomici che richiedono un monitoraggio e un'azione politica*. In particolare, è opportuno continuare a prestare attenzione agli sviluppi nel settore dell'indebitamento delle famiglie, connesso ai livelli elevati di debito ipotecario e alle caratteristiche strutturali del mercato degli immobili residenziali, nonché allo sviluppo sfavorevole delle quote del mercato delle esportazioni.

Più precisamente, la recente crescita delle attività economiche va giudicata positivamente, ma è trainata prevalentemente dai consumi delle famiglie ed è accompagnata da un aumento del disavanzo delle partite correnti. Gli investimenti delle imprese e le esportazioni nette non hanno dato segni di ripresa e sono tuttora deboli. Contenere l'elevato livello di indebitamento, in particolare delle famiglie, pur riducendo al minimo le ripercussioni sugli investimenti e la crescita, contribuirebbe a limitare i rischi a medio termine e l'esposizione agli aumenti dei costi di finanziamento. La crescita del credito per i mutui ipotecari è stata modesta, ma il dato è in aumento rispetto ai livelli già elevati dell'indebitamento delle famiglie. I rischi nel settore dell'edilizia abitativa sono dovuti al persistere di carenze strutturali nell'offerta di immobili residenziali. La reattività relativamente scarsa dell'offerta agli aumenti della domanda si traduce in prezzi elevati degli immobili residenziali, in particolare a Londra e nel *Southeast*, e in indebitamenti delle famiglie dovuti ai mutui ipotecari. È poco probabile che il mercato delle esportazioni in declino presenti dei rischi a breve termine, ma associato al disavanzo delle partite

correnti rischia di porre problemi a livello strutturale, correlati all'accesso limitato al credito per le PMI, a carenze in termini di competenze e a uno scarso livello di dotazione infrastrutturale. Per quanto riguarda le finanze pubbliche, si prevede che il Regno Unito continuerà a mancare ampiamente i suoi obiettivi in materia di disavanzo nominale e di aggiustamento strutturale.

In tre paesi oggetto di riesame non sono stati individuati squilibri macroeconomici. Dagli esami approfonditi emerge che i rischi macroeconomici di *Danimarca* e *Malta* si sono attenuati e sono maggiormente sotto controllo. Inoltre, non vi sono prove di squilibri ai sensi della PSM per il *Lussemburgo*. Tuttavia, al fine di individuare i rischi emergenti e fare progredire le politiche a favore della crescita e dell'occupazione è necessaria per tutti gli Stati membri un'attività di sorveglianza e di coordinamento delle politiche attenta e costante. Tale sorveglianza continuerà nel contesto del semestre europeo.

- Le sfide macroeconomiche in **Danimarca** *non costituiscono più rischi macroeconomici sostanziali e non sono più individuate come squilibri ai sensi della PSM*. L'aggiustamento del mercato degli immobili residenziali e le implicazioni di un debito elevato del settore privato per l'economia reale e la stabilità del settore finanziario sembrano contenuti. Tuttavia è opportuno monitorare costantemente sia questi sviluppi, sia i fattori che determinano la competitività esterna.

Più specificamente, i rischi macrofinanziari derivanti dal forte debito privato non sembrano molto elevati, nonostante la presenza di rischi di coda come shock negativi dei tassi d'interesse abbinati a sviluppi sfavorevoli sul mercato del lavoro. L'elevato livello del debito delle famiglie è compensato dal loro cospicuo patrimonio, che rispecchia gli ingenti risparmi in fondi pensione e immobili. Le famiglie finora hanno avuto la capacità finanziaria di assorbire l'aggiustamento dei prezzi degli immobili residenziali registrato dal 2007, poiché il volume degli arretrati si è mantenuto a livelli estremamente contenuti. Inoltre, varie prove di stress e studi hanno concluso che le famiglie sarebbero in grado di fronteggiare eventuali shock negativi. Il settore finanziario appare stabile e le sfide ancora in sospeso saranno affrontate grazie al consolidamento delle misure regolamentari e di vigilanza. Per quanto riguarda la competitività, la Danimarca ha perso quote del mercato delle esportazioni a causa dei forti aumenti salariali e di una crescita debole della produttività. Tuttavia, lo squilibrio tra produttività e salari sembra essere un fenomeno congiunturale. In considerazione degli elevati avanzi delle partite correnti, il trend di perdita delle quote di mercato nel settore delle esportazioni non evidenzia rischi a breve termine. Per quanto riguarda le finanze pubbliche, nel 2013 la Danimarca dovrebbe aver corretto in modo duraturo il proprio disavanzo eccessivo.

- Le sfide macroeconomiche del **Lussemburgo** *non sono state individuate come squilibri ai sensi della PSM*. Queste sfide sono riconducibili a un modello di crescita basato su un settore finanziario efficiente che ha saputo resistere alla crisi. Tuttavia, è opportuno monitorare costantemente le perdite di competitività nel settore manifatturiero, l'andamento del mercato degli immobili residenziali e l'elevato livello di indebitamento del settore privato.

Più specificamente, dall'analisi dell'avanzo delle partite correnti emerge che non è dovuto a una domanda interna debole, ma che è più che altro riconducibile al particolare modello di crescita del paese, fortemente incentrato sui servizi finanziari. Ad ogni modo, il dato cela un disavanzo della bilancia commerciale cospicuo e in costante aumento, che proviene in prevalenza da esportazioni deludenti. Le perdite di quote del mercato delle esportazioni sono strettamente correlate a costi unitari del lavoro che in Lussemburgo aumentano a un ritmo molto più sostenuto rispetto ai paesi partner commerciali. Tale dinamica è dovuta in una certa misura al meccanismo di determinazione dei salari. In tal senso, sarà importante

trovare una soluzione strutturale alla modulazione temporanea dell'indicizzazione automatica dei salari. I rischi per la stabilità finanziaria interna dovuti a un ampio settore finanziario sono presenti, ma sono relativamente contenuti, poiché il settore è, al contempo, diversificato e specializzato. Inoltre le banche del paese registrano coefficienti patrimoniali e di liquidità solidi. L'elevato livello di indebitamento del settore privato e, in particolare, delle imprese non finanziarie riflette principalmente la presenza di un numero importante di imprese multinazionali che utilizzano le loro controllate o succursali in Lussemburgo per le operazioni di finanziamento infragruppo. Il dinamismo dei prezzi degli immobili residenziali costituisce una crescente fonte di preoccupazione. Infine, l'attuale posizione favorevole delle finanze pubbliche dipende fortemente dalla sostenibilità del modello di crescita basato su un settore finanziario dinamico e, a lungo termine, presenta un rischio elevato in materia di sostenibilità. In tale contesto, la recente riforma pensionistica è insufficiente per fare fronte a questa sfida. Tuttavia, il saldo strutturale è al di sopra dell'obiettivo a medio termine.

- Le sfide macroeconomiche di **Malta** *non costituiscono più rischi macroeconomici sostanziali e non sono più individuate come squilibri ai sensi della PSM*. Sebbene l'indebitamento resti elevato, i rischi per la sostenibilità del debito del settore privato e pubblico e per la stabilità del settore finanziario sembrano contenuti, pur richiedendo un monitoraggio costante.

Più specificamente, dall'analisi condotta nel quadro dell'esame approfondito emerge che gli indicatori di stabilità finanziaria rimangono stabili. Alla luce della natura strutturale dei rischi nel settore, è fondamentale proseguire con le attuali pratiche in materia di vigilanza prudente e di assunzione di rischi. Il mercato degli immobili residenziali si è stabilizzato, pertanto anche i rischi derivanti da un'eccessiva esposizione al settore immobiliare sono limitati. Il debito privato è in diminuzione, la riduzione dell'indebitamento delle imprese procede regolarmente e le pressioni sul mercato del credito sono limitate. Sul fronte delle finanze pubbliche si prevede che nel 2013 e nel 2014 Malta raggiunga gli obiettivi relativi al disavanzo nominale. Per quanto riguarda la sostenibilità esterna, grazie all'orientamento dei mercati dei prodotti e geografici e a fattori di competitività non di costo i risultati commerciali sono stati positivi. L'attuale saldo delle partite correnti presenta un avanzo. Tuttavia, una risposta politica attiva agli aggiustamenti dei costi nei paesi concorrenti avrebbe ripercussioni positive sulla competitività esterna.