

## ***Conti pubblici, conti esteri e spread: interpretazioni alternative della crisi dell'eurozona***<sup>1</sup>

di Raffaele Giammetti (Università Politecnica delle Marche)

La crisi della zona euro che ha avuto inizio nel 2010 è stata interpretata e affrontata sulla base della convinzione che la sostenibilità dell'Unione monetaria europea sarebbe minacciata da livelli di debito e deficit pubblico eccessivamente elevati. Tale visione ha prevalso nel pensiero delle istituzioni dell'Unione Europea e ha portato diversi paesi membri ad adottare misure imponenti al fine di ridurre i rispettivi deficit. Tuttavia, non tutti sono rimasti persuasi da questa interpretazione della crisi. Numerosi osservatori, infatti, hanno avanzato una tesi alternativa secondo cui le cause dell'attuale crisi dell'Eurozona sarebbero da attribuire non tanto all'eccessivo indebitamento pubblico, quanto piuttosto alle problematiche connesse agli squilibri commerciali tra paesi membri dell'Unione e al conseguente indebitamento estero di alcuni di essi. Più precisamente, si ritiene che la crisi sia alimentata da una profonda asimmetria tra economie "forti" ed economie "deboli" dell'area, che determina crescenti surplus verso l'estero per i paesi "centrali" dell'Unione (come ad esempio la Germania e i paesi satelliti), a fronte di deficit commerciali sistematici per i cosiddetti paesi "periferici" dell'Unione (ovvero i paesi mediterranei Portogallo, Grecia, Italia, Spagna e l'Irlanda). Queste riflessioni non rappresentano una novità per gli economisti afferenti alle scuole di pensiero critico. In effetti, già agli albori della Unione Monetaria Europea (UME) alcuni di essi avevano avanzato il sospetto che il vero tallone d'Achille dell'euro potesse risiedere non semplicemente nella crescita dei debiti pubblici quanto piuttosto nell'accumulo di debiti sia pubblici che privati verso l'estero da parte di alcuni paesi membri, e di corrispondenti crediti verso l'estero da parte di altri. Con il passare del tempo anche alcuni esponenti del "mainstream" hanno supportato simili conclusioni. La visione "equilibrata"<sup>2</sup> tipica della letteratura neoclassica, non si è infatti potuta sottrarre al progressivo e sistematico acuirsi degli squilibri commerciali cui si è assistito negli anni, così, anche in ambienti "mainstream" sono emerse preoccupazioni riguardo alle dinamiche relative all'indebitamento estero di alcuni paesi dell'UME.

Ma com'è possibile determinare le connessioni tra indebitamento estero e crisi dell'Eurozona? O meglio, quale evidenza empirica può segnalare l'esistenza di una relazione tra gli squilibri commerciali e l'instabilità europea?

Per cercare di rispondere a questa domanda ci soffermeremo su un'analisi effettuata dall'economista tedesco Daniel Gros, direttore del Centre for European Policy Studies (CEPS), e successivamente ci dedicheremo ad un tentativo di sviluppo del test di Gros finalizzato a superare alcuni limiti dello stesso.

Nell'articolo "*External versus domestic debt in the euro crisis*" Gros ha evidenziato una forte correlazione tra l'andamento medio delle partite correnti di 17 paesi dell'Eurozona nel periodo 2007-2009, e gli spread rispetto ai tassi di interesse sui Bund tedeschi, calcolati nel febbraio 2011.

---

<sup>1</sup> Questo paragrafo è tratto da Brancaccio (2012). *Current Account Imbalances, the Eurozone Crisis, and a Proposal for a "European Wage Standard"*. International Journal of Political Economy, vol. 41, Number 1, pp. 47-65, al quale si rimanda per una completa trattazione dell'argomento.

<sup>2</sup> La locuzione "equilibrata", in tale contesto, rimanda alla tradizionale teoria neoclassica della crescita, e in particolare all'idea che esistano meccanismi spontanei di convergenza tra le economie a più alto reddito e le economie a più basso reddito. Seguendo tale filone, influenti economisti del mainstream avevano sostenuto la tesi secondo cui gli squilibri commerciali esistenti tra paesi "periferici" e paesi "centrali" dell'UME non rappresentavano sintomi di instabilità sistemica, ma al contrario riflettevano il forte potenziale di crescita dei paesi "periferici" (Blanchard e Giavazzi, 2002).

I punti chiave dell'analisi statistica di Gros sono principalmente due:

- 1) sviluppo di un'analisi di regressione polinomiale: il legame statistico è espresso da una relazione non lineare ma quadratica, sulla base dell'idea che il rischio paese incorporato negli spread possa aumentare più che proporzionalmente al crescere del deficit commerciale;
- 2) confronto tra le medie 2007-2009 delle partite correnti e gli spread di Febbraio 2011.

Le scelte intraprese dall'economista tedesco presentano tuttavia alcuni limiti:

- 1) lo sviluppo di un'analisi di regressione quadratica solleva diversi problemi rispetto alla definizione del coefficiente di determinazione e dei parametri di diagnostica inferenziale. Inoltre la tesi per cui ad un aumento del deficit commerciale debba rispondere in ogni caso un incremento più che proporzionale degli spread non è supportata da riferimenti teorici ed è difficilmente generalizzabile;
- 2) la scelta di confrontare l'andamento medio delle partite correnti nel periodo 2007-2009 con gli spread del 2011 piuttosto che del 2010, appare arbitraria;
- 3) l'utilizzo di spread mensili, in particolare del febbraio 2011, appare immotivato in quanto gli spread non dovrebbero soffrire di tendenze stagionali;
- 4) la limitazione dell'analisi ad un singolo arco temporale di tre anni rende difficile una generalizzazione del risultato;
- 5) infine, Gros avrebbe potuto corredare il suo lavoro con un analogo test di correlazione tra gli spread e i saldi di bilancio pubblico e mostrare un confronto tra i due diversi risultati.

Definite le caratteristiche e i limiti dell'analisi di Gros, in quanto segue, ci dedicheremo ad un tentativo di sviluppo dell'indagine sulle possibili determinanti degli spread e verificheremo se questi risultano maggiormente correlati agli andamenti delle bilance commerciali o dei bilanci pubblici dei paesi membri della zona euro.

Il nuovo test propone una duplice analisi di regressione lineare tra:

1. partite correnti dei paesi Euro 12<sup>3</sup> nel periodo 2008-2010 e gli spread 2011<sup>4</sup>
2. saldi di bilancio pubblico dei paesi Euro 12 nel periodo 2008-2010 e gli spread 2011

Di seguito si propongono, passo dopo passo, le procedure da seguire per riprodurre il test. Prendendo ad esame un panel costituito da 12 paesi, andremo a verificare l'esistenza o meno di relazioni

---

<sup>3</sup> Si noti che il test prende a riferimento i paesi Euro 12. Infatti, l'analisi completa presentata in Brancaccio (2012) è estesa all'arco temporale 1999-2010, pertanto sono stati selezionati solo i paesi che fin da subito hanno aderito all'UME.

<sup>4</sup> Sebbene siano passati diversi anni, un aggiornamento del test non è consigliabile. Infatti, un'analisi dell'andamento degli spread dopo il 2011 risulterebbe eccessivamente viziata dalla politica non convenzionale della BCE inaugurata nel 2012 dall'ormai noto «whatever it takes» pronunciato dal presidente Mario Draghi.

statistiche significative tra la media 2008-2010 dei saldi di bilancia commerciale e di bilancio pubblico da un lato, e gli spread 2011, dall'altro.

Scrivi Ameco stat nella barra di ricerca di Google e clicca il primo link

1. Clicca sulla voce **10 BALANCES WITH THE REST OF THE WORLD, NATIONAL ACCOUNTS** e seleziona:  
***Balance on current transactions with the rest of the world (National accounts) (UBCA)***
2. Seleziona i seguenti paesi (ricorda di tenere premuto il tasto **ctrl**):  
**BELGIO, GERMANIA, IRLANDA, GRECIA, SPAGNA, FRANCIA, ITALIA, LUSSEMBURGO, OLANDA, AUSTRIA, PORTOGALLO, FINLANDIA.**  
Clicca ***Display the new sheet***
3. Modifica l'unità di misura scegliendo valori percentuali del PIL
4. Seleziona il periodo da analizzare: **2008, 2009, 2010** e clicca ***Display the new sheet***
5. Clicca su ***Save to Excel (Current view)***
6. Scrivi nella casella **G5** come segue  
**=media(C5:E5)** ed estendi il calcolo a tutti i Paesi.
7. In **G4** nomina la serie scrivendo **CA**
8. Clicca sulla voce **16 GENERAL GOVERNMENT, 16.3 Net lending** e seleziona ***Net lending B9 (UBLG)***. Ripeti i punti 2, 3, 4, 5 e 6
9. Seleziona l'area **G5:G16** corrispondente alla media dei bilanci pubblici 2008-2010, copia e torna al file Excel precedente. Clicca con il tasto destro in **J5** seleziona ***"Incolla speciale", "Valori"***. In **J4** nomina la serie scrivendo **GB**
10. Clicca sulla voce **13 MONETARY VARIABLES, 13.2 Interest rates** e seleziona ***Long Term Nominal (ILN)***. Ripeti il punto 3
11. Senza modificare l'unità di misura, seleziona l'anno **2011** e clicca su ***Save to Excel (Current view)***
12. Calcola lo spread:  
scrivi in **E5** come segue **=C5-\$C\$6** ed estendi il calcolo a tutti i Paesi

13. Seleziona la serie relativa agli spread (l'area **E5:E16**), copia e torna al file Excel principale, clicca con il tasto destro in **H5** "**Incolla speciale**", "**Valori**". Fai lo stesso cliccando in **K5**. In **H4** ed in **K4** scriviamo **spread**

Ora possiamo analizzare le relazioni che intercorrono tra Current Account e spread e tra Government Balance e spread.

- 1) Correlazione e indice di determinazione:

-Scrivi in **A20** Correlazione CA spread e in **B20** quanto segue:  
**=correlzione(G5:G16;H5:H16)**

-Scrivi in **A21** Correlazione GB spread e in **B21** quanto segue:  
**=correlzione(J5:J16;K5:K16)**

-Scrivi in **D20** Rquadro CA spread e in **E20** quanto segue: **=B20^2**

-Scrivi in **D21** Rquadro GB spread e in **E21** quanto segue: **=B21^2**

- 2) Scatter plot (grafico di dispersione) relazione CA spread:

-Seleziona l'area **G5:H16**;

-Clicca "**INSERISCI**"; "**GRAFICO A DISPERSIONE**"; "**DISPERSIONE CON SOLO INDICATORI**" (prima scelta);

-Clicca **LAYOUT**; **LINEA DI TENDENZA**;"**ALTRE OPZIONI LINEA DI TENDENZA**" e spunta: "**VISUALIZZA L'EQUAZIONE SUL GRAFICO**" e "**VISUALIZZA IL VALORE DI R AL QUADRATO SUL GRAFICO**"

- 3) Scatter plot (grafico di dispersione) relazione GB spread:

-Seleziona l'area **J5:K16**;

-Clicca "**INSERISCI**"; "**GRAFICO A DISPERSIONE**"; "**DISPERSIONE CON SOLO INDICATORI**" (prima scelta);

-Clicca **LAYOUT**; **LINEA DI TENDENZA**;"**ALTRE OPZIONI LINEA DI TENDENZA**" e spunta: "**VISUALIZZA L'EQUAZIONE SUL GRAFICO**" e "**VISUALIZZA IL VALORE DI R AL QUADRATO SUL GRAFICO**"

## **Risultati e conclusioni**

I risultati dell'esercizio empirico, per quanto rudimentali e preliminari, suggeriscono una relazione inversa tra saldi di bilancio estero e pubblico da un lato e spread dall'altro. Un aumento del deficit estero e/o pubblico implica un aumento del rischio paese incorporato negli spread. Tuttavia dal confronto tra gli  $R^2$  si rileva una maggiore correlazione tra andamento dei saldi esteri e spread piuttosto che tra andamento dei saldi pubblici e spread. Pertanto l'indebitamento estero sembrerebbe prevalere sull'indebitamento pubblico nella determinazione degli spread.