

## IL RIEQUILIBRIO DELLA POSIZIONE SULL'ESTERO DELL'ITALIA

Salvatore Rossi\*

### *Uno sguardo retrospettivo*

*Nella metà di secolo trascorsa dopo la fine della seconda guerra mondiale l'economia italiana ha attraversato, dal punto di vista dell'interazione fra apertura all'estero e sviluppo, tre fasi distinte.*

*In una prima fase, negli anni cinquanta e sessanta, maturò e dispiegò i suoi benefici la scelta strategica di aderire al mercato comune europeo. L'interazione apertura/sviluppo si mantenne virtuosa e feconda per gran parte del periodo. L'economia cresceva a tassi elevati, a tratti vertiginosi, sospinta innanzitutto dalla penetrazione crescente nei mercati europei che la buona posizione competitiva del nostro sistema produttivo consentiva; quindi, dall'intensificarsi dell'accumulazione di capitale; infine, dal salto di quantità e qualità nei consumi delle famiglie che si determinò nei primi anni sessanta. La modernizzazione e lo sviluppo economico si coniugavano con avanzi negli scambi con l'estero e con il progressivo instaurarsi di un clima di libertà anche nelle transazioni finanziarie con l'estero, sancito dall'adesione al codice OCSE di liberalizzazione dei movimenti di capitale.*

*Negli anni settanta e ottanta l'interazione apertura/sviluppo divenne sfavorevole. Fu, quella, la stagione del "vincolo esterno" alla crescita dell'economia italiana. Si affermò una combinazione di: shock avversi nella ragione di scambio (prima e seconda crisi energetica); deterioramento strutturale del vantaggio competitivo (innalzamento permanente del costo del lavoro per unità di prodotto, inadeguatezza crescente delle tecnologie, degli impianti e degli assetti organizzativi d'impresa); sfiducia montante dei risparmiatori e degli investitori nelle sorti del sistema economico italiano. Ne derivò un ripiegarsi dell'economia su se stessa, con l'erezione di barriere alle transazioni finanziarie con l'estero e la ricerca di recuperi effimeri di competitività attraverso la svalutazione del cambio. Il tasso di crescita si abbassò drasticamente (2,2 per cento l'anno, in media, negli anni ottanta, contro il 5,5 degli anni cinquanta). A dispetto di ciò, i conti con l'estero assunsero una tendenza allo squilibrio crescente, che portò negli anni ottanta a una successione quasi ininterrotta di disavanzi di parte corrente e, di conseguenza, all'accumulo di un ingente debito estero netto, giunto alla fine del 1992 all'11 per cento del PIL. Politiche di stimolo della domanda interna volte a ripristinare i ritmi di sviluppo del passato e a rilanciare l'occupazione trovavano un limite, oltre che nel deteriorarsi delle finanze pubbliche, nella necessità di contenere lo squilibrio fondamentale nei conti con l'estero, fonte di debolezza del cambio e, per questa via, di impulsi inflazionistici, che la politica monetaria si volse a contrastare con rinnovata decisione, difendendo il cambio e sottraendosi a ogni sollecitazione espansiva.*

*Il vincolo esterno fu al centro in quegli anni di un vivace dibattito<sup>1</sup>, volto a ricercare le possibili cause strutturali di quella che appariva come una deriva deficitaria del commercio con l'estero italiano, rilevabile in un'elasticità stimata delle importazioni alla domanda globale molto superiore all'unità e comunque decisamente più alta di quella delle esportazioni alla domanda mondiale<sup>2</sup>. Fu affacciata l'ipotesi di un difetto competitivo essenziale, che poteva portare alla deindustrializzazione del paese, o di uno spostamento sfavorevole della specializzazione del sistema produttivo nazionale.*

\* Banca d'Italia

<sup>1</sup> Si vedano, ad esempio, Conti, Cossutta e Silvani (1982), Vicarelli (1985).

<sup>2</sup> Cfr. Castaldo, Palmisani e Rossi (1986).

La crisi del 1992-93 ha aperto in Italia una nuova fase nella storia delle interrelazioni fra sviluppo economico e apertura internazionale. La svalutazione della lira occorsa dal settembre del 1992 all'aprile del 1993 determinava un improvviso guadagno di competitività per i prodotti italiani dell'ordine del 20 per cento, molto più intenso dello stesso deterioramento strisciante della competitività subito negli anni della politica di "cambio forte", dal 1987 al 1992. Vi si aggiungeva, nel 1993, una caduta senza precedenti della domanda interna (5 per cento in media rispetto all'anno prima), probabilmente indotta da un crollo di fiducia nei consumatori e negli investitori italiani in seguito alla grave crisi valutaria, finanziaria, politica che il paese stava vivendo. Con il concorso di favorevoli andamenti della ragione di scambio, la combinazione di quei fattori imprimeva una svolta radicale alla bilancia dei pagamenti italiana, riportandola prepotentemente in surplus nella parte corrente, al punto da azzerare il debito estero netto in un quinquennio.

Lo shock positivo ha innescato un circolo virtuoso flussi-consistenze, attraverso il saldo dei redditi da capitale, che tende ora ad autosostenere gli avanzi correnti.

### Gli andamenti recenti, e la congruenza dei dati

I dati della bilancia dei pagamenti e della posizione netta sull'estero (PNE) dell'Italia nello scorso quinquennio sono esposti nella Tavola 1, in cui è anche mostrato il raccordo statistico-contabile fra variazione della PNE e saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti<sup>3</sup>. Come si può notare, le differenze tra queste due grandezze sono molto ingenti. Negli scorsi tre anni, in particolare, la PNE è migliorata sistematicamente meno di quanto implicito negli avanzi correnti che si andavano accumulando, essenzialmente a causa di errori e omissioni dal saldo fortemente negativo.

È noto che il saldo degli errori e omissioni è ottenuto come residuo contabile a quadratura dell'intera bilancia dei pagamenti. Quindi, è per definizione impossibile stabilire in quali voci siano stati commessi errori o si sia ommesso di registrare transazioni. È stata

### RACCORDO FRA POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO E SALDO DELLE PARTITE CORRENTI (in percentuale del PIL)

Anni	$\Delta$ PNE (a) = (b)+(c)+(d)-(e)+(f)-(g)	PC (b)	EO (c)	RIVAE <sub>p</sub> (d)	RIVPE <sub>p</sub> (e)	RIVAE <sub>c</sub> (f)	RIVPE <sub>c</sub> (g)
1993	1,2	1,0	-1,8	3,6	1,6	3,2	3,2
1994	1,7	1,4	0,2	-0,1	-0,5	0,2	0,5
1995	1,9	2,5	-1,9	1,8	0,2	0,0	0,3
1996	1,6	3,4	-1,8	1,5	1,0	-2,1	-1,6
1997	2,0	3,2	-1,4	2,3	3,8	2,9	1,2

Legenda:

$\Delta$ PNE = variazione della posizione netta sull'estero nel corso dell'anno

PC = saldo delle partite correnti

EO = saldo degli errori e omissioni

RIVAE<sub>p</sub> = rivalutazione delle attività sull'estero dovuta alle variazioni dei loro prezzi nel corso dell'anno

RIVPE<sub>p</sub> = rivalutazione delle passività sull'estero dovuta alle variazioni dei loro prezzi nel corso dell'anno

RIVAE<sub>c</sub> = rivalutazione delle attività sull'estero dovuta alle variazioni dei tassi di cambio

RIVPE<sub>c</sub> = rivalutazione delle passività sull'estero dovuta alle variazioni dei tassi di cambio

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia-UIC

Tavola 1

<sup>3</sup> Per una sistematica trattazione di questi aspetti, cfr. Masera e Rossi (1993).

tuttavia avanzata la congettura<sup>4</sup> che negli anni novanta gli errori e omissioni – il cui saldo è stato quasi sempre negativo, e di ammontare considerevolissimo nell'ultimo triennio – vadano essenzialmente riferiti ai movimenti di capitale: essi sarebbero in gran parte il risultato di omesse registrazioni di uscite di capitale; la fattispecie più ricorrente sarebbe quella dell'investimento di portafoglio di proventi di esportazioni incassati all'estero e non rimpatriati. Se così fosse, la posizione netta sull'estero dell'Italia sarebbe oggi molto migliore di quanto non appaia dalle statistiche ufficiali: avrebbe probabilmente già raggiunto un cospicuo attivo netto, dell'ordine di alcuni punti percentuali di PIL.

Nel 1997 gli errori e omissioni non sono stati tuttavia l'unica causa di discrepanza tra flusso e variazione della consistenza. Hanno giocato un ruolo rilevante anche gli aggiustamenti di valutazione, soprattutto dal lato delle passività. La Tavola 2 mostra il dettaglio degli aggiustamenti di valutazione effettuati nel 1997, per ciascuna delle principali voci che compongono le attività e le passività sull'estero. Si può osservare come l'ascesa dei corsi dei titoli obbligazionari e azionari italiani abbia determinato un'ingentissima rivalutazione delle passività sull'estero (oltre 70.000 miliardi di lire, pari al 6,3 per cento delle consistenze iniziali). Dal lato delle attività, ha invece giocato un ruolo preponderante il rafforzamento delle principali valute di denominazione, in particolare del dollaro, che ha causato rivalutazioni per quasi 60.000 miliardi, il 5,1 per cento delle consistenze iniziali.

Un altro importante raccordo logico e contabile è quello che mette in relazione la PNE e i redditi da capitale della bilancia dei pagamenti, cioè gli incassi e i pagamenti per interessi e dividendi sulle attività e passività finanziarie verso l'estero. Va ad esempio subito notato che non necessariamente, se la PNE è positiva, il saldo dei redditi da capitale deve essere attivo; lo sarà, in generale, se e solo se il rapporto fra i rendimenti medi delle attività e delle passività è maggiore del rapporto fra i livelli iniziali delle passività e delle attività: un differenziale di rendimento a favore delle passività che sia abbastanza grande (superiore in proporzione al rapporto fra passività e attività) può man-

**ATTIVITÀ E PASSIVITÀ SULL'ESTERO ALL'INIZIO E ALLA FINE DEL 1997,  
E RELATIVI AGGIUSTAMENTI DI VALUTAZIONE (1)**  
(in migliaia di miliardi di lire)

V o c i	Consistenze a inizio anno	RIVAE <sub>p</sub>	RIVAE <sub>c</sub>	RIVPE <sub>p</sub>	RIVPE <sub>c</sub>	Consistenze a fine anno
<b>Attività</b>	<b>1.113</b>	<b>44</b>	<b>57</b>	–	–	<b>1.406</b>
- Investimenti diretti	179	28	10	–	–	237
- Investimenti di portafoglio	343	17	25	–	–	498
- Prestiti e crediti commerciali	153	–	3	–	–	186
- Crediti delle banche italiane	328	–	12	–	–	349
- Attività di BI-UIC	109	–	5	–	–	136
<b>Passività</b>	<b>1.167</b>	–	–	<b>73</b>	<b>24</b>	<b>1.422</b>
- Investimenti diretti	114	–	–	26	–	146
- Investimenti di portafoglio	510	–	–	47	1	678
- Prestiti e crediti commerciali	162	–	–	–	2	174
- Debiti delle banche italiane	379	–	–	–	21	421
- Passività di BI-UIC	2	–	–	–	–	2

(1) La differenza fra le consistenze all'inizio e alla fine dell'anno che non è spiegata dagli aggiustamenti di valutazione è da attribuire a transazioni avvenute nel corso dell'anno (nell'aggregato, si tratterà della somma algebrica dei saldi delle partite correnti e degli errori e omissioni; cfr. Tav. 1).

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia-UIC.

Tavola 2

<sup>4</sup> Cfr. Banca d'Italia (1997, 1998).

tenere il saldo degli interessi in una condizione di disavanzo anche forte.

Nella Tavola 3 si fa vedere come questo sia appunto accaduto in Italia nel 1997. Il rapporto tra rendimenti medi ex-post delle attività e delle passività è stato minore di uno, mentre quello tra consistenze delle passività e delle attività alla fine del periodo precedente era maggiore di uno. L'ampio differenziale di rendimento medio a sfavore delle at-

#### POSIZIONE SULL'ESTERO E REDDITI DA CAPITALE

Anni	R	AE <sub>-1</sub>	a	PE <sub>-1</sub>	b
1993	-1,7	39,0	7,8	49,6	9,6
1994	-1,6	46,9	5,6	55,8	7,6
1995	-1,5	47,5	6,2	54,1	8,2
1996	-1,3	50,6	6,2	55,1	8,0
1997	-1,0	57,1	6,7	59,8	8,0

Legenda:

R = saldo dei redditi da capitale, in percentuale del PIL

AE<sub>-1</sub> = totale attività sull'estero alla fine dell'anno precedente, in percentuale del PIL dell'anno di riferimento

a = rapporto fra incassi per redditi da capitale e AE<sub>-1</sub>, in percentuale (rendimento medio ex post delle attività)

PE<sub>-1</sub> = totale passività sull'estero alla fine dell'anno precedente, in percentuale del PIL dell'anno di riferimento

b = rapporto fra pagamenti per redditi da capitale e PE<sub>-1</sub>, in percentuale (rendimento medio ex post delle passività)

Per definizione si ha:  $R = aAE_{-1} - bPE_{-1}$

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia-UIC

Tavola 3

tività in quell'anno (1,3 punti percentuali) si spiega poi essenzialmente con il peso relativamente maggiore di valute ad alto tasso d'interesse (la lira, essenzialmente) fra le passività, in particolare nelle due grandi voci dei prestiti e degli investimenti di portafoglio. La Tavola 4 illustra questa situazione in dettaglio.

In prospettiva, quel differenziale è destinato a ridursi notevolmente, se non ad annullarsi, per effetto di almeno due circostanze: la convergenza dei rendimenti sulla lira verso il livello prevalente sulle altre valute europee (fino alla confluenza nell'euro); una riduzione del fabbisogno di riserve ufficiali prontamente spendibili dopo l'avvento dell'euro, che porterà a forme di investimento degli attivi delle banche centrali nazionali

#### POSIZIONE SULL'ESTERO DI INIZIO ANNO E RENDIMENTI MEDI EX POST NEL 1997, PER TIPO DI ATTIVITÀ E PASSIVITÀ (1)

Voci	Consistenza (% del PIL)	Rendimento medio (%)
<b>Attività</b>	<b>57,1</b>	<b>6,7</b>
di cui:		
- Riserve ufficiali	5,6	5,6
- Banche residenti	16,8	14,5
- Prestiti	3,7	2,1
- Investimenti diretti	9,2	1,2
- Investimenti di portafoglio	17,6	5,3
<b>Passività</b>	<b>59,8</b>	<b>8,0</b>
di cui:		
- Banche residenti	19,4	9,4
- Prestiti	6,1	4,1
- Investimenti diretti	5,9	-1,0
- Investimenti di portafoglio	26,2	-7,3

(1) Si veda la legenda della Tav. 3.

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia-UIC

Tavola 4

meno liquide e più redditizie.

Un altro punto merita di essere notato in merito alla congruenza fra i dati di consistenza e di flusso: non necessariamente, se la PNE migliora, deve anche migliorare il saldo dei redditi da capitale. Ciò accadrà, muovendo da una situazione di equilibrio, se e solo se l'aumento del rendimento sulle attività è superiore a quello sulle passività (o la diminuzione inferiore), a meno di un fattore di scala proporzionale al tasso di aumento delle attività lorde.

La Tavola 5 fa vedere come, ad esempio, nel biennio 1994-95 il saldo dei redditi da capitale sia rimasto stazionario in rapporto al PIL, mentre la PNE migliorava sensibilmente. Infatti, nel 1994 il rendimento medio *ex post* sulle attività è diminuito di più di

#### DINAMICA DELLA POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO E DEL SALDO DEI REDDITI DA CAPITALE

Anni	$\Delta PNE_{-1}$	$\Delta R$	$\Delta a$	$\Delta b$
1993	-2,7	0,0	1,0	-0,2
1994	1,2	0,1	-2,2	-2,0
1995	1,7	0,1	0,6	0,6
1996	1,9	0,2	0,0	-0,2
1997	1,6	0,3	0,5	0,0

Legenda:

$\Delta PNE_{-1}$  = variazione della PNE nel corso dell'anno precedente, in percentuale del PIL dell'anno di riferimento

$\Delta R$  = variazione del saldo dei redditi da capitale rispetto all'anno precedente, in percentuale del PIL

$\Delta a$  = variazione del rendimento medio *ex post* delle attività (cfr. Tav. 3) rispetto all'anno precedente, in punti percentuali

$\Delta b$  = variazione del rendimento medio *ex post* delle passività (cfr. Tav. 3) rispetto all'anno precedente, in punti percentuali

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia-UIC

Tavola 5

quello sulle passività, mentre nel 1995 è aumentato nella stessa misura.

#### Posizione netta sull'estero, risparmio e investimenti

Come è noto, l'eccedenza (il difetto) di risparmio nazionale rispetto agli investimenti realizzati nell'economia equivale *ex-post* all'eccedenza (al difetto) di merci e servizi venduti all'estero, e di frutti ricavati dagli investimenti all'estero, rispetto alle merci e ai servizi acquistati, e agli oneri finanziari sostenuti sugli investimenti esteri.

L'ammontare complessivo di risparmio disponibile in un'economia può originarsi o nel settore privato nazionale (il cui saldo finanziario è di norma eccedentario, in particolare in Italia), o nel settore pubblico nazionale (se il bilancio pubblico è in avanzo corrente), oppure può affluire dall'estero: in questo caso, all'afflusso netto di capitale corrisponderà in bilancia dei pagamenti un disavanzo di parte corrente.

L'ammontare complessivo di risparmio disponibile può essere utilizzato o per finanziare investimenti (privati e pubblici), o per finanziare spese pubbliche correnti (dunque, per esser "distrutto" in impieghi infruttiferi, come avviene se il bilancio pubblico corrente è in disavanzo), ovvero può essere prestato all'estero, con un deflusso netto di capitale a cui corrisponderà un avanzo di parte corrente nella bilancia dei pagamenti.

La Tavola 6, tratta da Rossi (1998), mostra le grandi tendenze nell'origine e nell'utilizzo del risparmio in Italia negli scorsi trent'anni. Ne emerge, con riferimento all'ultimo quinquennio, il quadro di un'economia in cui il settore privato continua a formare un co-

*spicuo ammontare di risparmio (quasi un quarto del reddito nazionale lordo disponibile), che il settore pubblico distrugge in misura più contenuta che in passato attraverso il suo deficit corrente (meno del 5 per cento annuo nella media del quadriennio 1993-96; il saldo corrente torna addirittura in equilibrio nel 1997); dove tuttavia il tasso di investimento si è drasticamente ridotto rispetto al passato (scendendo a un sesto del reddito, rispetto a valori pari a un quarto negli anni settanta), sicché l'eccedenza, inutilizzata all'interno, del risparmio nazionale defluisce all'estero in cerca di impieghi produttivi e finanziari,*

### ORIGINE E UTILIZZO DEL RISPARMIO

(medie annue, in percentuale del reddito nazionale lordo disponibile)

Periodi	Origine del risparmio lordo disponibile nell'economia			Totale	Utilizzo del risparmio lordo disponibile nell'economia		
	Creato dal settore privato nazionale	Creato dal settore pubblico nazionale	Prestato dall'estero (1)		Prestato all'estero (1)	Distrutto dal settore pubblico nazionale (2)	Investito all'interno (3)
1968-70	27,0	0,2	–	27,2	2,0	–	25,2
1971-75	28,9	–	0,7	29,6	–	3,8	25,8
1976-79	31,4	–	–	31,4	0,9	5,4	25,1
1980-86	28,8	–	1,1	29,9	–	6,4	23,5
1987-92	25,7	–	1,5	27,2	–	6,0	21,2
1993-96	24,5	–	–	24,5	2,1	4,6	17,8
1996	24,3	–	–	24,3	3,5	3,3	17,5

(1) Saldo di tutte le transazioni finanziarie con l'estero (inclusi i movimenti di riserve ufficiali e il saldo degli errori e omissioni della bilancia dei pagamenti), coincidente, ma col segno opposto, con il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. (2) Saldo fra spese ed entrate correnti delle Amministrazioni pubbliche. (3) Totale degli investimenti lordi (in capitale fisso e in scorte), pubblici e privati.

Fonte: Rossi (1998).

Tavola 6

*come contropartita dei cospicui avanzi di bilancia dei pagamenti di parte corrente.*

*Dunque, quel vincolo esterno che negli anni ottanta aveva limitato lo sviluppo dell'economia italiana subisce oggi una metamorfosi.*

*Mentre in quegli anni la distruzione di risparmio nazionale operata dal settore pubblico attraverso i suoi disavanzi correnti costringeva l'economia italiana a finanziare parte degli ancora cospicui investimenti interni con risparmio prelevato dall'estero – sicché il debito crescente nei confronti dell'estero assumeva i caratteri di uno squilibrio fondamentale e diventava causa non ultima della, ricorrente debolezza del cambio della lira – nel decennio che sta per concludersi il vincolo esterno si tramuta in una opportunità, in vista di un rilancio del processo di sviluppo dell'economia italiana.*

### Riferimenti bibliografici

Banca d'Italia, "Relazione annuale", Roma, 1997, 1998.

P. Castaldo, F. Palmisani, S. Rossi, "Il vincolo esterno in Italia, Germania e Francia: elementi per un'analisi empirica comparativa", *Rivista di Politica Economica*, V, maggio 1986.

V. Conti, D. Cossutta, M. Silvani, "La penetrazione delle importazioni in Italia: un caso di deindustrializzazione o di specializzazione", in Banca d'Italia, *Ricerche sui modelli per la politica economica*, Roma, 1983.