

## **Saldo commerciale, saldo delle partite correnti e la sostenibilita' del nostro debito estero**

**Fabio Ghironi**<sup>†</sup>

University of Washington, CEPR, and NBER

Director, Research Program in International Trade and Macroeconomics, Central Bank Research Association

Si sente spesso parlare in questo periodo di saldo commerciale, saldo delle partite correnti, debito estero e movimenti internazionali di capitale. Ma cosa sono questi concetti?

Il saldo commerciale e' la differenza tra il valore delle nostre esportazioni e quello delle importazioni. Se esportiamo piu' di quanto importiamo, abbiamo un avanzo (o surplus) commerciale, altrimenti abbiamo un disavanzo (o deficit). Il saldo commerciale e' uguale alla differenza tra il PIL che il nostro Paese produce e il suo uso per consumo, spesa del governo e investimento delle imprese. Se produciamo piu' di quanto usiamo, abbiamo un surplus commerciale, altrimenti abbiamo un deficit. Per esempio, l'Italia ha chiuso il 2017 con un saldo positivo di 47,5 miliardi di euro, il terzo piu' grande nella Ue.

Per ottenere il saldo delle partite correnti bisogna aggiungere al saldo commerciale il reddito che il nostro Paese riceve dalle attivita' finanziarie nette che detiene nei confronti dell'estero: per esempio, reddito da interesse che famiglie o imprese italiane ricevono dal detenere titoli emessi da entita' straniere, inclusi governi. Notate che il saldo delle attivita' finanziarie nette puo' essere negativo: lo e' se il nostro Paese ha un debito estero lordo (passivita') piu' grande del saldo lordo delle attivita' che detiene. Supponiamo che il Paese abbia un debito estero netto e che attivita' e passivita' abbiano rendimenti uguali. In questo caso, calcolare il saldo delle partite correnti implica sottrarre dal saldo commerciale l'ammontare del costo delle passivita' nette. (In teoria, se i tassi passivi fossero piu' bassi dei rendimenti sulle attivita', il reddito netto potrebbe essere positivo anche se il valore delle passivita' fosse piu' grande di quello delle attivita'.)

Poiche' il saldo commerciale e' la differenza tra produzione e il suo uso per consumo, spesa del governo e investimento, se aggiungiamo sia alla produzione (PIL) sia al saldo commerciale il reddito netto dal saldo finanziario verso l'estero, ne segue che il saldo delle partite correnti e' uguale alla differenza tra risparmio e investimento fatto dal Paese: sottraendo consumo e spesa del governo dalla somma di PIL e reddito netto da posizione finanziaria verso l'estero otteniamo quanto il paese risparmia. La differenza tra risparmio e investimento e' dunque uguale al saldo delle partite correnti. L'Italia ha terminato il 2017 con un saldo positivo di 50 miliardi di euro.

Quando il saldo delle partite correnti e' negativo (deficit), questo disavanzo e' finanziato prendendo a prestito dall'estero: entita' straniere (famiglie, imprese, istituzioni finanziarie, governi) acquistano titoli o azioni che emettiamo e i fondi che riceviamo ci permettono di risparmiare meno di quanto usiamo per investimento. Questo e' quello che l'Italia ha fatto tra il 2002 e il 2012. Se invece abbiamo un saldo di partite correnti positivo (come l'Italia dal 2013 a

---

<sup>†</sup> Department of Economics, University of Washington, Savery Hall, Box 353330, Seattle, WA 98195, U.S.A. E-mail: [ghiro@uw.edu](mailto:ghiro@uw.edu). URL: <http://faculty.washington.edu/ghiro>. Il contenuto di questa nota e' espresso a titolo personale e non riflette necessariamente alcuna posizione della University of Washington o di CEPR, NBER e CEBRA.

oggi), significa che stiamo prestando ad altri paesi e così finanziandone consumo, spesa del governo e investimento, ma anche riducendo il nostro debito estero. In altre parole, un deficit delle partite correnti implica una crescita del nostro debito netto verso il resto del mondo, un surplus implica una riduzione (o un aumento di un saldo positivo netto se non abbiamo iniziato il periodo corrente già con un debito netto). Ci sono situazioni in cui è ottimale avere un deficit di partite correnti: per esempio, quando lo facciamo per finanziare investimento che genererà più PIL ed esportazioni nel futuro. Il deficit è più problematico se invece è usato per finanziare solo consumo o spesa improduttiva del governo—quest'ultima un problema endemico in Italia.

L'accumulazione sostenuta di deficit di partite correnti e/o una crescita dei tassi di interesse passivi può portare ad una situazione debitoria verso l'estero che è insostenibile, col risultato di una crisi. Questo è più probabile se la crescita del PIL è bassa, come in Italia (la sostenibilità nel tempo dei nostri disavanzi e debiti dipende dalla loro grandezza in rapporto al PIL e dunque anche dal tasso a cui il PIL sta crescendo). È anche per questo che prestiamo tanta attenzione allo spread: è la differenza tra tassi attivi (che riceviamo) e tassi passivi (che dobbiamo pagare) e i suoi aumenti possono rendere il nostro debito estero insostenibile. Rispetto ad altri paesi europei, l'Italia non ha avuto grandi deficit di partite correnti tra l'avvento dell'euro e l'inizio della crisi dell'area euro nel 2010, ma ha avuto deficit persistenti tra il 2002 e il 2010 (attorno al 4 per cento del PIL nei trimestri di più grande deficit): combinati col nostro grande stock di debito pubblico e la bassa crescita del nostro PIL, questi persistenti deficit hanno portato i mercati a temere per la sostenibilità delle nostre finanze e a vendere i titoli italiani che detenevano, provocando la crescita dello spread che ha portato alla situazione di emergenza vissuta nel 2011.

Le dolorose misure adottate dal governo Monti hanno in parte restaurato la fiducia dei mercati nel nostro Paese. Ma se dovessimo tornare a fare deficit in presenza di bassa crescita, l'inevitabile innalzamento dello spread potrebbe scatenare una nuova crisi. In assenza di altri dolorosi aggiustamenti d'emergenza, la crisi potrebbe significare la nostra di fatto esclusione dai mercati finanziari internazionali e l'impossibilità (probabilmente per parecchi anni) per famiglie, imprese e governo di prendere a prestito dal resto del mondo o di investire nel resto del mondo. Una situazione di autarchia finanziaria dolorosamente sperimentata da economie emergenti e/o in via di sviluppo (e, in Europa, dalla Grecia, eccetto per i fondi arrivati dalla cosiddetta Troika). I movimenti internazionali di capitale servono molti scopi, non tutti virtuosi, ma dover rinunciare a tutti avrebbe molti costi.