

IV. ANALISI DEGLI SQUILIBRI MACROECONOMICI

IV.1 LA SITUAZIONE DELL'ITALIA IN BASE AGLI INDICATORI DELLO SCOREBOARD

Il processo di sorveglianza degli squilibri macroeconomici

La sorveglianza sugli squilibri macroeconomici dei Paesi dell'Area dell'Euro (MIP - *Macroeconomic Imbalances Procedure*) rientra nel ciclo annuale del Semestre Europeo. La MIP prevede due fasi: una preventiva e l'altra correttiva. Quest'ultima interviene nel caso in cui dall'analisi approfondita per ogni singolo Paese emergano squilibri che possano considerarsi eccessivi. La MIP ha trovato la sua prima applicazione nel febbraio del 2012, quando la Commissione Europea ha pubblicato il primo *Alert Mechanism Report* in cui si indicava che dodici Paesi, tra cui l'Italia, necessitavano di un'Analisi Approfondita (*In-Depth Review*) per valutare possibili squilibri eccessivi. La pubblicazione delle Analisi Approfondite è avvenuta nel maggio del 2012. In tale sede, gli squilibri italiani (perdita di competitività ed elevato debito pubblico) sono stati giudicati 'seri' ma non eccessivi e l'Italia è stata inclusa nella procedura preventiva. A luglio 2012, il Consiglio Europeo ha preso le decisioni in materia.

Le valutazioni della Commissione Europea per il 2013

Anche nell'*Alert Mechanism Report 2013*, una valutazione economica degli indicatori ha portato la Commissione Europea a identificare l'Italia tra i Paesi che presentano 'seri squilibri' e per i quali è necessario condurre un'analisi più approfondita. L'Italia mostra valori sopra la soglia di allerta per il debito pubblico e per le quote di mercato delle esportazioni. In particolare, la contrazione delle quote di mercato sarebbe legata alla perdita di competitività verificatasi a partire dall'introduzione dell'euro.

La bassa produttività sarebbe il principale ostacolo per riguadagnare competitività e per migliorare le prospettive di crescita economica. In base alle valutazioni della Commissione, il costo unitario del lavoro resta su livelli elevati rispetto alla media dell'Area dell'Euro anche a causa della dinamica salariale che non è allineata a quella della produttività.

Con riferimento ai mercati finanziari, preoccupa l'elevato costo dei finanziamenti alle imprese. Il divario rispetto ai Paesi *core* dell'Area dell'Euro rifletterebbe le tensioni sui debiti sovrani e la conseguente difformità di trasmissione della politica monetaria nelle varie economie dell'Area. D'altra parte la Commissione riconosce che l'indebitamento del settore privato è inferiore alla media dell'Area.

TAVOLA IV.1: UE15 - INDICATORI DELLO 'SCOREBOARD' SUGLI SQUILIBRI MACROECONOMICI

	Squilibri esterni					Squilibri interni					
	Saldo corrente	Posizione netta degli investimenti	Tasso reale di cambio	Quota delle esportazioni mondiali	CLUP nominale	Quotazioni immobiliari	Credito al settore privato (flussi)	Debito del settore privato	Debito pubblico	Tasso di disoccupazione	Passività totali del settore finanziario
	Var. 3 anni		su IPCA	Var. 5 anni	Var. 3 anni	Var. anno/anno				Livello 3 anni	Var. anno/anno
	per cento PIL	per cento PIL	per cento PIL				per cento PIL	per cento PIL	per cento PIL		
	-4/+6 per cento	-35 per cento	+/-5 (EA); +/-11 per cento (Non EA)	-6 per cento	+9 (EA); +12 per cento (Non EA)	6 per cento	15 per cento	160 per cento	60 per cento	10 per cento	
BE	-0,3	65,7	-0,5	-10,2	6,2	-0,1	11,6	236,0	98,0	7,8	4,7
DE	5,9	32,6	-3,9	-8,4	5,9	1,4	4,8	128,0	81,0	6,9	2,1
IE	0,0	-96,0	-9,1	-12,2	-12,8	-15,2	4,0	310,0	106,0	13,3	-0,6
EL	-10,4	-86,1	3,1	-18,7	4,1	-5,1	-5,5	125,0	171,0	13,2	-3,4
ES	-4,3	-91,7	-1,3	-7,6	-2,1	-10,0	-4,1	218,0	69,0	19,9	3,7
FR	-1,6	-15,9	-3,2	-11,2	6,0	3,8	4,0	160,0	86,0	9,6	7,3
IT	-2,9	-20,6	-2,1	-18,4	4,4	-2,0	2,6	129,0	121,0	8,2	3,8
LU	7,5	107,8	0,8	-10,1	12,5	1,5	2,5	326,0	18,0	4,8	11,3
NL	7,5	35,5	-1,6	-8,2	5,8	-4,0	0,7	225,0	66,0	4,2	7,2
AT	2,2	-2,3	-1,0	-12,7	5,9	-8,0	4,1	161,0	72,0	4,4	-0,3
PT	-9,1	-105,0	-1,9	-9,5	0,9	-3,6	-3,2	249,0	108,0	11,9	-0,7
FI	0,6	13,1	-1,3	-22,9	9,1	-0,3	4,6	179,0	49,0	8,1	30,8
DK	5,0	24,5	-1,7	-16,9	4,7	-4,9	-2,2	238,0	47,0	7,0	4,7
SE	6,6	-8,3	3,9	-11,6	1,2	1,0	6,3	232,0	38,0	8,1	3,6
UK	-2,2	-17,3	-7,1	-24,2	8,1	-5,4	1,0	205,0	85,0	7,8	8,5

Fonte: Elaborazione su dati dell' 'Alert Mechanism Report', pubblicato a novembre 2012 dalla Commissione Europea. Dati al 2011.

TAVOLA IV.2: ITALIA - INDICATORI DELLO 'SCOREBOARD' PER GLI SQUILIBRI MACROECONOMICI

	Saldo del conto corrente	Posizione netta degli investimenti internazionali	Tasso di cambio effettivo reale	Quota di mercato delle esportazioni	CLUP	Indice delle quotazioni reali immobiliari	Credito al settore privato (flusso)	Debito del settore privato	Debito pubblico	Tasso di disoccupazione	Passività totali del settore finanziario
2001	0,4	-5,8	-5,7	-18,5	4,8	5,4	8,4	87,0	108,0	10,0	-3,0
2002	-0,1	-12,4	-2,0	-14,2	7,0	6,5	6,4	90,0	105,0	9,2	3,9
2003	-0,3	-13,6	8,8	-13,4	10,7	7,4	7,0	93,0	104,0	8,6	11,6
2004	-0,5	-15,8	9,9	-7,4	9,8	7,1	8,3	98,0	103,0	8,3	7,2
2005	-0,7	-16,8	6,9	-5,2	8,7	5,2	9,4	104,0	106,0	8,1	12,1
2006	-0,9	-22,2	1,1	-12,5	6,5	3,2	10,9	110,0	106,0	7,5	10,5
2007	-1,2	-24,5	0,7	-9,3	6,1	2,6	13,1	118,0	103,0	6,9	0,5
2008	-1,9	-24,1	3,2	-16,3	8,3	-0,4	6,7	122,0	106,0	6,5	-2,7
2009	-2,0	-25,3	3,9	-17,9	10,5	-0,3	1,3	128,0	116,0	6,9	5,7
2010	-2,8	-24,0	-0,9	-19,2	8,1	-1,5	3,8	129,0	119,0	7,6	1,7
2011	-2,9	-20,6	-2,1	-18,4	4,4	-2,0	2,6	129,0	121,0	8,2	3,8
Soglia	+6 per cento; -4 per cento	-35 per cento	+/-5 per cento euro area; +/-11 per cento non euro area	-6 per cento	+/-9 per cento euro area; +/-12 per cento non euro area	6 per cento	15 per cento	160 per cento	60 per cento	10 per cento	16,5 per cento

Fonte: Elaborazione della Commissione Europea per la preparazione dello 'Scoreboard' - Periodo 2000-2010; aggiornamento con i dati dell' 'Alert Mechanism Report', pubblicato a novembre 2012 dalla Commissione Europea.

Contesto macroeconomico

L'attuale fase di difficoltà dell'economia italiana ha avuto inizio nella seconda parte del 2011 quando la crisi dei debiti sovrani ha coinvolto in pieno anche l'Italia. Mentre il precedente episodio di caduta del PIL, culminato nel 2010, era stato caratterizzato da un vistoso calo delle esportazioni, nel corso del 2012 il principale impulso recessivo è venuto dalle ripercussioni negative sull'economia dovute alla crisi finanziaria.

L'apertura di un differenziale molto elevato tra i titoli di stato italiani e quelli tedeschi e le tensioni sul mercato interbancario europeo si sono trasmesse sul finanziamento al settore privato sia in termini di tassi di interesse più elevati sia in termini di contrazione del credito totale all'economia. Anche l'ampio consolidamento fiscale, resosi necessario per stabilizzare le aspettative dei mercati e per ottemperare agli impegni interni e internazionali di anticipo del pareggio strutturale di bilancio al 2013, ha fornito un impulso negativo all'economia. Inoltre, una drastica caduta di fiducia di famiglie e imprese ha contribuito alla congiuntura sfavorevole.

Ne è conseguita una nuova rilevante flessione del PIL generata dalla contrazione di tutte le componenti della domanda interna. A causa dell'andamento ancora stagnante della produttività, la graduale riduzione della dinamica salariale non si è tradotta in un miglioramento della competitività di prezzo. Tuttavia l'andamento della produttività va letto anche alla luce della maggiore tenuta del mercato del lavoro rispetto agli altri Paesi europei interessati da una fase recessiva. Peraltro, nel corso del 2012 si è anche assistito ad una risalita del tasso di partecipazione al lavoro, che ha contribuito ad alzare significativamente il tasso di disoccupazione.

La fase ciclica negativa ha messo in difficoltà il settore delle imprese, le quali hanno visto ridursi i margini di profitto (*mark up*) e, allo stesso tempo, hanno dovuto affrontare una situazione sfavorevole dal lato delle fonti di finanziamento. Anche la situazione delle famiglie si è deteriorata; il reddito disponibile si è ridotto sotto la spinta dell'aumentata pressione fiscale e del calo occupazionale.

Le politiche di aggiustamento fiscale e le riforme attuate hanno portato ad un miglioramento strutturale complessivo dal punto di vista degli squilibri macroeconomici anche se la fase congiunturale, ancora sfavorevole, ha reso più difficile il pieno palesarsi dei risultati conseguiti. Tuttavia alcuni segnali favorevoli sono già riscontrabili. Dal lato della competitività, risultano incoraggianti le tendenze negli scambi con l'estero, caratterizzati da un deciso miglioramento del saldo delle partite correnti, da un buon andamento delle esportazioni e da una sostanziale stabilizzazione delle quote di prodotti italiani nei mercati internazionali. Le analisi effettuate mostrano che questi risultati hanno un carattere in larga parte strutturale. Risulta anche molto positivo il deciso calo del differenziale tra i BTP e i Bund rispetto ai picchi registrati nei momenti più acuti della crisi. Tale calo contribuirà al graduale venire meno delle tensioni sul mercato del credito e, in generale, su tutti gli indicatori finanziari monitorati a livello europeo. A favorire una più rapida ripresa della domanda interna contribuirà anche l'intervento relativo al pagamento dei debiti pregressi della PA, che comporterà una rilevante immissione di liquidità nel sistema delle imprese (per maggiori dettagli si rimanda al capitolo V e al Programma di Stabilità).

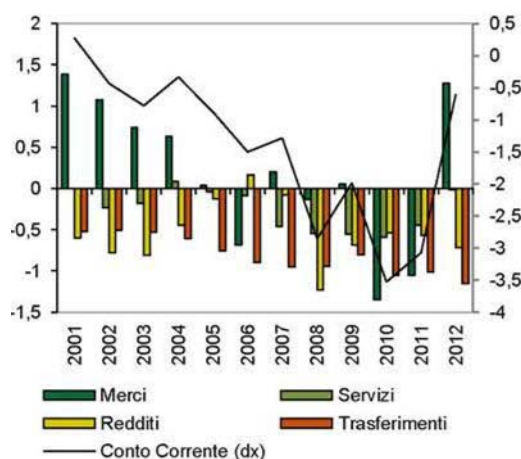
IV.2 ANALISI DEGLI SQUILIBRI MACROECONOMICI E PROSPETTIVE

Di seguito si prendono in esame gli indicatori alla base della procedura di sorveglianza macroeconomica analizzandone sia le tendenze di fondo sia gli andamenti più recenti. L'approccio adottato a livello europeo distingue all'interno dello *Scoreboard* tra indicatori che segnalano eventuali squilibri esterni e indicatori collegati a squilibri interni. Tuttavia, l'interpretazione dei dati non si ferma ad una lettura meccanica degli indicatori presi singolarmente, ma fornisce una valutazione congiunta del loro andamento anche alla luce dell'analisi di ulteriori variabili.

Le partite correnti, l'export e la posizione netta sull'estero

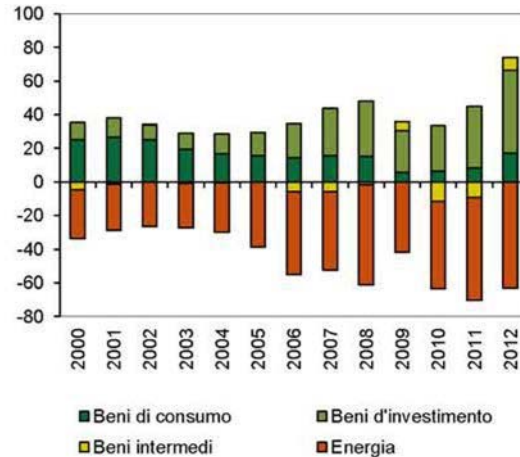
A partire dal 2011 si è assistito ad un miglioramento progressivo delle partite correnti che sono ormai prossime al pareggio (-0,6 per cento del PIL nel 2012), dovuto al ritorno di un attivo nel saldo delle merci (+1,3 per cento del PIL nel 2012) e a un sostanziale equilibrio dei servizi. La crisi dei debiti sovrani ha inciso sulla componente dei redditi da capitale con un aggravio della voce dei redditi - dovuto in prevalenza alla aumentata spesa per interessi sul debito pubblico. La voce dei trasferimenti unilaterali netti verso l'estero risulta ormai da tempo in passivo, a causa delle rimesse internazionali e dei trasferimenti alle istituzioni comunitarie.

FIGURA IV.1: SCOMPOSIZIONE DEL SALDO DELLE PARTITE CORRENTI DELL'ITALIA
(in percentuale del PIL)



Fonte: Banca d'Italia.

FIGURA IV.2: SCOMPOSIZIONE SETTORIALE DEL SALDO DELLA BILANCIA COMMERCIALE DELL'ITALIA (miliardi)



Fonte: ISTAT.

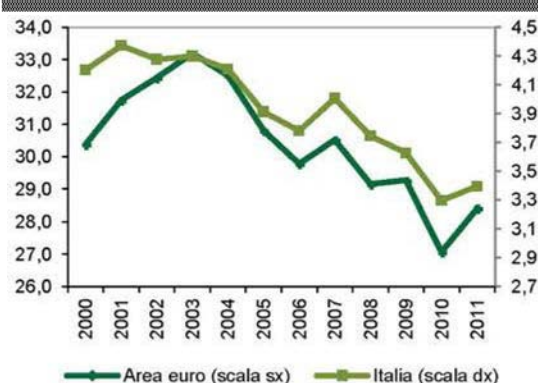
Il risultato positivo degli scambi con l'estero è stato conseguito nonostante l'Italia presenti un rilevante deficit strutturale nel settore dell'energia (4,5 per cento del PIL nel 2012). Sono invece tradizionalmente in attivo i saldi per la componente dei beni di consumo e quella per i beni d'investimento, quest'ultima in deciso miglioramento negli ultimi anni. Il surplus della bilancia commerciale è il risultato di una decisa contrazione delle importazioni e di un aumento delle esportazioni che, in termini nominali, hanno sopravanzato i livelli registrati prima della crisi economico-finanziaria degli anni 2008-2009.

Il comportamento delle esportazioni è dettato dall'andamento della domanda mondiale e dalla capacità di competere sui mercati internazionali. Una misura sintetica di comportamento dell'*export* è data dalla quota di mercato nel commercio internazionale. La quota italiana si è ridotta del 18,4 per cento nei cinque anni che terminano nel 2011 (dati 2012 non ancora disponibili). Si segnala dunque una criticità. Fra il 2000 e il 2011 la quota dell'Italia sul totale del commercio mondiale è scesa infatti dal 3,8 per cento al 3,3 per cento¹. Dopo una fase di recupero, realizzatasi nel periodo 2001-2004, si è rilevata una tendenza negativa durata fino al 2010. Tuttavia i dati più recenti segnalano una decisa attenuazione della velocità di caduta della quota, con una sostanziale stabilizzazione a partire dal 2011.

Dall'analisi degli scambi internazionali mondiali si osserva che l'insieme dei Paesi avanzati è stato interessato da una perdita di quote di mercato. Per interpretare la variazione delle quote italiane, il confronto più significativo è quello con l'Area dell'Euro; la scelta è motivata dal fatto che si tratta di un'area ad un livello di sviluppo nella sua media comparabile, all'interno della quale la competitività relativa non è influenzata da oscillazioni del cambio. Per eliminare effetti che potrebbero aver influito sulle esportazioni di un determinato anno, è stata calcolata la media mobile a tre anni delle esportazioni all'inizio ed alla fine dell'arco temporale considerato.

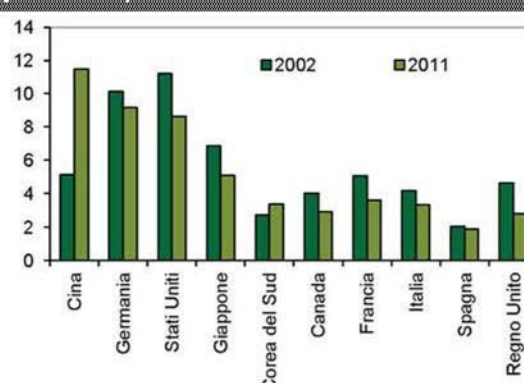
All'inizio del campione, nel triennio 2000-2002, la quota di mercato dell'Italia sul commercio mondiale si è attestata mediamente al 4,3 per cento, mentre nel triennio 2009-2011 tale valore è sceso al 3,4 per cento. Nello stesso arco temporale la quota di mercato dell'Area dell'Euro nel suo complesso è passata dal 31,5 per cento al 28,3 per cento. La variazione delle quote italiane presenta un profilo simile anche se risulta - in termini di variazione percentuale - peggiore rispetto alla media dei Paesi dell'Area dell'Euro (Figura IV.3). Ciò nonostante è da osservare (Figura IV.4) che il dato che si differenzia maggiormente è quello della

FIGURA IV.3 - QUOTE DI MERCATO DELL'ITALIA NEL COMMERCIO MONDIALE (valori percentuali)



Fonte: Elaborazioni su dati UN-Comtrade.

FIGURA IV.4 - QUOTE DI MERCATO SULLE ESPORTAZIONI MONDIALI DI MERCI (valori percentuali)



Fonte: Elaborazioni su dati UN-Comtrade.

¹ I dati utilizzati nell'analisi che segue sono di fonte Comtrade, il *database* statistico delle Nazioni Unite. La quota di mercato dell'Italia è calcolata come rapporto fra le esportazioni nazionali e le esportazioni mondiali, valutate a prezzi correnti.

Germania, le cui esportazioni influenzano in misura rilevante il dato aggregato dell'Area dell'Euro. Il comportamento degli altri principali Paesi europei non è sostanzialmente difforme da quello italiano.

FOCUS
Quote sul commercio internazionale per categorie di prodotto, mercati di sbocco e specializzazione produttiva

Nel periodo considerato (2000-2011), dai dati disaggregati per prodotto si rileva che la tendenza negativa nelle quote di commercio internazionale dell'Italia ha riguardato tutti i settori di maggiore rilievo² per l'export italiano. In dettaglio, la perdita è stata particolarmente rilevante nel tessile (dal 7,3 per cento al 5,3 per cento), nella gomma e plastica (da una quota del 4,8 per cento del 2000 al 3,7 per cento nel 2011) e nella produzione di veicoli (dal 3,8 per cento al 3,0 per cento). Una possibile spiegazione della perdita di quote in settori così rilevanti è legata ad un *mix* di prodotti di esportazione simile a quello di alcune economie emergenti, come rilevato da recenti studi³. Il decennio terminato con il 2010 ha visto la completa apertura negli scambi in numerose categorie di prodotti. Sono quindi aumentate le pressioni competitive esterne con la conseguente fuoriuscita dal mercato delle imprese italiane meno competitive. I dati relativi al 2011 segnalano che nei settori di esportazione rilevanti per l'Italia, si è sostanzialmente interrotta la caduta della quota nel commercio mondiale. In particolare, si rileva una tenuta della quota nei macchinari elettrici (3,4 per cento dal 3,2 per cento nel 2010), nella produzione di veicoli (3,1 per cento da 3,0 per cento nel 2010), nei prodotti in metallo (4,4 per cento da 4,3 per cento nel 2010) e nel tessile (5,3 per cento da 5,2 per cento nel 2010). I dati settoriali sulle esportazioni, relativi al 2012, segnalano una dinamica sostenuta dell'export nel petrolchimico, nel chimico-farmaceutico, nei prodotti in metallo e nel settore alimentare.

Un'altra spiegazione della caduta della quota di mercato dell'Italia risiede nella sua specializzazione in settori caratterizzati da dinamiche di domanda mondiale relativamente sfavorevoli. Se consideriamo le quote delle esportazioni mondiali dei prodotti sul totale del commercio internazionale, nel periodo in esame si osserva un significativo aumento nella quota in valore delle materie prime energetiche e non. Per ciò che riguarda il comparto della trasformazione industriale, si osserva che a fronte di aumenti dell'importanza dei settori chimico e dei prodotti in metallo, si sono registrate consistenti flessioni delle quote del tessile, della produzione di veicoli e dei macchinari elettrici.

Per fornire una indicazione più tecnica sulla specializzazione produttiva dell'Italia è stato calcolato l'indice di Balassa⁴ all'inizio ed alla fine dell'arco temporale considerato. Si rilevano vantaggi comparati elevati nei prodotti in pelle, nell'abbigliamento, nei prodotti di minerali non metallici, nel mobilio, nel tessile e nei prodotti in metallo. Nel periodo esaminato i cambiamenti nel modello di specializzazione sono relativamente contenuti. Fra il 2002 e il 2011 si rileva un aumento di specializzazione nei prodotti in pelle e in metallo, mentre diminuisce l'orientamento produttivo dell'economia italiana nel settore dei prodotti di minerali non metallici.

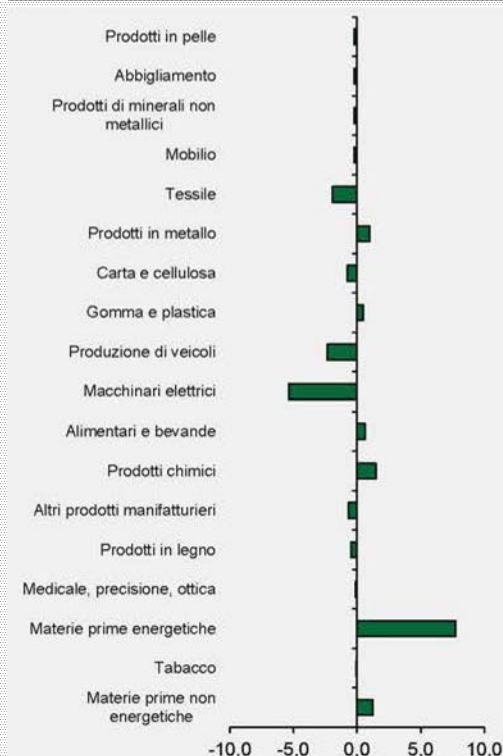
² Si fa riferimento ai settori con un'incidenza media sull'export italiano complessivo superiore al 5 per cento nel periodo 2000-2011.

³ Per maggiori dettagli si veda il seguente documento: *European Commission, EUROPEAN ECONOMY, Occasional Papers No. 107, July 2012, Macroeconomic imbalances - Italy*.

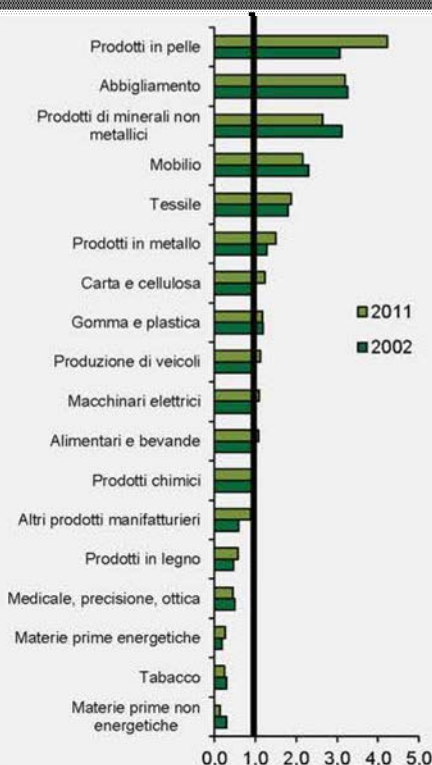
⁴ L'indice di Balassa del Paese *i* nel settore *j* misura il grado di specializzazione del Paese *i* nella produzione del *j*-esimo prodotto ed è definito come il rapporto fra la quota delle esportazioni del Paese *i* nel settore *j* e l'analoga quota calcolata a livello mondiale. Un indice maggiore di 1 indica una specializzazione, mentre un indice minore 1 indica assenza di specializzazione.

Il raffronto grafico tra settori per i quali c'è una maggiore specializzazione produttiva dell'Italia e settori che vedono aumentare o contrarre il loro peso all'interno del commercio internazionale non è favorevole per l'Italia. Tuttavia la contrazione delle quote per tali settori, con l'eccezione del tessile, risulta piuttosto contenuta.

QUOTA DEI SETTORI NEGLI SCAMBI MONDIALI
(variazione percentuale delle quote fra il 2000 e il 2011)



INDICI DI BALASSA PER L'ITALIA



Fonte: Elaborazioni su dati UN-Comtrade.

È possibile effettuare un'analisi più rigorosa andando a misurare separatamente il contributo della specializzazione produttiva e della specializzazione geografica alla dinamica dell'export italiano. La metodologia *Shift and Share*⁵ permette di scomporre il differenziale fra il tasso di crescita delle esportazioni italiane e il tasso di crescita della domanda mondiale in quattro componenti: specializzazione produttiva iniziale, cambiamento nella specializzazione produttiva, localizzazione geografica iniziale, cambiamento nella localizzazione geografica.

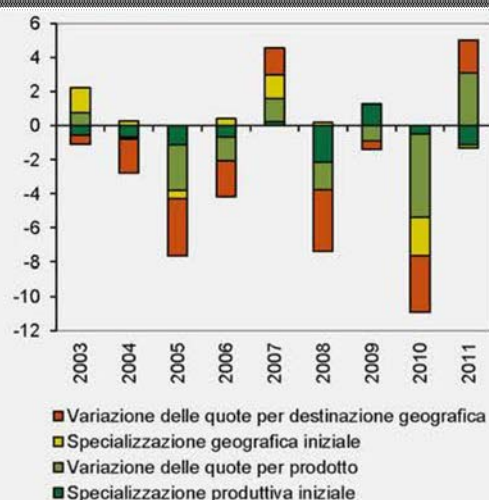
Dai risultati dell'analisi si rileva che nel periodo 2003-2011 la specializzazione produttiva dell'Italia non gioca il ruolo principale nella riduzione delle quote; anche il posizionamento iniziale sui mercati risulta non particolarmente rilevante. Sono invece quantitativamente più importanti gli effetti dovuti alle perdite di quote sulle singole categorie di prodotto e all'interno dei mercati di sbocco (dato il posizionamento iniziale dell'Italia). L'erosione delle quote rimanda alla questione del parziale spiazzamento delle produzioni italiane da parte delle economie emergenti.

Nel corso del 2011 si è registrato un cambiamento nell'orientamento produttivo e geografico dell'export italiano che ha consentito di arrestare questo andamento negativo delle quote. Il miglioramento sembra confermato dai dati del 2012, anche se non è ancora

⁵ Si veda European Commission (2012), *Macroeconomic Imbalances - Italy, European Economy, Occasional Papers* n. 107.

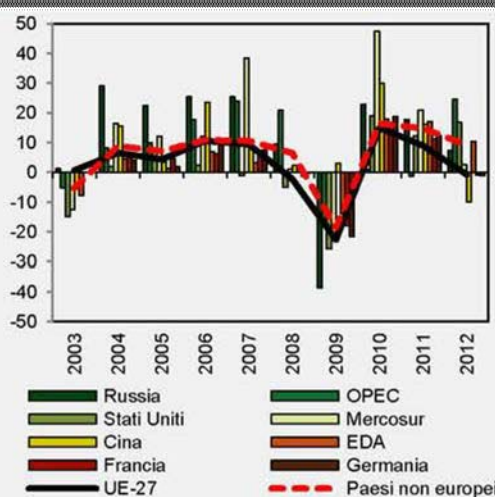
possibile produrre un'analisi *Shift and Share* per tale anno. Si è accentuato, ad esempio, lo spostamento delle esportazioni italiane verso aree caratterizzate da una maggiore crescita economica. Nell'ultima figura è mostrata la dinamica annuale delle esportazioni verso le principali aree verso cui l'Italia esporta.

ANALISI SHIFT AND SHARE DELLE ESPORTAZIONI DELL'ITALIA (differenze nei tassi di crescita, %)



Fonte: Elaborazioni su dati UN-Comtrade.

ESPORTAZIONI DELL'ITALIA PER PAESE E AREA GEOGRAFICA (variazioni percentuali)



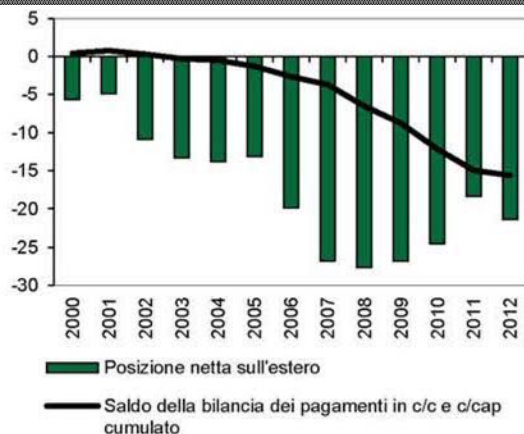
Nota: EDA è l'acronimo di Economie Dinamiche dell'Asia. Tale aggregato comprende i seguenti Paesi asiatici: Singapore, Corea del Sud, Taiwan, Hong Kong, Malaysia e Thailandia.

Fonte: ISTAT.

La posizione sull'estero

Il saldo delle partite correnti, ininterrottamente negativo dal 2008, non ha determinato un sostanziale peggioramento della posizione netta sull'estero.

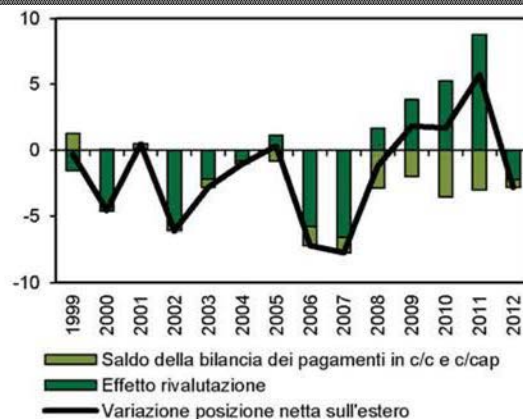
FIGURA IV.5: POSIZIONE NETTA E VALORI CUMULATI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI IN C/C E C/CAP (in percentuale del PIL)



Nota: Il dato relativo al 2012 della posizione netta sull'estero è previsto.

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia.

FIGURA IV.6: POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO, BILANCIA DEI PAGAMENTI E EFFETTI RIVALUTAZIONE (in percentuale del PIL)



Nota: I dati 2012 della posizione netta sull'estero e dell'effetto rivalutazione sono previsti.

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Quest'ultima infatti si è deteriorata di un ammontare inferiore al saldo cumulato della bilancia dei pagamenti, di cui il saldo delle partite correnti e la voce principale (le partite in conto capitale incidono in misura minima). Gli effetti di rivalutazione degli *stock* di crediti e debiti verso l'estero, che nel periodo 2000-2006 erano stati sfavorevoli, negli ultimi anni hanno giocato a favore. Questo effetto è risultato particolarmente evidente tra il 2010 e il 2011. Hanno inciso un moderato deprezzamento dell'euro - che avrebbe portato ad una rivalutazione dei titoli esteri detenuti dagli italiani - ma anche un andamento relativamente meno favorevole dei titoli nazionali rispetto a quelli esteri. L'effetto rivalutazione è tornato negativo nel 2012 perché a fine anno si è determinata una risalita del valore di mercato dei titoli del debito pubblico posseduti dai non residenti.

Il valore della posizione netta sull'estero a fine 2012 risultava pari al -22,1 per cento del PIL. Tale cifra non segnala alcuna criticità di rilievo ed è ben distante dalla soglia che lo *Scoreboard* considera indice di una situazione di squilibrio di fondo del Paese (-35 per cento).

Il saldo delle partite correnti in rapporto al PIL è risultato nel 2012 in notevole miglioramento - circa lo 0,6 per cento rispetto al 3,1 per cento del 2011- ed è proiettato vicino al pareggio nei prossimi anni. Alcune stime effettuate in conformità con il metodo adottato dalla Commissione Europea consentono inoltre di affermare che l'aggiustamento verificatosi nel corso del 2012 ha un carattere prevalentemente strutturale, e dunque permanente (Figura IV.7). Si osserva infine che i valori previsti del saldo delle partite correnti sono prossimi al livello che, dati gli andamenti futuri attesi della crescita economica, stabilizza il rapporto tra posizione estera netta e prodotto interno lordo. Per conseguire tale livello, si richiederebbe una variazione del tasso di cambio effettivo reale di entità molto contenuta⁶ (si veda la Figura IV.8).

FIGURA IV.7: CONTO CORRENTE VS SOTTOSTANTE (in percentuale del PIL)

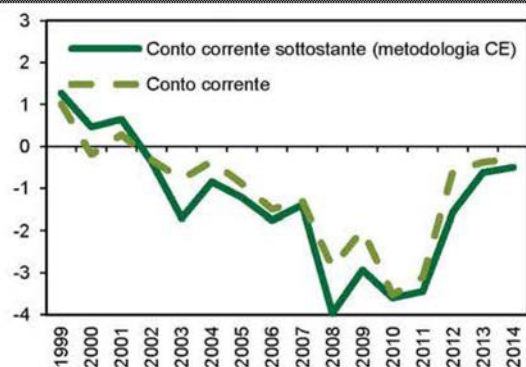
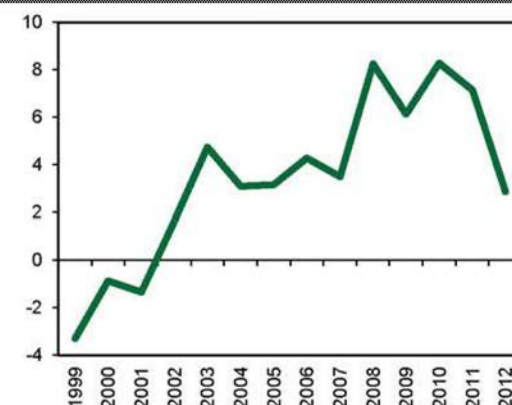


FIGURA IV.8: TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO REALE (variazioni necessarie, %)



Fonte: Elaborazione su dati AMECO e Banca d'Italia.

⁶ Le Figure IV.7 e IV.8 sono realizzate applicando la metodologia della Commissione Europea, per la quale si rimanda al contributo di M. Salto e A. Turrini, 'Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment', *European Economy - Economic Papers* 427, European Commission, 2010.

La Figura IV.8 mostra il cambiamento richiesto al tasso di cambio reale di equilibrio (REER) per colmare il gap tra il valore dell'*underlying current account* (il conto corrente depurato dagli effetti del ciclo economico e dal ritardo nell'aggiustamento dei volumi di scambio a cambiamenti del REER) e un valore desiderato, pari a quello che stabilizza la posizione netta sull'estero. La Figura IV.7 mostra l'*underlying current account*. I dati utilizzati per i calcoli sono di fonte AMECO per le variabili che entrano nella definizione del conto corrente, mentre la posizione netta sull'estero è calcolata su dati di fonte Banca d'Italia.

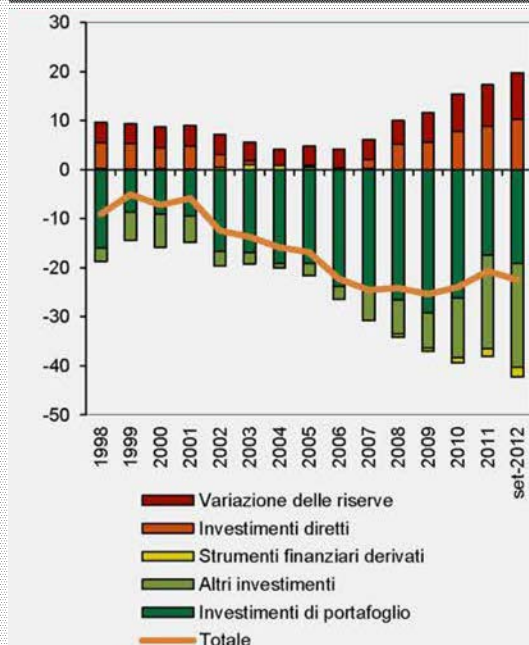
In sostanza le metodologie utilizzate, che prendono in considerazione sia il saldo delle partite correnti che l'attuale posizione netta sull'estero, mostrano che la situazione dei conti esteri del Paese è rassicurante in termini di sostenibilità.

FOCUS

Posizione netta sull'estero dell'Italia: sostenibilità di breve periodo

Esiste un'ulteriore dimensione di analisi sul debito estero⁷ e questa riguarda la capacità da parte del Paese di fronteggiare, in caso di tensione sui mercati, situazioni in cui i creditori esteri potrebbero non rinnovare la componente del debito in scadenza o, riducendo il loro portafoglio di titoli italiani, mettere sotto pressione i titoli italiani sui mercati finanziari.

POSIZIONE PATRIMONIALE NETTA SULL'ESTERO PER STRUMENTO DELL'ITALIA (in percentuale del PIL)



Fonte: Banca d'Italia.

Un primo elemento di valutazione circa la sostenibilità del debito estero dell'Italia può essere desunto dall'analisi della composizione del debito estero per durata degli strumenti finanziari rappresentativi del debito stesso. Da questo punto di vista si rileva che una maturità corta del debito estero espone il Paese ad elevate esigenze di rifinanziamento rendendo meno sostenibile il debito estero⁸. Da questo punto di vista non emergono particolari elementi di criticità per l'Italia. Sulla base delle ultime statistiche sul debito estero diffuse dalla Banca d'Italia, la percentuale di debito estero di breve termine (con una scadenza inferiore all'anno) dopo aver registrato un incremento nel 2011, si è successivamente stabilizzata, attestandosi intorno al 33 per cento a partire dalla seconda metà dell'anno. Come rilevato dalla Commissione Europea (v. nota 11), gli investitori non residenti si caratterizzano per una

maggiore reattività al quadro economico del Paese destinatario dell'investimento, per il fatto di richiedere premi al rischio superiori e per una maggiore reattività al quadro economico e a cambiamenti nell'assetto legislativo-istituzionale. Sotto tale profilo, la situazione della Pubblica Amministrazione appare relativamente favorevole: l'incidenza del debito della Pubblica Amministrazione detenuto da non residenti (rispetto al debito complessivo) è scesa da valori superiori al 45 per cento a valori prossimi al 35 per cento dalla fine del 2011. Un altro elemento di valutazione si può desumere dall'analisi delle caratteristiche dei soggetti detentori del debito estero. Un recente studio del Fondo Monetario Internazionale⁹ considera il problema della vulnerabilità dei principali Paesi avanzati ad una improvvisa fuoriuscita degli investitori internazionali, a partire dalle caratteristiche dei soggetti detentori del debito stesso.

⁷ I dati sul debito estero rappresentano in prima approssimazione, le passività non azionarie dei residenti verso il resto del mondo e sono diffuse dal FMI e dalla Banca d'Italia a frequenza trimestrale.

⁸ 'Some issues on external sustainability', European Commission.

⁹ S. Arslanalp, T. Tsuda (2012), 'Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt', IMF Working Paper 12/284.

Per ciò che riguarda l'Italia, l'analisi mostra che nonostante un debito pubblico relativamente elevato, l'indice di resilienza della base di investitori a fine 2011 è sceso su valori in linea con la mediana calcolata su 24 fra le principali economie avanzate. In altri termini, il rischio di rifinanziamento legato a possibili spostamenti nelle preferenze degli investitori sarebbe relativamente contenuto, in linea con quello sperimentato nel resto del mondo. Un altro elemento che induce a valutare positivamente la posizione dell'Italia sotto il profilo della vulnerabilità a cambiamenti di domanda è rappresentato dalla quota ridotta del debito pubblico dell'Italia nel portafoglio degli investitori internazionali, significativamente inferiore rispetto a quella del portafoglio di riferimento calcolato per l'Area dell'Euro.

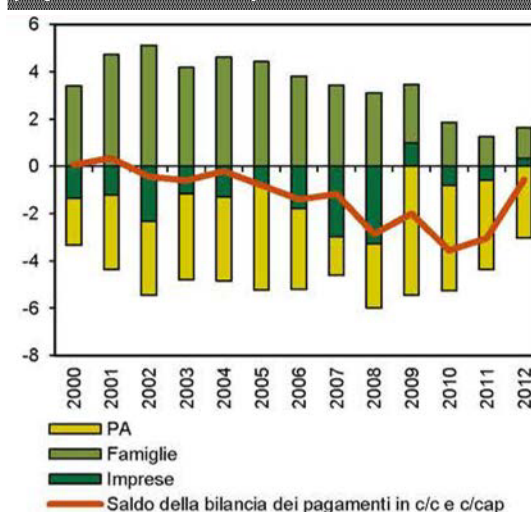
L'andamento delle partite correnti in relazione ai flussi di risparmio

La sostenibilità del conto delle partite correnti rappresenta soltanto un primo livello di analisi che non considera gli equilibri macroeconomici complessivi e le decisioni di consumo e risparmio degli operatori nazionali. In termini di contabilità nazionale, i flussi della partite correnti, in quanto somma della bilancia commerciale e dei redditi netti da capitale e da lavoro, equivalgono allo scostamento tra il risparmio nazionale lordo e l'investimento lordo. In sostanza, se il risparmio nazionale non è sufficiente a finanziare gli investimenti l'economia italiana prende a prestito dall'estero dando luogo ad un deficit delle partite correnti. Il risparmio nazionale, come pure il totale degli investimenti, può essere scomposto nelle diverse componenti dei settori istituzionali: delle famiglie, delle imprese e del settore pubblico.

Il saldo negativo delle partite correnti che si è prodotto negli ultimi anni è interpretabile come un maggior volume di investimenti rispetto ai risparmi prodotti dall'economia, che è stato finanziato da afflussi di capitali esteri (Figura IV.9). Secondo una interpretazione complementare, lo squilibrio delle partite correnti è prodotto da un assorbimento in eccesso della domanda interna rispetto al PIL (c.d. *Absorption Approach*); in questa ottica, oltre agli investimenti diventa rilevante anche l'andamento dei consumi.

Non necessariamente disavanzi delle partite correnti generati da elevati livelli di investimento (o di consumi) sono da considerarsi sintomi di squilibri macroeconomici. Infatti il comportamento della domanda interna è in buona parte (a eccezione della componente pubblica) frutto delle decisioni degli operatori privati che per diverse motivazioni possono trovare efficiente e razionale indebitarsi. Una conclusione generalmente condivisa è però che le decisioni del settore privato possono

FIGURA IV.9: FLUSSI DI RISPARMIO DEI SETTORI ISTITUZIONALI E SALDO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI IN C/C E C/CAP
(In percentuale del PIL)



Nota: I dati relativi al flusso delle famiglie e delle imprese nel 2012 sono previsioni.

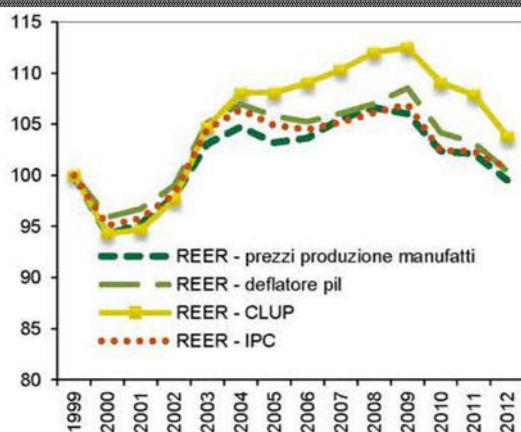
Fonte: Elaborazione su dati ISTAT e Banca d'Italia.

risultare distorte di fronte a movimenti del capitale di natura speculativa che portino a livelli di tassi d'interesse eccessivamente bassi e/o a bolle speculative nei mercati finanziari e immobiliari. In tali casi la domanda interna dei Paesi crescerà a ritmi troppo sostenuti e lontani dai fondamentali economici generando disavanzi con l'estero non giustificati e più difficilmente sostenibili. Squilibri nelle partite correnti possono anche essere causati da disavanzi eccessivi dei saldi di finanza pubblica. In letteratura economica la presenza contemporanea di *deficit* pubblici e di *deficit* delle partite correnti viene definito '*twin deficit*'.

Nel corso degli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria, l'Italia non si sono verificati fenomeni speculativi di rilievo né nel settore immobiliare né in quello finanziario e creditizio; inoltre il *deficit* di finanza pubblica era di modesta entità. Effettivamente, i consumi e gli investimenti privati erano sostenuti da livelli favorevoli dei tassi di interesse e la domanda interna cresceva in media ad un tasso leggermente superiore al PIL. Tuttavia, si può affermare che non ci siano stati squilibri significativi. Dall'inizio della crisi si è verificato un temporaneo allargamento del *deficit* delle partite correnti. L'allargamento del *deficit* di bilancio, legato a fattori ciclici, ha comportato una riduzione del risparmio pubblico che, utilizzando gli schemi interpretativi appena proposti, ha avuto riscontro in un aumento del disavanzo verso l'estero. La riduzione in corso del *deficit* delle partite correnti, specularmente, è anche legata alla drastica correzione dei conti pubblici avviata a partire da fine 2011. Al momento, la correzione trova un maggiore riscontro nella compressione della componente privata della domanda interna, investimenti e consumi privati, e in parte nell'aumento del risparmio privato. Nel medio periodo si avrà un riequilibrio allorché, con il miglioramento del ciclo, aumenterà in maggior misura rispetto ad oggi il risparmio pubblico (grazie ai maggiori introiti fiscali). Ciò consentirà una ripresa della domanda privata preservando al contempo il ritrovato equilibrio delle partite correnti.

La competitività di prezzo e il tasso di cambio reale effettivo

FIGURA IV.10: TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO REALE (1999=100)



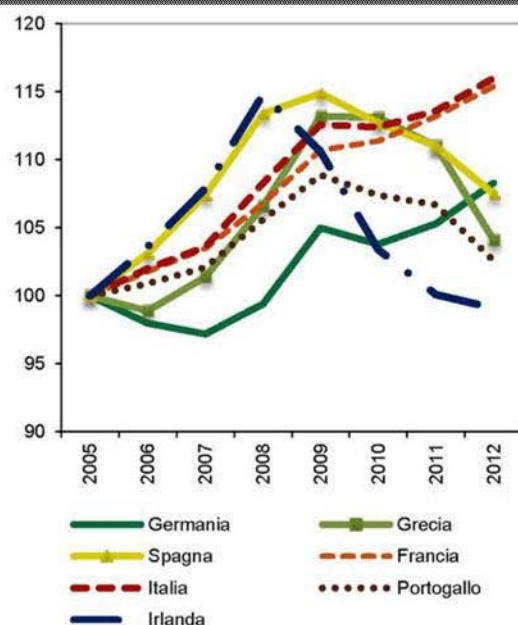
Nota: Per i dati del 2012 relativi a REER - deflatore PIL e REER - costo unitario del lavoro, media dei primi tre trimestri. Per i dati del 2012 REER - prezzi dei manufatti, media dei dati mensili terminanti a novembre.
Fonte: Banca d'Italia.

La Commissione Europea valuta la competitività di prezzo dei Paesi membri in base al tasso di cambio effettivo reale basato sull'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA). Tale indicatore, oltre a non segnalare criticità per l'Italia, ha mostrato un miglioramento negli ultimi anni. Il tasso di cambio effettivo reale può essere calcolato anche in base al costo del lavoro, ai prezzi alla produzione dei manufatti o al deflatore del PIL. La Figura IV.10 mostra l'apprezzamento del cambio reale dal 1996 in poi. Nel periodo pre-crisi, il tasso di cambio effettivo reale calcolato sul costo unitario del lavoro è aumentato in misura

maggiore rispetto a quello calcolato sul deflatore del PIL o sui prezzi alla produzione dei manufatti. Tutti gli indicatori considerati hanno mostrato una protratta fase di miglioramento a seguito della crisi. È importante rilevare che il comportamento del deflatore del PIL è influenzato anche dalle variazioni del *mark-up* che, a partire dal 2005, presenta una tendenza - a livello aggregato - alla riduzione. Questo andamento si è verificato indipendentemente da fattori ciclici e rappresenta una segnale di maggiore concorrenza nel mercato interno.

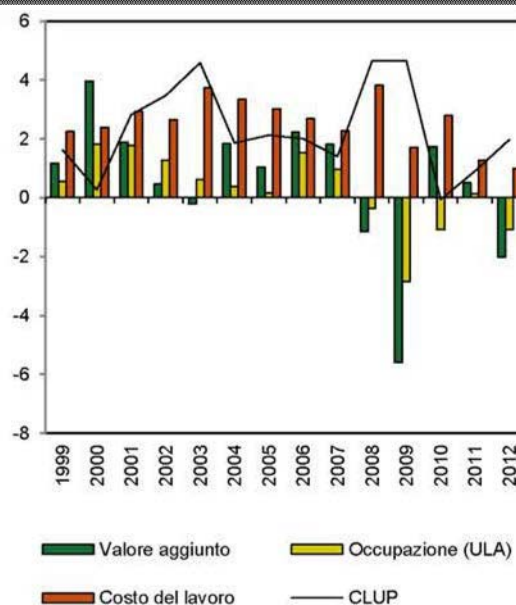
Produttività, crescita salariale, disoccupazione e mercato del lavoro

FIGURA IV.11: COSTO UNITARIO NOMINALE DEL LAVORO (2005=100)



Nota: I dati per Irlanda, Spagna, Francia, Portogallo relativi al 2012 sono previsioni.
La serie storica relativa alla Grecia è provvisoria.
Fonte: Eurostat.

FIGURA IV.12: COSTO DEL LAVORO PER UNITÀ DI PRODOTTO (variazioni percentuali)



Fonte: Istat.

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è uno degli indicatori dello *Scoreboard* presi in considerazione per la valutazione degli squilibri esterni in quanto il costo del lavoro incide in maniera rilevante sulla competitività di prezzo. Se si tiene conto del valore soglia individuato dalla Commissione, al momento il costo unitario del lavoro non costituisce una criticità. Tuttavia la perdita di competitività dell'Italia, che incide sulle quote di mercato, è strettamente dipendente dall'andamento del costo del lavoro. Dai primi anni 2000, infatti, il costo unitario del lavoro ha mostrato un andamento crescente cui ha corrisposto un ampliamento del differenziale rispetto ai principali partner commerciali (Figura IV.11). L'aumento del costo unitario del lavoro (CLUP) è legato principalmente all'andamento stagnante della produttività. La crescita pressoché nulla della produttività del lavoro in Italia ha inizio alla fine degli anni 1990 e ha interessato tutti i settori dell'economia. Nel periodo successivo alla crisi il costo unitario del lavoro per l'intera economia ha continuato ad aumentare anche in termini reali

perché la dinamica del reddito pro-capite, seppure in moderazione nei trimestri più recenti, è risultata maggiore di quella della produttività. Una causa dell'andamento ancora insoddisfacente dell'indicatore è attribuibile ad aspetti ciclici e ad un diverso comportamento del mercato del lavoro rispetto a quello dei beni. La contrazione dell'occupazione è stata molto meno marcata rispetto alla caduta del prodotto interno lordo.

In prospettiva, è atteso un ribilanciamento di queste due componenti; con la ripresa dell'economia gli aumenti dell'occupazione saranno probabilmente meno che proporzionali rispetto alle variazioni del PIL. Tuttavia resta cruciale ottenere maggiori incrementi di produttività che non vadano a scapito di aumenti di occupazione. Il PNR dello scorso anno già delineava le principali cause della riduzione della produttività italiana, tra cui si ricordano una minore qualificazione del capitale umano, un modello di sviluppo basato sulle piccole e medie imprese che mostrano una minore capacità di assorbimento delle nuove tecnologie e di penetrazione sui mercati internazionali. La variazione dei salari nominali, l'altra componente che determina il CLUP, è risultata sostanzialmente in linea con la media europea. In termini di comportamento aggregato si può facilmente sostenere che questa variabile non abbia giocato, al contrario della bassa produttività, un ruolo rilevante nella perdita di competitività. Alla necessità di perseguire un maggiore allineamento tra il comportamento dei salari e le variazioni della produttività è stata data una risposta rafforzando la negoziazione salariale di secondo livello tramite il recente accordo sulla produttività.

È in atto, e durerà fino al 2015, un congelamento dei salari nominali nella Pubblica Amministrazione. Anche nel settore privato, escludendo alcuni fattori che ne frenano la dinamica discendente, è in corso una forte moderazione. Va considerato che alla necessità di far recuperare competitività di prezzo all'economia italiana si contrappone l'esigenza di non deprimere ulteriormente la domanda interna, particolarmente rilevante in una fase congiunturale ancora molto delicata come quella attuale.

È importante rilevare che il comportamento dei salari è un punto di raccordo tra gli equilibri esterni del Paese e quelli interni. Non a caso la variazione dei salari è messa in relazione anche al comportamento del tasso di disoccupazione, uno degli indicatori utilizzati per valutare gli squilibri interni.

FOCUS

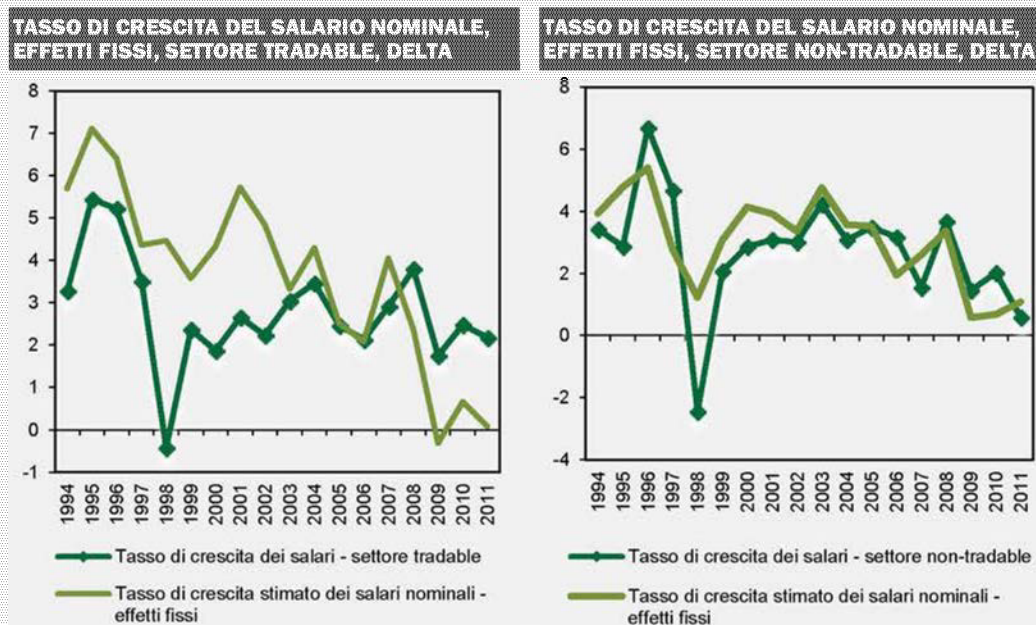
Andamento dei salari in relazione con equilibrio interno

La crescita dei salari può contribuire alla correzione o, viceversa, all'amplificazione degli squilibri macroeconomici di un Paese. Ai fini della valutazione degli squilibri macroeconomici dei singoli Paesi, la Commissione Europea ha recentemente condotto uno studio¹⁰ in cui confronta la crescita 'effettiva' dei salari dei Paesi europei con un salario di riferimento (*benchmark*) stimato attraverso i fondamentali macroeconomici (produttività del lavoro, disoccupazione e inflazione), che rappresenta l'equilibrio interno del mercato del lavoro.

I risultati di tale studio mostrano che, fino al 2008, la crescita 'effettiva' dei salari in Italia è risultata inferiore al salario di equilibrio considerato. Dopo il 2008, invece, la stessa è risultata superiore al salario di equilibrio. A seguito della crisi, infatti, la crescita del salario

¹⁰ A. Turrini, 'Wage benchmarks' (Note for the EPC LIME working group, Brussels/2012).

d'equilibrio si è ridotta per effetto del calo della produttività e dell'aumento del tasso di disoccupazione.



Fonte: A. Turrini, 'Wage benchmarks', 2012.

Dall'inizio della crisi il tasso di disoccupazione in Italia è aumentato in misura graduale senza tuttavia raggiungere i livelli medi dell'Area dell'Euro. Il suo vistoso incremento a partire dalla fine del 2011 è da attribuire principalmente all'aumento dell'offerta di lavoro. Nel corso del 2012, contrariamente a quanto si era verificato nel corso della crisi del 2008-2009, la ricerca occupazionale si è intensificata. Ha contribuito all'aumento del tasso di partecipazione (aiutando quindi alla crescita potenziale nel medio-lungo periodo) anche il rinvio del pensionamento di un numero rilevante di lavoratori a seguito delle recenti riforme. In base alla rilevazione sulle forze di lavoro dell'ISTAT, il tasso di partecipazione (15-64) è aumentato di circa 1,5 punti percentuali nel 2012, collocandosi al 63,7 per cento.

L'indicatore sul tasso di disoccupazione non costituisce al momento una fonte di preoccupazione per gli squilibri interni. Tuttavia, la condizione del mercato del lavoro, non solo in Italia, è particolarmente fragile a causa della debolezza dell'attività economica. In prospettiva storica, infatti, il tasso di disoccupazione è salito a livelli elevati. Gli indicatori del mercato del lavoro mostrano condizioni di particolare vulnerabilità per la classe di età compresa tra i 15 e i 24 anni.

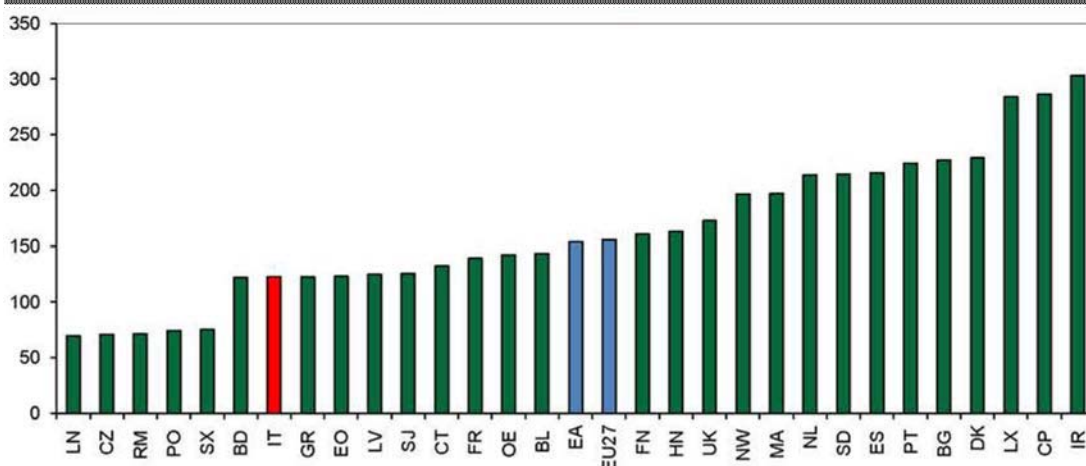
Le variabili finanziarie e il mercato del credito

Nell'ambito dell'analisi degli squilibri interni lo *Scoreboard* si basa su quattro indicatori di tipo finanziario: variazione delle passività del settore finanziario (tassi di crescita rispetto all'anno precedente), flusso di credito al settore privato, debito del settore privato, e debito pubblico (tutti in percentuale del PIL).

Livelli eccessivi di indebitamento relativi al settore privato (famiglie e imprese non finanziarie) potrebbero dar luogo a instabilità macroeconomica nel

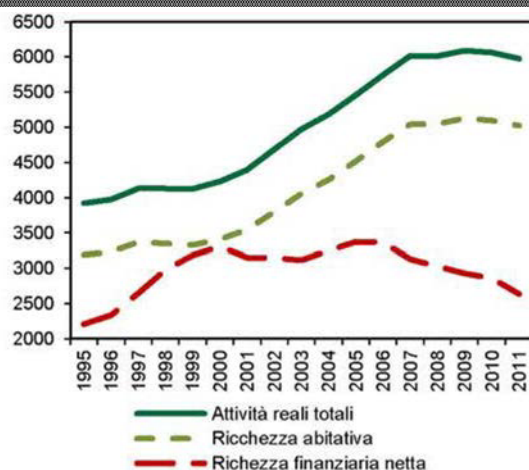
caso in cui il settore si trovasse costretto a ridurre rapidamente l'indebitamento. L'Italia non presenta valori critici; i flussi di credito sono ampiamente nella norma e il livello dell'indebitamento del settore presenta dimensioni molto contenute rispetto alla media europea. Non si rilevano, infine, variazioni eccessive nelle passività del settore finanziario.

FIGURA IV.13: DEBITO DEL SETTORE PRIVATO NEL 2011
(famiglie e imprese non finanziarie, in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat 2011.

FIGURA IV.14: RICCHEZZA COMPLESSIVA DELLE FAMIGLIE ITALIANE (miliardi, prezzi 2011)



Nota: La ricchezza abitativa è una componente delle Attività reali totali. La ricchezza finanziaria netta è il saldo tra attività e passività finanziarie.

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al bollettino statistico n.65, dicembre 2012.

La solidità finanziaria del settore privato in Italia è confermata anche prendendo in considerazione variabili che non figurano all'interno dello *Scoreboard*.

Il portafoglio delle famiglie italiane presenta una struttura equilibrata in quanto caratterizzata da un elevato livello di attività (rispetto al reddito disponibile), di cui quelle ad alto rischio rappresentano una quota contenuta¹¹. Sul lato delle passività, i processi di liberalizzazione finanziaria avviata negli anni '90 e il basso livello dei tassi d'interesse praticati dal settore creditizio alla clientela fino al 2008 hanno portato ad una graduale riduzione del tasso di

¹¹ Le attività finanziarie delle famiglie sono costituite per il 50 per cento da depositi e riserve assicurative e previdenziali e per il 20 per cento da obbligazioni principalmente bancarie e pubbliche. La quota restante è quasi interamente investita in azioni, partecipazioni e fondi comuni. Inoltre, il debito finanziario delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto stabile al 65 per cento nel terzo trimestre del 2012 (100 per cento circa il livello medio dell'Area dell'Euro nello stesso periodo). Fonte: Rapporto sulla Stabilità Finanziaria, novembre 2012, Banca d'Italia.