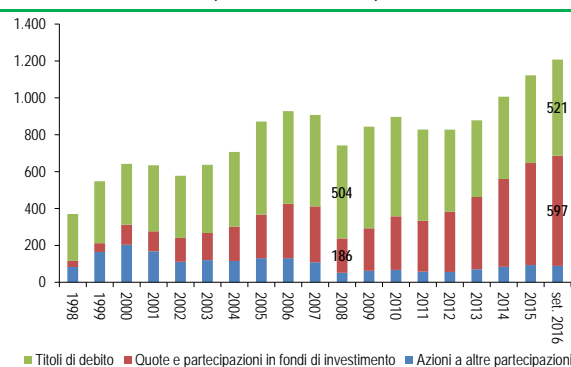


Gli investimenti di portafoglio all'estero degli italiani per tipologia di attività finanziaria

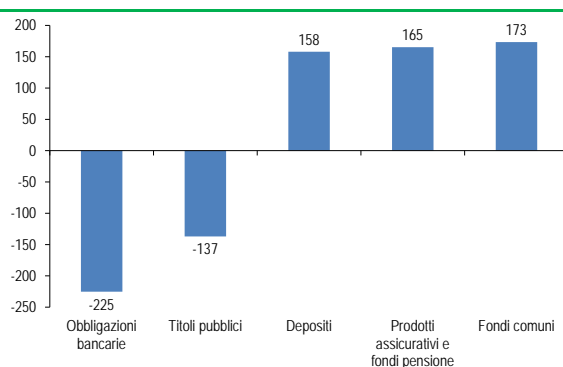
(miliardi di euro)



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

Gli investimenti delle famiglie italiane per tipologia di attività finanziaria

(miliardi di euro; 2012-set. 2016; flussi cumulati)



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

La **crescita economica italiana** si è collocata poco sotto l'un per cento nel 2016 e tale potrebbe rimanere nell'orizzonte del triennio 2017-19. Il recupero dalle recessioni del passato decennio prosegue, ma rimane lento. Per uscire dal guado della stagnazione servono azioni strutturali a livello domestico ed europeo. Per l'Europa e per l'Italia la nuova sfida americana può rappresentare uno stimolo all'accelerazione del cambiamento.

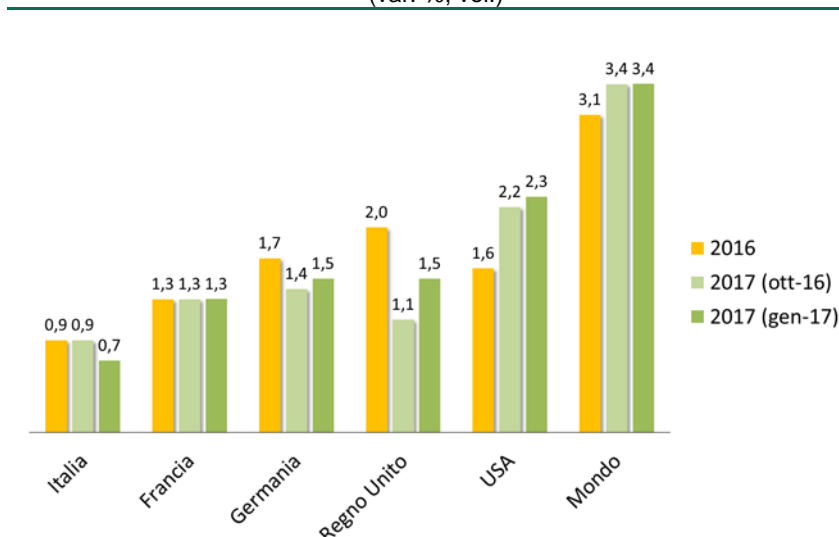
Aumenta l'**articolazione dei conti con l'estero dell'Italia**. Insieme ad un importante miglioramento del saldo delle partite correnti, un elemento di novità è rappresentato dagli effetti del ribilanciamento del portafoglio finanziario delle famiglie, con uno spostamento dalle obbligazioni verso il risparmio gestito e assicurativo. Negli ultimi anni gli investimenti di portafoglio effettuati dagli italiani all'estero sono aumentati di 300 miliardi di euro, superando i 1.200 miliardi. Tra il 2012 e il 2016 sono stati disinvestiti 140 miliardi di titoli pubblici e 220 di obbligazioni bancarie. Dei 170 miliardi investiti in fondi comuni, 100 sono stati destinati a strumenti emessi da non residenti.

Editoriale: Uscire dal guado

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

Crescita del PIL

(var. %; vol.)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL dati e previsioni FMI, World Economic Outlook

Per due. Per tre. Per cinque. Sono i moltiplicatori che aggiornano la metrica del problema di crescita dell'economia italiana nello scenario del 2017. Secondo l'FMI l'aumento del PIL del nostro paese si attesterà quest'anno allo 0,7 per cento. Francia e Germania cresceranno il doppio. Spagna e Stati Uniti il triplo. Il Mondo nel suo complesso segnerà un aumento del PIL dell'ordine di tre punti percentuali e mezzo. Poco più di quel tre per cento che costituisce la soglia della stagnazione secolare. Comunque, il quintuplo della modesta crescita italiana. Guardando oltre il 2017, le simulazioni compiute nel Bollettino Economico della Banca d'Italia¹ assumono un tasso di crescita del nostro prodotto pari all'un per cento nel corrente e in ciascuno dei prossimi due anni: nel 2019 il PIL italiano si troverebbe così quattro punti percentuali sotto il volume del 2007. Già oggi il PIL francese si colloca quattro punti sopra il dato pre-crisi. I tedeschi stanno sette punti sopra. Gli spagnoli quest'anno colmeranno il deficit di prodotto causato dalle recessioni del 2008-09 e del 2011-13.

Colpe e discolpe. Il problema di crescita dell'economia italiana non nasce nel 2017. Le sue radici sono profonde e risalgono ben più a monte dell'ultimo decennio. Esattamente due lustri or sono, nel 2007 Pierluigi Ciocca² lucidamente si interrogava sulle ragioni del ristagno dell'economia italiana seguito alla recessione del 1992. Un

¹ Banca d'Italia, Bollettino Economico, gennaio 2017, pag. 51.

² Pierluigi Ciocca, Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005), Bollati Boringhieri, 2007.

ristagno generato da un'interazione viziosa tra quattro termini fondamentali nella partita dello sviluppo: il quadro internazionale, la struttura produttiva, i gravami che frenano l'economia, gli stimoli che la sollecitano. L'eccesso dei gravami sugli stimoli era già evidente nel 2007 ed è proseguito nell'ultimo decennio. Ha trovato, anzi, nuove declinazioni. Tra queste ci sono i limiti mostrati dalla politica fiscale nell'assolvere in maniera adeguata alla finalità di sostegno anticiclico alla ripresa nel quadro del rispetto delle regole europee. Un problema non solo italiano, come illustra un recente e interessante "working paper" curato da tre studiosi del Fondo monetario internazionale³.

Tra il 2007 e il 2017⁴ il rapporto tra debito pubblico e PIL è aumentato al di sopra della soglia obiettivo del 60 per cento in tutte le principali economie dell'area euro. Seppur marginalmente, è accaduto persino in Germania. In Spagna il "ratio" tra debito pubblico e prodotto è triplicato, dal 35% al 100%. In Francia è aumentato della metà, dal 66 al 97%. In Italia siamo cresciuti "solo" di un terzo, dal 100 al 133%. Da un punto di vista statico, l'Italia rimane tra i grandi paesi europei quello più distante dalla soglia del 60%. Ma, dinamicamente, è inevitabile osservare come la misura di "non-compliance" rispetto ai vincoli fiscali si sia rivelata ben più forte in paesi diversi dal nostro. E come la maggiore "non-compliance" fiscale altrove si sia accompagnata ai citati risultati in termini di una migliore crescita economica.

Un basso grado di rispetto delle regole fiscali non può certo rappresentare una soluzione durevole ai problemi di rilancio di un'economia. Nondimeno, la correlazione viziosa che emerge tra minore "compliance" fiscale e maggiore ripresa rappresenta il sintomo della necessità di un aggiustamento delle regole europee esistenti. Serve qualcosa di più del ritaglio di spazi ulteriori di flessibilità. Gli studiosi del Fondo monetario parlano di una riforma del Patto per la Stabilità e la Crescita che punti a semplificare e a migliorare il grado di legittimazione democratica delle regole comuni. Regole che, invece di polarizzarsi su poco credibili sanzioni a danno dei "non-compliant", potrebbero creare tangibili benefici a vantaggio di chi concretamente promuove la crescita nella stabilità.

A cinque anni dalla sua nascita, tempo sarebbe per ragionare ad una riforma del Fiscal Compact. Per l'Italia è un impegno da considerare insieme ai numerosi fronti interni di cambiamento strutturale su cui ancora dobbiamo lavorare per provare a ridurre quell'eccesso di gravami che inibisce la nostra ripresa. Dobbiamo farlo in un quadro internazionale dove la sfida americana dei dazi e del ritorno al bilateralismo rischia di complicare ulteriormente il problema di crescita dell'economia italiana. Negli ultimi tre anni le vendite negli USA da sole hanno rappresentato il 40 per cento di tutto l'incremento dell'export italiano. Vendere cose che piacciono al Mondo potrebbe diventare assai più difficile. Una ragione in più per uscire dal guado.

³ Luc Eyraud, Vitor Gaspar e Tigran Poghosyan, "Fiscal Politics in the Euro Area", IMF Working Paper, WP/17/18, gennaio 2017.

⁴ Le proiezioni sul 2017 sono quelle contenute nella base dati AMECO della Commissione Europea.

Cambiano i conti con l'estero dell'Italia

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

Nella bilancia dei pagamenti sono riportate tutte le transazioni che un paese conclude con il resto del mondo. Generalmente, i movimenti commerciali trovano contropartita in quelli finanziari. In alcuni casi, la ricerca dell'equilibrio può risultare complessa, a causa di tensioni sui mercati o per un eccesso di investimenti verso l'estero. Nell'area euro, l'equilibrio tra le diverse voci della bilancia dei pagamenti di ogni stato viene trovato movimentando risorse tra le banche centrali nazionali e la Bce all'interno del sistema dei pagamenti transeuropeo, il cosiddetto TARGET2.

Prima della crisi, il saldo dell'Italia sul TARGET2 si muoveva intorno allo zero. Con lo scoppio della crisi dei debiti sovrani, gli investitori esteri disinvestirono quasi 120 miliardi di euro di titoli pubblici italiani in soli tre anni e le banche videro ridursi i finanziamenti sull'interbancario di un importo simile. Il saldo sul TARGET2 divenne negativo, avvicinandosi ai 250 miliardi alla fine del 2012.

Negli ultimi anni, la situazione sui mercati si è stabilizzata. Gli stranieri sono tornati ad investire sui titoli di stato, sebbene con gradualità. Nello stesso periodo, gli investimenti di portafoglio effettuati dagli italiani all'estero sono aumentati rapidamente, con acquisti netti che in quattro anni si sono avvicinati ai 300 miliardi. Il disavanzo dell'Italia sul TARGET2 è aumentato, raggiungendo i 350 miliardi.

Il maggior ricorso all'investimento in titoli esteri è il risultato del ribilanciamento del portafoglio delle famiglie, con uno spostamento dalle obbligazioni, sia pubbliche sia private, verso il risparmio gestito e assicurativo. Tra il 2012 e il 2016, sono stati disinvestiti 140 miliardi di titoli pubblici e 220 di obbligazioni bancarie. Dei 170 miliardi investiti in fondi comuni, 100 sono stati destinati a strumenti emessi da non residenti. Anche una parte significativa di quanto investito in società di gestione di diritto italiano è finito in prodotti emessi all'estero, come conseguenza della diversificazione del portafoglio.

Migliora il saldo corrente dei conti con l'estero dell'Italia

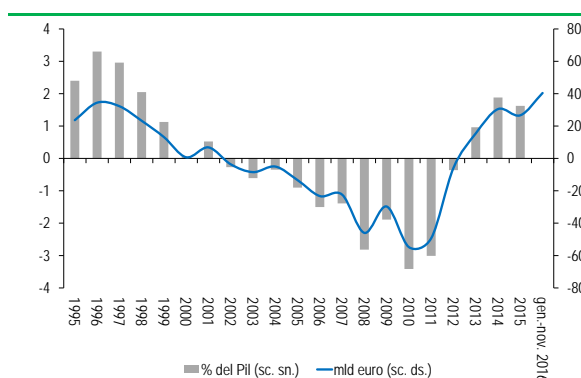
L'analisi del saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, dato dalla differenza tra i crediti (che comprendono gli importi incassati da soggetti residenti in Italia per l'esportazione di merci e servizi o per il pagamento di redditi relativi a prestazioni da lavoro effettuate in favore di soggetti residenti all'estero o provenienti da capitali investiti in attività finanziarie emesse in altri paesi) e i debiti (che comprendono gli importi pagati da soggetti residenti per l'importazione di merci e servizi o per redditi relativi a lavoro svolto da soggetti non residenti o riferiti a capitali stranieri investiti in Italia), mostra come, dal 2011, sia iniziato un processo di graduale rafforzamento dei conti con l'estero italiani, che ha interrotto il trend di sensibile peggioramento che aveva, invece, caratterizzato i quindici anni precedenti.

Dopo essere arrivato a registrare un avanzo superiore al 3% del Pil nel 1996, il saldo corrente era, infatti, divenuto negativo nel 2002. Nella prima parte degli anni Duemila, un aumento dei debiti, conseguenza di una sempre maggiore dipendenza dall'estero, costantemente più ampio di quello dei crediti aveva determinato un robusto ampliamento del disavanzo. Questa tendenza era proseguita durante la prima recessione, portando il deficit corrente a raggiungere i 55 miliardi di euro nel 2010, il

3,4% del Pil. In quindici anni, un peggioramento dei conti con l'estero superiore a 6 punti percentuali di Pil.

Nella seconda fase della crisi, il forte indebolimento della domanda interna insieme a fattori esterni, come il brusco calo del prezzo del petrolio, hanno favorito un graduale rientro del deficit. Il saldo è tornato positivo nel 2013. Nei primi undici mesi dello scorso anno, i crediti sono aumentati dell'1%, mentre i debiti si sono ridotti di quasi il 3%. L'avanzo di parte corrente ha superato i 40 miliardi di euro, il valore più alto degli ultimi venti anni. Nel complesso, un miglioramento non lontano dai 100 miliardi.

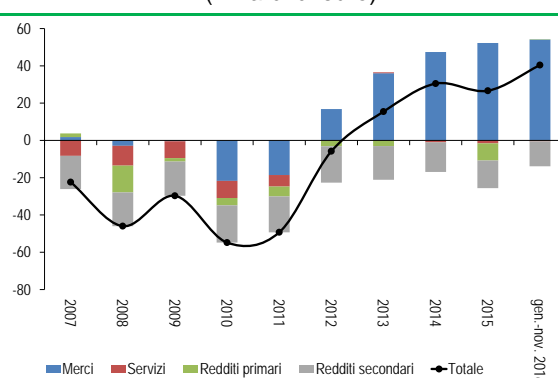
Il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti dell'Italia



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

Le componenti del saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti dell'Italia

(miliardi di euro)



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

Le merci spiegano la quasi totalità di questa favorevole evoluzione. Nel 2010, il conto delle merci, differenza tra esportazioni e importazioni, aveva registrato un deficit di 22 miliardi di euro. Nel 2015, l'avanzo aveva superato i 50 miliardi, recuperandone oltre 70. Nei primi undici mesi dello scorso anno, il surplus è ulteriormente aumentato, avvicinandosi a 55 miliardi. Il miglioramento del saldo delle merci è sia il frutto della ripresa delle esportazioni, passate dal minimo di 285 miliardi nel 2009 a oltre 400 miliardi, sia il risultato della debole dinamica delle importazioni, che ancora non hanno recuperato i valori precedenti la crisi, riflettendo anche la flessione del prezzo delle materie prime energetiche.

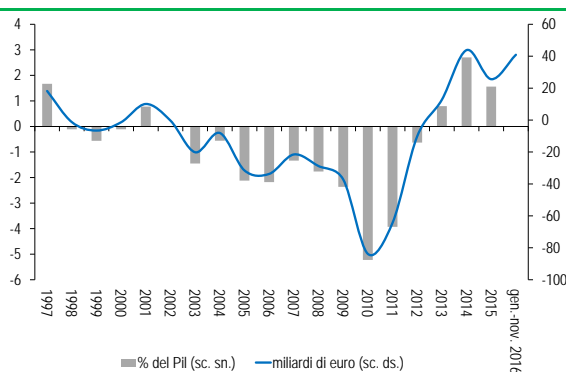
Oltre le merci, il conto corrente ha beneficiato della migliore evoluzione della componente dei servizi. Dopo aver registrato quasi ininterrottamente un deficit negli anni Duemila, con un disavanzo superiore a 10 miliardi di euro nel 2008, nell'ultimo periodo i servizi hanno avuto un saldo in sostanziale equilibrio. Questo miglioramento è soprattutto il risultato di quanto accaduto nella componente viaggi, con una dinamica delle esportazioni molto più solida di quella delle importazioni, che ha visto l'avanzo superare i 14 miliardi nei primi undici mesi dello scorso anno, mentre nei trasporti il disavanzo si è leggermente ampliato. Le entrate relative ai viaggi, che comprendono tra le altre cose il turismo, sono aumentate nel corso degli ultimi sei anni ad un ritmo medio prossimo al 4%, stabilizzandosi intorno a 35 miliardi. Al contrario, le spese degli italiani per viaggi all'estero sono rimaste sostanzialmente invariate, poco sopra i 20 miliardi.

Migliora il saldo del conto finanziario, peggiora quello degli IDE

Oltre al conto corrente, la bilancia dei pagamenti si compone, però, anche del conto finanziario, del conto capitale e di alcune voci residuali. Nel conto finanziario vengono contabilizzate le movimentazioni di natura finanziaria tra un paese e il resto del mondo, finalizzate sia alla realizzazione di investimenti diretti sia alla semplice conclusione di investimenti di portafoglio o al trasferimento di risorse finanziarie per operazioni quali, ad esempio, la concessione di prestiti. Il saldo è dato dalla differenza tra quanto gli italiani trasferiscono all'estero e quanto gli stranieri spostano in Italia. All'interno della bilancia dei pagamenti, il saldo corrente e quello finanziario sono tra loro collegati, muovendosi normalmente nella stessa direzione, sebbene con ampiezza e rapidità differente: un deficit corrente si accompagna generalmente ad un saldo negativo di quello finanziario, risultato di un maggiore afflusso di risorse dall'estero. Situazione opposta, un surplus corrente si accompagna ad un avanzo del conto finanziario, che segnala un eccesso di investimenti italiani all'estero rispetto a quelli effettuati in Italia dagli stranieri.

Un'analisi approfondita di tutte le componenti del conto finanziario porta ad evidenziare alcune criticità, che cambiano la visione complessiva della posizione sull'estero dell'Italia.

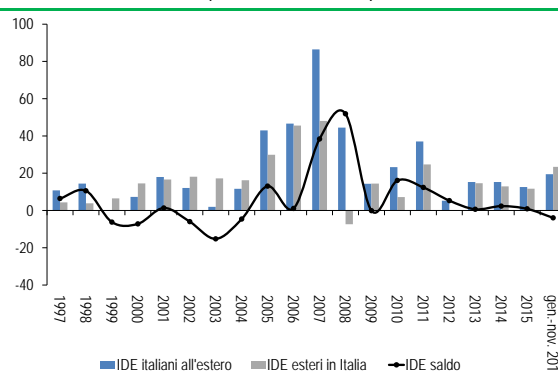
Il saldo del conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'Italia



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

Gli investimenti diretti esteri nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'Italia

(miliardi di euro)



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

Come contropartita del deficit di parte corrente, per quasi tutti gli anni Duemila, il conto finanziario ha registrato un disavanzo, che nel 2010 ha superato gli 80 miliardi di euro, oltre il 5% del Pil. La situazione è successivamente migliorata, registrando un avanzo a partire dal 2013. Nei primi undici mesi del 2016, il surplus del conto finanziario ha superato i 40 miliardi, quasi il doppio di quanto registrato nello stesso periodo dell'anno precedente. Guardando le singole componenti del conto finanziario emerge uno scenario articolato, che racconta in maniera differente il miglioramento complessivo. Negli ultimi due anni, il surplus è stato prevalentemente il risultato dell'ampio avanzo registrato dagli investimenti di portafoglio: gli investimenti all'estero degli italiani sono risultati stabilmente più ampi di quelli effettuati dagli stranieri in Italia.

Di particolare interesse anche quanto accaduto agli investimenti diretti, che rappresentano tutte quelle operazioni finalizzate ad acquisire una responsabilità

gestionale o un legame durevole con un'impresa che opera in un paese diverso da quello dell'investitore, sia che si tratti di un'azienda già esistente sia che si proceda alla creazione di una nuova realtà imprenditoriale.

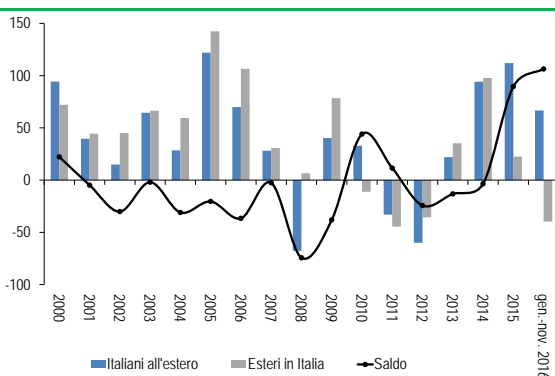
Da sempre, l'Italia ha manifestato una chiara difficoltà nell'attrarre investimenti dall'estero. Nel periodo precedente la crisi, tra il 2000 e il 2007, gli italiani avevano effettuato in media ogni anno oltre 28 miliardi di euro di investimenti diretti all'estero, mentre quelli degli stranieri in Italia si erano fermati sotto i 26. La crisi ha portato ad una flessione di entrambe le componenti, sebbene con intensità differente: tra il 2008 e il 2012, quelli all'estero degli italiani sono stati pari a 25 miliardi medi annui, mentre quelli degli stranieri in Italia sono crollati sotto gli 8, con un deficit complessivo che si è avvicinato a 90 miliardi. Nei tre anni successivi, la distanza tra le due voci si è sostanzialmente annullata, con un valore medio annuo leggermente inferiore ai 15 miliardi sia per gli investimenti all'estero degli italiani sia per quelli degli stranieri in Italia. Nei primi undici mesi del 2016, si è, però, assistito ad una positiva accelerazione degli investimenti esteri in Italia, che si sono avvicinati a 24 miliardi di euro, superando quelli in uscita: da un saldo tendenzialmente positivo si è, dunque, passati ad un disavanzo che ha contribuito a rendere più complesso l'equilibrio totale.

Investimenti di portafoglio degli italiani sempre più rivolti all'estero

Un'attenzione particolare deve essere prestata a quanto accade agli investimenti di portafoglio. All'interno del conto finanziario della bilancia dei pagamenti, il saldo di questa voce è dato dalla differenza tra quanto gli italiani investono all'estero, per operazioni non finalizzate alla realizzazione di investimenti diretti, e quanto gli stranieri investono in Italia.

Gli investimenti di portafoglio nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'Italia

(miliardi di euro)



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

Gli investimenti di portafoglio all'estero degli italiani

(miliardi di euro; medie annuali)



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

Nella prima parte degli anni Duemila, il saldo degli investimenti di portafoglio è risultato costantemente negativo. Tra il 2000 e il 2009, gli italiani investivano in media ogni anno poco più di 40 miliardi di euro all'estero, mentre le risorse trasferite dagli stranieri nel nostro Paese superavano i 65. In dieci anni, gli stranieri avevano investito in Italia più di 650 miliardi, quasi 220 in più di quanto gli italiani avevano trasferito all'estero. In quel periodo, gli investitori stranieri guardavano con particolare attenzione al debito

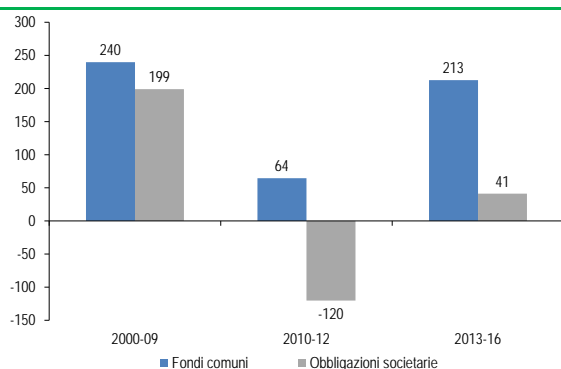
pubblico, destinandovi 340 miliardi, alle obbligazioni bancarie, con oltre 140 miliardi, e a quelle societarie, con quasi 130 miliardi. Gli italiani, invece, compravano prevalentemente fondi comuni, con oltre 250 miliardi investiti in dieci anni, e obbligazioni societarie, con quasi 200 miliardi.

Nel 2010, con l'emergere delle prime tensioni sui mercati, poi acuitesi alla fine del 2011, la situazione cambiò radicalmente. Gli investitori esteri cominciarono ad uscire dal mercato italiano, disinvestendo in tre anni quasi 120 miliardi di euro di titoli pubblici e circa 15 di obbligazioni bancarie. La necessità di ritrovare un equilibrio portarono gli investitori italiani a disinvestire titoli stranieri, in particolare nel comparto delle obbligazioni societarie, con vendite nette che tra il 2010 e il 2012 superarono i 120 miliardi. Il saldo degli investimenti di portafoglio, divenuto positivo nella fase più acuta della crisi, come conseguenza della fuga degli investitori stranieri dai titoli pubblici italiani, tornò in questo modo negativo nel 2012.

Nell'ultimo periodo, la situazione appare in costante evoluzione. In un primo momento, gli investitori esteri sembravano essere tornati a guardare l'Italia con particolare interesse: tra il 2013 e il 2015, erano stati effettuati investimenti netti per oltre 150 miliardi di euro, concentrati nel comparto del debito pubblico. Questo ritrovato interesse sembra, però, diminuito nel 2016. Tra gennaio e novembre, sono stati effettuati disinvestimenti netti per quasi 40 miliardi, con vendite concentrate sulle obbligazioni bancarie e su quelle societarie.

Gli investimenti di portafoglio all'estero degli italiani per tipologia di attività finanziaria

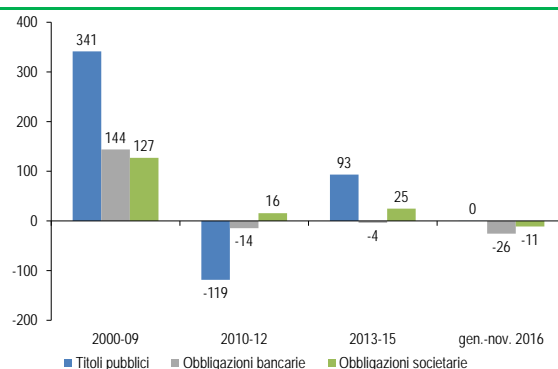
(miliardi di euro; flussi cumulati)



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

Gli investimenti di portafoglio in Italia degli stranieri per tipologia di attività finanziaria

(miliardi di euro; flussi cumulati)



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

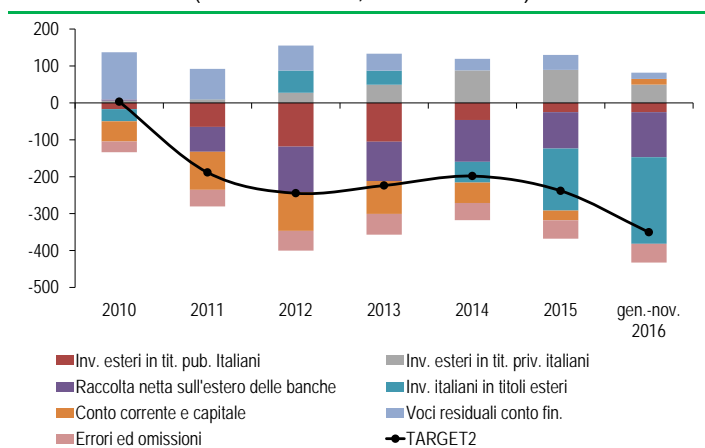
L'aspetto di maggiore importanza emerso negli ultimi anni è, però, il profondo cambiamento nelle scelte di investimento degli italiani, che hanno cominciato a guardare all'estero con sempre maggiore interesse. Tra il 2014 e il 2016, gli italiani, sia famiglie che imprese, hanno investito in attività finanziarie straniere oltre 90 miliardi in media ogni anno, con un valore complessivo prossimo a 300 miliardi, dei quali più di 220 in fondi comuni. In questo modo, il saldo degli investimenti di portafoglio, differenza tra quanto gli italiani investono all'estero e quanto gli stranieri investono in Italia, è divenuto positivo, superando i 100 miliardi nei primi undici mesi del 2016.

TARGET2: uno squilibrio crescente, ma diverso dal passato

Nella bilancia dei pagamenti sono, dunque, riportate tutte le transazioni, commerciali e finanziarie, che un paese conclude con il resto del mondo. Generalmente, i movimenti commerciali trovano contropartita in quelli finanziari. Un deficit di parte corrente si accompagna, ad esempio, ad un maggiore afflusso di risorse dall'estero, rendendo negativo il saldo del conto finanziario. Situazione opposta qualora si presentasse un avanzo nelle transazioni commerciali. In alcuni casi, la ricerca dell'equilibrio può, però, risultare complessa. L'afflusso dall'estero delle risorse può essere rallentato da tensioni sui mercati, frutto anche di una crisi di fiducia tra i diversi paesi. Ma, anche nel caso in cui il saldo corrente registrasse un avanzo, potrebbe essere difficile raggiungere una condizione di equilibrio qualora si sviluppasse un significativo trasferimento di risorse verso l'estero, frutto, ad esempio, di un eccesso di investimenti in attività finanziarie straniere. Nell'area euro, l'equilibrio tra le diverse voci della bilancia dei pagamenti di un singolo paese viene trovato trasferendo risorse tra le banche centrali nazionali e la Banca centrale europea all'interno del sistema dei pagamenti transeuropeo, il cosiddetto TARGET2.

Il saldo TARGET2 e le sue determinanti nella bilancia dei pagamenti dell'Italia

(miliardi di euro; valori cumulati)



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

Prima della crisi, il saldo dell'Italia sul TARGET2 si muoveva intorno allo zero. Le risorse finanziarie necessarie venivano trovate, ad esempio, collocando titoli pubblici o privati sui mercati esteri o finanziandosi sull'interbancario. Le operazioni di portafoglio si sviluppavano con una certa regolarità, che portava ad un equilibrio tra i diversi movimenti. Con lo scoppio della crisi dei debiti sovrani la situazione cambiò radicalmente ed una crescente sfiducia nei confronti dell'intero sistema Italia si diffuse nei mercati. Divenne difficile sia per lo Stato sia per i soggetti privati finanziarsi direttamente. Tra il 2010 e il 2012, gli investitori esteri disinvestirono quasi 120 miliardi di euro di titoli pubblici. In solo due anni, i finanziamenti delle banche italiane sul mercato interbancario europeo si ridussero di oltre 120 miliardi. Questi nuovi squilibri si andarono ad aggiungere ad un saldo di parte corrente negativo, determinando un ampio fabbisogno di liquidità, solo parzialmente attenuato dalla vendita di attività finanziarie detenute all'estero da investitori italiani per circa 90 miliardi di euro. Il saldo

sul TARGET2 divenne negativo, ampliandosi rapidamente ed avvicinandosi ai 250 miliardi di euro alla fine del 2012.

Dal 2013, la situazione sui mercati si è stabilizzata e il saldo di parte corrente è divenuto positivo. Gli investitori stranieri sono tornati a guardare i titoli del debito pubblico italiano con meno preoccupazione, investendovi oltre 90 miliardi di euro di nuove risorse, mentre le tensioni sull'interbancario si sono parzialmente attenuate. Sull'equilibrio complessivo ha pesato il sensibile cambiamento nelle abitudini di investimento degli italiani. Come conseguenza dei maggiori investimenti di portafoglio all'estero, con acquisti netti che negli ultimi quattro anni si sono avvicinati ai 300 miliardi, il deficit sul TARGET2, che in un primo momento si era ridotto scendendo sotto i 200 miliardi nel 2014, è tornato a crescere più velocemente di prima, raggiungendo i 350 miliardi.

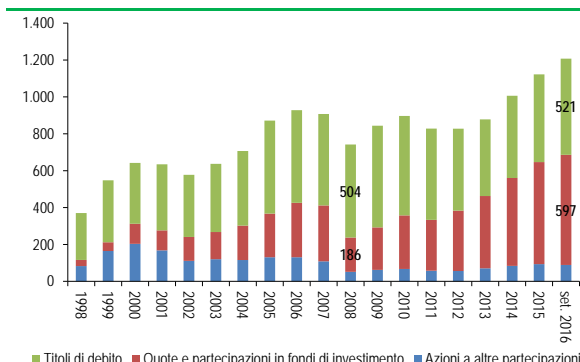
Guardando i valori cumulati relativi alle singole componenti che spiegano l'evoluzione del TARGET2, emerge chiaramente la differenza tra la situazione attuale e quella che caratterizzava il periodo della crisi dei debiti sovrani. Nel 2012, i quasi 250 miliardi di deficit sul TARGET2 erano spiegati in parti sostanzialmente uguali da tre fattori: i disinvestimenti di titoli pubblici da parte degli investitori stranieri, le difficoltà di finanziamento sui mercati interbancari e l'ancora ampio deficit di parte corrente. Nel 2016, sul disavanzo di 350 miliardi pesano prevalentemente i maggiori investimenti di portafoglio effettuali all'estero dagli italiani.

Le famiglie spingono gli investimenti verso l'estero

Il valore complessivo degli investimenti di portafoglio detenuti all'estero dagli italiani, considerando oltre le famiglie anche le imprese, come, ad esempio, le società di gestione di fondi comuni o le assicurazioni, è, quindi, cresciuto in maniera significativa, passando da 830 miliardi di euro nel 2012 a oltre 1.200 a settembre dello scorso anno. Il valore delle quote e partecipazioni in fondi di investimento è quasi raddoppiato, arrivando a rappresentare la metà del totale. Le obbligazioni di società estere hanno superato i 370 miliardi, mentre quelle bancarie si fermano a 80 miliardi.

Gli investimenti di portafoglio all'estero degli italiani per tipologia di attività finanziaria

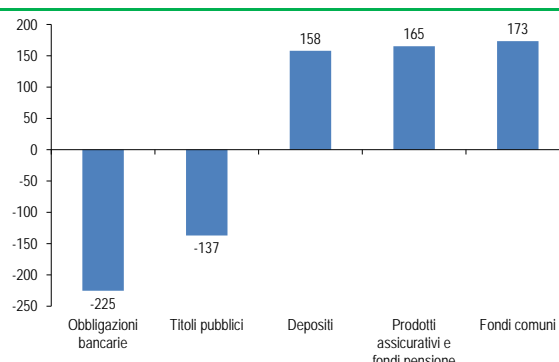
(miliardi di euro)



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

Gli investimenti delle famiglie italiane per tipologia di attività finanziaria

(miliardi di euro; 2012-set. 2016; flussi cumulati)



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

Il maggiore ricorso all'investimento in titoli esteri è prevalentemente il risultato del ribilanciamento del portafoglio delle famiglie, con uno spostamento dalle obbligazioni, sia pubbliche sia private, verso il risparmio gestito e assicurativo. Tra il 2012 e il 2016, le famiglie italiane hanno, infatti, effettuato disinvestimenti netti di titoli pubblici italiani per quasi 140 miliardi di euro, mentre le vendite di obbligazioni emesse da banche residenti nel nostro paese hanno superato i 220 miliardi. Nello stesso periodo, poco più di 170 miliardi di nuove risorse sono stati investiti in fondi comuni e altri 165 in prodotti assicurativi e fondi pensione.

Questo ribilanciamento ha effetti, sia diretti sia indiretti, in termini di aumento del peso degli investimenti di portafoglio all'estero. 100 dei 170 miliardi di euro investiti dalle famiglie italiane in fondi comuni sono stati, infatti, direttamente destinati verso strumenti emessi da non residenti, con un trasferimento all'estero delle risorse. Ma, anche una parte significativa di quanto viene investito in fondi comuni, fondi pensione e prodotti assicurativi gestiti da società residenti in Italia finisce per essere investita in prodotti esteri, come conseguenza della diversificazione del portafoglio effettuata dalla società di gestione.

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. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com