



NOTA DAL CSC

La Germania rende zoppa la correzione dei conti esteri dentro l'Area euro

Nella crisi tutti i paesi euro in deficit hanno aggiustato i conti con l'estero. Il saldo dell'Italia è passato da -3,5% a +1,5% del PIL, quello della Spagna da -9,6% a +0,5%. Il surplus tedesco è, invece, rimasto invariato a livelli insostenibili (+7,1%), oltre le soglie europee; con perdita di benessere per tutti.

Matteo Pignatti

Durante la crisi i paesi periferici dell'Area euro hanno corretto rapidamente i loro deficit nei conti con l'estero, mentre i paesi core non hanno fatto nulla per ridurre i loro surplus.

Il saldo delle partite correnti italiano è passato dal -3,5% del PIL nel 2010 al +1,5% nel 2014 e quello spagnolo si è mosso dal -9,6% nel 2007 al +0,5%.

La Germania, invece, l'ha mantenuto sostanzialmente invariato a un livello (7,1%) che è eccessivo sia secondo i più elementari principi economici sia in base alle soglie di allarme europee. Il cosiddetto six-pack, infatti, sancisce che un surplus non possa superare il 6% del PIL (numero già alto).

È vero che il surplus della Germania verso il resto dell'Area euro si è annullato (dal 2,9% del PIL nella prima metà del 2007), ma attraverso minore export verso gli altri paesi euro anziché via maggiore import, che è invece calato.

Per aggiustare i conti i paesi in deficit hanno dovuto recuperare competitività di prezzo e ridimensionare gli standard di vita, generando deflazione e riduzione della domanda che non sono state compensate, come sarebbe stato logico e opportuno, da politiche espansive nei paesi in surplus, Germania anzitutto.

Risultato: domanda interna dell'Area euro più debole, occupazione e redditi più bassi. Insomma, minore benessere per tutti, compresi i tedeschi. E deflazione nell'intera Area: per combatterla la BCE deve correre ai ripari con misure che, da sole, non potranno bastare.

Un quadro di fragilità e instabilità. Per uscirne occorre uno stimolo alla domanda interna attraverso la politica di bilancio. Stimolo che il piano Juncker non garantisce. Perciò servono una dinamica più vivace di prezzi, consumi e investimenti nei paesi in surplus, in particolare in Germania, in modo da riequilibrare il peso dell'aggiustamento e limitarne gli effetti negativi, di cui ormai risente la stessa economia tedesca.

Squilibri in correzione unilaterale

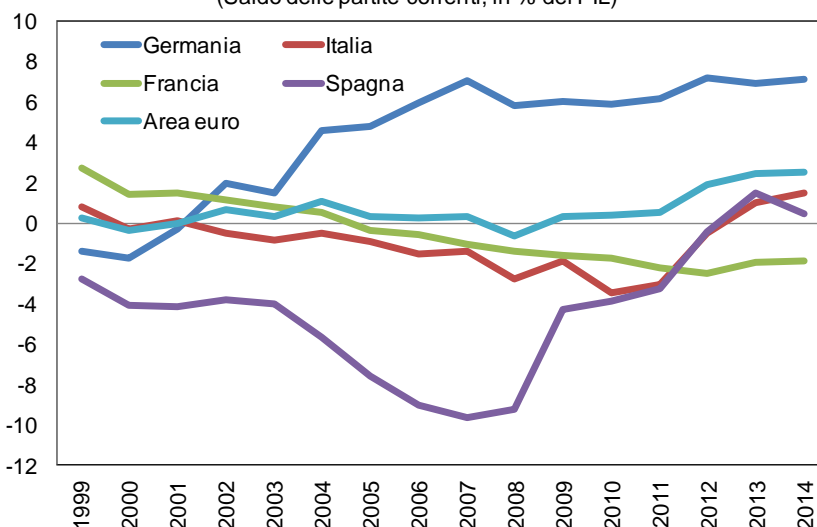
Con l'introduzione della moneta unica si sono ampliati sia i surplus nei conti con l'estero dei paesi con una debole dinamica della domanda interna e/o un favorevole andamento della competitività, come Germania e Paesi Bassi, sia, specularmente, i deficit di quelli con una vivace crescita della domanda e con costi e prezzi in maggiore aumento. In particolare ciò è accaduto nei PIGS (Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna) e, in misura minore, in Italia e Francia.

Durante la crisi è avvenuta una decisa correzione dei deficit. Niente è cambiato, invece, per i surplus.

Il saldo della bilancia delle partite correnti dei PIGS è migliorato rapidamente. Stando alle stime della Commissione europea, nel 2014 quello spagnolo è stato pari a +0,5% del PIL, da -9,6% nel 2007, quello irlandese a +5,5% da -6,1%, quello greco a -2,8% da -15,8% e quello portoghese a -0,2% da -10,0%. Il saldo della bilancia corrente italiana, dopo avere toccato un minimo nel 2010 (-3,5% del PIL), ha registrato un surplus dell'1,5% nel 2014 (1,6% secondo le stime CSC). Fa eccezione la Francia, il cui deficit è risultato all'1,9% del PIL nel 2014, dall'1,0% nel 2007. I surplus di Germania e Paesi Bassi, invece, si sono consolidati su livelli molto alti: al 7,1% del PIL nel 2014 dal 7,0% nel 2007 quello tedesco e al 7,8% dal 7,3% quello olandese (grazie in gran parte alle esportazioni di gas). Nel complesso il saldo corrente dell'Area euro ha raggiunto nel 2014 il surplus record del 2,5% del PIL; il suo aumento ha esportato nel resto del Mondo deflazione e impulsi recessivi (Grafico *Conti esteri: Italia e Spagna correggono, la Germania no*).

Conti esteri: Italia e Spagna correggono, la Germania no

(Saldo delle partite correnti, in % del PIL)



2014: stime Commissione europea.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

Nel 2014 nessun paese ha registrato un deficit corrente eccessivo, secondo il parametro identificato dalla Commissione europea nella *Macroeconomic Imbalances Procedure* (MIP), cioè un disavanzo superiore al 4% del PIL, in media, negli ultimi tre anni. Al contrario, la Germania e i Paesi Bassi sono per il quarto anno consecutivo in area di surplus eccessivo, avendo avuto un saldo medio, negli ultimi tre anni, superiore al 6% del PIL, che è la soglia di allarme stabilita dal *six-pack*, ossia dalle norme introdotte a fine 2011 che, oltre ad affinare il controllo sui conti pubblici, introducono il monitoraggio sulle condizioni di equilibrio macroeconomico generale, tra cui appunto quelle sui conti esteri (in totale gli indicatori del MIP sono 11).

Nonostante ciò, la Commissione non ha ritenuto, sulla base di un'analisi approfondita, che questo squilibrio sia eccessivo. Ha comunque ammesso che la dimensione e la persistenza del surplus tedesco necessiti l'adozione di misure volte a rafforzare la domanda interna e ad aumentare il potenziale di crescita del paese, in modo da ridurre i potenziali effetti negativi sull'economia tedesca e sull'Eurozona.

Scambi commerciali in frenata

Un surplus nei conti con l'estero, infatti, non è di per sé una buona notizia. Soprattutto in un'unione economica e monetaria, dove ai flussi in entrata in un paese corrispondono flussi in uscita da un altro (al netto degli scambi extra-Area) e l'obiettivo dovrebbe essere quello di intensificare gli scambi tra paesi. Scomponendo nelle sue determinanti la dinamica del saldo commerciale, che spiega in media quasi i quattro quinti di quella della bilancia corrente nei paesi dell'Area euro, risulta evidente, invece, una frenata negli ultimi anni dell'attività di import-export in tutti i paesi.

In Germania, per esempio, la crescita dell'export a prezzi costanti si è ridotta dal +8,1% medio annuo negli anni 1999-2007 al +2,0% dopo il 2007 e quella dell'import dal +6,3% al +2,8%. Tra il 2011 e il 2013, come conseguenza dell'insorgere e della gestione della crisi dei debiti sovrani, l'export e l'import tedeschi con il resto dell'Area euro sono addirittura diminuiti e la flessione del primo è stata molto maggiore di quella del secondo, con effetti negativi sulla dinamica del PIL tedesco. In altre parole, la stessa Germania sta pagando un alto prezzo alla condotta restrittiva delle politiche di bilancio da lei imposta in ambito europeo.

Dinamiche relative opposte delle componenti del saldo commerciale si sono registrate nei paesi che erano in deficit all'inizio della crisi: la frenata dell'export, pur molto consistente, è stata nettamente inferiore a quella dell'import. In Italia, per esempio, la crescita media annua del primo è scesa dal +4,5% nel 1999-2007 al -0,1% nel 2007-2014, mentre quella dell'import è passata dal +4,5% al -2,0%. In Spagna la dinamica delle vendite all'estero è andata dal +5,4% al +3,1% e quella degli acquisti dal +7,5% al -3,4%.

Dunque, sempre nel segno della minore intensità della crescita degli scambi tra paesi dell'Area euro e quindi della riduzione della tendenza all'integrazione.

Deflazione competitiva: un gioco a somma negativa...

In questi stessi anni nei paesi in deficit c'è stato un peggioramento delle ragioni di scambio, ossia del rapporto tra prezzi all'export e prezzi all'import. Ciò segnala, soprattutto in Spagna, un guadagno di competitività. La stessa conclusione si trae dall'evoluzione del CLUP. In Germania la dinamica del CLUP, piatta nel periodo pre-crisi, è poi aumentata poco sopra quella media nell'Area euro. In Italia e in Francia ha rallentato appena sotto al ritmo tedesco, permettendo un recupero limitato del gap di competitività. Recupero molto più consistente, invece, nei PIGS, dove il CLUP si è fermato, in media, durante la crisi.

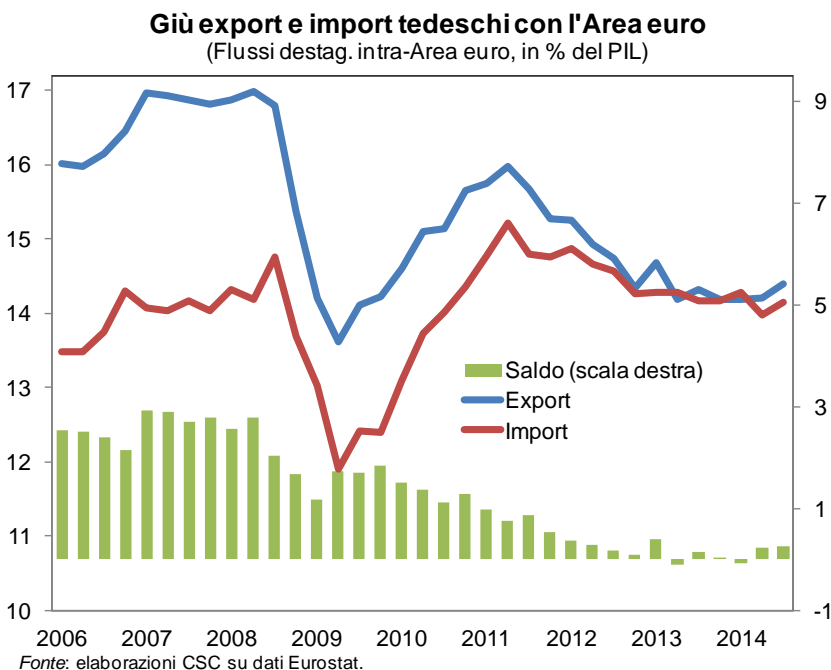
La deflazione competitiva e la riduzione della domanda interna nei PIGS hanno favorito le loro esportazioni ma, soprattutto, hanno gelato le importazioni. Gli acquisti dall'estero hanno rallentato in tutti i paesi euro, di riflesso alla perdita netta di domanda interna. Nell'Area euro,

l'export dei PIGS ha conquistato una quota più grande spiazzando quello degli altri paesi, mentre la torta si è ridotta. A trainare le vendite all'estero totali è rimasta solo la domanda extra-Area.

Il problema è stato aggravato dalla simultaneità di questi aggiustamenti. Al contrario di quello che è avvenuto nel periodo pre-crisi, quando la Germania era l'unico paese a contenere costi, prezzi e domanda interna in un momento di grande vivacità di consumi e investimenti negli altri paesi dell'Area. Il risultato è stato una diminuzione del grado di apertura dell'Area euro.

Infatti, al netto dei flussi con i paesi esterni all'Area euro, la cui domanda ha continuato a sostenere le vendite europee, gli scambi tra i paesi dell'Area si sono ridotti: la somma di export e import intra-Area è scesa dal 33,0% del PIL nel 2007 al 31,7% nei primi nove mesi del 2014, dopo un recupero quasi fino al picco pre-crisi nel 2011.

Anche gli scambi della Germania con il resto dell'Area sono diminuiti: sia dal lato delle esportazioni (dal 15,7% del PIL nel 2011 al 14,3% nei primi nove mesi del 2014), sia da quello delle importazioni (dal 14,9% al 14,1%). Il rientro del surplus tedesco negli scambi intra-Area è avvenuto grazie a una caduta delle vendite all'estero maggiore di quella degli acquisti (Grafico *Giù export e import tedeschi con l'Area euro*). La locomotiva tedesca ha ingranato la retromarcia, favorendo (anziché contrastare) la diminuzione degli scambi tra paesi dell'Area euro, in un gioco a somma negativa in cui la stessa Germania ci sta rimettendo in termini di minor benessere dei suoi cittadini.



Inoltre, il calo ha riguardato soprattutto gli scambi intra-Area tra imprese europee, sotto forma sia di beni di investimento sia di semilavorati. Rappresenta quindi una perdita in termini di capacità produttiva e di trasferimento di tecnologia e conoscenze e uno sfilacciamento delle connessioni imprenditoriali all'interno delle catene globali del valore. Le politiche perseguite, cioè, hanno diminuito l'integrazione europea.

...con effetti persistenti

Gli aggiustamenti nei conti con l'estero saranno duraturi? Per verificarlo la Commissione europea stima il saldo di parte corrente aggiustato per il ciclo.

Nel 2014 il saldo così calcolato è abbastanza vicino a quello effettivo per tutti i paesi, a eccezione della Grecia (-7,8% del PIL, contro il -2,8% effettivo). In particolare, il saldo della bilancia corrente aggiustata per il ciclo è addirittura superiore a quello effettivo in Germania (+7,8% contro +7,1%), inferiore ma positivo in Italia (+0,4% rispetto a +1,5%) e ancora in deficit in Spagna (-1,2% da +0,5%) e in Francia (-2,2% da -1,9%).

Tuttavia, da altri angoli visuali la correzione non appare strutturale, anche se si tiene conto degli effetti persistenti della crisi, che ha posizionato su un sentiero più basso la crescita potenziale dell'Area euro, soprattutto quella dei paesi periferici.

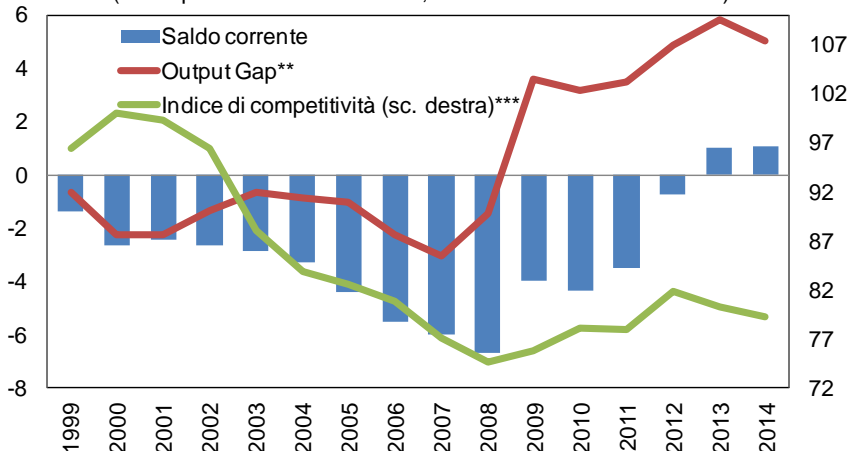
Infatti, è ancora limitata la riduzione del gap di competitività accumulato prima della crisi.

Nella media dei paesi periferici il tasso di cambio effettivo reale, calcolato utilizzando l'andamento del CLUP manifatturiero, si è deprezzato del 2,9% tra il 2007 e il 2014, mentre si era rivalutato del 20,0% dal 1999 al 2007¹.

Il miglioramento dei conti con l'estero è spiegato soprattutto dall'effetto della recessione sulla domanda interna. Una misura della diminuzione della domanda è fornita dall'andamento dell'*output gap*, che valuta il

livello del PIL effettivo rispetto a quello potenziale e, quindi, la posizione di un'economia lungo il ciclo. Un *output gap* negativo vuol dire che il PIL è più basso di quel che dovrebbe essere a causa di mancanza di domanda; e ciò comprime artificialmente le importazioni. Il ritorno del PIL effettivo su livelli più vicini a quelli potenziali porterebbe a un aumento dell'import che farebbe peggiorare il saldo delle partite correnti. Dunque, la presenza di un *output gap* negativo impone di interpretare come non strutturale e non di equilibrio (ossia, non sostenibile) il saldo corrente raggiunto.

Il rientro dai deficit via recessione e deflazione
(Paesi periferici dell'Area euro*, dati in % del PIL e 2000=100)



* Italia, Spagna, Portogallo, Irlanda, Grecia, Estonia, Cipro, Lettonia, Malta, Slovenia, Slovacchia.
 ** Con segno opposto: un valore positivo indica un livello del PIL sotto il potenziale, e viceversa.
 *** Inverso del tasso di cambio effettivo reale deflazionato con il CLUP manifatturiero rispetto a 36 competitor. Media tra paesi ponderata con i flussi import-export. Un aumento dell'indice indica guadagno di competitività, e viceversa.
 2014: stima Commissione europea per il saldo corrente e l'output gap; primi due trimestri per l'indice di competitività.
 Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

Nei paesi periferici dell'Euroarea l'*output gap*, pur scontando un calo del PIL potenziale, è peggiorato di 8,1 punti di PIL dal 2007 al 2014, passando da un valore positivo (PIL effettivo superiore al potenziale) del 3,0% a uno negativo del 5,0% (Grafico *Il rientro dai deficit via recessione e deflazione*). La chiusura dell'*output gap* riporterebbe in deficit i conti con l'estero dei paesi periferici.

¹ Oltre all'Italia e alla Spagna, il gruppo comprende Grecia, Irlanda, Portogallo, Estonia, Cipro, Lettonia, Malta, Slovenia e Slovacchia. Tutti questi paesi hanno registrato peggioramenti del deficit corrente prima della crisi e successivi miglioramenti.

Invece, nei paesi *core*, Germania in particolare, che avevano incrementato il surplus prima della crisi, il deterioramento dell'*output gap*, sebbene più contenuto, ha contribuito a mantenere elevato il saldo corrente, bilanciando un calo di competitività soprattutto negli ultimi due anni (-5,4% l'indice di competitività dal 2007 al 2014; da +6,5% dal 1999 al 2007)². Una riduzione dell'*output gap* negativo favorirebbe quindi una contrazione del surplus.

Negli altri paesi, tra cui la Francia, il saldo della bilancia corrente è peggiorato sia prima sia durante la crisi, coerentemente con una costante perdita di competitività (-4,8% dal 1999 al 2007 e -6,3% dal 2007 al 2014)³. L'ampliamento dell'*output gap* negativo ha comunque permesso una lieve riduzione del deficit negli ultimi due anni.

Ci sono, infine, dei fattori che potenzialmente favoriscono un miglioramento dei conti con l'estero di tutti i paesi dell'Area. Uno di lungo periodo: lo spostamento della domanda globale verso i paesi emergenti, già in atto da tempo e in accelerazione durante la crisi. E uno con effetti a breve-medio termine: il deprezzamento dell'euro, che aumenta la competitività dei paesi membri rispetto a quelli extra-Area. Entrambi questi fattori, però, non contribuiscono al riequilibrio dei conti tra i paesi dell'Area. Inoltre, la svalutazione del cambio esporta i problemi di depressione e deflazione al resto del Mondo.

Che policy?

Un'ulteriore dose di deflazione e recessione, con un calo del PIL potenziale e un aggiustamento asimmetrico a carico dei soli paesi periferici, comprometterebbe la già precaria salute dell'Unione monetaria. Anzi, in un'Area euro in deflazione (-0,2% i prezzi al consumo in dicembre), equivarrebbe a un'eutanasia per l'euro, esacerbando le opposizioni politiche alla moneta unica.

La più recente manifestazione di questo rischio, dopo i segnali chiari nelle elezioni europee del maggio 2014, è costituita dalle tensioni legate alla prossima scadenza elettorale in Grecia.

È urgente che la BCE azioni fino in fondo la leva del *quantitative easing* (QE), per spingere l'inflazione verso l'obiettivo, sempre più distante, del 2% e stimolare la domanda, soprattutto di investimenti.

Il ritorno dell'inflazione verso il 2% può avvenire solo con un'accelerazione dei prezzi al consumo nei paesi *core*, in particolare in Germania. È una condizione necessaria per il riequilibrio tra paesi europei. Riequilibrio lungo più direzioni: maggiori importazioni dei *core*, maggiori esportazioni dei periferici e riallineamento della competitività di prezzo senza spinte deflazionistiche.

Ma il QE della BCE da solo non può raggiungere questi obiettivi. Perciò occorre una politica di bilancio espansiva sia nei paesi *core* (che hanno spazio di manovra) sia a livello europeo. La combinazione di stimoli monetari e di bilancio è la strada seguita negli Stati Uniti che ha portato la loro economia fuori dalle paludi della recessione e l'ha messa su un sentiero di robusta crescita.

² Il gruppo comprende Germania, Paesi Bassi, Austria e Lussemburgo.

³ Oltre alla Francia, il gruppo comprende il Belgio e la Finlandia.