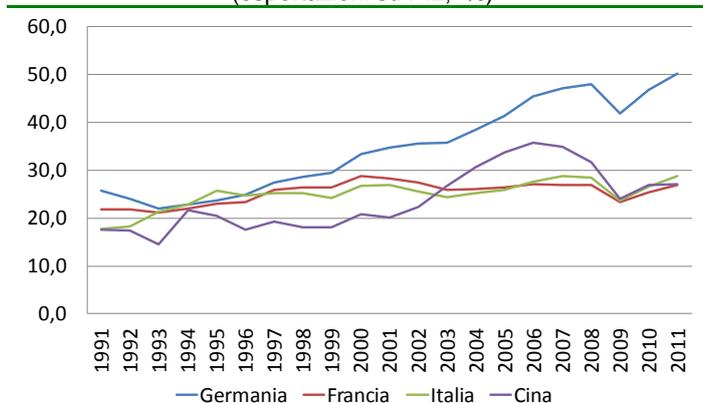


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Propensione all'export (esportazioni su PIL; %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Eurostat e FMI

Un miglioramento della **convergenza** tra le economie dell'Unione europea è utile sia alla stabilità sia alla crescita. E' quanto afferma il recente "Trattato sulla Stabilità, sul Coordinamento e sulla Governance" meglio conosciuto come "Fiscal Compact". Sotto molti profili, gli anni recenti, specie quelli successivi al 2008, hanno visto interrompersi il percorso di riduzione dei divari tra le principali economie dell'eurozona.

Nel 2011, in Italia il **Pil pro-capite** reale è sceso al livello più basso degli ultimi dodici anni, con l'esclusione del 2009. Il sistema economico italiano mostra una difficoltà nel realizzare tassi di crescita tali da consentire un progresso del tenore di vita. Pesa sia la deludente dinamica della produttività sia soprattutto la bassa partecipazione al mercato del lavoro. Un aumento del tasso di occupazione determinerebbe, a parità di altre condizioni, un miglioramento del tenore di vita della popolazione.

La **crisi economico-finanziaria** internazionale ha avuto riflessi sull'economia magiara più gravi di quanto rilevabile per gli altri principali paesi dell'Est Europa. L'interscambio con l'estero registra un favorevole andamento. Per i conti pubblici si rileva un disavanzo ma di dimensione relativamente contenuta. A rendere difficile un recupero economico dell'**Ungheria** è soprattutto l'elevato debito estero: € 126 miliardi a fronte di un Pil di circa €100 miliardi e riserve valutarie inferiori a €32 miliardi.

11

16 marzo

2012

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro - Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



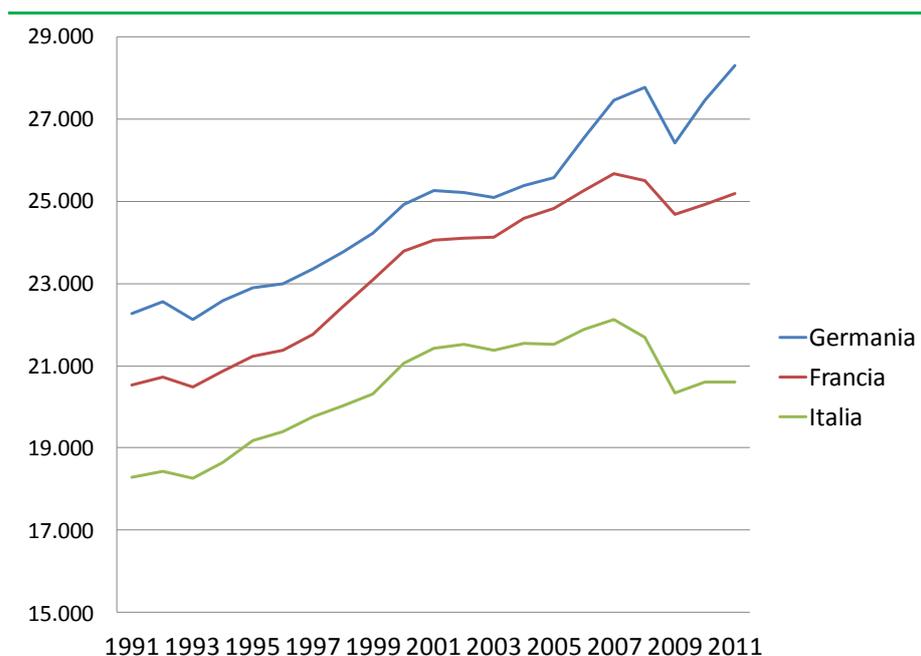
BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Editoriale: Più convergenza, per la stabilità e la crescita

G. Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

PIL pro capite reale

(euro; prezzi concatenati anno base 2000 = 100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Chiamarlo “fiscal compact” è riduttivo. Il Trattato sottoscritto lo scorso 2 marzo da venticinque dei ventisette membri dell’Unione europea ha un’ambizione che va oltre quella di azzerare i deficit fiscali e di fissare percorsi stringenti di rientro dei debiti pubblici eccessivi. È l’ambizione, antica quanto impegnativa, di fondare la stabilità sulla convergenza. L’intento è formalmente statuito all’articolo nove del Trattato ove “le parti contraenti si impegnano ad adoperarsi congiuntamente per una politica economica che favorisca il buon funzionamento dell’unione economica e monetaria e la crescita economica mediante una convergenza e una competitività rafforzate”.

La convergenza è preconditione della stabilità, e della crescita. Un’unione in cui le economie dei paesi membri tendono ad avvicinarsi è quella in cui la comune politica monetaria acquista per tutti maggiore efficacia. I tassi di interesse risultano più coerenti con gli andamenti delle economie partecipanti e lo stesso accade per i tassi di cambio della moneta unica. Viceversa, un’unione dove le distanze si allargano è un costrutto più facilmente aggredibile dalla speculazione. La divergenza tra le performance macroeconomiche e l’insufficiente coordinamento delle decisioni creano danni alla

stabilità e alla crescita. Ne abbiamo avuto prova tangibile nei mesi passati di crisi dei rischi sovrani europei. Ora, il rilancio della convergenza europea non può fermarsi al compattamento delle dinamiche fiscali. Occorre puntare più in alto, movendo dalla consapevolezza delle accresciute distanze che crisi e recessioni hanno determinato negli ultimi anni.

Nel 1991 i valori assunti dal PIL pro capite reale in Italia e Francia erano rispettivamente pari all'82 e al 92 per cento del corrispondente dato tedesco. Dopo dieci anni, nel 2001 il deficit di PIL pro capite rispetto a Berlino risultava diminuito di tre punti sia in Italia che in Francia. Nel decennio compreso tra la firma del Trattato di Maastricht e l'avvio dell'euro cartaceo la convergenza è migliorata. Poi la storia è cambiata. Specialmente dopo il 2008, con l'irrompere della crisi e della recessione, le distanze sono tornate ad allargarsi. Nel 2011 il PIL pro capite reale risulta in Italia pari solo al 73 per cento del corrispondente dato tedesco. E anche in Francia lo scorso anno la proporzione sul valore registrato in Germania del prodotto pro capite è scesa all'89 per cento, sei punti di meno rispetto al livello del 2001.

Oltre al PIL pro capite, l'insufficiente convergenza tra le grandi economie dell'euro si misura su due variabili principali. La prima è il tasso di occupazione, il perno delle strategie europee di crescita di quella che era l'Agenda di Lisbona ed è ora il progetto "Europa 2020". La seconda sono i saldi delle partite correnti, ovvero la parte dei conti con l'estero di un paese che, attraverso il fluire di esportazioni e importazioni, più si collega agli andamenti dell'economia reale. Sul fronte del tasso di occupazione, tra il 1991 e il 2011 la differenza a vantaggio della Germania è cresciuta da quattordici a quindici punti nel caso dell'Italia e da sette a otto punti in quello della Francia. La Germania già oggi è sopra il "target" europeo di un'occupazione pari al settanta per cento della popolazione attiva. La Francia e, soprattutto, l'Italia rimangono più indietro. Sul fronte dei conti con l'estero, ciò che ha caratterizzato gli ultimi anni è il consistente ampliamento del divario tra il surplus crescente registrato dalle partite correnti in Germania e i significativi deficit individualmente accumulati da paesi come la Francia, l'Italia e la Spagna. Nel 2011, secondo le stime del Fondo monetario internazionale, l'avanzo dei conti con l'estero della Germania avrebbe superato i 180 miliardi di euro. Specularmente, la somma dei deficit esteri di Francia, Italia e Spagna avrebbe raggiunto i 210 miliardi.

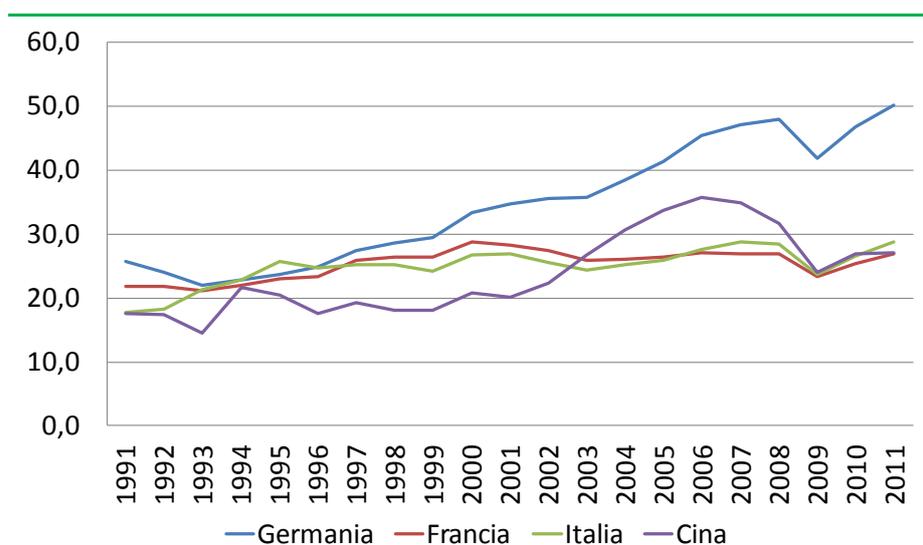
Sono molti i fattori alla base dell'incompiuta convergenza tra le grandi economie dell'euro. Sicuramente, un ruolo decisivo nell'allargare i divari è stato segnato dal cambio di passo realizzato dall'economia leader per dimensioni, la Germania. Nel decennio passato dal lancio dell'euro e dall'ingresso della Cina nel WTO l'economia tedesca è stata molto più capace di altre nel volgere in positivo le sfide e i rischi della globalizzazione dei commerci e delle produzioni. Mittelstand, Mitbestimmung, Kurzarbeit. Facendo leva su dimensione delle imprese, qualità produttiva, capacità di investire, riforme, coesione sociale ed anche sul fatto di avere come valuta l'euro piuttosto che il Deutsche Mark, i tedeschi sono stati capaci di innalzare di quindici punti in dieci anni la quota delle esportazioni sul PIL. Oggi la propensione all'export della

Germania è pari al 50 per cento, quasi il doppio dei valori registrati in Francia e in Italia e anche in Cina.

Il modello tedesco di crescita trainata dalle esportazioni rappresenta un riferimento per il progetto di rilancio della convergenza economica europea. Viene, però, da chiedersi se e quanto esso potrà concretamente applicarsi al futuro cammino dell'Italia ed anche della Francia o della Spagna. Molte sono le cose che possiamo imparare dai tedeschi, in primis la tensione alla qualità e agli investimenti. Ma per dare sostenibilità ad un recupero della convergenza occorreranno progetti e modelli autonomi, declinati sull'internazionalizzazione, ma anche su nuovi catalizzatori della domanda interna nei diversi paesi. Insomma, al rilancio della convergenza serve anche un'idea nostra di crescita.

Propensione all'export

(esportazioni su PIL; %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Eurostat e FMI

Italia: più occupazione, per un più alto tenore di vita

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

Nel 2011, il Pil pro-capite in termini reali, misura del tenore di vita di una popolazione, ha registrato in Italia un nuovo calo, scendendo al livello più basso degli ultimi dodici anni, con l'esclusione del 2009. Dall'inizio della crisi, il tenore di vita degli italiani ha accumulato un ritardo di quasi 7 punti percentuali rispetto ai valori precedenti la recessione, oltre 2 punti in più della distanza che separa l'economia nel suo complesso dai livelli di Pil del 2007.

Negli ultimi venti anni il sistema economico e produttivo italiano ha mostrato una strutturale difficoltà nel realizzare tassi di crescita tali da consentire un graduale progresso del tenore di vita degli italiani. Diversa l'esperienza della Germania. Dal 1991 al 2011, il Pil in termini reali è cresciuto complessivamente di 30 punti percentuali in Germania e di 20 in Italia. Nello stesso periodo il Pil pro-capite reale è aumentato di quasi 30 punti in Germania e di circa 12 in Italia.

Le differenze in termini di crescita non spiegano interamente il diverso percorso del tenore di vita nei due paesi. I dati degli ultimi dieci anni mostrano come l'Italia abbia sofferto sia la deludente dinamica della produttività sia soprattutto la bassa partecipazione al mercato del lavoro.

In Italia, un aumento del tasso di occupazione determinerebbe, a parità di altre condizioni, un sensibile miglioramento del tenore di vita della popolazione. Con un tasso di occupazione uguale a quello della Germania, mantenendo invariate tutte le caratteristiche del sistema economico e produttivo italiano, compresa la produttività del lavoro, il tenore di vita degli italiani crescerebbe, divenendo più elevato di quello tedesco.

Dal Pil al Pil pro-capite

L'analisi della crescita economica e della capacità di un paese di produrre ricchezza acquisisce elementi di interesse passando dal dato relativo al totale economia ai valori pro-capite. Il Pil pro-capite in termini reali misura la quantità di beni e servizi che un determinato sistema economico è in grado di produrre e di mettere a disposizione della propria collettività. Questa grandezza viene generalmente considerata per approssimare il tenore di vita di una popolazione. Essendo il risultato del rapporto tra il Pil di una nazione e la sua popolazione, l'evoluzione del tenore di vita dipende sia dalla crescita economica sia dalla dinamica della popolazione residente.

Guardando al Pil pro-capite, la situazione dell'Italia appare ancora più complessa di quella che emerge da un'analisi del dato relativo al totale dell'economia. Negli ultimi anni, la ricchezza prodotta complessivamente dal paese è cresciuta più di quanto non sia aumentato il tenore di vita degli italiani. Questo andamento accomuna l'Italia all'esperienza francese. Diversa la storia della Germania, un paese che è riuscito ad accrescere in maniera significativa il tenore di vita della popolazione, beneficiando di politiche del mercato del lavoro che hanno favorito l'aumento dell'occupazione.

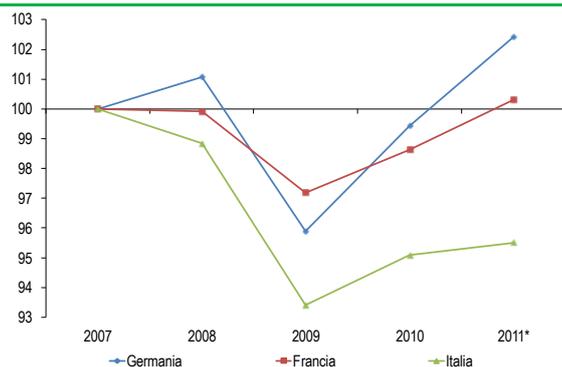
Crescita economica e tenore di vita

La crisi finanziaria ha colpito duramente il tenore di vita degli italiani. La debole fase di ripresa che ha interessato il biennio 2010-11 non è stata in grado di favorire un'inversione di tendenza. Dopo la brusca flessione del 2008-09 e il modesto recupero del 2010, il Pil pro-capite in termini reali ha registrato un nuovo calo, scendendo nel 2011 al livello più basso degli ultimi dodici anni, con l'esclusione del 2009.

Negli ultimi quattro anni, il tenore di vita degli italiani è peggiorato sensibilmente. Ponendo il 2007 come base uguale 100, in Italia il Pil pro-capite in termini reali è sceso a 92 nel 2009, per poi risalire a 93,2 nel 2011. Il ritardo rispetto ai valori precedenti la recessione risulta pari a quasi 7 punti percentuali, oltre 2 punti in più della distanza che separa l'economia nel suo complesso dai livelli di Pil del 2007.

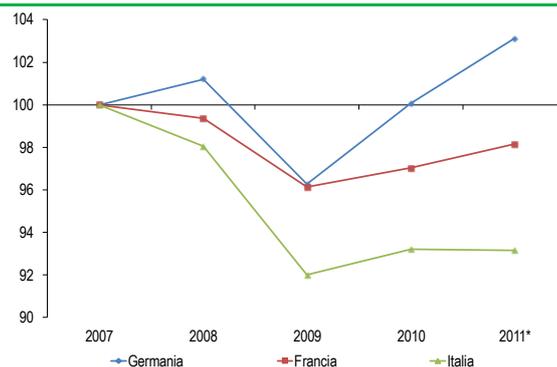
Il Pil reale in Italia, Francia e Germania

(valori concatenati; 2007=100)



Il Pil pro-capite reale in Italia, Francia e Germania

(valori concatenati; 2007=100)



*: il dato del Pil 2011 della Francia è una stima di fonte Eurostat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

*: il dato del Pil 2011 della Francia è una stima di fonte Eurostat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

La situazione delle altre principali economie dell'area euro appare meno problematica. In Francia, la crescita complessiva è risultata migliore di quella relativa ai valori pro-capite. Mentre l'economia ha interamente recuperato quanto perso durante la recessione, il Pil pro-capite reale francese presenta ancora un ritardo da colmare di quasi 2 punti percentuali. Diversa la situazione in Germania. Il Pil pro-capite reale tedesco, dopo aver perso quasi 5 punti percentuali nel 2009, ha recuperato rapidamente, raggiungendo nel 2011 un livello di oltre 3 punti superiore a quello precedente la crisi. Posto uguale a 100 il 2007, l'economia nel suo complesso ha raggiunto un valore pari a 102,4, il tenore di vita dei tedeschi ha raggiunto un livello di 103,1.

Negli ultimi anni, l'economia tedesca si è dimostrata capace di produrre una quantità di beni e servizi tale da consentire un miglioramento significativo del tenore di vita della popolazione.

La particolarità del caso tedesco viene confermata estendendo l'analisi ad un orizzonte temporale più lungo. Elementi di interesse emergono confrontando quanto accaduto nel corso degli ultimi venti anni in Italia e in Germania. Sebbene per la gran parte del periodo considerato questi due paesi abbiano sperimentato una crescita economica di entità comparabile, il tenore di vita dei tedeschi è aumentato molto più di quello degli italiani. Tra il 1991 e il 2007, la crescita, misurata dall'andamento del Pil reale, è stata pari al +1,5% medio annuo in entrambi i paesi. Differente la dinamica del Pil pro-capite reale. Negli anni Novanta, il tenore di vita degli italiani, sebbene su livelli inferiori, cresceva più rapidamente di quello tedesco. Tra il 2001 e il 2007, l'incremento del Pil pro-capite in Italia è, invece, risultato pari alla metà di quello tedesco, rispettivamente +0,7% e +1,4%. Il ritardo si è ampliato negli ultimi quattro anni, sia durante la

recessione sia nella successiva fase di ripresa. Nel biennio 2010-11, la crescita economica tedesca è risultata pari a tre volte quella italiana. Nello stesso periodo, l'aumento del Pil pro-capite reale in Germania è stato pari a circa sette volte quello registrato in Italia, rispettivamente +3,5% e +0,6%.

Pil reale, popolazione, Pil pro-capite reale in Italia, Francia e Germania

(var. %, media annua)

	1992-95			1996-2000			2001-2007			2008-09			2010-11		
	Pil	Popol.	Pil pro-capite	Pil	Popol.	Pil pro-capite	Pil	Popol.	Pil pro-capite	Pil	Popol.	Pil pro-capite	Pil	Popol.	Pil pro-capite
Germania	1,3	0,6	0,7	1,9	0,2	1,7	1,4	0,0	1,4	-2,0	-0,2	-1,8	3,3	-0,2	3,5
Francia	1,3	0,4	0,8	2,7	0,4	2,3	1,8	0,7	1,1	-1,4	0,6	-1,9	1,6	0,5	1,0
Italia	1,3	0,0	1,2	1,9	0,0	1,9	1,3	0,5	0,7	-3,3	0,8	-4,1	1,1	0,5	0,6

2011: il dato del Pil della Francia è una stima di fonte Eurostat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Analizzando l'evoluzione del tenore di vita della popolazione nelle principali economie dell'area euro, gli ultimi venti anni possono essere suddivisi in due periodi.

Tra l'inizio degli anni Novanta e la prima parte degli anni Duemila, si è assistito ad un processo di convergenza verso livelli più elevati di benessere, che ha interessato sia l'Italia sia la Francia. Ponendo pari a 100 il Pil pro-capite in termini reali in Germania, l'Italia presentava un ritardo di 11,1 punti percentuali all'inizio degli anni Novanta. Nel 2002, questa distanza si era ridotta a 7,7 punti. Ancora più impressionante la performance della Francia. Il Pil pro-capite francese nel 1991 presentava un ritardo di quasi 4 punti rispetto a quello tedesco. All'inizio degli anni Duemila si è assistito al sorpasso francese, accumulando un vantaggio di 1,5 punti. Su tali andamenti hanno influito le difficoltà affrontate dalla Germania nel periodo successivo l'unificazione del 1989.

All'inizio degli anni Duemila si è assistito, però, ad un significativo cambiamento. Il processo di convergenza, sia dell'Italia sia della Francia, si è fermato, cambiando direzione. La distanza dell'Italia dalla Germania in termini di Pil pro-capite è aumentata nuovamente, raggiungendo nel 2007 i 12,8 punti percentuali, un ritardo più ampio di quello del 1991. Nei cinque anni prima della recessione, l'Italia ha perso più di quanto aveva guadagnato nel decennio precedente. Con lo scoppio della crisi, la situazione è ulteriormente peggiorata. Il ritardo nei confronti della Germania ha raggiunto nel 2011 i 21,2 punti percentuali. Sebbene su dimensioni differenti, anche la Francia ha sperimentato un fenomeno simile nella seconda parte degli anni Duemila. Da un vantaggio in termini di Pil pro-capite di 1,5 punti percentuali si è passati ad un ritardo di 7 punti nel 2011.

Popolazione e crescita economica

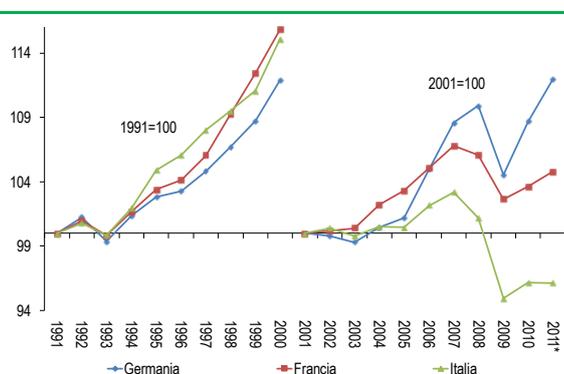
Dal 1991 al 2011, l'economia ha registrato un tasso di crescita medio annuo dell'1,3% in Germania e dello 0,9% in Italia. L'aumento del Pil pro-capite reale è stato pari rispettivamente al +1,2% e al +0,6%. Il Pil in termini reali è cresciuto complessivamente di 30 punti percentuali in Germania e di 20 punti in Italia. Nello stesso periodo il Pil pro-capite è aumentato di quasi 30 punti in Germania e di circa 12 punti in Italia. Mentre la crescita dell'intera economia italiana è risultata pari a due terzi di quella tedesca, lo stesso rapporto relativo al Pil pro-capite si riduce a quasi un terzo.

Nel confronto con la Germania, l'Italia ha mostrato una difficoltà nel realizzare tassi di crescita tali da consentire un ampio progresso del benessere degli italiani. La

differenza in termini di crescita economica non spiega interamente il diverso percorso del tenore di vita nei due paesi. Per comprendere questi fenomeni è opportuno andare a vedere come si è mosso negli anni il denominatore della formula utilizzata per il calcolo dei valori pro-capite: la popolazione. Tra il 1991 e il 2011, la popolazione è aumentata di 2 milioni di unità in Germania e di 3,9 milioni in Italia. La differenza appare ancora più significativa guardando quanto accaduto negli anni Duemila. Tra il 2001 e il 2011, la popolazione è aumentata di 3,7 milioni di unità in Italia, mentre in Germania si è ridotta di circa 500mila unità.

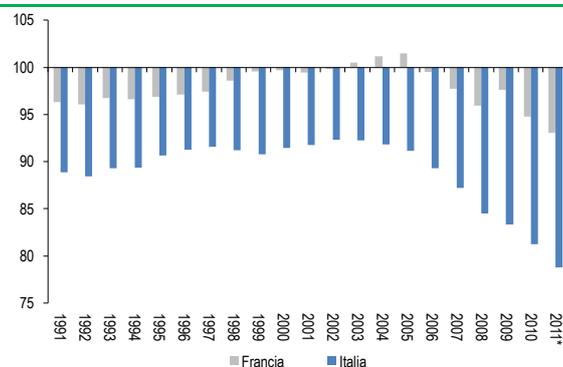
Il Pil pro-capite reale in Italia, Francia e Germania

(valori concatenati)



Il Pil pro-capite reale in Italia e in Francia nel confronto con quello della Germania

(valori concatenati; Germania=100)



*: il dato del Pil 2011 della Francia è una stima di fonte Eurostat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

*: il dato del Pil 2011 della Francia è una stima di fonte Eurostat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati e Eurostat

In Italia, una debole crescita del numeratore, il Pil reale, combinata con una sostenuta dinamica del denominatore, la popolazione, hanno determinato una deludente performance del tenore di vita degli italiani.

Sull'aumento della popolazione in Italia è, però, opportuno fare una precisazione. L'incremento registrato negli anni Duemila è da attribuire quasi interamente alla componente straniera, in gran parte come risultato dei processi di regolarizzazione attivati in quel periodo. La serie storica sul Pil pro-capite risulta, quindi, parzialmente falsata. Una gran parte di popolazione straniera oggetto di regolarizzazione già contribuiva alla produzione del reddito. Le statistiche sul reddito e sull'occupazione comprendono una stima del sommerso, mentre i dati sulla popolazione considerano solo i cittadini residenti. Ipotizzando di spalmare l'aumento della popolazione registrato dal 2003 in poi in maniera omogenea su tutti i venti anni considerati, emerge una diversa dinamica del Pil pro-capite. Il risultato finale è ovviamente lo stesso, l'andamento nei venti anni diviene, però, più graduale, senza momenti di rottura significativi.

Italia: un problema di produttività, ma soprattutto un problema di occupazione

Come detto in precedenza, negli ultimi venti anni, in Italia, il sistema economico ha mostrato una strutturale difficoltà nel realizzare tassi di crescita tali da consentire un graduale progresso del tenore di vita degli italiani. Diversa l'esperienza tedesca. Dopo

un decennio di difficoltà, legate prevalentemente alle problematiche derivanti dall'unificazione della fine degli anni Novanta, la Germania è stata in grado di garantire alla propria popolazione un costante miglioramento del tenore di vita.

Il ritardo dell'Italia viene spesso attribuito alla deludente dinamica della produttività. I dati degli ultimi dieci anni mostrano, però, come l'Italia abbia sofferto prevalentemente la bassa partecipazione al mercato del lavoro, con un tasso di occupazione su livelli ampiamente inferiori a quelli delle altre economie avanzate.

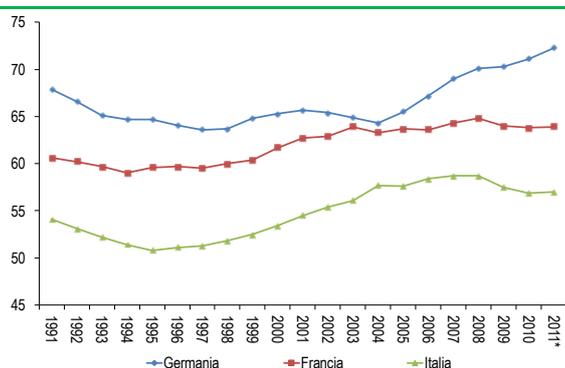
Sul fronte della produttività, l'economia italiana soffre più un problema di debole crescita che un problema di livello. Nel 2011, il Pil reale per occupato è stato uguale a 63,1mila euro in Italia e a 62,8mila euro in Germania. Negli ultimi venti anni, il Pil reale per occupato è, però, cresciuto in Italia di solo il 12,7%, a fronte del +23,1% della Germania.

Il successo della Germania nell'accrescere il benessere dei propri cittadini è, però, prevalentemente il risultato delle riforme del mercato del lavoro, che, favorendo una flessibilità interna all'azienda finalizzata a salvaguardare il posto di lavoro anche attraverso una riduzione delle ore mediamente lavorate, hanno consentito dall'inizio degli anni Duemila un forte aumento dell'occupazione. Nel 2001, il tasso di occupazione era pari al 65,7% in Germania, al 62,7% in Francia e al 54,5% in Italia. Dopo 10 anni, nel 2011, il tasso di occupazione ha raggiunto il 72,3% in Germania, mentre è cresciuto solo leggermente in Francia e in Italia, salendo rispettivamente al 63,9% e al 57%.

Sintetizzando quanto accaduto negli ultimi dieci anni. In Germania: la popolazione si è ridotta di 500mila unità; il tasso di occupazione è aumentato di 6,6 punti percentuali; la produttività, misurata dal Pil reale per occupato, è aumentata del 3,6 punti; il tenore di vita dei tedeschi, misurato dal Pil pro-capite reale, è aumentato di 12 punti. In Italia: la popolazione è aumentata di 3,7 milioni di unità; il tasso di occupazione è cresciuto di 2,5 punti percentuali; la produttività si è ridotta del 4,7%; il tenore di vita degli italiani è sceso di 3,9 punti percentuali.

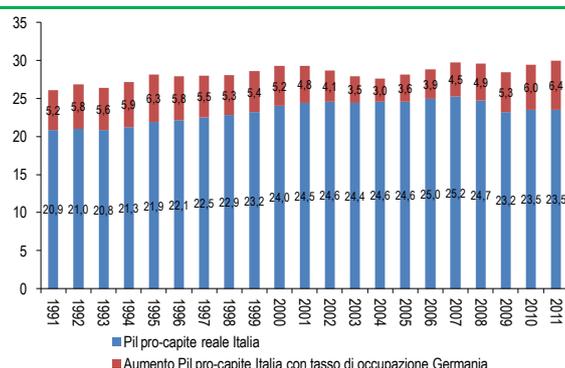
Il tasso di occupazione in Italia, Francia e Germania

(valori %; 15-64 anni)



Il tenore di vita degli italiani, misurato dal Pil pro-capite reale, con un mercato del lavoro "alla tedesca"

(migliaia di euro)



*: per il 2011 media primi tre trimestri

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Questi dati mostrano come per favorire un miglioramento del tenore di vita degli italiani sia importante una politica volta ad accrescere la produttività del sistema economico, ma risulti essenziale porre in essere le condizioni per consentire una più alta partecipazione al mercato del lavoro, accrescendo il tasso di occupazione. L'importanza di tale conclusione appare evidente immaginando cosa accadrebbe al tenore di vita degli italiani se il tasso di occupazione nel nostro paese fosse lo stesso di quello tedesco. Il numero degli occupati aumenterebbe di oltre 6 milioni di unità. Data la stessa produttività del lavoro, misurata in termini di Pil reale per occupato e pari a 63,1mila euro nel 2011, il Pil totale dell'Italia aumenterebbe di quasi 400 miliardi di euro. Il Pil pro-capite reale crescerebbe di 6,4mila euro, un aumento di quasi il 30% rispetto alla situazione attuale.

Con un tasso di occupazione uguale a quello della Germania, mantenendo invariate tutte le caratteristiche del sistema economico e produttivo italiano, compresa la produttività del lavoro, il tenore di vita degli italiani crescerebbe, divenendo stabilmente più elevato di quello tedesco.

Ungheria, un problema di debito estero

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

La crisi economico-finanziaria internazionale ha avuto riflessi sull'economia magiara più gravi di quanto rilevabile per gli altri principali paesi dell'Est Europa: posto pari a 100 il Pil reale a fine 2006, nel 2011 la Polonia si posiziona a 124, la Repubblica Ceca a 108,5, la Romania a 107, l'Ungheria solo a 97.

La difficile situazione in cui si trova l'Ungheria non è stata determinata da un indebolimento dell'interscambio con l'estero. Il saldo commerciale, costantemente negativo tra il 2001 e il 2008, nel 2011 è risultato positivo per il terzo anno consecutivo.

Se l'andamento dei conti con l'estero rappresenta un punto di forza del paese, la stessa cosa non può dirsi per la finanza pubblica. Il deterioramento intervenuto negli ultimi anni, tuttavia, risulta complessivamente più contenuto di quanto rilevabile per la maggior parte dei paesi industrializzati.

A rendere arduo il recupero economico dell'Ungheria è il rilevante debito estero nel cui ambito la parte denominata in valuta estera (prevalentemente euro) ammonta a circa € 126 miliardi, un importo che si confronta con un Pil di circa €100 miliardi e riserve valutarie inferiori a €32 miliardi.

E' espresso in valuta estera metà del debito pubblico, il 60%, dei prestiti alle imprese e oltre il 60% dei mutui e del credito al consumo erogati alle famiglie.

Un paese in crisi in un'area che continua a crescere

L'Ungheria è un paese di circa 10 milioni di abitanti con un Pil (2010) poco al di sotto dei € 100 miliardi (meno dell'1% del Pil della Ue27 e appena il 6% di quello dell'Italia). La sua dimensione economica è inferiore a quella di Polonia (€ 354 miliardi), Repubblica Ceca (€ 145 miliardi) e Romania (€ 122 miliardi). Rispetto a questi paesi, tuttavia, in termini di Pil pro-capite l'Ungheria si colloca in posizione intermedia: posto pari a 100 il dato della Ue27 nel 2010, l'Ungheria è a 64, la Polonia a 62, la Romania a 45, la Repubblica Ceca a 80.

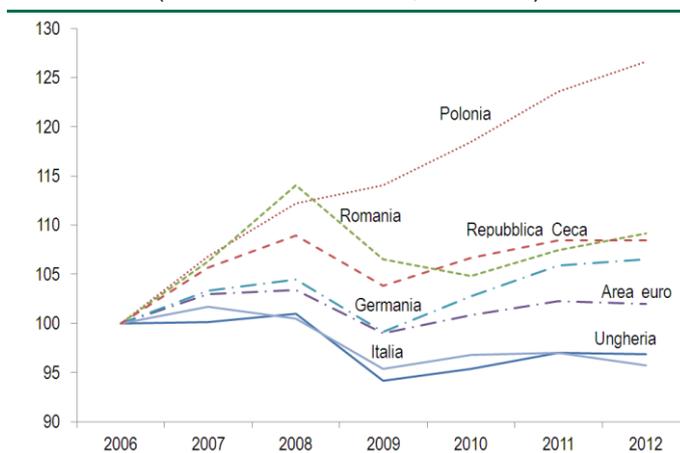
Dopo essere cresciuta in modo sostenuto nella seconda metà degli anni '90 (+3,7% l'anno nel quinquennio 1997-2001), nella prima parte degli anni 2000 l'Ungheria ha condiviso con gli altri paesi dell'Est Europa una forte accelerazione dello sviluppo economico: nel quinquennio 2002-06 il suo tasso di crescita annuo (+4,2%) risulta allineato a quello della Polonia, seppure al di sotto a quello della Repubblica Ceca (+4,9%) e della Romania (+6,2%).

La crisi economico-finanziaria internazionale apertasi nel 2007 ha spinto l'economia magiara in una situazione di difficoltà più grave di quella sperimentata dagli altri principali paesi dell'Est Europa: posto pari a 100 il Pil reale a fine 2006, nel 2011 la Polonia si posiziona a 124, la Repubblica Ceca a 108,5, la Romania a 107, l'Ungheria solo a 97.

Le previsioni per l'anno in corso ipotizzano una crescita nulla o al più appena positiva. In effetti, la dinamica della domanda interna si prospetta ancora negativa, con un tasso di disoccupazione in ulteriore aumento (11,1% a gennaio). A trainare l'attività produttiva sarà ancora esclusivamente la domanda estera che, però, inevitabilmente risentirà del non favorevole andamento della congiuntura internazionale. A questo si deve aggiungere la stretta creditizia che nel 2011 ha già portato ad una riduzione

annua del 4,5% dei prestiti alle imprese e a una contrazione di oltre il 5% di quelli alle famiglie.

Crescita economica dei principali paesi dell'Est Europa (crescita reale cumulata, 2006=100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati tratti da European Commission, Interim Forecast, February 2012.

Andamento favorevole per l'interscambio con l'estero

L'Ungheria è un piccolo paese molto aperto agli scambi internazionali: alla fine del 2010 le esportazioni (€ 72 miliardi) erano pari al 73% del suo Pil. Su un livello simile si trova la Repubblica Ceca (69%), mentre Polonia (34%) e Romania (31%) si posizionano su livelli più simili a quelli rilevabili per Italia (22%) e Germania (38%). Tra il 2000 e il 2008 la performance delle esportazioni ungheresi è stata complessivamente brillante con uno sviluppo delle vendite all'estero superiore alla crescita dei mercati di riferimento¹.

La difficile situazione in cui si trova l'Ungheria non è stata determinata da un indebolimento dell'interscambio con l'estero: pur inferiore al consuntivo della Polonia (+37%), della Repubblica Ceca (+33%) e della Romania (+44%), la crescita in valore delle esportazioni ungheresi tra il 2006 e il 2010 risulta complessivamente favorevole (+20%), ben più intensa di quanto in media realizzato dai paesi della Ue27 (+6%). A trainare le esportazioni ungheresi è da tempo soprattutto la dinamica economica della Germania, paese che assorbe un quarto delle esportazioni magiare, percentuale analoga a quella della Polonia e inferiore a quella ancor più significativa della Repubblica Ceca (32%)².

Malgrado l'inatteso rallentamento economico europeo nell'ultima parte dell'anno, le esportazioni ungheresi sono cresciute anche nel 2011, in misura inferiore all'anno precedente (misurate in euro, +12% rispetto a +21%) ma ad un ritmo comunque più elevato delle importazioni. Il saldo commerciale, costantemente negativo tra il 2001 e il

¹ Secondo un'analisi dell'Ocse non sono molti i paesi europei che possono vantare questo risultato (Germania, Repubblica Ceca, Polonia, Slovacchia, Slovenia).

² I mercati di sbocco delle esportazioni della Romania risultano (2010) più diversificati: con una quota dell'8% la Germania è preceduta sia dalla Grecia (18%) sia dall'Italia (14%). Una parte significativa delle esportazioni dei paesi dell'Est Europa verso la Germania non è destinata a soddisfare la domanda interna tedesca ma è costituita da componenti di prodotti destinati ad essere venduti in altri paesi.

2008, è così risultato positivo per il terzo anno consecutivo (complessivamente, € 16,6 miliardi nel triennio 2009-11). Il favorevole consuntivo dell'interscambio con l'estero consente all'Ungheria di registrare un significativo avanzo delle partite correnti (il 2,5% del Pil è la previsione condivisa per il 2012). Un contributo non marginale alla performance delle esportazioni è attribuibile alla svalutazione della valuta nazionale (tra aprile 2011 e gennaio 2012, quasi il 16% nei confronti dell'euro, poco meno del doppio rispetto al dollaro statunitense), deprezzamento in parte riassorbito successivamente.

Squilibrio nei conti pubblici relativamente contenuto

Se l'andamento dei conti con l'estero rappresenta in definitiva un punto di forza del paese, la stessa cosa non può essere detta per lo scenario della finanza pubblica. Il deterioramento dei conti pubblici registrato negli ultimi anni, tuttavia, è complessivamente più contenuto di quanto rilevabile per la maggior parte dei paesi industrializzati. Assumendo come riferimento il rapporto debito/Pil, tra il 2006 e il 2011 l'Ungheria registra un incremento di +17 punti percentuali (al 90%) a fronte di un aumento di 21 punti per l'area euro (al 96%) e di 27 punti per l'insieme dei paesi Ocse (al 102%). Il saldo corrente della finanza pubblica relativo al 2011 risulta addirittura positivo (+4,1%), un consuntivo però che sia la Ue sia il Fmi ritengono non significativo perché conseguito grazie al consolidamento nel bilancio pubblico delle attività dei fondi pensione privati, operazione evidentemente *una tantum*. Secondo le stime del Fmi, l'aggiustamento strutturale della finanza pubblica, pur in corso, è complessivamente lento: il rapporto disavanzo/Pil nel biennio 2012-13 dovrebbe posizionarsi ancora al di sopra della soglia del 3%.

Il debito estero è il difficile nodo da sciogliere

A rendere arduo il recupero economico dell'Ungheria è un debito estero di € 160 miliardi (settembre 2011), quasi al 160% del Pil. Escludendo la parte denominata in valuta nazionale, il debito estero ammonta a circa € 126 miliardi, prevalentemente espresso in euro. Un debito estero relativamente consistente è da tempo caratteristica dell'Ungheria ma fino al 2002 il suo ammontare era inferiore al 60% del Pil.

L'esposizione a breve scadenza in valuta estera ammonta a poco meno di €18 miliardi, importo elevato se confrontato con una disponibilità (febbraio 2012) di riserve ufficiali in valuta estera di € 31,6 miliardi e riserve totali per € 35,4 miliardi.

La difficile situazione di liquidità che ne deriva espone l'Ungheria a frequenti crisi di sfiducia. Tra novembre 2011 e gennaio 2012 le tre principali agenzie di rating hanno concordemente sottolineato la fragilità della situazione ungherese posizionando il suo debito estero a lungo termine in valuta estera nell'area di "non investimento"³. In tale contesto la chiusura dei negoziati con il Fmi e la Ue per la concessione di un pacchetto di aiuti per un importo di circa \$15 miliardi sarebbe di evidente aiuto. La trattativa con il governo di Victor Orban procede invece molto lentamente⁴.

Tutti i settori dell'economia ungherese sono titolari di un rilevante debito in valuta estera. È denominato in valuta estera metà del debito pubblico, una circostanza che provoca significative oscillazioni nel rapporto debito/Pil. Nel caso delle imprese il debito espresso in valuta estera sfiora il 60%, quota addirittura superata dalle famiglie: alla

³ Ba1 nel caso di Moody's, BB+ da parte di Standard & Poor's e Fitch Ratings. Tutte e tre le agenzie hanno inoltre annunciato la possibilità di ulteriori correzioni al ribasso (*negative outlook*).

⁴ Nei giorni scorsi l'Ecofin ha deciso di congelare temporaneamente €495 milioni di fondi europei destinati all'Ungheria ritenendo inadeguati i provvedimenti adottati in tema di finanza pubblica.

fine del 2011 risultava espresso in valuta estera oltre il 60% dei mutui e del credito al consumo. Nel complesso, alla fine del novembre scorso risultava in valuta estera il 63% dei prestiti in essere. Considerato che nell'ambito dell'attività in valuta estera la raccolta di depositi è pari ad appena un quarto dei prestiti erogati, le banche ungheresi risultano esposte ad un rischio di cambio elevato e in sfavorevole evoluzione.

Una parte molto rilevante dei finanziamenti risulta denominata in franchi svizzeri, una scelta che se inizialmente ha consentito un sensibile beneficio in termini di tassi d'interesse (orientativamente 4% invece di 10%) successivamente ha determinato oneri molto rilevanti a causa della svalutazione della moneta nazionale (in particolare, è questa la valuta di denominazione di gran parte dei mutui alle famiglie).

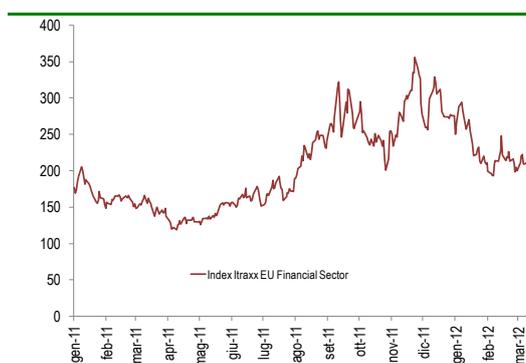
Per non perdere consenso, nel settembre scorso il governo ha offerto alle famiglie titolari di un mutuo la possibilità di rimborsare il finanziamento ricevuto ad un cambio vicino a quello prevalente nel 2009 (180 fiorini ungheresi per franco svizzero a fronte di valori mensili più volte superiori a 240)⁵.

La disposizione ha ovviamente prodotto conseguenze molto negative per i bilanci delle banche: secondo un recente documento della Banca Centrale la perdita per gli istituti di credito ammonterebbe complessivamente a circa € 1,1 miliardi. A minare la solidità delle banche contribuisce anche il deterioramento della qualità del portafoglio prestiti. Alla fine del 2011 appena il 62% dei finanziamenti bancari alle famiglie risultava in regola con i pagamenti (nel caso dei mutui in valuta estera si scende al 58%). I prestiti di più difficile recupero sono indicati prossimi al 13% nel caso delle famiglie e al 16% in quello delle imprese. A sopportare questo onere saranno alcuni grandi gruppi bancari europei, controllori di tutti i maggiori istituti di credito dell'Ungheria (sette dei primi otto). Merita ancora sottolineare che l'Ungheria è fuori dalla moneta unica, un'ipotesi di adozione che negli anni scorsi si era cominciato a percorrere ma che oggi risulta accantonata (decisione nei fatti condivisa dagli altri paesi dell'Est Europa).

⁵ In media annua, il rapporto di cambio tra fiorino ungherese e franco svizzero è risultato pari a 153 nel 2007, 158 nel 2008, 186 nel 2009, 200 nel 2010, 227 nel 2011.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio nell'ultima settimana scendono da 222 pb a 198 pb.

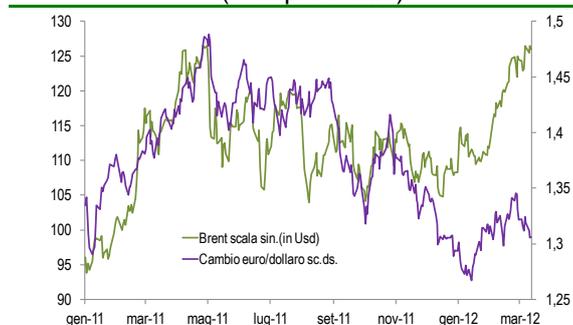
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice dei noli marittimi permane intorno ai livelli minimi del 2008.

Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ è a 1,306. Il petrolio qualità Brent quota 126\$ al barile.

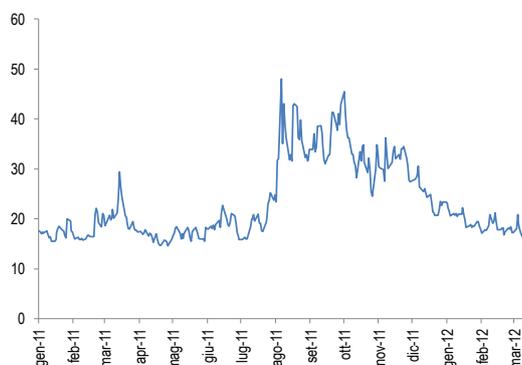
Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro scende nell'ultima settimana da 1.684 a 1.642 Usd l'oncia.

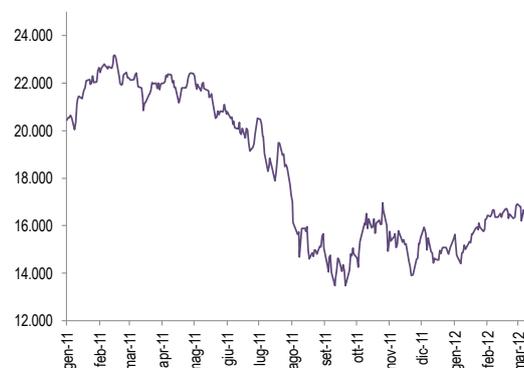
Volatilità dei mercati: indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

Nell'ultima settimana l'indice Vix scende a quota 15.

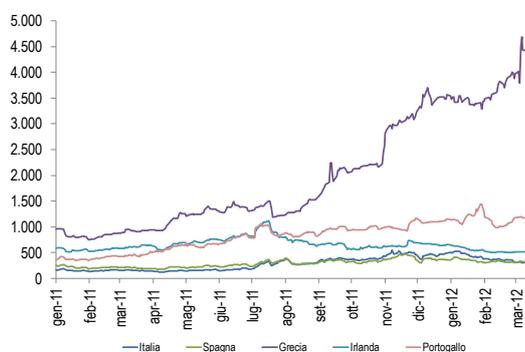
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Mib passa da 16.398 a 16.850.

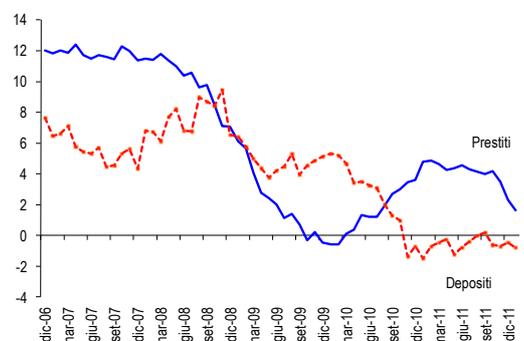
Tassi dei benchmark decennali: differenziale con la Germania (punti base)



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund, sono pari a 4.421 pb per la Grecia, 1.172 pb per il Portogallo, 499 pb per l'Irlanda, 295 pb per l'Italia e 324 pb per la Spagna.

Italia: prestiti e depositi (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

A gennaio il trend di crescita dei prestiti si attenua ulteriormente (+1,6% a/a) e la variazione dei depositi rimane negativa.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.