



### L'aggiustamento dei conti con l'estero: fattori ciclici e il conto corrente dell'Italia

di Silvia Fabiani, Stefano Federico e Alberto Felettigh\*

#### Introduzione

Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'Italia ha registrato un consistente miglioramento negli ultimi sei anni, passando da un disavanzo pari al 3,4 per cento del Pil nel 2010 a un surplus del 2,6 nel 2016.<sup>1</sup> L'aggiustamento dei conti con l'estero ha avuto luogo in una fase di protratta debolezza dell'economia, contraddistinta da una marcata flessione della domanda interna. Una valutazione corretta della natura di tale riequilibrio, e in particolare della componente legata all'andamento del ciclo economico e quindi probabilmente destinata a venir meno con il consolidarsi della ripresa, è pertanto rilevante per le sue implicazioni riguardo alla sostenibilità futura dei conti con l'estero.

Il lavoro analizza il peso dei fattori ciclici, domestici e internazionali, nel recente miglioramento del saldo di conto corrente dell'Italia. L'analisi si basa su un semplice modello che calcola quali sarebbero i valori delle importazioni e delle esportazioni nel caso in cui il prodotto, interno e dei partner commerciali, fosse al suo livello potenziale, nello spirito della metodologia adottata dalla Commissione Europea. Il modello si distingue da quest'ultima, tuttavia, sotto due importanti aspetti: i) tiene conto della diversa intensità con cui le varie componenti della domanda attivano le importazioni, dando pertanto rilievo agli effetti di composizione; ii) deriva endogenamente il livello potenziale della domanda interna, delle esportazioni e delle importazioni a partire da una stima esogena del prodotto potenziale.

#### Il modello

Stime del saldo di conto corrente corretto per gli effetti ciclici sono prodotte periodicamente dalle organizzazioni internazionali, con una varietà di metodi. Il Fondo monetario internazionale (Fmi), per esempio, nell'ambito della valutazione degli squilibri esterni, stima una componente strutturale del conto corrente sulla base di regressioni panel che includono tra l'altro alcune variabili di natura ciclica (Phillips et al., 2013). La metodologia della Commissione europea (Salto e Turrini, 2010) considera invece separatamente esportazioni e importazioni e calcola il conto corrente di un paese al netto dei fattori ciclici come quello che si determinerebbe qualora la produzione domestica e quella dei partner commerciali fossero al loro livello potenziale, in altre parole se in entrambi i casi l'*output gap* fosse nullo. Ad esempio, se chiudere l'*output gap* richiedesse un Pil dell'1 per cento superiore rispetto a quello effettivo, l'ipotesi è che anche le importazioni sarebbero proporzionalmente più alte, in base a un'elasticità fissata esogenamente.

Il modello utilizzato in questo lavoro estende l'approccio della Commissione europea (Ce) incorporando effetti di composizione, riconoscendo cioè che le diverse componenti della domanda aggregata (esportazioni e domanda interna) attivano le importazioni con differente intensità. Inoltre, contrariamente all'approccio adottato dalla Ce, il modello determina endogenamente (e in modo internamente coerente) il livello potenziale della domanda interna, delle esportazioni e delle importazioni a partire da una stima esogena del prodotto potenziale.

\* Banca d'Italia.

<sup>1</sup> L'approfondimento riporta i principali risultati del lavoro di Fabiani, Federico e Felettigh (2016).



Nel dettaglio, si ipotizza che le esportazioni potenziali siano una funzione lineare del prodotto potenziale estero. Viceversa, le importazioni dipendono da una misura di domanda costruita, nello spirito della *Import intensity-Adjusted Demand* (Iad) di Bussière et al. (2013), come media ponderata di esportazioni e domanda interna; i pesi riflettono la diversa attivazione di importazioni da parte di ciascuna componente. In particolare, le esportazioni sono caratterizzate da un contenuto di importazioni più elevato, in ragione della crescente frammentazione internazionale della produzione: la calibrazione delle elasticità nel modello è tale che a una pari variazione (assoluta) di esportazioni e di domanda interna, la corrispondente attivazione di importazioni è circa 1,6 volte superiore nel caso delle esportazioni. Infine, i livelli potenziali di esportazioni, importazioni e domanda interna ( $X^{pot}$ ,  $M^{pot}$  e  $DJ^{pot}$ , rispettivamente) devono essere coerenti con il Pil potenziale ( $Y^{pot}$ ):

$$Y^{pot} = DJ^{pot} + X^{pot} - M^{pot},$$

dove  $X^{pot}$  è determinato dal Pil potenziale estero, mentre  $M^{pot}$  è una funzione lineare di  $DJ^{pot}$  e di  $X^{pot}$ . Si tratta pertanto di risolvere un semplice sistema di tre equazioni simultanee.

Il modello proposto, così come quello della Commissione europea, di fatto corregge per gli effetti del ciclo solo la bilancia commerciale, mentre nessuna rettifica viene apportata ai redditi primari e secondari.

La variabile esogena cruciale per la stima del modello è il prodotto potenziale, da cui discende la misura dell'*output gap*; la sua valutazione quantitativa varia a seconda della metodologia adottata ed è tipicamente soggetta a un ampio margine di incertezza. Nel lavoro si utilizza, come indicatore dell'*output gap* italiano, quello calcolato dalla Banca d'Italia.<sup>2</sup> Nel confronto con le misure calcolate dalle principali organizzazioni internazionali, esso delinea per gli anni più recenti una fase ciclica intermedia tra quella tendenzialmente più negativa prospettata dalle stime dell'Ocse e quella, più positiva, che traspare dalle stime della Commissione europea e del Fmi. Per il resto del mondo si considera una media ponderata degli *output gap* di 45 partner commerciali, a loro volta ottenuti come medie degli indicatori stimati dalla Commissione europea, dall'Ocse e dal Fmi.

## I risultati per l'Italia

Secondo le nostre stime, il saldo di conto corrente dell'Italia corretto per gli effetti ciclici ha registrato un graduale deterioramento dalla metà degli anni novanta, divenendo negativo all'inizio della scorsa decade e raggiungendo il suo punto di minimo nel 2010 (grafico 1). Successivamente ha segnato un graduale recupero, tornando positivo nel 2014. Lo scorso anno era in surplus per circa l'1,4 per cento del Pil. Gli effetti del ciclo economico, relativamente marginali fino alla crisi dei debiti sovrani del 2011, sono stati rilevanti nell'ultimo quinquennio, sostenendo l'avanzo del conto corrente di un ammontare pari a 1,2 punti percentuali di Pil in media. Nel complesso, tuttavia, il ribilanciamento dei conti con l'estero avvenuto tra il 2010 e il 2016 è stato consistente anche tenendo conto degli effetti ciclici: al netto di questi ultimi, il saldo ha registrato un miglioramento di 5,1 punti percentuali di Pil; la componente non ciclica spiega quindi oltre i quattro quinti della variazione del saldo effettivo (6 punti).

<sup>2</sup> L'indicatore è ricavato come media delle stime basate su quattro approcci differenti: un metodo bayesiano a componenti inosservate, un modello univariato autoregressivo a coefficienti variabili, un approccio basato sulla funzione di produzione e un Var strutturale (Bassanetti et al. 2010). L'approfondimento riporta i principali risultati del lavoro di Fabiani, Federico e Felettigh (2016).



**Grafico 1 - Correzione per il ciclo: saldo del conto corrente**

In percentuale del Pil<sup>(1)</sup>



<sup>(1)</sup> Il minimo e il massimo indicano l'intervallo dei valori ottenuti sulla base di modelli di stima alternativi.

Fonte: elaborazioni su dati Ameco, Banca d'Italia, Fmi, Istat, Ocse

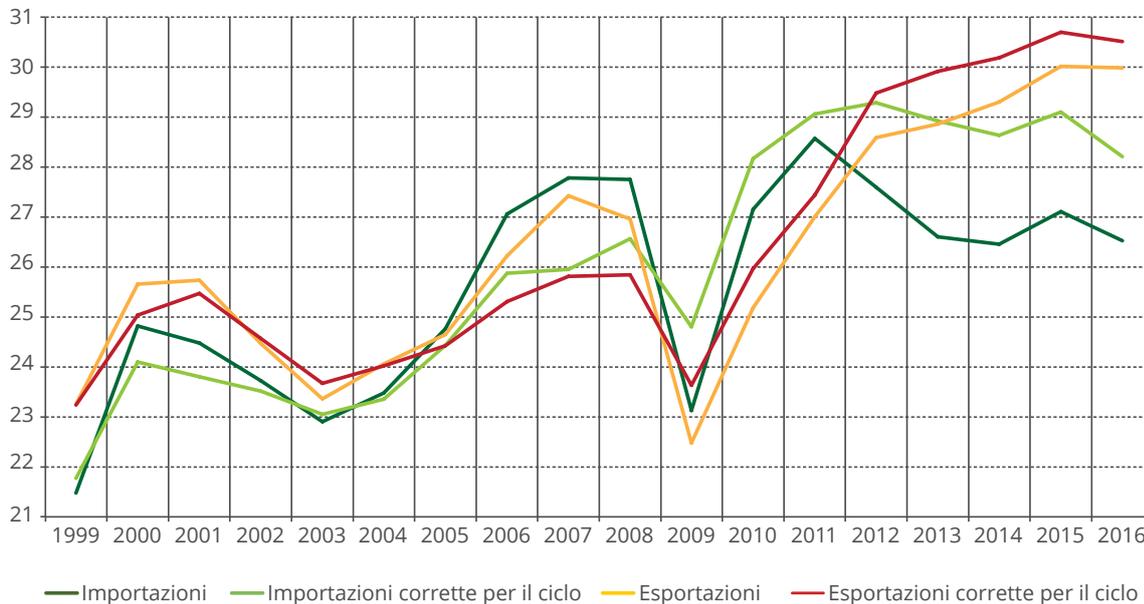
Tenendo conto dei risultati di una serie di esercizi di robustezza basati su ipotesi, calibrazioni e modelli alternativi, il saldo corretto per il ciclo si collocherebbe comunque in avanzo nel 2016, in un intervallo compreso tra lo 0,4 e il 2,6 per cento del Pil; all'ampiezza di tale intervallo contribuisce soprattutto l'incertezza delle valutazioni sull'*output gap*.

La metodologia utilizzata consente di quantificare separatamente il contributo delle esportazioni e delle importazioni alla correzione del conto corrente al netto degli effetti ciclici: questi ultimi sono stati generalmente più ampi dal lato delle importazioni, in particolare nell'ultimo quinquennio, riflettendo la fase recessiva molto più intensa nel nostro paese che nel complesso dei partner commerciali. Ciò nonostante, il ribilanciamento in atto dal 2010, al netto degli effetti ciclici, è attribuibile soprattutto (per 4,5 punti percentuali di Pil) alla buona performance delle esportazioni, mentre il contributo delle importazioni è stato sostanzialmente nullo e quello dei redditi primari e secondari è stato di 0,5 punti percentuali (grafico 2).

Nel periodo considerato vi sono state rilevanti fluttuazioni dei prezzi dei prodotti energetici. Per isolare il loro impatto sul saldo di conto corrente corretto per il ciclo, si può sottrarre da quest'ultimo il valore delle importazioni di beni energetici.<sup>3</sup> Escludendo tale componente, tra il 2010 e il 2016 il saldo di conto corrente corretto per il ciclo è aumentato da 0,5 a 3,7 punti di Pil. Il miglioramento si è concentrato tra il 2010 e il 2012; nel successivo biennio il saldo è rimasto pressoché invariato, mostrando un lieve peggioramento nel 2015 e un rimbalzo nel 2016.

<sup>3</sup> Ciò equivale implicitamente a ipotizzare che, in caso di chiusura dell'*output gap*, l'aumento delle importazioni di beni energetici sarebbe in proporzione alla loro quota sul Pil.

**Grafico 2 - Correzione per il ciclo: esportazioni e importazioni**  
In percentuale del Pil



Fonte: elaborazioni su dati Ameco, Banca d'Italia, Fmi, Istat, Ocse

### Alcune evidenze per gli altri maggiori paesi dell'area

Dall'applicazione del nostro modello alle altre tre maggiori economie dell'Area dell'euro emergono effetti eterogenei tra paesi: nel 2016, il saldo di conto corrente della Germania al netto dei fattori ciclici sale dall'8,8 per cento del Pil stimato dalla Commissione europea al 9,6 per cento delle nostre stime, un valore ben oltre la soglia di allerta previste dalla *Macroeconomic Imbalance Procedure* (6 per cento). Viceversa, il notevole aggiustamento del disavanzo spagnolo, in atto dal 2008, viene in parte ridimensionato e il saldo corretto per gli effetti del ciclo economico diventa positivo solo nel 2016. La correzione ha invece un impatto modesto per il perdurante disavanzo della Francia.

### Conclusioni

Si analizza il ruolo dei fattori ciclici nel miglioramento del conto corrente dell'Italia dal 2010, sulla base di un modello che deriva il livello potenziale di domanda interna, importazioni ed esportazioni da una stima esogena del prodotto potenziale, considerando effetti di composizione. Secondo i risultati, nel 2016 il saldo italiano di conto corrente corretto per gli effetti ciclici era l'1,4 per cento del Pil. L'aggiustamento dei conti con l'estero dal 2010 è stato in larga parte (5,1 punti di Pil su 6,0) di natura non ciclica; anche considerando l'ulteriore correzione per la discesa dei prezzi energetici, il riequilibrio rimane significativo (3,2 punti di Pil). Vi ha contribuito in larga parte la buona dinamica delle esportazioni, che segnala un'accresciuta capacità delle imprese italiane di misurarsi sui mercati internazionali, anche grazie al recupero di competitività di prezzo.

L'applicazione del modello agli altri maggiori paesi dell'area segnala che nel periodo recente gli squilibri esterni sono più ampi se valutati al netto degli effetti del ciclo economico.



### Nota bibliografica di approfondimento

Bassanetti A., Caivano M. e Locarno A. (2010), *Modelling Italian potential output and the output gap*, Banca d'Italia, "Temi di discussione", n. 771.

Bussière M., Callegari G., Ghironi F., Sestieri G. e Yamano N. (2013), *Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009*, "American Economic Journal: Macroeconomics", vol. 5(3), pp. 118-151.

Fabiani S., Federico S. e Felettigh A. (2016), *Adjusting the external adjustment: cyclical factors and the Italian current account*, Banca d'Italia, "Questioni di economia e finanza", n. 346.

Phillips S., Catão L., Ricci L., Bems R., Das M., Di Giovanni J., Unsal D.F., Castillo M., Lee J., Rodriguez J. e Vargas M. (2013), *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF "Working Paper series", n. 272.

Salto M. e Turrini A. (2010), *Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment*, European Economy, "Economic Papers", n. 427.