

DEFICIT CORRENTE, MOVIMENTI DI CAPITALE E CAMBIO STABILE: UNO SCHEMA DI COMPATIBILITÀ AL 1995

di Giuliano Conti, Antonella Massari e Pietro Modiano

1. Premessa

In questa breve nota si presentano i risultati di un esercizio in parte econometrico, effettuato con il modello del Credito Italiano e in parte puramente contabile, il cui scopo è di verificare la compatibilità, nei prossimi 3-4 anni, della stabilità del cambio nominale lira-marco con l'equilibrio esterno della nostra economia.

Le indicazioni che se ne ricavano sono di prima approssimazione. Il modello econometrico impiegato non ha una struttura articolata di relazioni dinamiche fra bilancia corrente, movimenti di capitale, tassi d'interesse e di cambio, mentre la determinazione dei flussi di capitale da e verso l'Italia non si rifà a modelli di "portafoglio efficiente" peraltro di difficile applicazione a mercati imperfetti. In assenza di tali modelli, comunque non facili da costruire soprattutto se l'ottica è quella di medio periodo, l'analisi sulla sostenibilità degli squilibri esterni è stata inevitabilmente sommaria, essendosi basata su quanto è possibile desumere dai confronti internazionali, interessanti soprattutto con riferimento ai paesi da più lungo tempo aperti al mercato internazionale dei capitali.

Si è proceduto come segue:

— *in primo luogo, alla previsione del disavanzo corrente fino al 1995 nell'ipotesi di cambio e di domanda interna relativa dell'Italia altrettanto stabile;*

— *in secondo luogo, alla valutazione della possibile evoluzione, sempre al 1995, dei movimenti di capitale non bancari, tenuto conto delle tendenze di fondo del processo di integrazione internazionale del nostro mercato finanziario;*

— *infine, data la differenza fra deficit corrente e movimenti di capitale "previsti", si è proceduto alla "misurazione" delle necessità di finanziamento aggiuntivo attraverso il canale bancario fermo restando il vincolo di stabilità delle riserve ufficiali.*

Ovviamente, le tre fasi sono solo logicamente successive l'una all'altra, giacché di fatto i relativi calcoli, data l'endogeneità dei redditi da capitale, sono stati effettuati simultaneamente.

2. La bilancia dei pagamenti al 1995 con cambio stabile: peggiora poco il saldo merci, molto (per gli interessi) quello corrente.

La tavola 1 presenta i risultati della simulazione effettuata sulla bilancia commerciale, e le relative ipotesi di scenario. Lo scenario definito è di politica economica e di politica dei redditi "neutrali" (la domanda interna relativa è stabile, il reddito per dipendente nell'industria cresce fino a fine periodo del 6,5% in media annua, poco meno di quanto previsto per il 1992). L'unica "politica" è quella del cambio fisso. Un tale scenario consente di valutare se la combinazione, caratteristica degli ultimi 4-5 anni, di assenza di forti politiche macroeconomiche correttive in condizioni di stabilità del cambio è ancora sostenibile, e per quanto, negli anni a venire.

I principali risultati sono i seguenti:

— *il peggioramento della competitività di prezzo (circa 6 punti percentuali fra il '93 e il '95) produce una debole crescita delle esportazioni (che si riflette sul PIL, che cresce circa mezzo punto percentuale l'anno meno della media dei paesi industriali) e un forte ridimensionamento delle loro quote di mercato (dal 6,2% del 1991 al 5,8% nel 1995, a prezzi 1980);*

— *ciononostante, data l'ipotesi di prezzi del petrolio e delle materie prime stabili e quindi di miglioramento delle ragioni di scambio, il disavanzo commerciale (fob-fob) peggiora solo lievemente (da 0,8 mila miliardi nel 1991 a 2,5 nel 1995);*

— *il peggioramento della bilancia corrente è invece consistente in valore assoluto (dai 25 mila miliardi del 1991 ai 39 del 1995), seppure il suo rapporto con il PIL rimane stabile attorno al 2%;*

— *si accentua la vera e propria anomalia costituita da un disavanzo per interessi che già oggi è pari all'1,5% del PIL, e che nel 1995 raggiungerebbe l'1,7%. Si consideri a questo proposito (tavola 2) che l'Italia è già, ed è dunque destinata a rimanere, l'unico dei sei maggiori paesi industriali con un disavanzo in questa voce (il Canada peraltro, che è l'altro paese del G-7 in deficit per interessi, ne compensa parzialmente l'impatto con un consistente attivo commerciale);*

In sintesi, il deficit corrente è destinato ad aumentare, ma il cambio non ne è e non ne sarà il fattore determinante: l'aumento del disavanzo, pari nella nostra ipotesi a 13 mila miliardi fra il 1991 e il 1995 è dovuto per 2 mila miliardi al saldo merci e per 10 mila miliardi ai redditi da capitale. Un cambio più debole non agirebbe sulla causa vera del disavanzo ma anzi la aggraverebbe ulteriormente.

Si ringrazia la Dr.ssa Laura Mollame per la preziosa collaborazione nelle ricerche statistiche

LA BILANCIA DEI PAGAMENTI AL 1995: SCENARIO — IPOTESI — RISULTATI

	1991	1992	1993	1994	1995
Scenario					
Domanda mondiale (var %)	2.7	3.0	5.8	5.5	5.5
Tasso euromarco a 3 mesi (%)	9.1	9.4	8.4	7.5	7.0
Prezzo del petrolio (\$ al barile)	20.2	18.2	21.0	22.5	23.5
Ipotesi					
Cambio lira/marco	747.7	752.3	755	755	755
Domanda interna (var %)					
— Italia	2.0	2.2	3.2	3.2	3.2
— Italia meno OCSE	+ 1.8	+ 0.2	0.0	0.0	0.0
Salario nell'industria (var %)	11.0	6.5	6.5	6.5	6.5
Risultati					
Esportazioni					
— quota di mercato a prezzi '80 (%)	6.24	6.33	6.24	6.06	5.87
— var % in quantità	0.2	4.5	4.3	2.4	2.3
Importazioni					
— var % in quantità	4.7	4.1	3.9	5.0	4.0
Ragioni di scambio	3.9	-1.1	0.0	2.3	2.0
Saldo merci (md. x 1000)					
— doganale (cif-fob)	-16.0	-19.0	-20.0	-22.0	-23.0
— bilancia dei pagam. (fob-fob)	-0.8	-2.8	-2.4	-3.0	-2.5
Saldo partite invisibili (md. x 1000)					
— al netto dei redditi di capitale	-24.7	-30.8	-25.2	-32.5	-36.3
— redditi da capitale	-3.6	-2.9	-3.9	-4.6	-5.1
	-21.1	-27.9	-21.3	-27.9	-31.2
Saldo partite correnti					
— md. x 1000	-25.6	-33.6	-27.5	-35.6	-38.8
— % del PIL	-1.8	-2.2	-1.7	-2.0	-2.1

Tavola 1

PARTITE CORRENTI: INTERESSI NETTI IN % DEL PIL

	Italia	Francia	Germania	UK	USA	Giappone	Canada
1980	-0.15	0.56	0.24	-0.08	1.07	0.08	-2.54
1983	-0.94	-0.10	0.25	0.94	0.82	0.26	-2.88
1985	-0.93	-0.22	0.53	0.73	0.41	0.51	-3.02
1988	-0.85	0.01	0.43	1.08	0.11	0.72	-3.17
1990	-1.48	-0.15	1.15	0.65	0.22	0.79	-3.60

(*) 1991

Fonte: FMI

Tavola 2

te, giacchè il suo effetto sarebbe di aumentare inflazione e tassi e, per questa via, il costo unitario della quota di debito estero denominata in lire.

3. I movimenti di capitali non bancari: possibilità (se il cambio è stabile) di afflussi netti

Quanto ai capitali non bancari, il cambio credibilmente stabile, e il permanere di un differenziale positivo fra i tassi italiani e quelli degli altri principali paesi industriali dovrebbero favorire un

perdurante afflusso netto di capitali dall'estero. Il problema è di stabilire se l'entità ragionevolmente prevedibile di tale flusso netto (e delle sue principali componenti) sia o no compatibile a fine periodo con la stabilità dell'equilibrio esterno. Come accennato, in assenza di un modello formalizzato di ottimizzazione della ripartizione internazionale di tali flussi, ci si limita a una verifica di congruenza degli stocks ipotizzabili a fine 1995 basata su qualche elemento di confronto internazionale. Le ipotesi formulate sull'evoluzione dei movimenti di capitale sono le seguenti:

— Investimenti di portafoglio dall'Italia (*grafico 1*): dipendono, in presenza di una combinazione rischi/rendimenti che si ipotizza sistematicamente favorevole ai titoli italiani, dalla tendenza alla progressiva diversificazione verso l'estero delle attività finanziarie del pubblico. Tale tendenza ha dato luogo a flussi annuali di 30 mila miliardi in media annua nel primo triennio di liberalizzazione. L'ipotesi formulata è di un dimezzamento di tale deflusso dal 1993 al 1995, che porterebbe poco oltre il 10% il rapporto, oggi al 7% circa, fra stock di attività finanziarie detenute all'estero e PIL. E' un'ipotesi probabilmente "pessimistica" per l'equilibrio esterno, giacchè collocherebbe l'Italia su valori solo di poco inferiori a quelli tedeschi e superiori a quelli di altri paesi nei quali la liberalizzazione valutaria è meno recente e i rendimenti sono bassi, come la Francia.

— Investimenti di portafoglio in Italia (*grafico 2*): nello scenario formulato, al cambio stabile si associa come accennato un differenziale fra tassi italiani e dei principali paesi in progressiva riduzione, ma sempre positivo. In questo quadro si ipotizza che gli afflussi di investimenti finanziari dall'estero continuino, e siano pari a 45 mila miliardi nel triennio 1993-95, dopo essere stati di 60 mila miliardi nel triennio 1990-92. In percentuale del PIL il relativo stock arriverebbe al 7% del PIL, una percentuale ancora inferiore a quella che si riscontra in tutti i principali paesi industriali. Una percentuale che appare peraltro ragionevole pensando che, se tutti gli investimenti fossero indirizzati al mercato dei titoli di stato, il peso del debito pubblico detenuto da non residenti salirebbe dal 5% stimato per il 1991 a un valore compreso - a seconda delle ipotesi sul debito - fra il 6 e il 7% nel 1995, una percentuale anche in questo caso inferiore a quella attuale di quasi tutti i paesi industriali.

— Prestiti a medio e lungo termine: nello scenario ipotizzato, i relativi flussi restano sui valori attuali in quota sul PIL. Ne risulterebbe un contenuto afflusso annuale, dell'ordine dei 10 mila miliardi.

In sintesi (*tavola 3*), i movimenti di capitale non bancari darebbero luogo ad un afflusso netto

POSIZIONE NETTA DELL'ITALIA VERSO L'ESTERO, CONSISTENZE IN MIGLIAIA DI MILIARDI DI LIRE

	1988	1989	1990	1991 (*)	1992 (**)	1993 (**)	1994 (**)	1995 (**)
Posizione netta (oro escluso)	-66,6	-92,3	-125,7	-177,8	-211,4	-239	-274,5	-313,3
di cui:								
Banca d'Italia (oro escluso)	45,6	59,6	72,8	65,1	65,1	65,1	65,1	65,1
Operatori bancari	-77,3	-91,2	-113,6	-150,9	-205,6	-225,1	-251,4	-279,5
di cui:								
Aziende di credito	-46,2	-51,5	-56,7	-80,7	-130,4	-144,6	-165,3	-187,4
Operatori non bancari	-34,9	-60,7	-84,9	-91,9	-70,8	-78,9	-88,1	-98,8
— Investimenti diretti netti	2,4	-5,7	0	0	0	0	0	0
— Investimenti al portafoglio	11,2	7,6	10,9	26,2	55,9	57	57,7	57,6
— Attività	32	48,4	71,1	102,8	143,9	158,3	174,2	191,6
— Passività	20,8	40,8	60,2	76,6	88,1	101,3	116,5	134
— Prestiti netti	-61,7	79,3	-115	-123,3	-131,9	-141,2	-151,1	-161,7
— Attività	14	14,7	18,7	24,4	26,2	28	29,9	32
— Passività	75,7	94	133,7	147,7	158,1	169,2	181	193,7
— Crediti commerciali netti	13,2	16,7	19,2	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3

(*) Stima

(**) Previsione

**INVESTIMENTI DI PORTAFOGLIO DALL'ITALIA
FLUSSI - MIGLIAIA DI MILIARDI DI LIRE**

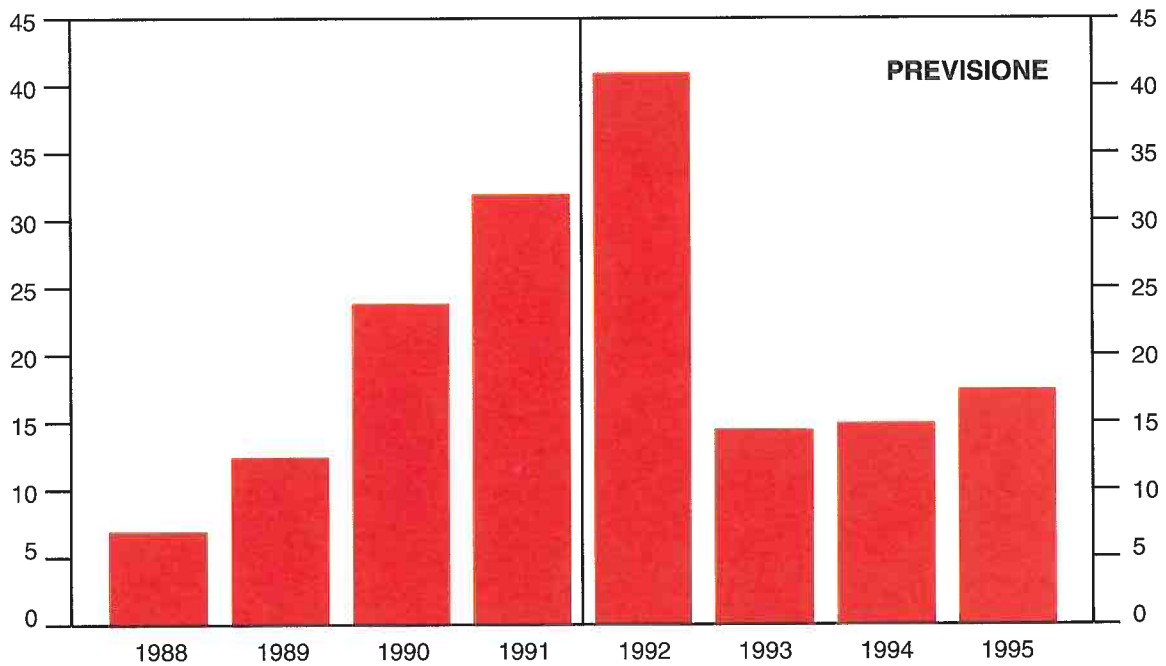


Grafico 1

**INVESTIMENTI DI PORTAFOGLIO IN ITALIA
FLUSSI - MIGLIAIA DI MILIARDI DI LIRE**

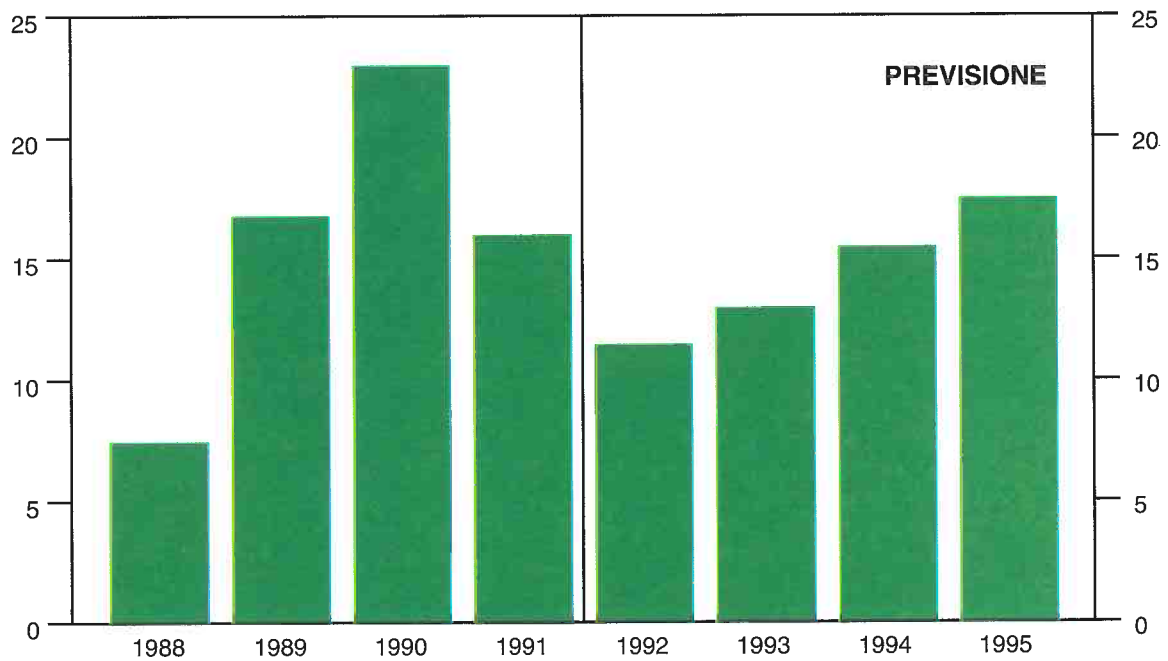


Grafico 2

di circa 30 mila miliardi fra il 1993 e il 1995, dovuto essenzialmente ai prestiti dall'estero, dato il pareggio ipotizzato fra entrate e uscite per investimenti di portafoglio. Questo afflusso compenserebbe il deflusso già registrato nel 1991 e quello prevedibile, sulla base dei dati della prima parte dell'anno, nel 1992.

Sembrano esserci dunque spazi per un'evoluzione di medio periodo dei movimenti di capitali non bancari non sfavorevole. Tali spazi sono però subordinati in modo cruciale allo scenario di cambio stabile.

Ovviamente, solo una parità credibilmente fissa farebbe prevalere, nelle scelte di portafoglio degli stranieri, l'effetto dell'ipotizzato spread positivo fra i tassi nominali che permane in tutto il periodo, e manterrebbe aperto e attivo un canale di finanziamento seppur parziale dell'inevitabile deficit corrente, evitando che quello dei capitali non bancari diventi un canale di sistematico deflusso di fondi verso l'estero. Un deflusso che sarebbe rapido e massiccio, dati gli stocks esistenti, se il riferimento del cambio fisso venisse meno.

4. Il risultato: una posizione con l'estero delle banche destinata a peggiorare ulteriormente.

Anche nello scenario descritto, tuttavia, emerge un elemento di possibile criticità dell'equilibrio esterno.

La differenza fra i circa 30 mila miliardi di afflusso che si possono attendere dai capitali non bancari fra il 1993 e il 1995 e i circa 90 di deflusso attesi nello stesso periodo dalla bilancia corrente va colmata o con entrate ulteriori attraverso le banche o attraverso una riduzione delle riserve in valuta. Se la via fosse la prima, ci troveremmo di fronte ad un debito netto delle banche italiane che dovrebbe raggiungere, a fine 1995, i 280 mila miliardi, quasi raddoppiandosi rispetto a fine 1991. Se all'estremo opposto la compensazione avvenisse tutta attraverso le riserve in valuta, queste si ridurrebbero di due terzi, in un triennio, rispetto ai livelli attuali.

Va detto che un ulteriore aumento della posizione con l'estero delle banche non sarebbe di per sé patologico sotto il profilo degli equilibri di liquidità (la destinazione del credito in valuta ottenuto dalle banche ordinarie è o a prestiti a breve a residenti o, a copertura del rischio di cambio, a titoli del Tesoro), ma condurrebbe il rapporto fra PNE delle aziende di credito e riserve ufficiali su livelli nettamente superiori al 100%, fuori linea, sotto questo profilo, rispetto all'esperienza degli altri principali paesi. Resterebbero comunque margini di manovra, da gestire per esempio attraverso una politica del debito estero che punti ad allungare la struttura per scadenza del credito internazionale ottenibile sia dalle imprese che dagli intermediari.

5. Sintesi e conclusioni

In sintesi, da questo tentativo schematico di verifica della compatibilità del cambio fisso con l'equilibrio esterno nel medio periodo, date le tendenze di fondo dei movimenti di capitali, vengono le risposte seguenti:

— il disavanzo corrente peggiora sistematicamente non per colpa del cambio, ma soprattutto a causa del disavanzo per interessi;

— il processo di internazionalizzazione della nostra economia lascia spazio ad afflussi di capitale per investimenti di portafoglio che potrebbero abbastanza agevolmente compensare i corrispondenti deflussi "da diversificazione", senza che per questo si crei un eccesso di titoli italiani detenuti da non residenti; in questo caso, il cambio stabile, o più precisamente una politica credibile di cambio irrevocabilmente stabile, gioca decisamente a favore dell'equilibrio esterno;

— l'afflusso di capitali non bancari potrebbe però non essere sufficiente a compensare il deficit corrente: l'aumento del debito netto con l'estero del settore bancario potrebbe essere significativo.

Il quadro al 1995 non è dunque del tutto rassicurante. A fine periodo le tensioni concentrate nella posizione delle banche non sono di poco conto, anche se probabilmente gestibili.

I problemi sono però nella struttura dei conti con l'estero. Il vincolo esterno potrebbe infatti anche non "mordere" per qualche anno, e il deficit previsto rivelarsi finanziabile senza tensioni. Ma la struttura del deficit corrente non è favorevole - le uscite nette sono e resteranno quasi per intero quelle, in continua crescita, in conto interessi - e tale sia da far escludere un suo graduale e spontaneo rientro, sia da rendere difficile la sua correzione attraverso i due strumenti classici della politica economica, cioè la svalutazione e la stretta di domanda interna. Dell'inutilità della prima si è detto. Quanto alla seconda, per essere efficace, dovrebbe essere assai drastica. Ogni punto in meno di domanda interna "vale" meno di 6 mila miliardi di minor deficit corrente, contro i 35-40 mila prevedibili, e si sovrapporrebbe peraltro agli effetti depressivi sulla crescita del PIL già ipotizzati come effetto della prevedibile rivalutazione reale della lira.

In sintesi, se lo scenario descritto - che, si ripete, è di assenza di politiche macroeconomiche "forti"

in direzione dell'aggiustamento e di cambio fisso - dovesse davvero realizzarsi, il deficit estero crescerebbe indefinitamente, alimentato dal debito estero, e le tensioni sarebbero destinate a loro volta ad accumularsi di anno in anno.

La conclusione è di per sè evidente. Ancora una volta, l'unica via è quella che conduce con il massimo possibile di rapidità verso l'Unione Monetaria Europea, e cioè a non mancare l'appuntamento del 1997. Se a quell'appuntamento arriveremo nelle condizioni descritte, non solo non entreremo con i primi nella terza fase dell'UME, ma sarà ancora più difficile immaginare di poter "passare" il successivo esame. Dovremmo infatti affrontare un aggiustamento ancora più costoso di quello che oggi ci attende, e correre il rischio via via crescente di subire, senza poter opporre resistenza, un deprezzamento del cambio imposto dallo squilibrio esterno, che darebbe ulteriore e definitivo alimento alla nostra divergenza.