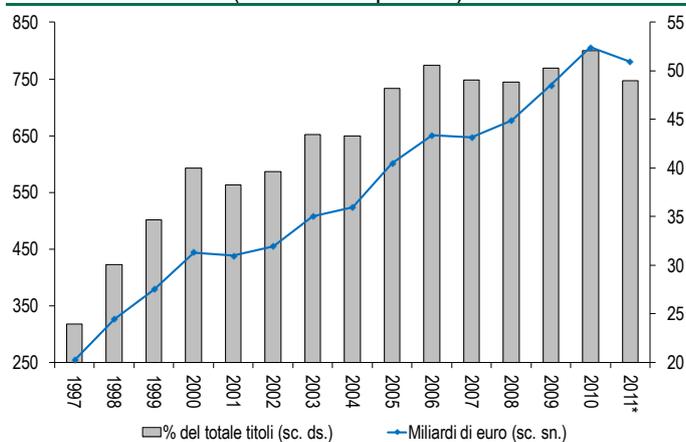


Titoli del debito pubblico italiano detenuti da non residenti

(valori di fine periodo)



2011: settembre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

La diffusione delle reti di imprese, un abbattimento dei cunei fiscali e l'aumento della capacità dell'Italia di attrarre investimenti produttivi da parte di imprese estere e delle stesse multinazionali italiane costituiscono gli elementi di un progetto di **rilancio della manifattura** in Italia.

Nel 2011, gli investitori esteri hanno disinvestito una parte del proprio portafoglio in **titoli pubblici italiani**. La minore domanda da parte dei non residenti ha trovato compensazione in un maggior interesse da parte degli investitori italiani. Nei primi nove mesi del 2011, le banche, le famiglie e le imprese hanno accresciuto il valore dei titoli pubblici in portafoglio per quasi 40 miliardi di euro. La quota dei titoli pubblici detenuti da non residenti sul totale dei titoli del debito pubblico italiano è scesa dal 52,1% di dicembre 2010 al 49% di settembre 2011.

Il recupero di un sostenibile processo di sviluppo a livello globale è legato ad un consistente ridimensionamento dei grandi **squilibri economico-finanziari** rilevabili alla vigilia della crisi. Il grado di indebitamento complessivo delle economie avanzate continua ad aumentare, seppure in misura più moderata e con l'importante eccezione degli Stati Uniti. Analogamente modesti sono i passi in avanti nel riequilibrio dei conti con l'estero.

5

03 febbraio
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.



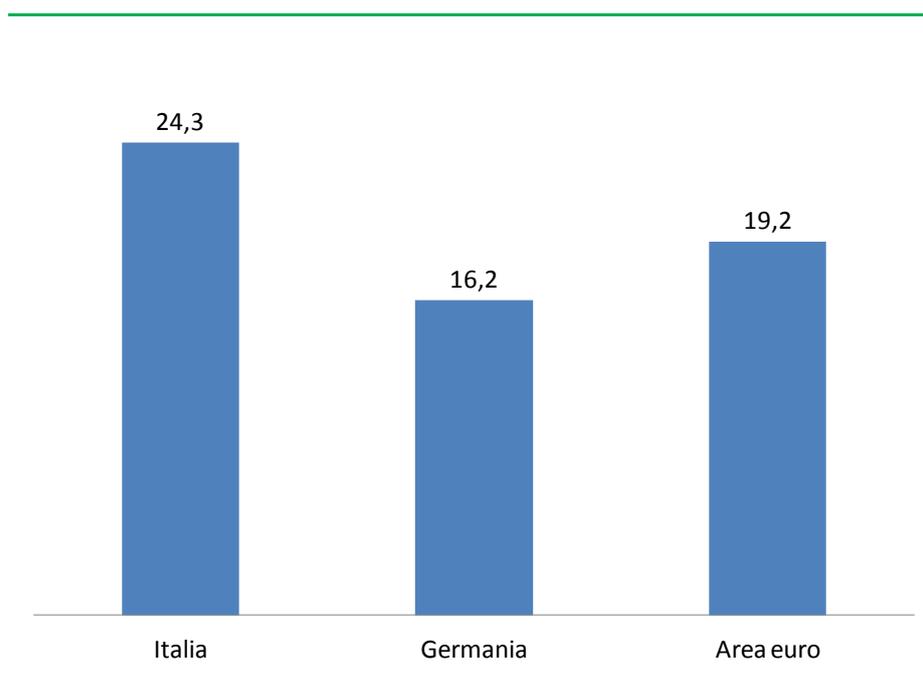
BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Editoriale: Un progetto per la manifattura

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

Cuneo fiscale a carico del datore di lavoro

(2011, in % del costo del lavoro; fonte: Banca d'Italia)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

È un po' come quando hai mal di schiena, vai dal fisioterapista e ti senti dire che il tuo problema è un calo di tono muscolare. Che fare? Semplice, almeno a parole. Mettersi al lavoro, con fatica e costanza, per ricostituire il tono che manca. Un po' la stessa cosa accade in economia, nella nostra economia italiana.

Recessione vuol dire calo della produzione. Per uscire dalla recessione altro rimedio non c'è che opporre al calo della produzione un aumento della produzione. Facile a dirsi. Difficile a farsi. Non impossibile, però. A credere nella missione non impossibile di "reindustrializzare" un'economia matura sono in pochi. Tra di essi, di recente, spicca il caso del presidente americano Barack Obama. Ben tre delle diciassette pagine dell'edizione 2012 del discorso sullo Stato dell'Unione sono dedicate al "blueprint for manufacturing", il progetto per rilanciare l'industria manifatturiera americana attraverso una miscela di riduzioni dei costi delle imprese, di incentivi fiscali e di vantaggi al rimpatrio di posti di lavoro delocalizzati all'estero.

Sentire che negli USA si pongono l'obiettivo di spingere sul manifatturiero ci fa riflettere. Se ci pensano gli americani, perché non provarci anche in Italia? La

questione manifatturiera andrebbe posta al centro dell'azione di contrasto della recessione corrente e di costruzione di un progetto di sviluppo sul medio-lungo termine. Nel 2008 si disse che la crisi finanziaria dei sub-prime americani avrebbe arrecato meno danni alla Germania e all'Italia perché le due economie disponevano una forte base manifatturiera e potevano trarre grandi e durevoli vantaggi dalla crescita dei nuovi mercati extra-europei. La previsione si è rivelata giusta a metà: azzeccata per la Germania, ma non per noi. I consuntivi tedeschi e le speranze americane possono ora aiutarci a comprendere cosa ci è mancato e cosa potrebbe ora aiutarci per invertire la rotta.

Due sono i deficit da ripianare per tornare a produrre di più in Italia: un deficit di domanda, e un deficit di competitività. La recessione certo non aiuta a colmare il deficit di domanda. È un gatto che si morde la coda. Più debole è la domanda interna, minore la produzione, più bassi redditi e occupazione, peggiore diventa la recessione. Per provare a spezzare il circolo vizioso lo strumento è quello della domanda estera, che continua a mantenersi significativamente più tonica delle spese domestiche. È la conseguenza del fatto che, a differenza del 2009, nel 2012 la recessione c'è in Italia, ma non c'è in Germania, Francia e, meno che mai, in Cina. Chi esporta, quindi, va meglio rispetto a chi vende solo sul mercato interno, e può continuare a giocare le sue carte, pur in un contesto difficilissimo. I dati della congiuntura lo confermano. Nel terzo trimestre del 2011, mentre il PIL e i consumi scendevano rispettivamente di due e di tre decimi, le esportazioni in volume sono cresciute di oltre un punto e mezzo percentuale. Le importazioni sono diminuite. I saldi commerciali dell'Italia, a cominciare da quelli con grandi partner come Germania e Cina, stanno migliorando.

Pur positiva, la dinamica dell'export italiano non è però sufficiente ad intaccare i venti punti percentuali di arretramento che, in media, la nostra produzione industriale complessiva accusa rispetto ai livelli della primavera del 2008, alla vigilia della scorsa recessione. Provare a staccarsi da quel fondo richiede di porre mano con decisione al ripianamento del deficit di competitività di cui soffrono le imprese italiane. Si tratta di un deficit che ha molte facce. La proposta è sceglierne alcune, e aggredirle. Un divario che da sempre inibisce una maggiore proiezione sull'estero delle nostre imprese è quello dimensionale. La taglia media delle imprese manifatturiere italiane ammonta a nove addetti, la quarta parte di quella tedesca. Siamo troppo piccoli per cogliere appieno i vantaggi dello spostamento sui mercati extra-europei del nuovo baricentro della crescita mondiale. Lo dimostra il fatto che, su un numero totale di quattro milioni e mezzo di imprese, gli operatori all'export superano di poco le duecentomila unità. Tra il 2001 e il 2010, mentre il valore del commercio internazionale cresceva di una volta e mezzo, il numero degli operatori italiani all'export aumentava di appena l'otto per cento. Non discutiamo se piccolo sia ancora bello, oggi. È, però, un dato statistico che la produttività del lavoro raddoppia quando una micro impresa non esportatrice con fino a nove addetti riesce a fare il salto dimensionale per diventare una piccola impresa esportatrice con un numero di addetti compreso tra dieci e diciannove.

Sappiamo bene quali e quante siano le difficoltà e le resistenze alla crescita dimensionale delle imprese più piccole. Tra le altre c'è la legittima aspirazione dell'imprenditore a rimanere al centro del processo di sviluppo della propria azienda, a non perdere la propria identità. Ma dimensione significa produttività e competitività. Dimensione vuol dire innovazione. Occorre, quindi, cercare di superare l'ostacolo. Una via nuova, intelligente, per crescere senza perdere l'identità dell'imprenditore oggi esiste. Si chiama rete di imprese. La legge 122 del 2010 ha consolidato il quadro di regole e la giusta dose di incentivi fiscali per far decollare le reti che superano ora le duecento unità e coinvolgono circa un migliaio di imprese.

Duecento reti e mille imprese associate sono ancora molto poco rispetto all'obiettivo di invertire la rotta e muovere verso la reindustrializzazione. La qualità dello strumento, però, c'è, perché le reti nascono e crescono sulla base di programmi di innovazione e di miglioramento della competitività. Guardando ai casi concreti – dal network pionieristico delle aziende metalmeccaniche bresciane del “Five for Foundry” alla rete della pasta delle imprese agroalimentari senesi, al caso del grande nome della moda che fa rete con i piccoli subfornitori italiani – si percepisce subito il potenziale di sviluppo delle reti. E, tra i vantaggi del nuovo strumento, non ultimo c'è quello di rendere più “bancabile” la piccola impresa. Il progetto di rete, quando è costruito bene sulla base di convincenti prospettive, può rappresentare un forte elemento di miglioramento del giudizio sul merito di credito assegnato all'impresa dalla banca. Non è un vantaggio da poco in tempi in cui rimangono tangibili i rischi di “credit crunch”. Fare rete per migliorare il rating. Per alcuni, sia imprese sia banche, è un cantiere già aperto, oggi.

Le reti di imprese sono uno strumento nuovo a cui è opportuno confermare il sostegno di adeguati incentivi pubblici. Sono soldi ben investiti, utili a innescare un circuito virtuoso mirato a sostituire crescita a recessione. Le reti tra le piccole imprese servono a trattenere il tessuto manifatturiero ed evitare ulteriori smottamenti. Oltre che sul fronte delle nuove reti, la leva fiscale può dare un grande contributo alla riduzione del deficit di competitività su un terreno più generale. Parliamo del cuneo fiscale che incide grandemente sulle condizioni di convenienza relativa a investire in Italia o in altri paesi. Per citare un numero basti ricordare la statistica riportata in una recente audizione presso la Commissione Finanze e Tesoro del Senato: in percentuale del costo del lavoro, l'ammontare del cuneo fiscale a carico del datore di lavoro nel 2011 è risultato in Italia del cinquanta per cento superiore a quanto rilevato in Germania (24,3% contro 16,2%). È un divario che va corretto, se si vogliono aumentare i flussi netti di investimenti diretti dall'estero in Italia. Parliamo di investimenti di imprese straniere, ma anche della possibilità di un rimpatrio in Italia di quote del lavoro localizzato all'estero da medie e grandi multinazionali italiane.

In America il programma di rilancio del manifatturiero annuncia interventi importanti a sostegno del cosiddetto “back-shoring”, ovvero delle rilocalizzazioni negli USA di almeno parte di quanto precedentemente delocalizzato nelle economie emergenti. Il dibattito è aperto. Sarà difficile. I divari di costo del lavoro tra l'Occidente e il Far East o la per noi più vicina Europa orientale rimangono ampi. I gap, però, hanno iniziato a ridursi e in alcuni casi importanti questo accade a ritmi più veloci di quanto previsto in passato. Nel 2009, dati Istat, il costo del lavoro pro capite annualmente sostenuto da un'impresa manifatturiera italiana per un addetto impiegato in uno stabilimento cinese è ammontato a quattromilacento euro, grosso modo la decima parte di quanto pagato in Italia. Solo un anno prima, nel 2008, il costo dell'addetto cinese era di duemilasettecento euro, il cinquanta per cento in meno. Certo, se il costo del lavoro in Cina continuasse a salire del cinquanta per cento all'anno, il deficit italiano di competitività si potrebbe risolvere in un numero non altissimo di esercizi. Il problema è che la manifattura italiana non può aspettare dieci o anche solo cinque anni. Sono le stesse “growth economies” del mondo emergente che ci chiedono di fare prima perché spostano continuamente in alto l'asticella della competizione, operando a loro volta delle delocalizzazioni produttive e accrescendo, attraverso investimenti e innovazioni, la qualità media delle loro produzioni. La sfida, quindi, è a trecentosessanta gradi.

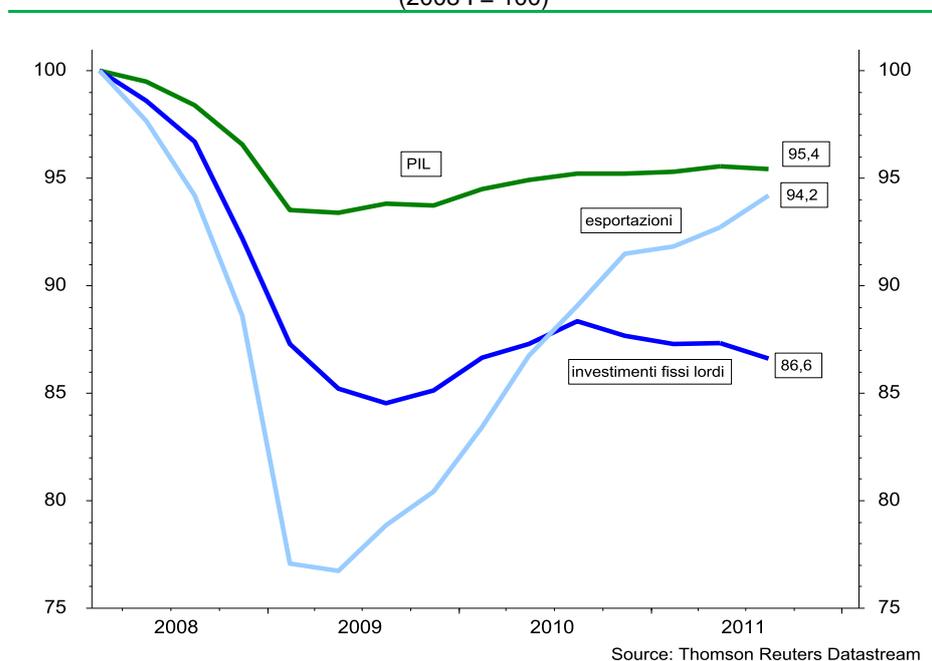
Recuperare competitività per rilanciare la nostra manifattura si può, facendo rete tra le imprese, riducendo i cunei sul costo del lavoro e ponendosi ad ogni livello l'obiettivo di accrescere la capacità dell'Italia di attrarre gli investimenti produttivi, quelli delle

imprese estere e quelli delle aziende italiane che all'estero hanno con successo costruito una rete di realtà imprenditoriali che nel 2009 occupava oltre un milione e duecentomila addetti di cui almeno settecentomila nel comparto della manifattura.

Tra la primavera del 2008 e l'autunno dello scorso anno la componente che in Italia è rimasta più indietro nei conti del PIL reale dell'Italia sono gli investimenti fissi lordi, più dei consumi e più dell'export. Dagli investimenti, dall'industria e dalla manifattura occorre ripartire, per dare tono ad un progetto vincente di crescita e contenere gli esiti negativi del passaggio recessivo.

Italia: PIL, investimenti fissi, export

(2008 I = 100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Istat

Alla fine della crisi, il debito sarà un po' più "italiano"

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

Per la prima volta negli ultimi quindici anni, nel 2011, gli investitori esteri hanno disinvestito parte del proprio portafoglio detenuto in attività finanziarie italiane. Le vendite hanno interessato prevalentemente titoli pubblici. Da dicembre 2010 a settembre 2011, i titoli del debito pubblico italiano detenuti da non residenti sono scesi da 806 a 780 miliardi di euro.

La minore domanda di titoli pubblici italiani da parte dei non residenti ha trovato compensazione in un maggior interesse da parte degli investitori italiani che, tra gennaio e novembre 2011, hanno disinvestito titoli obbligazionari esteri per un importo sostanzialmente uguale a quello del disinvestimento di titoli italiani da parte di investitori stranieri. I dati della Banca d'Italia mostrano come, nei primi nove mesi del 2011, le banche, le famiglie e le imprese abbiano accresciuto il valore dei titoli pubblici italiani in portafoglio per quasi 40 miliardi di euro.

Le recenti tensioni sui mercati finanziari stanno gradualmente favorendo la composizione di un nuovo equilibrio nel debito pubblico italiano: si riduce il peso degli stranieri, cresce l'importanza degli italiani. La quota dei titoli pubblici detenuti da non residenti sul totale dei titoli del debito pubblico italiano è scesa dal 52,1% di dicembre 2010 al 49% di settembre 2011. Una bassa quota di debito detenuto da operatori esteri viene giudicata positivamente nella valutazione del rischio sovrano, rendendo il paese meno esposto agli effetti negativi delle tensioni sui mercati.

La bilancia dei pagamenti, alcune riflessioni

La bilancia dei pagamenti fornisce una rappresentazione dei rapporti commerciali, economici e finanziari che ciascun paese intrattiene con il resto del mondo nel corso di un anno.

Nel conto corrente della bilancia dei pagamenti vengono registrate le transazioni internazionali in merci, servizi, redditi e trasferimenti. Nel conto finanziario vengono, invece, contabilizzate tutte le movimentazioni di risorse finanziarie tra un paese e il resto del mondo, che possono assumere la forma di investimenti diretti, di investimenti di portafoglio¹ o di altri investimenti, o essere riferite ad operazioni in derivati o a variazioni nelle riserve ufficiali.

Il conto finanziario misura come viene finanziato il deficit corrente di un paese, o viceversa come viene impiegato l'eventuale surplus conseguito.

Gli andamenti dell'economia influenzano le risultanze della bilancia dei pagamenti. L'attenzione viene spesso indirizzata sulla dinamica del saldo di parte corrente, analizzandone le relazioni con l'andamento dell'economia, interna ed esterna, tralasciando l'impatto sul conto finanziario. Una crisi con le caratteristiche di quella attuale, iniziata ormai da più di quattro anni, nata nel settore finanziario, propagatasi nell'economia reale e riemersa negli ultimi mesi in alcune economie avanzate, con segnali negativi sia nel comparto finanziario sia in quello reale, produce, però, effetti di una certa rilevanza non solo sul conto corrente ma, soprattutto, sul conto finanziario.

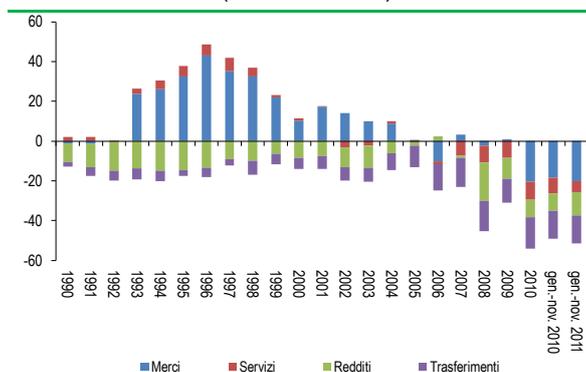
¹ Gli investimenti diretti comprendono gli investimenti effettuati per acquisire una responsabilità gestionale e per stabilire un legame durevole con un'impresa che opera in un paese diverso da quello in cui risiede l'investitore. Gli investimenti di portafoglio comprendono tutti gli investimenti in titoli non finalizzati ad assumere una responsabilità gestionale e a stabilire un legame durevole nei confronti di un'impresa, ma realizzati esclusivamente per fini speculativi.

L'analisi di questa parte meno nota della bilancia dei pagamenti assume rilevanza per cercare spunti di riflessione utili per comprendere come alcune problematiche emerse durante la crisi stiano trovando un nuovo equilibrio, che potrebbe risultare più solido e sostenibile di quello esistente prima della recessione.

Dall'ingresso nell'area euro, il saldo di parte corrente dell'Italia è risultato costantemente negativo, con l'eccezione del 2001, anno nel quale fu registrato un moderato surplus. Nel 2010 il deficit corrente ha raggiunto i 54,1 miliardi di euro, pari al 3,5% del Pil, il valore più alto degli ultimi venti anni. Durante il 2011, le condizioni del conto di parte corrente italiano sono ulteriormente peggiorate. Tra gennaio e novembre, il deficit è stato pari a 51,3 miliardi di euro, con un aumento di oltre 2 miliardi nel confronto con lo stesso periodo del 2010. L'ampliamento del disavanzo è stato il risultato di un ulteriore peggioramento del saldo delle merci e di un aumento del deficit dei redditi, conseguenza delle tensioni sui mercati finanziari.

Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'Italia

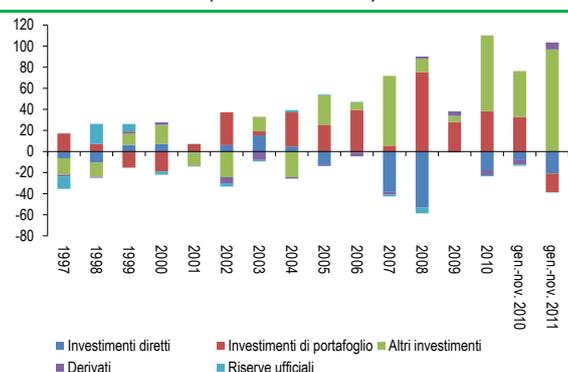
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Il saldo del conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'Italia

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Come contropartita del persistente deficit di parte corrente, durante tutti gli anni Duemila, il conto finanziario della bilancia dei pagamenti ha registrato un saldo costantemente positivo, con l'eccezione del 2001. Nel 2010 l'avanzo ha raggiunto 86,7 miliardi di euro, il valore più alto degli ultimi quindici anni. Nei primi undici mesi del 2011, il saldo del conto finanziario è ulteriormente aumentato, a 64,5 miliardi di euro da 62,8 miliardi dello stesso periodo del 2010.

Guardando l'andamento delle singole componenti del conto finanziario, tra gennaio e novembre 2011, due aspetti meritano di essere sottolineati: il surplus della voce altri investimenti è più che raddoppiato; il saldo degli investimenti di portafoglio è divenuto negativo per la prima volta dal 2000.

Crisi e intermediari finanziari

La voce altri investimenti del conto finanziario della bilancia dei pagamenti comprende tutte le transazioni finanziarie con l'estero che non rientrano tra gli investimenti diretti o tra gli investimenti di portafoglio. Sebbene si tratti di una voce residuale, la componente degli altri investimenti assume una certa rilevanza nella fase attuale. Essendo costituita prevalentemente da prestiti e depositi, fornisce una rappresentazione chiara dei

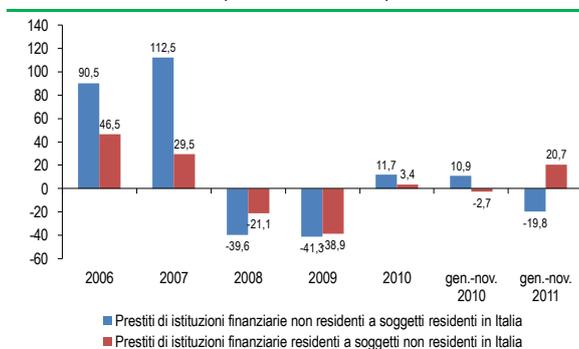
problemi emersi durante la crisi all'interno del mercato interbancario e di come le istituzioni finanziarie abbiano gestito tali difficoltà.

Negli ultimi anni il saldo degli altri investimenti è stato costantemente positivo, come risultato di una diversa combinazione tra l'andamento delle attività, prestiti concessi o depositi accesi da soggetti residenti presso soggetti non residenti, e quello delle passività, prestiti concessi o depositi accesi da soggetti non residenti presso soggetti residenti.

L'andamento delle attività e quello delle passività è risultato fortemente influenzato dagli effetti della crisi all'interno dei mercati finanziari. A tale proposito appare opportuno focalizzare l'attenzione sulle sole istituzioni finanziarie².

I trasferimenti di risorse tra istituzioni finanziarie e monetarie

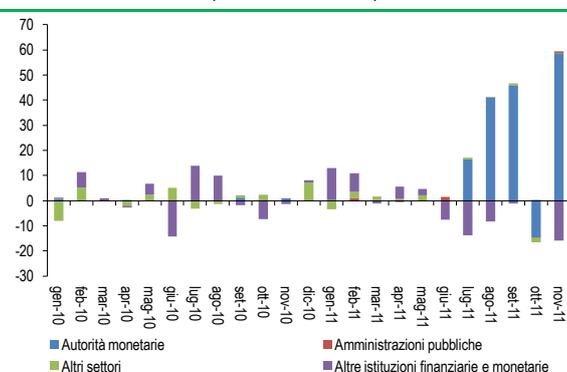
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Gli altri investimenti in Italia dei non residenti

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Nel biennio 2006-07 le istituzioni finanziarie straniere avevano fatto affluire presso soggetti residenti in Italia, sotto forma di depositi o prestiti, complessivamente circa 200 miliardi di euro. Nello stesso periodo, le istituzioni finanziarie italiane avevano trasferito presso soggetti non residenti, con la stessa tipologia di operazioni, quasi 80 miliardi di euro. Nei due anni precedenti la recessione i rapporti tra istituzioni finanziarie e monetarie residenti e non residenti avevano mostrato un afflusso netto di risorse in Italia per oltre 100 miliardi di euro.

Nel biennio 2008-09 si è assistito ad una totale inversione di tendenza nella movimentazione di risorse tra istituzioni finanziarie. Le istituzioni finanziarie straniere hanno ridotto le proprie esposizioni, nella forma di depositi e prestiti, nei confronti di soggetti residenti in Italia di circa 80 miliardi di euro. Contemporaneamente le istituzioni finanziarie italiane hanno diminuito la propria posizione creditizia sull'estero di circa 60 miliardi di euro.

Nel 2010 si è assistito al ritorno verso una quasi normalità, con livelli di operatività, però, notevolmente inferiori a quelli sperimentati prima della recessione. Tale normalità è stata nuovamente interrotta dal riermergere della crisi, con le conseguenti tensioni sui mercati finanziari manifestatesi nella seconda parte del 2011.

² Nella Bilancia dei pagamenti, vengono considerati gli altri investimenti con riferimento alle Autorità monetarie, alle Amministrazioni pubbliche, alle istituzioni finanziarie e monetarie e agli altri settori, che comprendono le società non finanziarie.

A partire dall'estate dello scorso anno si è assistito ad una significativa riduzione delle passività verso l'estero del settore bancario italiano. Tra giugno e novembre 2011, le istituzioni finanziarie e monetarie straniere hanno ridotto le proprie esposizioni in Italia di quasi 50 miliardi di euro. Le istituzioni finanziarie e monetarie italiane hanno affrontato le difficoltà nella raccolta di fondi sui mercati internazionali con un consistente aumento del finanziamento presso l'Eurosistema, senza ridurre la propria esposizione sull'estero, come, invece, era successo nel biennio 2008-09.

Meno stranieri, più italiani nel debito pubblico dell'Italia

Gli effetti delle preoccupazioni sulle condizioni dei conti pubblici italiani, con le conseguenti tensioni emerse sui mercati finanziari nell'ultima parte dello scorso anno, appaiono evidenti considerando l'andamento degli investimenti di portafoglio detenuti da soggetti non residenti in Italia. Per la prima volta negli ultimi quindici anni, tra gennaio e novembre 2011, gli investitori esteri hanno disinvestito parte del proprio portafoglio detenuto in attività finanziarie italiane, per un valore netto complessivo superiore a 40 miliardi di euro.

Tale andamento è il risultato di comportamenti differenziati tra le diverse tipologie di strumenti finanziari. Sono cresciuti gli investimenti in azioni, con un afflusso netto prossimo a 7 miliardi di euro, favoriti probabilmente dal permanere dei corsi su livelli storicamente contenuti. Sono, invece, sensibilmente scesi gli investimenti in titoli, con una flessione prossima a 50 miliardi di euro, che ha interessato sia le obbligazioni, per oltre 30 miliardi, sia gli strumenti monetari, per quasi 20 miliardi. Il disinvestimento ha riguardato per la quasi totalità titoli del debito pubblico.

Nel valutare questi andamenti è opportuno sottolineare come anche in passato siano stati registrati flussi annuali negativi, con disinvestimenti netti di titoli del debito pubblico italiano da parte di soggetti esteri. Nel 2001 le vendite nette furono pari a 5,7 miliardi di euro e nel 2007 raggiunsero 9,6 miliardi. In 5 degli ultimi 15 anni è stato, inoltre, registrato un disinvestimento netto da parte di soggetti non residenti di strumenti monetari emessi da Amministrazioni pubbliche italiane.

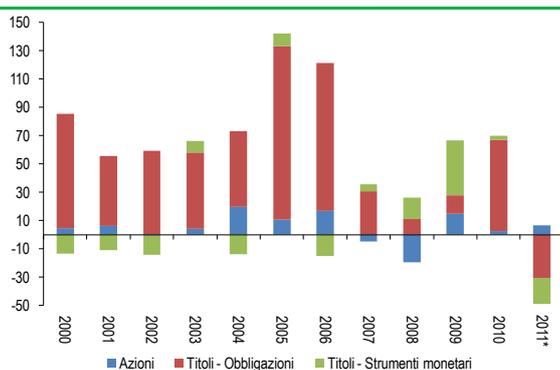
La particolarità di quanto accaduto durante lo scorso anno non risiede, dunque, nel segno del fenomeno, quanto nell'ampiezza dello stesso e nella contemporanea difficoltà degli altri soggetti residenti in Italia emittenti titoli obbligazionari ad attrarre volumi significativi di investimenti di portafoglio dall'estero tali da compensare il dato negativo delle Amministrazioni pubbliche. Nel 2007, ad esempio, il disinvestimento netto di quasi 10 miliardi di euro relativo ai titoli delle Amministrazioni pubbliche fu più che compensato da un investimento netto in obbligazioni emesse sia dalle istituzioni finanziarie e monetarie, per oltre 30 miliardi di euro, sia dalle società non finanziarie, per oltre 12 miliardi di euro. I dati relativi ai primi nove mesi dello scorso anno evidenziano, invece, come sia le istituzioni finanziarie e monetarie sia le società non finanziarie abbiano mostrato una limitata capacità di attrarre capitali dall'estero, fenomeno che aveva peraltro caratterizzato anche i tre anni precedenti.

Questi andamenti trovano conferma nella dinamica dei titoli del debito pubblico detenuti da non residenti. Alla fine del 2010, soggetti non residenti detenevano 806 miliardi di euro di titoli pubblici italiani. A settembre 2011, ultimo dato disponibile, questo importo si è ridotto a 780 miliardi di euro. Analizzando la dinamica di questa grandezza durante lo scorso anno, emerge come la propensione ad accrescere la quota di titoli del debito pubblico italiano detenuto nel proprio portafoglio da parte di investitori esteri, che aveva caratterizzato i quindici anni precedenti, sia proseguita fino alla metà del 2011. A giugno il valore dei titoli pubblici detenuti da non residenti aveva

raggiunto il livello massimo di 820 miliardi di euro. Da giugno a settembre, in soli tre mesi, gli investitori stranieri hanno disinvestito titoli italiani per un valore nominale pari a 40 miliardi di euro.

Investimenti di portafoglio di non residenti in Italia

(miliardi di euro)

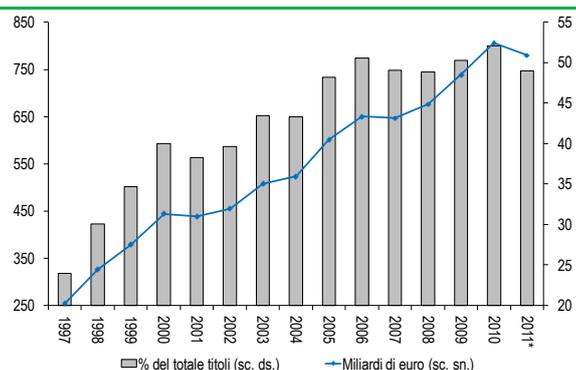


2011: gennaio-novembre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Titoli del debito pubblico italiano detenuti da non residenti

(valori di fine periodo)



2011: settembre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

La minore domanda di titoli del debito pubblico italiano da parte di investitori esteri si è associata ad una normale e costante tendenza ad un aumento del debito pubblico. I minori acquisti dei non residenti hanno, dunque, trovato compensazione in un maggior interesse da parte degli investitori italiani. Tale considerazione trova conferma incrociando i dati sugli investimenti di portafoglio del conto finanziario della bilancia dei pagamenti degli stranieri in Italia con quelli degli italiani all'estero.

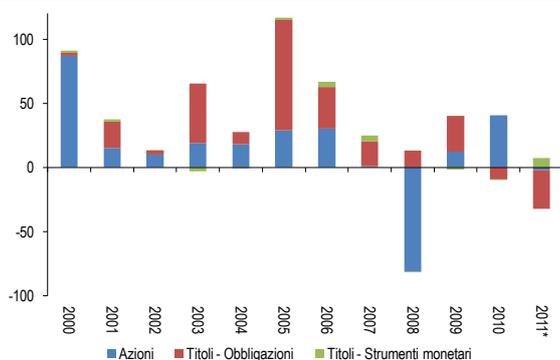
Nel corso del 2011, gli investitori italiani hanno disinvestito parte del proprio portafoglio in attività finanziarie estere, accrescendo contemporaneamente la quota di titoli pubblici detenuti. Tra gennaio e novembre dello scorso anno, gli investimenti di portafoglio estero dei residenti hanno registrato vendite nette per un valore prossimo a 25 miliardi di euro. Negli ultimi quindici anni solo nel 2008 era stato registrato un disinvestimento per un importo ancora più ampio, prossimo a 70 miliardi di euro. Nel primo anno della passata recessione, tale andamento era stato, però il risultato di una forte vendita di azioni estere in concomitanza con l'intensificarsi della crisi finanziaria. Durante i primi undici mesi del 2011, il disinvestimento del portafoglio estero da parte dei residenti in Italia ha, invece, interessato prevalentemente il comparto obbligazionario, a fronte di un maggiore acquisto di strumenti monetari e una moderata vendita di azioni. Tra gennaio e novembre, il valore del disinvestimento netto di titoli obbligazionari esteri da parte di investitori italiani è risultato sostanzialmente uguale a quello del disinvestimento di titoli obbligazionari italiani da parte di investitori esteri, rispettivamente 29,9 e 30,7 miliardi di euro.

La tendenza dei non residenti a ridurre il peso dei titoli del debito pubblico italiano nel proprio portafoglio, associata spesso a valutazioni negative derivanti in particolare dalle tensioni emerse sullo spread con il decennale tedesco, ha, dunque, trovato compensazione nel maggiore interesse degli investitori residenti, che sembra abbiano risposto positivamente ai ripetuti inviti a sottoscrivere titoli del debito pubblico italiano. Secondo i dati dei conti finanziari della Banca d'Italia, tra dicembre 2010 e settembre

2011, le istituzioni finanziarie e monetarie italiane, prevalentemente banche, hanno aumentato il valore dei titoli del debito pubblico a medio lungo termine a tasso fisso detenuti nel proprio portafoglio di oltre 15 miliardi di euro. Anche le famiglie, che nella dizione Banca d'Italia comprendono sia le consumatrici sia le produttrici, e le società non finanziarie hanno accresciuto il valore dei titoli detenuti, rispettivamente di oltre 20 e di quasi 2 miliardi di euro. Tali andamenti assumono ancora più rilevanza se si considera che le attività e le passività sono registrate nei conti finanziari ai valori di mercato. La variazione tra dicembre 2010 e settembre 2011 incorpora, quindi, anche il calo dei prezzi dei titoli a tasso fisso risultato delle tensioni sui mercati.

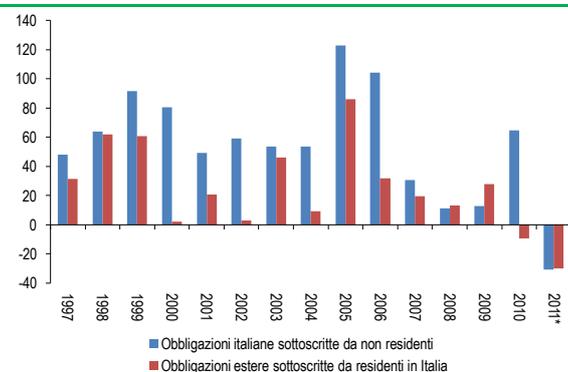
Investimenti di portafoglio dei residenti in Italia all'estero

(miliardi di euro)



L'investimento in obbligazioni degli italiani all'estero e degli stranieri in Italia

(miliardi di euro)



2011: gennaio-novembre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

2011: gennaio-novembre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

I dati mostrano, dunque, come all'interno dei mercati finanziari, ed in particolare nel comparto del debito pubblico italiano, si stia gradualmente componendo un nuovo equilibrio: si riduce il peso degli stranieri, cresce l'importanza degli italiani. La quota dei titoli pubblici detenuti da non residenti sul totale dei titoli del debito pubblico italiano è scesa dal 52,1% di dicembre 2010 al 49% di settembre 2011. Considerando non solo i titoli ma l'intero debito pubblico, la quota dei non residenti è passata dal 44% al 41,8%.

Una bassa quota di debito detenuto da operatori esteri è generalmente considerata positivamente nella valutazione del rischio sovrano, rendendo il paese meno esposto agli effetti negativi delle tensioni sui mercati, come confermato dall'esperienza del Giappone. In questo paese, il rapporto tra il debito pubblico e il Pil è stimato aver superato il 230% nel 2011 senza che si manifestassero tensioni sui mercati finanziari. La quota di debito pubblico giapponese detenuto da non residenti è pari a solo il 6,5%.

Il (lento) avvicinamento ad un nuovo equilibrio globale

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

Il recente aggiornamento dello scenario economico mondiale curato dal Fondo Monetario Internazionale si caratterizza per un accresciuto pessimismo. Rispetto a solo quattro mesi prima, la revisione risulta molto radicale per l'eurozona: -1,6 punti percentuali per il 2012 e -0,7 punti percentuali per il 2013. Per l'anno in corso, in particolare, si passa da un'ipotesi di crescita modesta (+1,1% nello scenario formulato nel settembre scorso) ad una di contenuta (*mild*) recessione (-0,5%).

Il recupero di un sostenibile e soddisfacente processo di sviluppo a livello globale è probabilmente in gran parte legato ad un consistente ridimensionamento dei grandi squilibri economico-finanziari rilevabili alla vigilia della crisi. Il grado di indebitamento complessivo delle economie avanzate continua ad aumentare, seppure in misura più moderata e con l'importante eccezione degli Stati Uniti. A consentire questa inversione di tendenza negli Stati Uniti sono state soprattutto le famiglie ma non per effetto di uno stile di vita più frugale quanto come conseguenza di una più dura escussione dei debiti.

Analogamente modesti sono i passi in avanti nel riequilibrio dei conti con l'estero. Se si considerano i quattro principali esportatori di merci (congiuntamente, il 33% del totale mondiale) si può riscontrare che rispetto al livello record raggiunto nel biennio 2007-08 (\$1.372 miliardi) la somma dell'ammontare assoluto dei loro saldi correnti si è ridotta di appena un quinto (a \$1.084 nel biennio 2010-11), risultando ancora superiore di quasi il 30% al livello del biennio 2003-04 (\$844 miliardi) e più che doppia rispetto al consuntivo del biennio 2000-01.

Molte ombre sulle prospettive economiche mondiali

Il recente aggiornamento dello scenario economico mondiale curato dal Fondo Monetario Internazionale¹ si caratterizza per un accresciuto pessimismo. Secondo gli economisti di Washington l'economia mondiale dovrebbe svilupparsi ad un ritmo (+3,3% nel 2012 e +3,9% nel 2013) sensibilmente più contenuto di quanto ipotizzato appena quattro mesi fa. Rispetto ad allora, la previsione per il 2012 e il 2013 risulta ridotta rispettivamente di 0,7 e 0,6 punti percentuali. Il ridimensionamento operato sul tasso medio di crescita dei paesi avanzati e su quello delle economie di più recente sviluppo è di entità simile.

Mettendo a confronto lo scenario più recente con il precedente, la previsione risulta modificata in misura solo limitata per i paesi del Nord America e in misura simile alla media mondiale nel caso del Giappone. Per effetto di queste correzioni le prospettive di crescita per il 2012 degli Stati Uniti e del Giappone risultano sostanzialmente allineate (poco al di sotto del 2%)

Per i paesi dell'area euro, invece, la revisione risulta molto radicale: -1,6 punti percentuali per il 2012 e -0,7 punti percentuali per il 2013. Per l'anno in corso, in particolare, si passa da un'ipotesi di crescita modesta (+1,1% nello scenario formulato nel settembre scorso) ad una di contenuta (*mild*) recessione (-0,5%). Per i tre principali paesi europei (Germania, Regno Unito e Francia) si ipotizza che il rallentamento prefigurato per il 2012 possa tradursi in una stagnazione (tassi di crescita compresi tra

¹ Cfr. FMI, World Economic Outlook Update, 24 gennaio 2012

lo 0,2% e lo 0,6%); per Spagna e Italia, invece, il quadro prospettico è pienamente recessivo tanto nel 2012 quanto nel 2013.

A spingere gli economisti del FMI ad una riconsiderazione così profonda delle prospettive economiche dell'eurozona sono principalmente tre fattori: l'aumento dei rendimenti finanziari trainato dalle tensioni determinatesi nel mercato del debito sovrano, un possibile *credit crunch* indotto dai programmi di ridimensionamento degli attivi bancari (*deleveraging*), le ricadute delle politiche di risanamento della finanza pubblica.

In questo scenario il ridimensionamento della disoccupazione è collocabile in un futuro ancora più lontano. Secondo l'ILO (International Labour Organization) i disoccupati a livello mondiale attualmente sono circa 200 milioni dei quali 27 milioni conseguenza diretta della crisi economica internazionale².

Resta senza risposta la domanda di quando potrà dirsi effettivamente avviato un processo di uscita dalla crisi apertasi a metà 2007. A questo proposito è condivisibile la tesi che sostiene che il recupero di un sostenibile e soddisfacente processo di sviluppo a livello globale è in gran parte legato ad un sostanziale ridimensionamento dei grandi squilibri economico-finanziari esistenti nella scena mondiale alla vigilia della crisi. Il riferimento è soprattutto all'elevato livello di indebitamento delle economie avanzate e all'ampiezza dei saldi (positivi e negativi) nei conti con l'estero.

Non diminuisce il grado di indebitamento delle economie avanzate (Stati Uniti tra le poche eccezioni)

In queste settimane l'attenzione è particolarmente concentrata sul debito sovrano aumentato in misura cospicua ovunque: prima della crisi (2006) tra i 34 paesi Ocse quelli con un rapporto debito pubblico/Pil prossimo o superiore alle tre cifre erano solo tre, nel 2011 il loro numero è salito a nove. Per l'insieme dei paesi Ocse si tratta di un aumento di quasi 30 punti percentuali in un solo quadriennio (dal 75% al 102%). Sia il Fondo Monetario sia l'Ocse³ prospettano per i prossimi anni un ulteriore (seppur limitato) aumento di questo rapporto, conseguenza del rallentato ritmo di crescita economica ma anche della persistenza di rilevanti disavanzi correnti (secondo il Fmi, nel 2011 il disavanzo pubblico statunitense è risultato pari al 9,5% del Pil).

Altro possibile riferimento per valutare i progressi verso un nuovo equilibrio globale è quello del grado complessivo di indebitamento delle diverse economie, intendendo con questa espressione la somma del debito contratto oltre che dal settore pubblico anche da imprese, famiglie e istituzioni finanziarie. Per effetto dei bassi tassi d'interesse prevalsi a lungo sulla scena mondiale questa grandezza è cresciuta sensibilmente ovunque, seppure in misura fortemente differenziata tra paese e paese: rapportato al rispettivo Pil nazionale, tra il 2000 e il 2008 +7 punti percentuali in Germania, + 36 in Giappone, +68 in Italia, + 75 negli Stati Uniti, +89 in Francia, +145 in Spagna, +177 nel Regno Unito.

L'evidenza più interessante proposta da una ricerca della McKinsey⁴ è che nel periodo successivo lo stesso rapporto ha continuato a salire seppure in misura più moderata ma con qualche importante eccezione. Rispetto al 2008, il rapporto risulta a metà 2011 cresciuto di un ulteriore punto percentuale in Germania, di 11 in Italia, tra 20 e 25 punti percentuali nel Regno Unito e Spagna, tra 35 e 39 punti in Francia e Giappone.

² Cfr. ILO, *Global Employment Trends 2012*, 23 gennaio 2012. L'ILO è un'istituzione dell'ONU.

³ Cfr. Fondo Monetario, *Fiscal Monitor*, gennaio 2012 e l'Ocse, *Economic Outlook*, novembre 2011.

⁴ McKinsey Global Institute, *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth. Updated research*, gennaio 2012.

Nella Corea del Sud, invece, è sceso di 15,5 punti percentuali e negli Stati Uniti di 16 (dal 296% al 279% del Pil). In quest'ultimo paese, ad un aumento del debito pubblico (+19 punti percentuali) si è contrapposta una riduzione di quelli delle istituzioni finanziarie (-17 punti percentuali), di quelli delle imprese (-7 punti percentuali) e di quelli delle famiglie (-11 punti percentuali). A determinare il miglioramento della posizione delle famiglie statunitensi non è stato uno stile di vita più frugale quanto piuttosto una dura escussione dei debiti. Due terzi della riduzione del loro debito, infatti, si deve all'esproprio (*foreclosure*) di abitazioni gravate da mutui bancari non onorati. Considerato che ci sono ancora circa \$250 miliardi di mutui con gravi ritardi nei pagamenti è ragionevole prevedere che l'esposizione debitoria delle famiglie statunitensi subirà un'altra non marginale riduzione nell'arco dei prossimi 2-3 anni.

Secondo questa chiave di lettura, la mancata riduzione del debito delle famiglie europee si dovrebbe da un lato alla più contenuta flessione dei valori immobiliari, dall'altro lato al comportamento meno aggressivo delle banche tanto nella fase di concessione del finanziamento quanto in quella del recupero del credito. È però opportuno sottolineare che il maggior rigore delle politiche di riequilibrio fiscale rilevabile in Europa ha certamente lasciato meno spazio per la riduzione del debito di competenza degli altri settori istituzionali.

**Disavanzo pubblico e debito pubblico:
area euro vs Stati Uniti**

| | disavanzo pubblico in % Pil | | debito pubblico (lordo) in % Pil | |
|----------|-----------------------------|-------------|----------------------------------|-------------|
| | area euro | Stati Uniti | area euro | Stati Uniti |
| 2005 | -2,5 | -3,2 | 70,0 | 61,7 |
| 2006 | -1,3 | -2,0 | 68,5 | 61,1 |
| 2007 | -0,6 | -2,7 | 66,2 | 62,2 |
| 2008 | -2,2 | -6,7 | 69,8 | 76,1 |
| 2009 | -6,5 | -13,0 | 79,4 | 89,9 |
| 2010 (*) | -6,3 | -10,5 | 85,3 | 98,5 |
| 2011 (*) | -4,3 | -9,5 | 88,4 | 102,0 |
| 2012 (*) | -3,4 | -8,0 | 91,1 | 107,6 |
| 2013 (*) | -2,9 | -6,4 | 92,5 | 112,0 |

Fonte: Fmi, World Economic Outlook (settembre 2011) e Fiscal Monitor Update (gennaio 2012).

Modesti e forse reversibili i progressi nei conti con l'estero

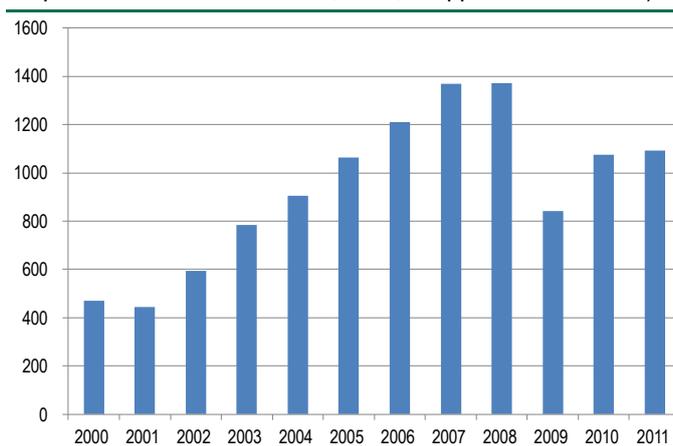
Analogamente modesti sono i passi in avanti nel riequilibrio dei conti con l'estero. Prima della crisi all'ampio disavanzo corrente degli Stati Uniti (\$753 miliardi nel 2006) si contrapponevano gli avanzi della Germania (\$162 miliardi), della Cina (\$233 miliardi) e del Giappone (\$63 miliardi).

Escludendo l'anno di più profonda recessione (2009) che ha contemporaneamente ridotto avanzi e disavanzi, i progressi di questi ultimi anni appaiono non solo limitati nelle quantità ma anche per molti aspetti reversibili. Un'indicazione in questo senso proviene dalla considerazione della somma del valore *assoluto* dei saldo delle partite correnti dei quattro principali esportatori di merci (Stati Uniti, Cina, Germania e

Giappone). Rispetto al livello record raggiunto nel biennio 2007-08 (\$1.372 miliardi) questa grandezza risulta nel biennio 2010-11 ridotta di appena un quinto (a \$1.084 miliardi), risultando ancora superiore di quasi il 30% al livello del biennio 2003-04 (\$ 844 miliardi) e più che doppia rispetto al consuntivo del biennio 2000-01.

Lo squilibrio dei conti con l'estero a livello globale

(somma in miliardi di dollari del valore *assoluto* del saldo delle partite correnti di Stati Uniti, Cina, Giappone e Germania)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati tratti da Fmi, World Economic Outlook, settembre 2011.

Il saldo commerciale registrato dalla Germania nel 2011 si attesta intorno ai €160 miliardi, un livello simile a quello dell'anno precedente (€155 miliardi) e del 2006 (€159 miliardi). L'indicazione che nel caso della Germania emerge con chiarezza è la natura fortemente strutturale di questa posizione attiva: l'avanzo commerciale pari in media a €60 miliardi nella seconda metà degli anni '90 è cresciuto a €134 miliardi nei successivi cinque anni per attestarsi a €165 miliardi nel quinquennio più recente.

Indicazioni parzialmente diverse dalla Cina ove le vendite all'estero (unitamente agli investimenti fissi) sono da tempo un fondamentale *driver* della crescita economica (+9,2% lo scorso anno). Nel 2011, per il quarto anno consecutivo, il tasso di incremento delle importazioni è risultato maggiore di quello delle esportazioni. Queste ultime, comunque, risultano cresciute del 20% rispetto all'anno precedente e del 96% rispetto al dato del 2006. L'avanzo commerciale annuale ha così registrato una nuova flessione, attestandosi su valori ancora significativi (\$155 miliardi) ma pari a circa la metà di quelli registrati nel 2008. In definitiva, nel caso della Cina un (lento) processo di riequilibrio negli scambi commerciali sembra effettivamente in atto.

Modesta rimane ancora l'attività di investimento degli avanzi acquisiti con gli scambi commerciali, un modo per riequilibrare la propria posizione nel contesto internazionale. Le operazioni che hanno visto nell'ultimo quinquennio la Cina nel ruolo di acquirente, infatti, ammontano complessivamente ad appena \$130 miliardi⁵. Di qui il continuo accumulo di riserve valutarie che nel settembre dello scorso anno ammontavano a \$3.201 miliardi di dollari, quindi raddoppiate rispetto a inizio 2008 e pari al 44% del Pil del Paese.

⁵ Cfr. UNCTAD, World Investment Report 2011.

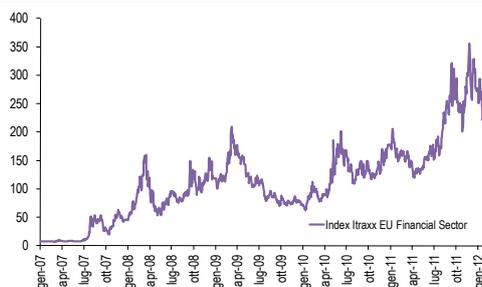
Di incerta interpretazione sono le novità che si intravedono nei conti con l'estero del Giappone che nel 2011 ha accumulato il primo disavanzo commerciale dal 1980. In effetti i dati relativi ai primi 11 mesi dell'anno evidenziano un disavanzo commerciale di circa \$28,5 miliardi, per effetto di una crescita delle esportazioni dell'8% ed un incremento delle importazioni del 24%. Nel 2011 si sono concentrati molti fattori sfavorevoli (il terremoto, lo tsunami e il disastro nucleare di Fukushima Dai-ichi) che hanno certamente indebolito la capacità d'offerta e aumentato la domanda d'importazione. D'altra parte, però, l'ulteriore forte rivalutazione dello yen ha frenato le esportazioni, incoraggiato le importazioni, stimolato ulteriori processi di delocalizzazione produttiva (nei confronti del dollaro statunitense, lo yen è passato da una parità di 119 a fine 2006 ad una di 77 a fine 2011, rivalutandosi quindi di circa un terzo). Quanto strutturale sia il riequilibrio dei conti con l'estero del Giappone è quindi domanda di difficile risposta.

Da parte loro, gli Stati Uniti hanno registrato nei primi 11 mesi del 2011 un disavanzo negli scambi di merci e servizi pari a \$513 miliardi, con un aumento di \$53 miliardi rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. Tale aumento risulta determinato da un incremento di \$85 miliardi del disavanzo negli scambi delle merci e da un aumento di \$32 miliardi dell'avanzo dal lato dei servizi. In termini reali le esportazioni di merci risultano cresciute del 17%, le importazioni del 16%. L'appesantimento del 32% della bolletta petrolifera (il costo medio unitario è passato da \$75 a \$99) giustifica molto limitatamente la crescita del valore degli acquisti all'estero (le importazioni di petrolio rappresentano meno del 15% delle importazioni totali). Nel complesso, il disavanzo negli scambi con l'estero di merci e servizi si conferma nel caso degli Stati Uniti su livelli molto elevati e risulta regredito di appena un quarto rispetto al livello record del 2006 (oltre \$750 miliardi).

A rendere possibile quest'ampio squilibrio nei conti con l'estero su un arco di tempo così lungo è anche l'afflusso di investimenti dall'estero, una media di \$230 miliardi l'anno nel quinquennio 2006-2010. A questo si aggiunge l'acquisizione di titoli pubblici da parte degli investitori internazionali. Sotto quest'ultimo profilo, è da segnalare come nell'anno terminante a novembre 2011 alcuni paesi hanno proceduto ad un contenuto alleggerimento della loro posizione (Cina -\$32 miliardi, Russia -\$78 miliardi, Hong Kong -\$30 miliardi) mentre altri, al contrario, hanno accresciuto la consistenza del loro investimento (Giappone +\$163 miliardi, Regno Unito +\$187 miliardi). A novembre 2011 la Cina (\$1.133 miliardi), il Giappone (\$1.039 miliardi) e il Regno Unito (\$ 429 miliardi) risultavano congiuntamente detenere il 55% dei titoli pubblici statunitensi in mano ad istituzioni estere.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

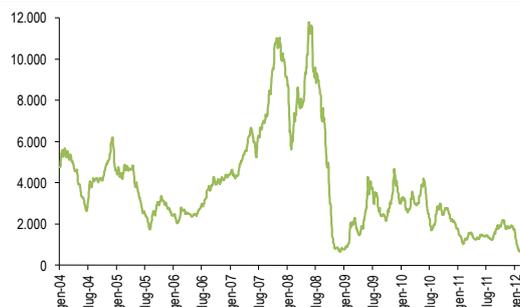
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Datastream

I premi al rischio nell'ultima settimana restano stabili poco sopra i 210 pb.

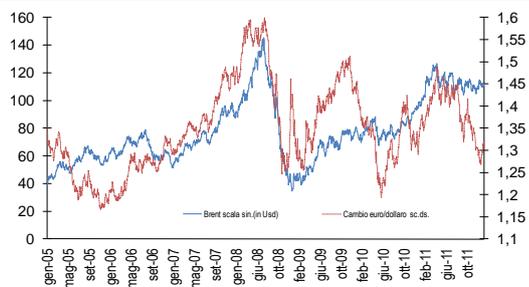
Indice Baltic Dry



Fonte: Datastream

Continua il calo dell'indice dei noli marittimi, che scende ai minimi del 2008.

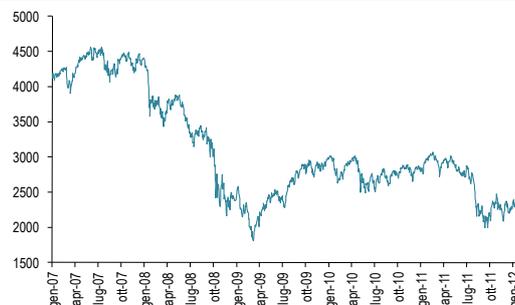
Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Datastream

Il tasso di cambio €/€ a 1,31. Il petrolio qualità Brent quota 112\$ al barile, il Wti a 97\$ al barile.

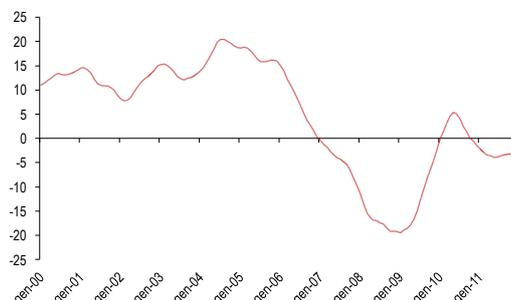
Borse europee: indice Eurostoxx 50



Fonte: Datastream

L'indice nell'ultima settimana sale a 2.478 da 2.460.

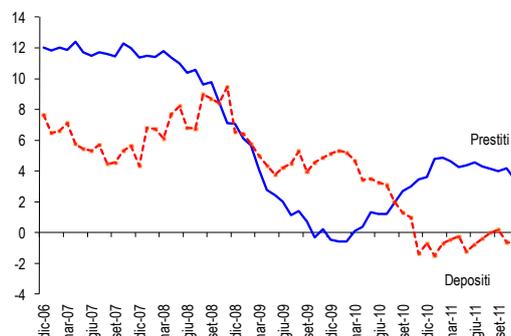
**Usa: indice dei prezzi delle abitazioni
Case-Shiller composite 10**
(var. % a/a)



Fonte: Datastream

A novembre 2011, per il 14° mese consecutivo, le variazioni dei prezzi delle abitazioni Usa restano negative (-3,6% su base annua).

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



Fonte: Banca d'Italia

A novembre 2011 il trend di crescita dei prestiti si attenua (+3,5% a/a) e la variazione dei depositi rimane negativa.

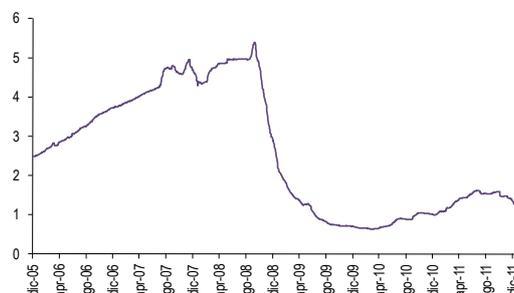
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania**
(punti base)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund, sono pari a 3.446 pb per la Grecia, 1.290 pb per il Portogallo, 539 pb per l'Irlanda, 379 pb per l'Italia e 310 pb per la Spagna.

Tasso euribor a 3 mesi
(val.%)



Fonte: Banca d'Italia

Il tasso euribor si avvicina a quota 1,10%.

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.