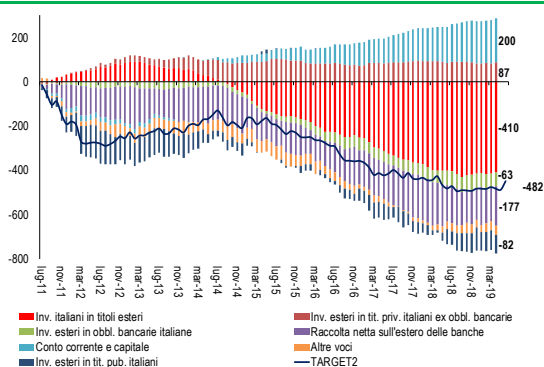
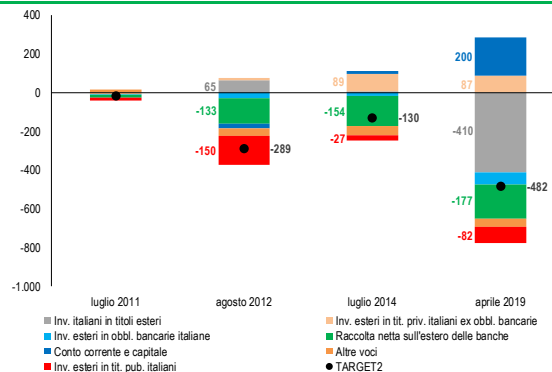


## Il saldo TARGET2 e le sue determinanti nella bilancia dei pagamenti dell'Italia (miliardi di euro; valori cumulati)



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

## Il saldo TARGET2 e le sue determinanti nella bilancia dei pagamenti dell'Italia (miliardi di euro; valori cumulati)



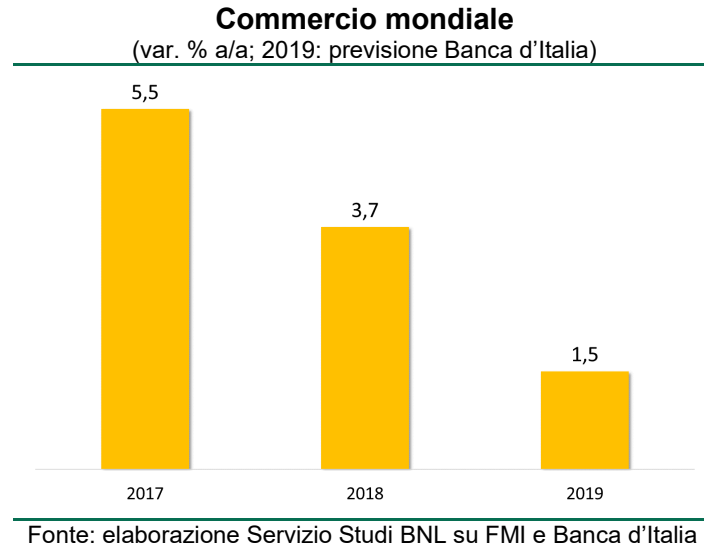
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Negli ultimi anni, **la posizione debitoria dell'Italia sul TARGET2 si è ampliata, stabilizzandosi intorno ai 450 miliardi**, un valore più ampio dei 290 raggiunti durante la crisi dei debiti sovrani. Lo squilibrio non riflette, però, la sfiducia degli investitori verso il sistema Paese, quanto piuttosto è la rappresentazione di cambiamenti strutturali nella composizione e nel funzionamento dei mercati.

**La principale determinante del disavanzo è, infatti, rappresentata dagli investimenti di portafoglio all'estero degli italiani, sia famiglie che imprese, che hanno superato i 1.400 miliardi di euro;** il risultato di un mercato finanziario sempre più globalizzato che offre maggiori possibilità nella diversificazione degli investimenti. Lo squilibrio sul TARGET2 riflette anche l'ormai strutturale disavanzo nella raccolta netta sull'estero delle banche, conseguenza dello spostamento verso i finanziamenti dell'Eurosistema. Un contributo al contenimento del deficit viene, invece, dal surplus di parte corrente della bilancia dei pagamenti, stabilizzatosi intorno al 2,5% del Pil.

## Editoriale – Commercio, e non solo

Giovanni Ajassa ☎ 06-47028414 [giovanni.ajassa@bnlmail.com](mailto:giovanni.ajassa@bnlmail.com)



*I numeri meritano attenzione. In ragione annua, nel primo trimestre il commercio mondiale ha segnato una contrazione di circa un punto percentuale. Questo ha indotto il Fondo monetario internazionale a ridurre al 2,5% la previsione di crescita degli scambi globali nel 2019. Oltre un punto sotto il dato del 2018 e ben tre punti meno del risultato del 2017, l'ultimo esercizio prima della svolta protezionistica. Più prudente, la Banca d'Italia stima una crescita del commercio mondiale nel 2019 pari ad appena un punto e mezzo percentuale: esattamente la metà della soglia numerica che, con riguardo al prodotto interno lordo, in passato è stata ritenuta sintomatica di uno stato di recessione globale.*

*Meno commercio, meno crescita. Nelle statistiche degli ultimi trent'anni sono solo due le volte in cui il tasso di crescita del commercio internazionale è risultato significativamente inferiore al ritmo di espansione del PIL del Mondo. È accaduto nel 2001 e poi nel 2009, in occasione dello shock delle Torri Gemelle e a seguito del crollo di Lehman e dell'avvio della Grande Recessione. Il rischio che l'arretramento corrente degli scambi possa riverberarsi in una pericolosa contrazione della crescita non va sottovalutato. Il timore è quello che a interrompere la guerra dei dazi siano solo delle tregue temporanee senza riuscire a sottoscrivere una duratura pace. Non c'è solo il problema del riequilibrio di alcuni saldi bilaterali considerati eccessivi quali, in primis, il deficit dell'interscambio americano con la Cina. Più a fondo c'è il tema di una crisi strutturale del modello multilaterale degli scambi e delle relative regole. Il modello rappresentato negli ultimi vent'anni dall'operare del WTO, la World Trade Organization, la cui apertura ai paesi emergenti presupponeva l'universale adozione della fattispecie dell'economia di mercato. L'affermazione della Cina quale campione globale di un modello "ibrido" che miscela elementi di mercato ad aspetti di economia pianificata ha*

*messo in crisi lo schema. È questa contaminazione che complica le cose ed estende il piano del confronto, e dello scontro, dal mero commercio dei beni alle questioni della tutela della proprietà intellettuale, della leadership nelle nuove tecnologie dell'informazione e dell'intelligenza artificiale, della sicurezza nazionale. Il pericolo è che la guerra dei dazi si trasformi in una sorta di nuova guerra fredda.*

*Nell'attesa dell'eventuale elaborazione di un nuovo modello di multilateralismo, per così dire, a componenti miste, la regressione del commercio mondiale rischia di danneggiare alcune economie più di altre. A perdere è soprattutto l'Europa. In Germania il peso dell'interscambio di merci sul prodotto interno lordo ha superato il settanta per cento del PIL nel 2018. In Italia la somma di export e import di beni lambisce la metà del prodotto interno lordo. I dati congiunturali mostrano ancora una certa resilienza dell'export italiano, con tassi di incremento in valore che nei primi cinque mesi del 2019 si attestano al quattro per cento su base annua. Dietro la tenuta delle esportazioni ci sono però fattori temporanei, quali l'anticipazione delle vendite su mercati dove si ritiene sarà più costoso e difficile lavorare in futuro. Ne è un esempio l'aumento a due cifre dell'export italiano nel Regno Unito in attesa degli ulteriori e assai incerti sviluppi della Brexit.*

*Occorre prepararsi al nuovo inverno degli scambi mondiali. Oltre alla "trade-diversion", alla capacità di reindirizzare i flussi di vendite sui mercati che risulteranno meno colpiti dai venti del protezionismo, la sfida per l'Europa è dare più spazio alla domanda interna, e soprattutto a programmi di investimenti infrastrutturali capaci di accrescere il potenziale di crescita di lungo periodo. Su questo terreno, senza evocare auspicabili quanto improbabili revisioni dei trattati, un passo utile e importante potrebbe essere almeno quello di rivedere le modalità tecniche di calcolo con cui oggi le istituzioni europee quantificano la dimensione del cosiddetto "output-gap" ovvero della differenza tra PIL effettivo e prodotto potenziale. Perché oggi in Italia come anche in Germania appare difficile sostenere che la poca crescita corrente corrisponda grosso modo al massimo comunque ottenibile dal pieno impiego dei fattori produttivi. Bisogna prendere atto che, a fronte della regressione del commercio mondiale come pure della crisi climatica e demografica e delle nuove sfide del digitale, i "ceteris paribus" degli economisti stanno saltando. Occorre recuperare visione. E ricomporre la miscela dei fattori di crescita in un modello europeo di sviluppo sostenibile.*

## Un diverso equilibrio nei conti con l'estero dell'Italia

P. Ciocca  [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

Nella bilancia dei pagamenti sono riportate tutte le transazioni che un paese conclude con il resto del mondo. I movimenti commerciali trovano generalmente contropartita in quelli finanziari. Nell'area euro, l'equilibrio tra le diverse voci della bilancia dei pagamenti viene trovato trasferendo risorse tra le banche centrali nazionali e la Bce, contabilizzando questi movimenti nel sistema dei pagamenti transeuropeo, il cosiddetto TARGET2.

Prima della crisi, il saldo dell'Italia sul TARGET2 si muoveva intorno allo zero. Le risorse finanziarie necessarie come contropartita delle operazioni commerciali venivano trovate, ad esempio, collocando titoli pubblici o privati sui mercati esteri o finanziandosi sull'interbancario. Le operazioni di portafoglio si sviluppavano con regolarità, portando ad un equilibrio tra gli investimenti degli stranieri in Italia e quelli degli italiani, sia famiglie che imprese, all'estero.

Con lo scoppio della crisi dei debiti sovrani la situazione cambiò. La crescente sfiducia nei confronti del Paese rese difficile per lo Stato e per i soggetti privati finanziarsi direttamente. Gli investitori esteri disinvestirono grandi quantità di titoli pubblici e obbligazioni bancarie, mentre le banche iniziarono ad incontrare alcune difficoltà nel raccogliere fondi sull'interbancario. Il saldo sul TARGET2 divenne negativo, raggiungendo nel 2012 un deficit di circa 290 miliardi.

Dopo essersi ridotto, scendendo alla metà del 2014 a 130 miliardi di euro, grazie all'attenuarsi delle tensioni sui mercati, il deficit dell'Italia sul TARGET2 è nuovamente aumentato, stabilizzandosi nell'ultimo periodo intorno ai 450 miliardi di euro. Nonostante una dimensione quasi doppia, il deficit attuale presenta, però, caratteristiche diverse da quello del 2012, che lo rendono meno complesso e meritano, dunque, di essere approfondite.

Oggi, la principale determinante del disavanzo è rappresentata dagli investimenti di portafoglio all'estero degli italiani, che, nel complesso degli ultimi sei anni, sono arrivati ad accumulare un deficit sul TARGET2 superiore ai 400 miliardi. Una situazione che è in larga parte il risultato di un mercato finanziario sempre più globalizzato, che offre, sia alle famiglie che alle imprese, maggiori possibilità nella diversificazione degli investimenti. Lo squilibrio riflette anche il disavanzo ormai strutturale nella raccolta netta sull'estero delle banche. Un fenomeno che, come sottolineato dalla Banca d'Italia, è la conseguenza dello spostamento della raccolta dal mercato interbancario e da quello obbligazionario verso i finanziamenti dell'Eurosistema.

Il permanere del disavanzo dell'Italia sul TARGET2 su livelli elevati non è, dunque, il risultato di una costante sfiducia verso l'intero sistema Paese, come accadeva alla metà del 2012, quanto piuttosto è la rappresentazione di cambiamenti strutturali nella composizione e nel funzionamento dei mercati.

### Un solido avanzo nel conto corrente dell'Italia

L'analisi del saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, dato dalla differenza tra i crediti<sup>1</sup> e i debiti<sup>2</sup>, mostra con chiarezza il rafforzamento registrato nei conti con

---

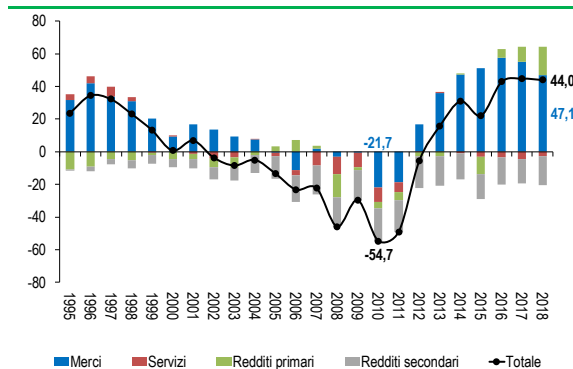
<sup>1</sup> I crediti comprendono gli importi incassati da soggetti residenti in Italia per l'esportazione di merci e servizi o per il pagamento di redditi relativi a prestazioni da lavoro effettuate in favore di soggetti residenti all'estero o provenienti da capitali investiti in attività finanziarie emesse in altri paesi.

l'estero dell'Italia a partire dal 2011, interrompendo il sensibile peggioramento che aveva, invece, caratterizzato il periodo precedente.

Tra il 1996 e il 2010, il saldo di parte corrente era, infatti, passato da un surplus di 34 miliardi di euro ad un deficit di 55. Un aumento medio annuo dei debiti prossimo al 6%, due punti percentuali più di quello dei crediti, aveva portato ad un peggioramento del saldo vicino al 7% del Pil. Dal 2011, il rallentamento nella dinamica dei debiti si è accompagnato ad una sostanziale stabilità in quella dei crediti. Il saldo è tornato positivo nel 2013, per poi superare i 40 miliardi. Negli ultimi tre anni, l'avanzo di parte corrente si è stabilizzato intorno al 2,5% del Pil. Nel confronto con il 2010, un miglioramento complessivo di circa 100 miliardi. I dati relativi ai primi cinque mesi del 2019 segnalano un ulteriore ampliamento del surplus.

### La bilancia dei pagamenti di parte corrente dell'Italia

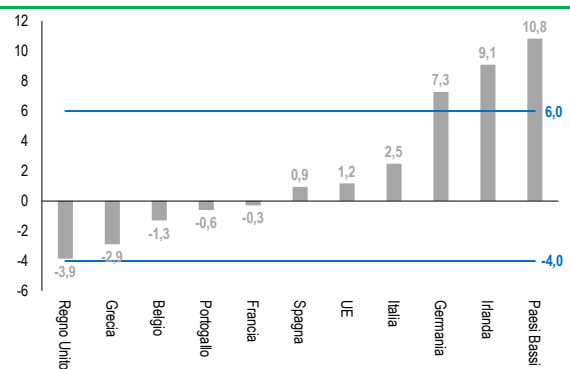
(saldo; miliardi di euro)



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

### Il saldo di parte corrente nelle principali economie europee

(anno: 2018; % del Pil)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Commissione europea

Nel confronto con le altre principali economie europee, l'avanzo italiano risulta più ampio di quello spagnolo (0,9%), ma lontano da quello tedesco (7,3%), mentre la Francia registra un leggero disavanzo (-0,3%). Per avere un parametro di riferimento che consenta di valutare correttamente il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti occorre avere in mente quanto previsto nell'Alert Mechanism Report della Commissione europea. È un rapporto pubblicato nell'ambito del Semestre europeo, finalizzato ad evidenziare per ciascun paese membro situazioni di squilibrio in campo economico, confrontando per una serie di indicatori i valori effettivi con quelli fissati come riferimento. Per il conto corrente, l'equilibrio viene rispettato con un saldo compreso tra un deficit del 4% e un surplus del 6%.

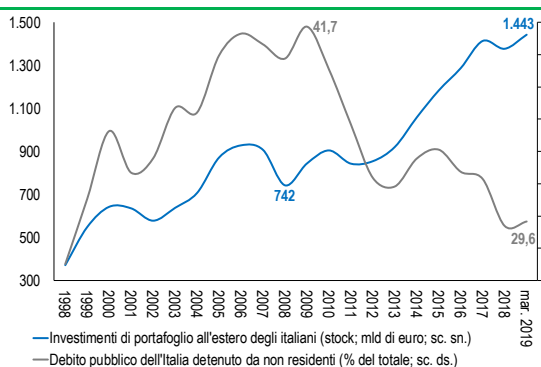
### Migliora il saldo delle merci, accelera quello dei redditi

In Italia, l'evoluzione del saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti riflette per grandi linee quanto accaduto alla componente delle merci. Da un avanzo superiore ai 40 miliardi di euro raggiunto nel 1996 si era, infatti, passati nel 2010 ad un deficit maggiore di 20, quasi l'1,5% del Pil. Negli otto anni successivi, la crescita cumulata delle esportazioni, contabilizzate all'interno dei crediti, è risultata complessivamente

<sup>2</sup> I debiti comprendono gli importi pagati da soggetti residenti per l'importazione di merci e servizi o per i redditi relativi a lavoro svolto da soggetti non residenti o riferiti a capitali stranieri investiti in Italia.

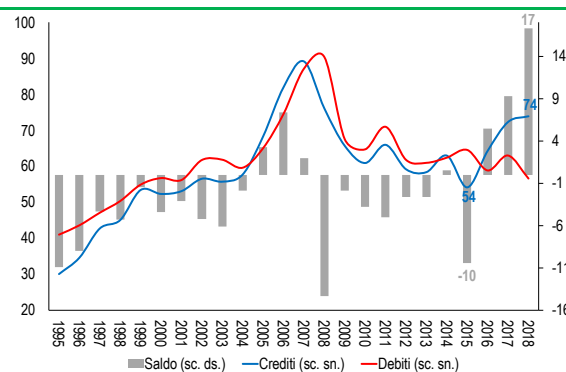
pari al doppio di quella delle importazioni (rispettivamente 38% e 16%). Sui debiti ha pesato sia la debolezza della domanda interna, risultato delle profonde recessioni, che il minor costo della bolletta energetica, con il prezzo del petrolio sceso da una media superiore ai 100 dollari al barile nel periodo 2012-14 a 56 nei quattro anni successivi. Il saldo delle merci è, quindi, divenuto positivo nel 2012, per poi avvicinarsi a 60 miliardi nel 2016, salvo poi ridursi leggermente e scendere a 47 nel 2018, il 2,7% del Pil.

### Investimenti di portafoglio all'estero degli italiani e debito pubblico dell'Italia detenuto da non residenti



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

### I redditi primari nella bilancia dei pagamenti dell'Italia (miliardi di euro)



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

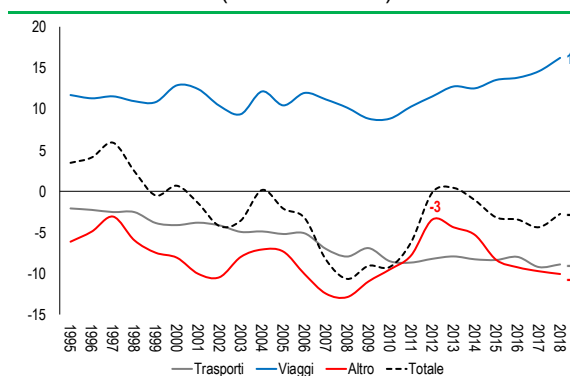
Il miglioramento del saldo di parte corrente riflette, però, anche quanto accaduto ai redditi primari, composti per la quasi totalità da redditi da lavoro per prestazioni svolte in un paese diverso da quello di residenza e da redditi di capitale derivanti da un investimento di natura finanziaria effettuato all'estero. Il saldo di questa componente è passato da un disavanzo di 10 miliardi di euro nel 2015 ad un surplus di 17 nel 2018, con un ulteriore aumento nei primi cinque mesi del 2019. Il miglioramento del saldo dei redditi primari è sia il risultato di un aumento dei crediti che il frutto della flessione dei debiti. I redditi trasferiti dall'estero in Italia, dopo aver sofferto durante la recessione, scendendo da 89 miliardi di euro nel 2007 a 54 nel 2015, sono aumentati negli ultimi tre anni di oltre un terzo, arrivando a 74 miliardi nel 2018. I redditi trasferiti dall'Italia all'estero sono, invece, scesi da 90 miliardi nel 2008 a 65 nel 2015, per poi arrivare a 57 nel 2018. Un'evoluzione che riflette quanto accaduto al processo generale di allocazione del risparmio. I redditi trasferiti dall'estero in Italia hanno beneficiato della quota crescente di risorse italiane investite in attività finanziarie estere. Il valore degli investimenti di portafoglio detenuti all'estero da soggetti residenti in Italia, sia famiglie che imprese, è, infatti, passato da meno di 850 miliardi nel 2011 a più di 1.440. I redditi trasferiti dall'Italia all'estero hanno, invece, risentito del calo che ha interessato gli investimenti di portafoglio esteri in Italia, risultato, tra le altre cose, della minore quota di debito pubblico detenuta da non residenti, scesa dal 42% del 2009 a meno del 30%.

### Crescono poco le esportazioni dei servizi

Il rafforzamento dei conti con l'estero dell'Italia riflette anche quanto accaduto alla componente dei servizi, caratterizzata da un saldo quasi sempre negativo. Nel periodo precedente la crisi, il disavanzo era cresciuto, superando i 10 miliardi di euro nel 2008. Negli anni successivi, un aumento delle esportazioni di servizi maggiore di quello delle

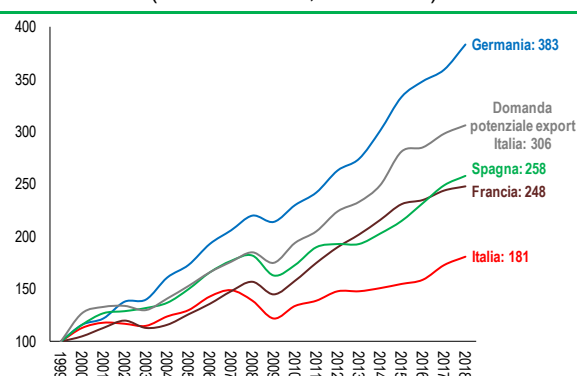
importazioni ha favorito una riduzione del deficit, risultato pari a poco meno di 3 miliardi nel 2018. Una dinamica che è il risultato di un peggioramento nel comparto dei trasporti a fronte di un miglioramento in quello dei viaggi. Il saldo dei trasporti, strutturalmente negativo per la profonda dipendenza dall'estero che caratterizza l'Italia in questo settore, ha sofferto negli ultimi anni una crescita delle importazioni a fronte di una sostanziale stabilità delle esportazioni. Il disavanzo è, quindi, passato da valori intorno ai 5 miliardi nella metà degli anni Duemila a 9 nel 2018, con un ulteriore peggioramento nei primi cinque mesi del 2019. Nel comparto dei viaggi, il saldo risulta, invece, da sempre positivo, con un avanzo che si è ampliato negli ultimi anni, superando i 16 miliardi nel 2018. Nel confronto con il periodo precedente la crisi, le esportazioni di viaggi sono aumentate del 40%, oltre 10 punti percentuali più delle importazioni. Il saldo degli altri servizi, diversi da viaggi e trasporti, che comprendono i servizi informatici e di telecomunicazione, finanziari, professionali e di ricerca e sviluppo, ha, invece, registrato un nuovo ampliamento del disavanzo. Durante le recessioni, il deficit si era, infatti, ridotto, scendendo da 13 a 3 miliardi. Nel 2018, sono stati nuovamente raggiunti i 10 miliardi.

**Il saldo dei servizi nella bilancia dei pagamenti dell'Italia**  
(miliardi di euro)



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

**Esportazioni di servizi nelle principali economie europee**  
(numero indice; 1999=100)



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

Nonostante il miglioramento degli ultimi anni, la dinamica delle esportazioni di servizi dell'Italia risulta modesta, sia nel confronto con le altre principali economie europee sia considerando la crescita della domanda potenziale, come spiegato in un recente approfondimento della Banca d'Italia. Tra il 1999 e il 2018, le esportazioni italiane di servizi a prezzi correnti sono cresciute complessivamente dell'81%, 202 punti percentuali in meno della Germania, 77 meno della Spagna, 67 meno della Francia. Nel confronto con la domanda potenziale di servizi italiani, calcolata come media ponderata delle importazioni dei partner commerciali, l'Italia ha accumulato in venti anni una perdita in termini di mancato aumento delle vendite all'estero superiore ai 120 punti percentuali. Un ritardo riconducibile in larga parte alla componente degli altri servizi, diversi da viaggi e trasporti. Una dinamica deludente, che, come evidenziato dalla Banca d'Italia, è in parte riconducibile alla scarsa presenza di imprese medio-grandi, alla bassa produttività e alla limitata internazionalizzazione che caratterizzano il settore. Come conseguenza di questi deludenti andamenti, le esportazioni di servizi rappresentano quasi il 6% del Pil in Italia, a fronte di valori compresi tra l'8% e l'11% nelle altre principali economie europee.

## Rimane limitata la capacità dell'Italia di attrarre capitali dall'estero

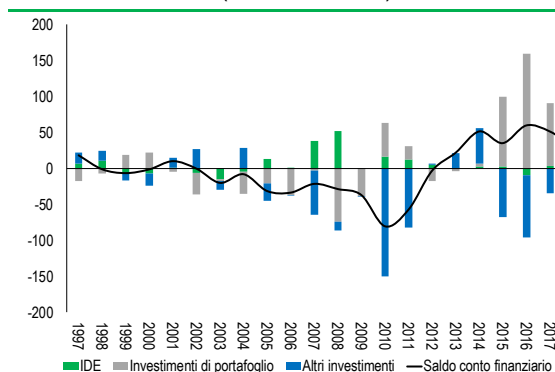
Oltre al conto corrente, la bilancia dei pagamenti si compone, però, anche del conto finanziario, del conto capitale e di alcune voci residuali. Nel conto finanziario vengono contabilizzate le movimentazioni di natura finanziaria tra un paese e il resto del mondo, finalizzate sia alla realizzazione di 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.

Come contropartita del deficit corrente, a partire dalla fine degli anni Novanta, il conto finanziario aveva quasi sempre registrato un disavanzo. Nel 2010, il deficit aveva superato gli 80 miliardi di euro, oltre il 5% del Pil, per poi ridursi negli anni successivi. Dal 2013, è stato registrato un avanzo, che nel 2018 è risultato pari a 30 miliardi, sebbene in calo dai 60 raggiunti nel 2016. Guardando le singole componenti del conto finanziario emerge uno scenario articolato.

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

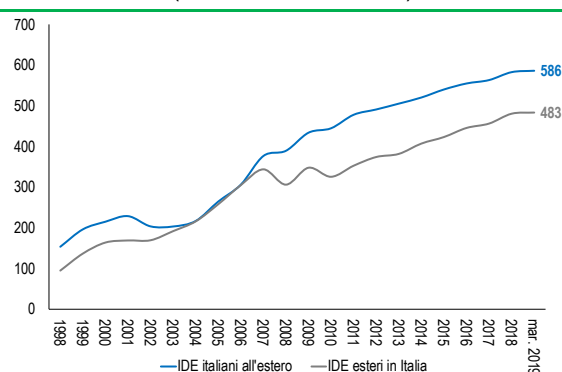
(miliardi di euro)



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

### Gli investimenti diretti esteri dell'Italia e quelli esteri in Italia

(stock; miliardi di euro)



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

L'evoluzione degli 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, mostra con chiarezza la strutturale difficoltà dell'Italia nell'attrarre capitali dall'estero.

Nel periodo precedente la crisi, tra il 2000 e il 2007, gli italiani avevano effettuato in media ogni anno 28 miliardi di euro di investimenti diretti all'estero, un importo leggermente superiore a quanto gli stranieri realizzavano in Italia. Durante le recessioni, la situazione cambiò radicalmente. Tra il 2008 e il 2012, gli investimenti



degli italiani all'estero sono risultati pari a circa tre volte quelli degli stranieri in Italia, rispettivamente 25 e 8 miliardi. Negli ultimi sei anni, la distanza si è sostanzialmente annullata, con un saldo che ha oscillato intorno alla parità, alternando deficit a surplus.

Nonostante il miglioramento degli ultimi anni, la distanza tra lo stock degli investimenti italiani all'estero e quello degli investimenti stranieri in Italia rimane ampio. Fino al 2007, queste due grandezze avevano seguito un andamento simile, superando nel 2006 i 300 miliardi di euro. La successiva accelerazione degli investimenti italiani all'estero a fronte del rallentamento di quelli esteri in Italia ha portato ad un ritardo in termini di stock superiore ai 100 miliardi, rimasto invariato negli ultimi anni.

Le difficoltà italiane nell'attrarre capitali dall'estero appaiono evidenti nel confronto con le altre economie avanzate. L'Italia attrae in media circa l'1% degli investimenti esteri effettuati ogni anno nel mondo, la metà di Francia, Germania e Spagna, circa un quarto del Regno Unito. Lo stock di investimenti esteri in Italia è pari al 21% del Pil, 4 punti percentuali meno della Germania, 12 meno della Francia, 28 meno della Spagna.

### **Investimenti di portafoglio degli italiani sempre più internazionalizzati**

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, famiglie e imprese, investono all'estero, per operazioni di gestione della propria liquidità non finalizzate alla realizzazione di investimenti diretti, e quanto gli stranieri investono in Italia. Negli ultimi anni, la situazione è cambiata radicalmente, portando ad un nuovo equilibrio che ha modificato profondamente i conti con l'estero dell'Italia.

Tra il 2000 e il 2009, gli italiani investivano all'estero poco più di 40 miliardi in media ogni anno, destinandone circa la metà alle obbligazioni societarie ed una parte significativa ai fondi comuni, con un valore complessivo pari rispettivamente a 207 e 190 miliardi. Gli investimenti degli stranieri in Italia risultavano molto più ampi, superando i 65 miliardi annui. L'attenzione si concentrava sui titoli pubblici, con 340 miliardi complessivamente investiti. La restante parte veniva distribuita tra le obbligazioni bancarie e quelle societarie, con afflussi totali pari a 144 e 127 miliardi. Il saldo degli investimenti di portafoglio risultava, quindi, quasi sempre negativo.

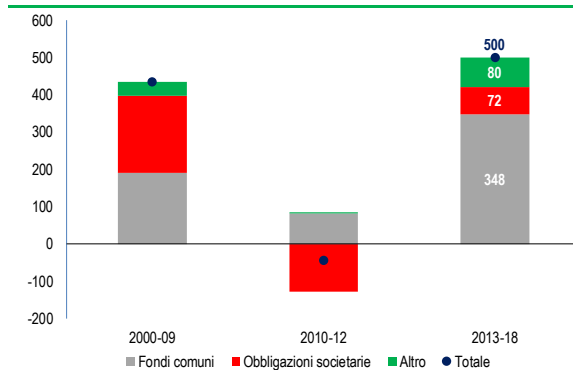
Nel 2010, con l'emergere delle tensioni sui mercati finanziari, la situazione cambiò. Gli investitori esteri iniziarono ad uscire dal mercato italiano, disinvestendo in soli tre anni quasi 120 miliardi di euro di titoli pubblici. Le vendite interessarono anche i titoli bancari. Le obbligazioni societarie, come anche il comparto azionario, beneficiarono, invece, dell'afflusso di nuovi capitali. Nello stesso periodo, i disinvestimenti di titoli esteri da parte degli italiani furono pari a quasi 15 miliardi medi annui. Le vendite furono concentrate nel comparto delle obbligazioni societarie, con quasi 130 miliardi nell'insieme del periodo 2010-2012, e in quello azionario, mentre flussi consistenti di nuove risorse furono indirizzati verso i fondi comuni. Come conseguenza di queste dinamiche, il saldo degli investimenti di portafoglio iniziò a migliorare.

Durante gli ultimi sei anni, gli investitori esteri hanno frequentemente, e in maniera significativa, modificato le scelte di investimento. In un primo momento, superate le tensioni del 2011-12, era emerso un ritrovato interesse per le attività finanziarie italiane, con maggiori investimenti sia nei titoli pubblici che nel comparto azionario. Tra il 2016 e il 2018, i titoli pubblici hanno, però, sofferto pesanti disinvestimenti, che hanno quasi totalmente compensato gli acquisti precedenti. Una situazione che si è stabilizzata solo all'inizio di quest'anno, con un ritorno degli acquisti. Al contrario, il comparto azionario ha continuato a beneficiare di un afflusso costante di nuove risorse,

per quasi 50 miliardi nell'insieme del periodo 2013-18, mentre i disinvestimenti hanno ulteriormente interessato le obbligazioni bancarie.

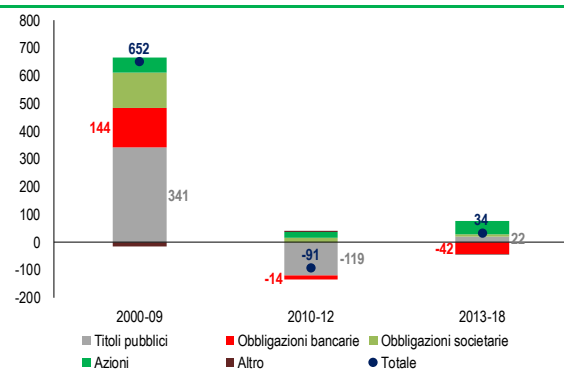
### Gli investimenti di portafoglio all'estero degli italiani per tipologia di attività finanziarie

(valori cumulati; miliardi di euro)



### Gli investimenti di portafoglio in Italia degli stranieri per tipologia di attività finanziarie

(valori cumulati; miliardi di euro)



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

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

Guardando le scelte degli investitori italiani negli ultimi sei anni, appare, invece, evidente una crescente e costante attenzione per le attività finanziarie estere, risultato della ricerca di una maggiore diversificazione tra i diversi strumenti a disposizione. Tra il 2013 e il 2018, gli italiani, famiglie e imprese, hanno investito all'estero in media ogni anno più di 80 miliardi di euro. Nel complesso degli ultimi sei anni, oltre 500 miliardi sono stati trasferiti all'estero, destinandone 350 ai fondi comuni.

Il saldo degli investimenti di portafoglio del conto finanziario è, quindi, divenuto positivo. Il valore complessivo degli investimenti in attività estere degli italiani, sia famiglie che imprese, ha superato quello delle attività italiane possedute dagli stranieri. A marzo 2019, gli oltre 1.400 miliardi di euro di ricchezza italiana investita all'estero si confrontavano con i meno di 1.200 di ricchezza straniera investita in Italia. La posizione patrimoniale netta sull'estero è, quindi, migliorata: il disavanzo si è ridotto dai quasi 400 miliardi raggiunti all'inizio del 2014 a soli 45 a marzo 2019. In termini di Pil, il passivo netto sull'estero è passato dal 25% al 2,5%.

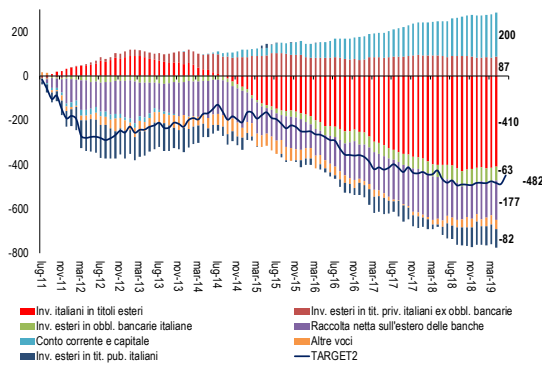
### TARGET2: un ampio squilibrio, meno grave di quello che sembra

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

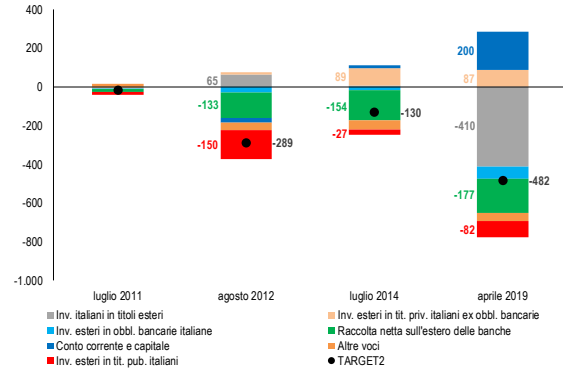
(miliardi di euro; valori cumulati)



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

### 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 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 gli investimenti degli stranieri in Italia e quelli degli italiani, sia famiglie che imprese, all'estero.

Con lo scoppio della crisi dei debiti sovrani la situazione cambiò radicalmente ed emerse nei mercati una crescente sfiducia nei confronti dell'intero sistema Paese Italia. Divenne difficile sia per lo Stato sia per i soggetti privati finanziarsi direttamente. Tra il 2010 e il 2012, gli investitori esteri disinvestirono prevalentemente titoli pubblici, ma anche obbligazioni bancarie, portando ad accumulare un disavanzo sul TARGET2 pari rispettivamente a 150 e a 30 miliardi di euro. Anche il sistema bancario iniziò ad incontrare difficoltà nel finanziarsi sull'interbancario, con uno squilibrio che superò i 130 miliardi. A tutto questo si aggiungeva il crescente deficit di parte corrente, determinando un ampio fabbisogno che veniva solo in piccolissima parte compensato dal disinvestimento di attività finanziarie detenute all'estero dagli italiani, con un ampliamento del deficit sul TARGET2 intorno ai 290 miliardi alla metà del 2012.

Nei due anni successivi, la situazione sui mercati sembrava essersi stabilizzata, con la posizione debitoria scesa a 130 miliardi. Gli investitori esteri erano tornati a guardare con interesse sia i titoli di stato che le obbligazioni bancarie, contribuendo a ridurre il deficit complessivo per circa 130 miliardi. Il saldo sul TARGET2 beneficiava anche del miglioramento della bilancia dei pagamenti di parte corrente, passata da un disavanzo ad un surplus, mentre lo squilibrio sul mercato interbancario europeo si era leggermente ampliato, superando i 150 miliardi.

A partire dalla seconda metà del 2014, la posizione dell'Italia sul TARGET2 ha sperimentato, però, un sensibile deterioramento. Il disavanzo si è ampliato, superando i 400 miliardi di euro all'inizio del 2017, per poi rimanere sostanzialmente stabile intorno ai 450. Un deterioramento sul quale ha giocato un ruolo determinante il cambiamento nelle abitudini di investimento degli italiani, sia famiglie che imprese. I

crescenti investimenti di portafoglio all'estero hanno portato questa componente ad accumulare un deficit sul TARGET2 superiore ai 400 miliardi. Il disavanzo complessivo risente anche dello squilibrio ormai strutturale registrato sull'interbancario, superiore ai 150 miliardi. Nell'ultimo periodo, un contributo all'ampliamento del deficit è venuto anche dal disinvestimento di titoli pubblici da parte degli investitori esteri, un fenomeno che solo all'inizio di quest'anno sembra essersi interrotto. Sul fronte dei titoli obbligazionari italiani, è rimasta stabile l'attenzione da parte degli investitori esteri per quelli societari, mentre è ripresa l'uscita dalla componente bancaria. Un contributo al contenimento del disavanzo è, invece, giunto dall'ormai strutturale surplus di parte corrente, arrivato ad accumulare un saldo positivo sul TARGET2 intorno ai 200 miliardi. Guardando le determinanti, l'attuale squilibrio, sebbene più ampio, risulta estremamente differente da quello che caratterizzava la crisi dei debiti sovrani del 2011-12. In quel periodo, i quasi 290 miliardi di deficit erano il risultato sia del disinvestimento di titoli pubblici italiani da parte degli investitori esteri che delle iniziali difficoltà incontrate dal sistema bancario nel raccogliere risorse sull'interbancario. Si trattava, dunque, di uno squilibrio che rappresentava effettivamente una mancanza di fiducia nel Paese. Oggi, la principale determinante del disavanzo è, invece, rappresentata dagli investimenti di portafoglio realizzati all'estero dagli italiani. Una situazione che non è la conseguenza della ricerca di una maggiore sicurezza, quanto, piuttosto, il risultato di un mercato finanziario sempre più globalizzato, che offre maggiori possibilità nella diversificazione degli investimenti. Per quanto riguarda l'altra principale determinante dello squilibrio sul TARGET2, come sottolineato dalla Banca d'Italia, sulla diminuzione della raccolta sull'estero delle banche italiane, ha influito lo spostamento verso i finanziamenti dell'Eurosistema, soprattutto grazie al ricorso alle operazioni mirate a più lungo termine. Oltre questo, nel 2012, il disavanzo sul TARGET2 rifletteva anche il persistente deficit di parte corrente, mentre negli ultimi anni il saldo è divenuto positivo, con un avanzo ormai stabile intorno al 2,5% del Pil.

Il permanere del disavanzo dell'Italia sul TARGET2 su livelli elevati non è, dunque, il risultato della sfiducia verso il sistema Paese, con una conseguente fuga di capitali alla ricerca di situazioni di maggiore tranquillità, quanto piuttosto è la rappresentazione di cambiamenti strutturali nella composizione e nel funzionamento dei mercati finanziari, che si combinano con una ritrovata solidità dei conti con l'estero italiani.

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