

# I conti dell'Eurozona

LE PAGELLE DELLA COMMISSIONE UE

## Promossi in debito aggregato

L'Italia è seconda solo alla Germania nella variazione dal '95 a oggi

**Dopo il vertice di Bruxelles. Firmato il «Fiscal compact» diventano cruciali le statistiche per monitorare i vari Paesi**

### GLI SQUILIBRI MACROECONOMICI

La Commissione Ue ha finalmente iniziato a valutare indicatori dello stato di salute come l'indebitamento privato e le bolle dei prezzi immobiliari  
di **Marco Fortis**

**A** "Fiscal compact" appena firmato, la Spagna ha subito annunciato di non essere in grado di rispettare gli impegni presi per ciò che riguarda il deficit nel 2012. Persino la virtuosa Olanda ha avuto un'inconsueta tirata d'orecchi dalla Commissione europea per il suo disavanzo eccessivo. La realtà è che sulla lunga distanza i fondamentali stanno venendo fuori e appare ormai evidente che l'Italia, rimessa in carreggiata dal Governo Monti, è messa assai meglio della Spagna. Anche per questa ragione gli spread italiano e spagnolo si sono riallineati. Nei prossimi mesi sarà cruciale tenere d'occhio le statistiche per vedere chi farà davvero i compiti a casa con diligenza e chi no.

Importanti informazioni sullo stato di salute dei diversi Paesi Ue verranno anche dalle "pagelle" sugli squilibri macroeconomici elaborate dalla Direzione Affari economici e finanziari guidata da Olli Rehn, che per la prima volta ufficializzano tra gli indicatori macroeconomici "chiave" della Commissione Europea una serie di variabili sin qui colpevolmente trascurate (come il debito privato o le bolle nei prezzi degli immobili). Ciò è indubbiamente positivo. Tuttavia, l'Excessive Imbalance Procedure (Eip) *scoreboard* predisposto dalla Commissione presenta anche alcuni evidenti limiti. Per esempio, vi sono asimmetrie riguardo a come vengono trattati taluni squilibri. Il debito privato è analizzato sia come stock sia come flusso mentre quello pubblico esclusivamente come stock. Il deficit pubblico, che pure costituisce una variabile cruciale, nello *scoreboard* figura solo tra gli indicatori "ausiliari".

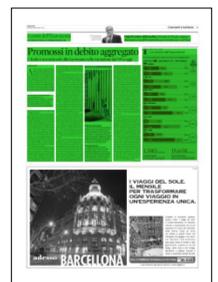
In questo caso l'Italia viene penalizzata perché il suo deficit nel corso di tutta la crisi è stato sempre tra i più virtuosi. Asimmetrie vi sono anche nelle modalità con cui sono state fissate le soglie massime consentite per alcuni indicatori. Per esempio, la bilancia di conto corrente non può eccedere mediamente, in negativo, il 4% del Pil nell'ultimo triennio (l'Italia era a -2,8% nella media 2008-2010, la Francia a -1,7%

e la Gran Bretagna a -2,1%), mentre in positivo la soglia è stata fissata "diplomaticamente" al 6% per non dover mettere la Germania sul banco degli imputati (Berlino era nello stesso triennio al +5,9%).

Suscita perplessità anche l'uso della variazione su cinque anni delle quote dei vari Paesi Ue nell'export mondiale per misurare la competitività degli stessi. Sarebbe stato meglio utilizzare come riferimento i soli manufatti non alimentari, escludendo l'energia e le derrate agricole, i cui rincari negli ultimi anni hanno sensibilmente accresciuto la quota dei produttori-esportatori di questi beni a discapito degli altri Paesi. Né la scelta della Commissione tiene conto dell'abnorme crescita dell'export cinese che ha ridotto il peso di tutte le economie avanzate nel commercio internazionale. Sicché persino la quota di export della Germania a livello mondiale è diminuita dell'8,3% tra il 2005 e il 2010. Nello stesso periodo la quota dell'Italia è calata del 19%, quella della Francia del 19,4% e quella della Gran Bretagna del 24,3 per cento. Se si fossero considerati i soli manufatti non alimentari, la quota italiana risulterebbe diminuita del 16,9%, evidenziando una perdita di competitività meno accentuata e significativamente inferiore rispetto al -20,5% della Francia e al -26,2% della Gran Bretagna.

Una seconda misura più verosimile della competitività nel commercio di beni e servizi, che la Commissione europea egualmente non considera tra gli indicatori "chiave", è il saldo di conto corrente al netto dei minerali energetici (quest'ultimo viene incluso solo tra gli indicatori "ausiliari"). Nel caso dell'Italia, che nel 2010 ha presentato un saldo di conto corrente negativo pari al 3,5% del Pil, escludendo l'energia, il saldo risulta praticamente in pareggio. Mentre nel caso di Paesi effettivamente poco competitivi, come ad esempio la Gran Bretagna, la Spagna o la Grecia, il saldo di conto corrente anche al netto dell'energia è comunque negativo.

Per il resto, gli *scoreboard* della Commissione dimostrano di funzionare discretamente, perlomeno "a posteriori", nel cogliere le potenziali criticità. Sul piano storico, infatti, essi ci spiegano molte cose: ad esempio, come è nata la crisi immobiliare-finanziaria in Europa. Speriamo perciò che tali indicatori possano essere altrettanto utili a prevedere e prevenire crisi future, mentre ci rammarichiamo che essi non fossero a disposizione delle autorità in passato quando si sarebbe potuto individuare con sufficiente anticipo i focolai di crisi e "spegnerli" in



tempo. Ad esempio, allorché il flusso di credito al settore privato dell'Irlanda superò abbondantemente per ben 6 anni (dal 2002 al 2008), nella più totale indifferenza delle istituzioni europee e delle agenzie di rating, la soglia massima tollerata, ora fissata nel 15% del Pil, e i debiti privati di Gran Bretagna e Spagna fecero altrettanto addirittura per nove anni consecutivi (dal 1999 al 2007). Anche la Grecia, prima dell'odierna crisi, ha sfiorato il limite consentito per il flusso di credito al settore privato per tre anni (dal 2006 al 2008). A quell'epoca tutti questi Paesi erano unanimemente considerati i "modelli" da seguire perché i loro Pil aumentavano a tassi sostenuti. Mentre le economie di Germania e Italia quanto a crescita arrancavano. Peccato che poi le finanze private (e anche pubbliche) dei Paesi anglosassoni, di Spagna e Grecia sono "saltate", mentre oggi tutti riconoscono che la quota di flusso di credito al settore privato in Italia non ha mai alimentato alcuna forma perniciosa di "bolla". Così come il nostro debito privato (di famiglie e imprese) non ha mai ecceduto il livello massimo del 160% del Pil, fissato dai nuovi criteri della Commissione, e resta oggi tra i più bassi al mondo, pari al 126 per cento. Mentre in Gran Bretagna, dove il debito privato è fuori soglia già dal 2002, esso risultava pari al 212% del Pil nel 2010. In questo stesso anno il debito privato della Spa-

gna era al 227% del Pil e quello dell'Irlanda al 341 per cento.

In Grecia il debito privato è ancora oggi apparentemente basso (124% del Pil nel 2010), rispetto alle economie più mature, perché tale Paese è finanziariamente poco sviluppato. Ciò non toglie che il debito privato ellenico, prima della crisi, fosse aumentato non meno di quello pubblico, anzi di più: infatti, in Grecia il debito privato è cresciuto di 87 punti di Pil dal 1995 al 2010 (con un parallelo crollo della ricchezza finanziaria netta) mentre quello pubblico è salito di 48 punti. La combinazione dei due fattori (famiglie e Stato sempre più indebitati e poveri) è stata per Atene assolutamente esplosiva.

La Commissione europea pone altresì in primo piano tra le variabili cruciali di squilibrio dei vari Paesi la posizione finanziaria netta sull'estero-Pfine (cioè lo stock di debito pubblico e privato accumulato da ogni economia con il resto del mondo). Anche in questo caso, è del tutto evidente che la situazione italiana, benché vada tenuta attentamente sotto controllo, è del tutto diversa da quella dei Paesi "periferici". Infatti, la Pfine dell'Italia nel 2010 era pari al 23,9% del Pil, un dato analogo a quello della Gran Bretagna (23,8%) e ben distante dalle cifre record di Spagna (89,5%), Irlanda (90,9%), Grecia (92,5%) e Portogallo (107,5%).

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**IL RAPPORTO**

BLOOMBERG



**Dodici Paesi sotto i riflettori**

■ La Commissione europea ha presentato il 14 febbraio un controverso rapporto sui rischi di squilibri macroeconomici nell'Unione. Ha messo sotto i riflettori 12 Paesi, tra cui l'Italia. L'attenzione è su un gruppo di Stati che, per ragioni diverse, saranno oggetto di un'ulteriore «analisi approfondita»: oltre all'Italia, anche il Belgio, la Bulgaria, la Danimarca, la Spagna, la Francia, Cipro, l'Ungheria, la Slovenia, la Finlandia, la Svezia, il Regno Unito

**Gli strumenti di analisi**

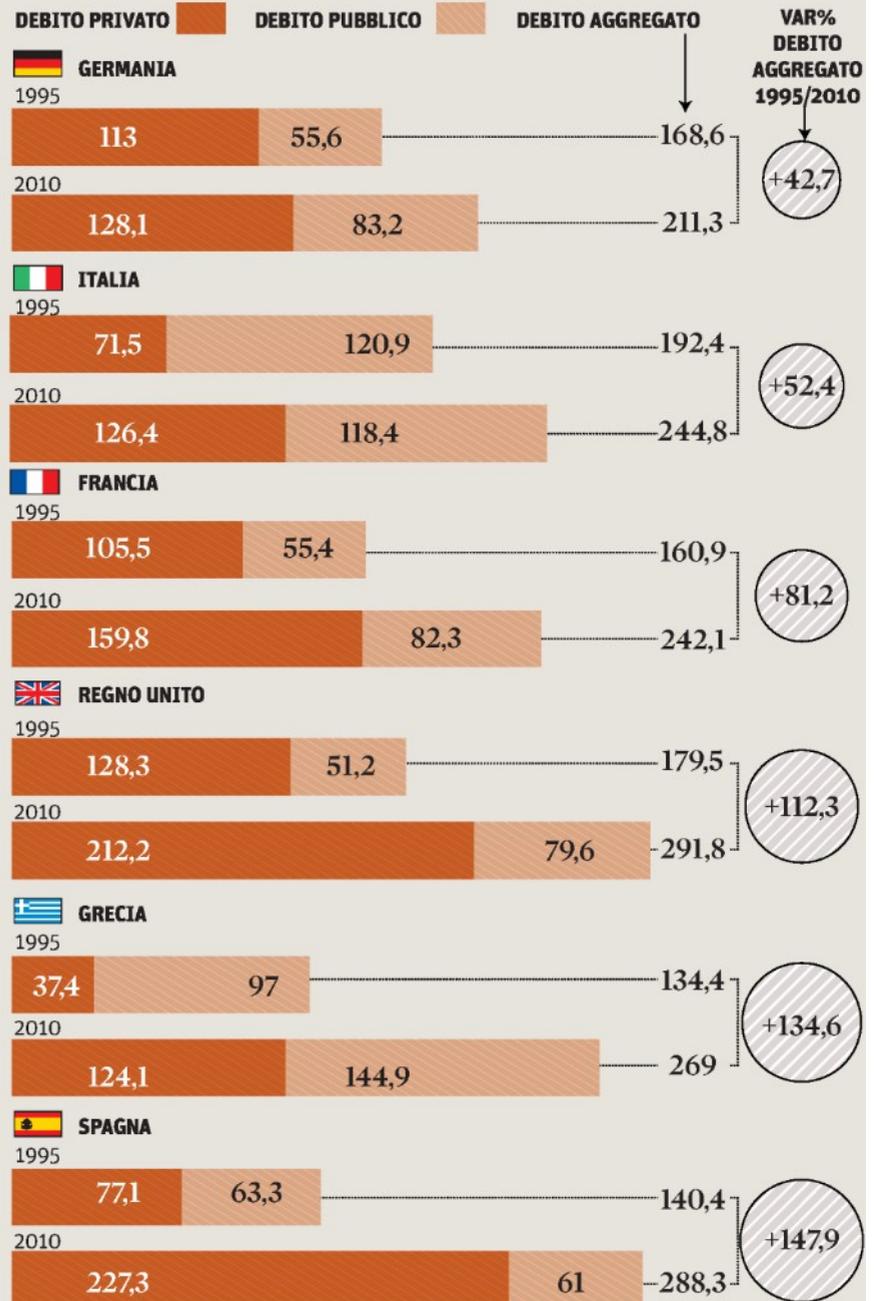
■ La relazione utilizza dieci indicatori che spaziano dal costo del lavoro ai prezzi immobiliari, dagli investimenti stranieri all'andamento delle partite correnti. Ha fatto però discutere il fatto che le autorità abbiano escluso la Germania che registra un elevato surplus delle partite correnti, contribuendo così – secondo vari economisti – almeno in parte alla crisi economica nella zona euro



NOI E GLI ALTRI

**La crescita dell'esposizione**

Incrementi del debito privato e pubblico tra il 1995 e il 2010. In punti % di Pil



Fonte: Elaborazione su dati della Commissione Europea, Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard (febbraio 2012)

**1.580** miliardi

**La ricchezza prodotta**  
Il Pil 2011 in Italia a prezzi di mercato (+1,7% sul 2010, +0,4% in volume)

**15.658** milioni

**Il nostro saldo primario**  
È il valore 2011 dell'indebitamento netto meno la spesa per interessi (l'1% del Pil)