

13 giugno 2022

Il Sole **24 ORE**

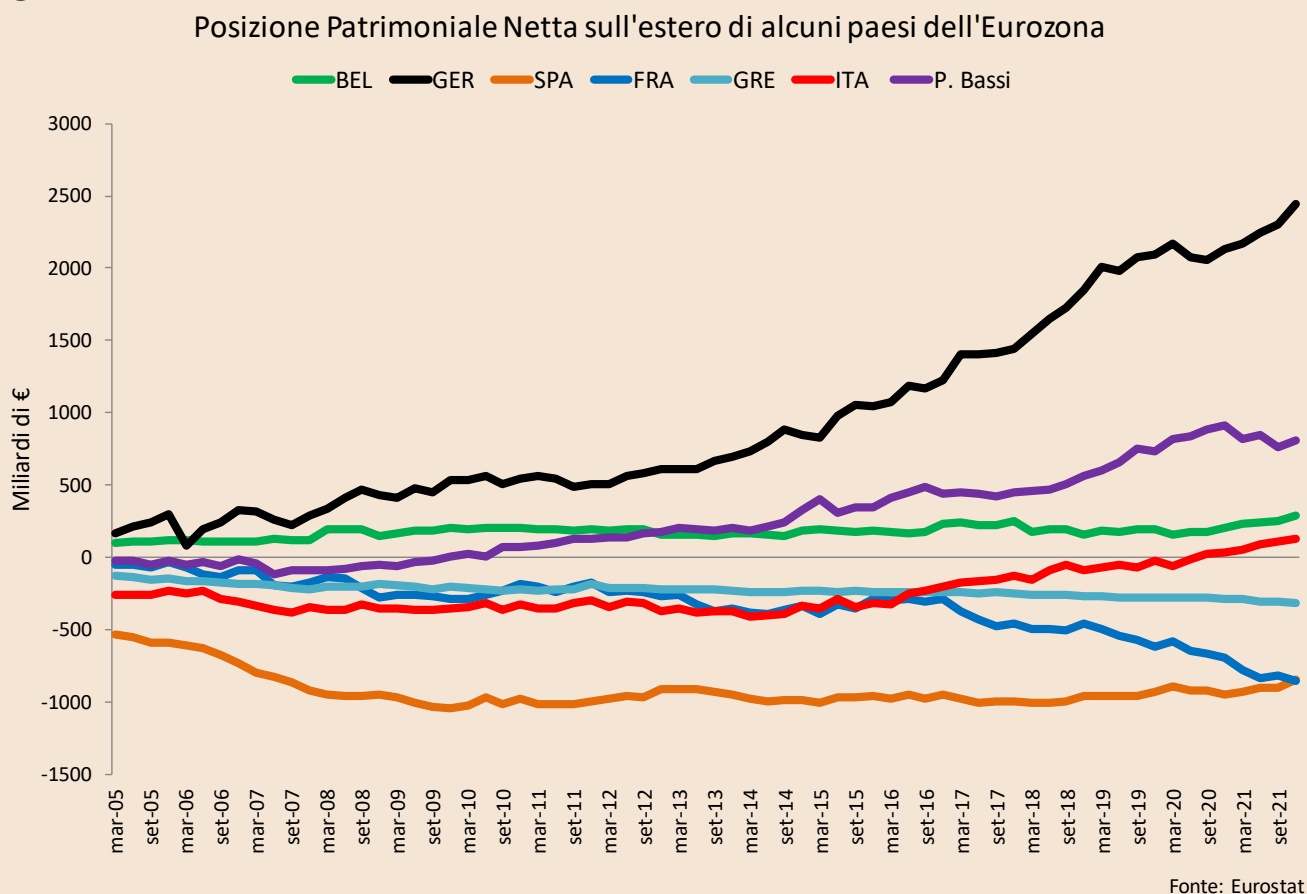
CREDITI NETTI VERSO L'ESTERO: PER L'ITALIA MAI COSÌ ALTI

di Marcello Minenna

L'ultimo aggiornamento delle statistiche della Banca d'Italia sui conti con l'estero contiene una novità interessante: la posizione patrimoniale netta (PNE) internazionale dell'Italia ha raggiunto il record assoluto di 132 miliardi di euro. Il dato, pubblicato lo scorso 19 maggio, si riferisce al valore della PNE a fine 2021 e conferma il posizionamento al 4° posto del nostro paese nell'area euro per crediti netti (attività meno passività finanziarie) verso il resto del mondo.

I primi tre posti della classifica sono occupati da Germania, Paesi Bassi e Belgio, tutti paesi *core* che sono sul podio da almeno dieci anni (cfr. Figura 1). L'Italia, invece, è entrata solo di recente (settembre 2020) nel gruppo dei paesi che sono a credito con l'estero grazie a un continuo miglioramento che le ha permesso di ridurre progressivamente il suo debito netto col resto del mondo (arrivato a -409 miliardi di euro nel primo trimestre 2014) e, quindi, di passare in attivo. Altri paesi periferici come Spagna e Grecia sono ancora in rosso e intanto l'Italia ha sorpassato non solo la Francia ma anche altri nomi di rilievo come Austria e Lussemburgo.

Figura 1



In poco più di sette anni (da aprile 2014 a dicembre 2021), la nostra PNE è cresciuta di 541 miliardi di euro, portandosi a un valore pari al 7,4% del PIL. Un traguardo notevole, anche se ancora lontano dalle percentuali molto elevate che si registrano nei Paesi Bassi, dove i crediti netti sull'estero valgono più del 90% del PIL, e in Germania, dove la PNE è pari al 68,4% del PIL. Ma del resto in questi due paesi le dimensioni della PNE rispetto a quelle delle rispettive economie sono abnormi e riflettono un evidente squilibrio macroeconomico (anche se paradossalmente così non è rispetto ai criteri della procedura per squilibri macroeconomici eccessivi della Commissione Europea).

Cosa c'è dietro il boom dell'Italia?

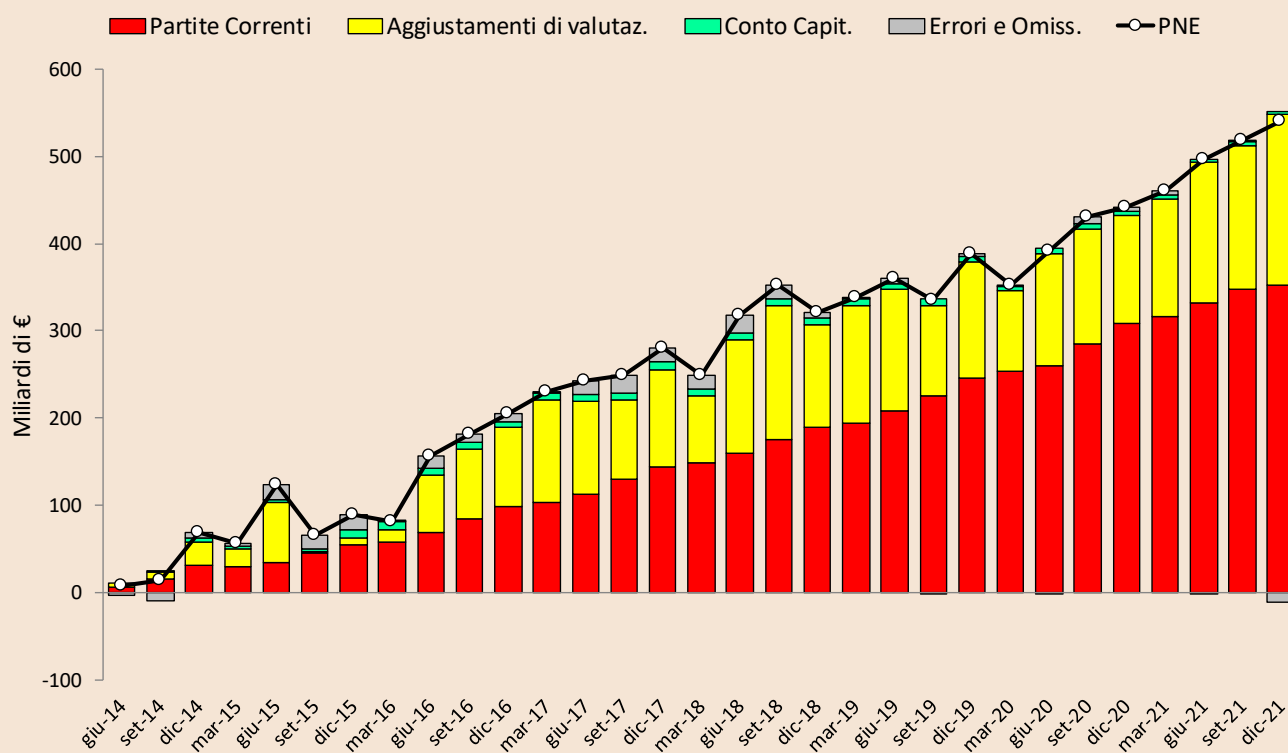
Un po' di algebra della Bilancia dei Pagamenti (BoP) permette di capire quali sono state le variabili che hanno guidato la ragguardevole performance della PNE italiana negli ultimi anni. Come noto, la variazione della posizione netta

sull'estero di un paese in un dato periodo è pari alla somma della variazione registrata in quello stesso periodo dalle Partite Correnti, dal Conto Capitale e dalla voce “*Errori e Omissioni*” della BoP, più un’ulteriore componente di aggiustamento che riflette le variazioni nei prezzi e nei tassi di cambio intervenute nel periodo considerato.

Analizzando la dinamica di queste voci per l’Italia (cfr. Figura 2), scopriamo che i *drivers* del recupero della PNE sono stati essenzialmente due: gli aggiustamenti di valutazione e l’aumento del surplus delle Partite Correnti. Tra aprile 2014 e dicembre 2021 gli aggiustamenti (barre gialle) hanno dato un contributo positivo di 196 miliardi di euro, mentre l’avanzo delle Partite Correnti è cresciuto di 352 miliardi di euro (barre rosse). Un apporto trascurabile è arrivato dal Conto Capitale e, infine, gli *Errori e Omissioni* hanno avuto un modesto impatto negativo.

Figura 2

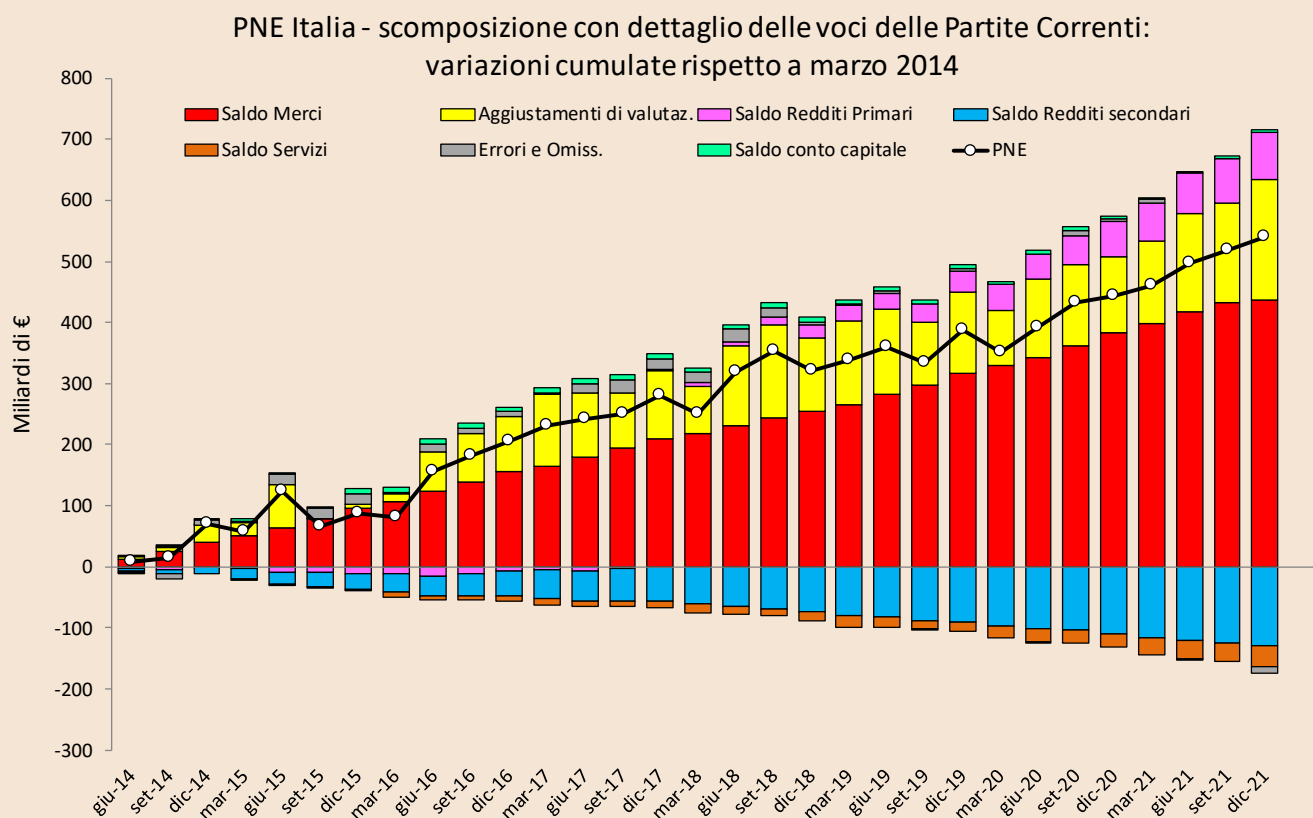
Posizione Netta sull'Estero dell'Italia e sua scomposizione:
variazioni cumulate rispetto a marzo 2014



Elaborazioni su dati Banca d'Italia

A sua volta la crescita sostenuta del surplus delle Partite Correnti è stata trainata principalmente dal progressivo allargamento dell'avanzo nel commercio di beni col resto del mondo e, in seconda battuta, dall'aumento dei redditi primari. In dettaglio (cfr. Figura 3), durante il periodo esaminato il surplus nello scambio di merci con l'estero si è ampliato di 437 miliardi di euro (barre rosse). Questo *exploit* si deve in larga misura al recupero di competitività sperimentato dall'Italia nell'ultimo decennio (certificato dalla svalutazione del tasso di cambio reale) unitamente al ridimensionamento delle importazioni legato alle politiche di *austerità* introdotte in risposta alla crisi del biennio 2011-2012. Cionondimeno, va notato che verso fine 2016 le importazioni di beni hanno ripreso a salire ed è stata la simultanea crescita dell'export, favorita dall'indebolimento dell'euro nel periodo 2017-2018, a consentirci di continuare ad alimentare il nostro surplus commerciale che, non a caso, è essenzialmente in contropartita di paesi esterni all'area euro.

Figura 3



I redditi primari (barre fucsia) sono saliti di € 78 miliardi soprattutto per via del calo della spesa per interessi verso controparti estere resa possibile dalla politica di tassi d'interesse negativi della BCE. Le altre due voci delle Partite Correnti – ossia il commercio di servizi con l'estero e i trasferimenti in conto corrente da e verso soggetti non residenti (c.d. redditi secondari) – hanno invece sperimentato una variazione negativa, ancorché di dimensioni relativamente contenute: -34 miliardi di € i primi (barre arancioni) e -129 i secondi (barre azzurre).

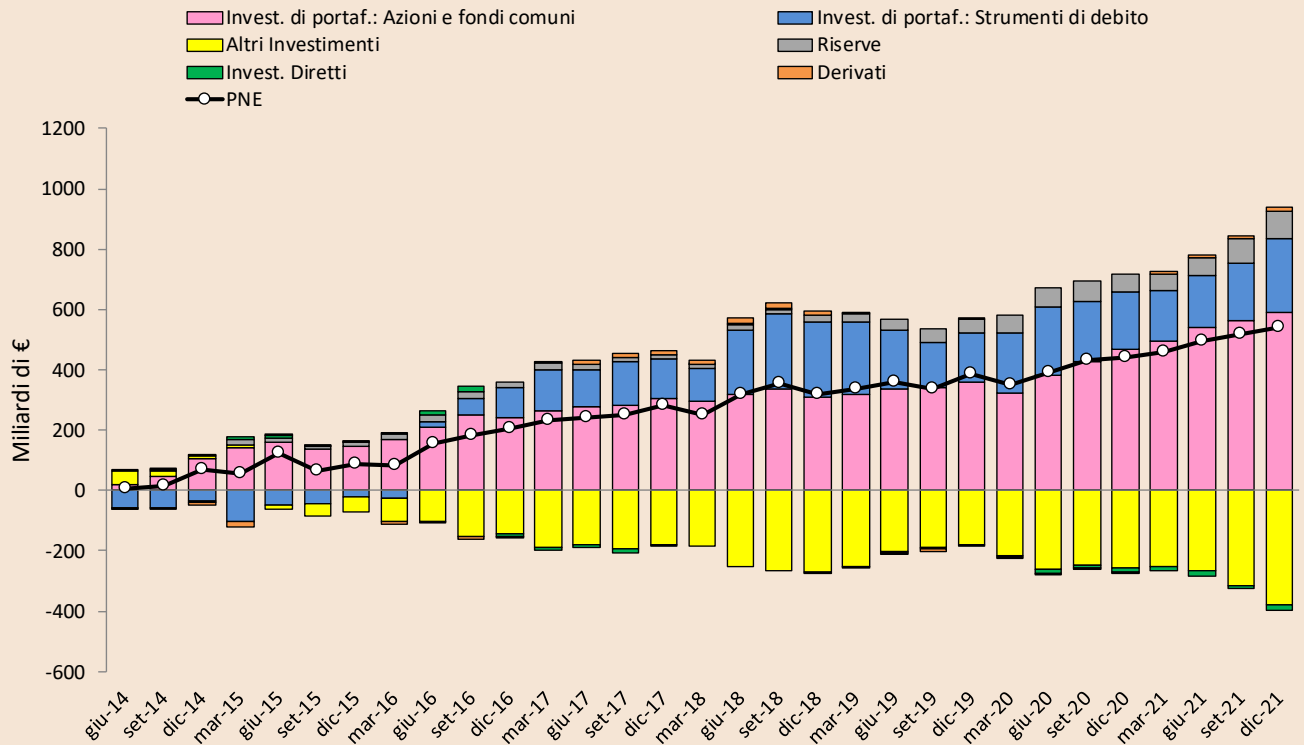
La prospettiva del Conto Finanziario

Analizzando la dinamica recente della PNE in base alle voci del Conto Finanziario (cfr. Figura 4) è possibile capire come i diversi tipi di strumenti finanziari sono stati interessati dall'evoluzione degli ultimi anni. Infatti, per le relazioni algebriche sottese alla BoP, la variazione della posizione patrimoniale sull'estero in un dato intervallo temporale può essere ottenuta anche come somma algebrica delle variazioni intervenute in quell'intervallo nelle diverse componenti del Conto Finanziario.

Il miglioramento più importante ha riguardato gli investimenti di portafoglio, il cui saldo netto è salito di ben 835 miliardi di euro. Il contributo maggiore a questo incremento è venuto dal forte aumento degli investimenti in azioni e fondi comuni esteri (+591 miliardi di euro, barre rosa) e va messo in relazione ad una crescita sostenuta degli investimenti in questa tipologia di *assets* da parte di soggetti residenti che è stata particolarmente vivace nel biennio 2020-2021 grazie al supporto fornito dagli stimoli fiscali e monetari varati in risposta alla crisi pandemica.

Figura 4

Posizione Netta sull'Estero dell'Italia:
variazioni cumulate per tipo di strumento finanziario rispetto a marzo 2014



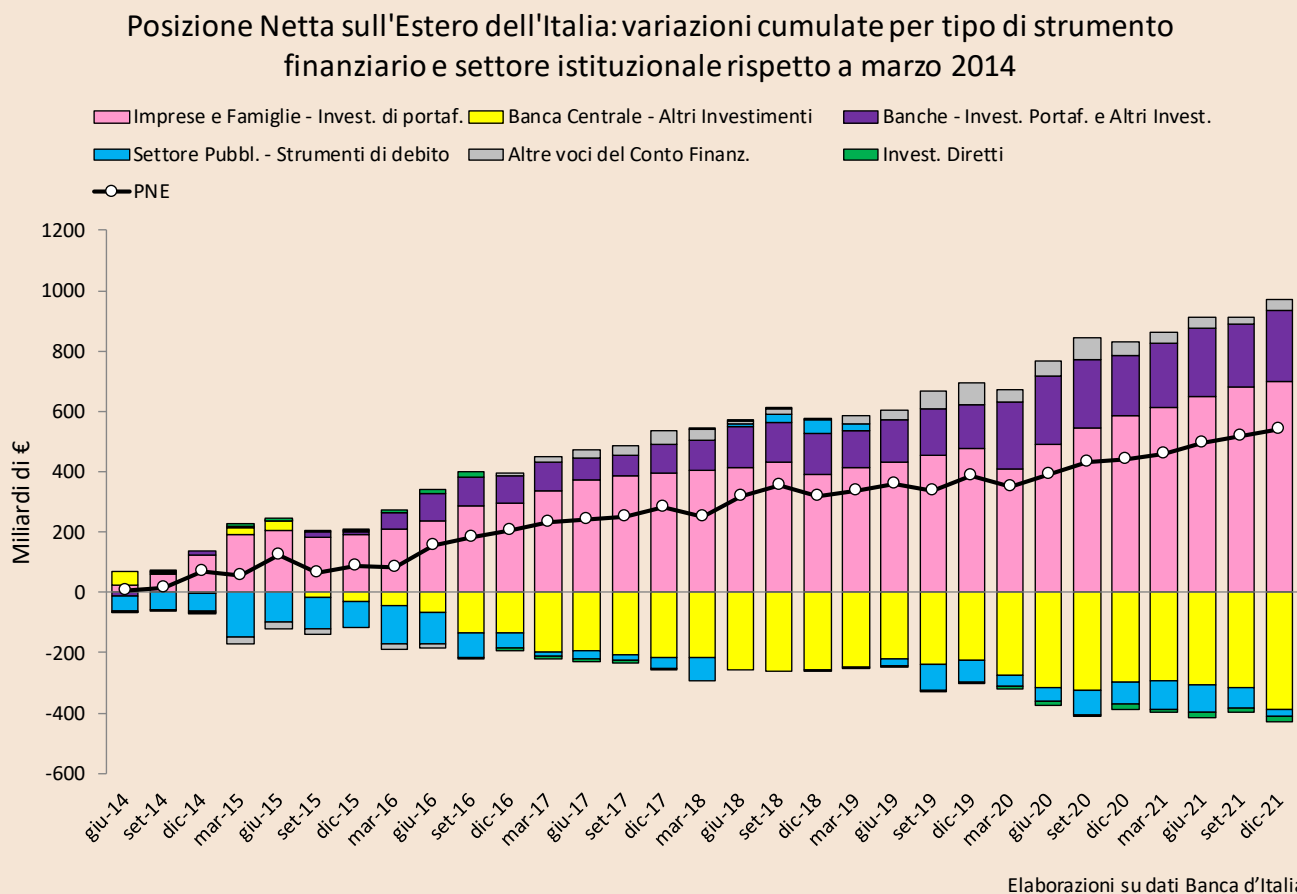
Elaborazioni su dati Banca d'Italia

La variazione complessiva degli investimenti di portafoglio in strumenti di debito (barre blu) è stata invece pari a 244 miliardi di euro, frutto di un aumento più moderato degli investimenti di soggetti residenti a fronte di una sostanziale invarianza nello stock di obbligazioni pubbliche e private italiane detenute dagli investitori esteri. Sempre nel periodo compreso tra il secondo trimestre 2014 e dicembre 2021 anche le riserve della Banca d'Italia (barre grigie) e i derivati (barre arancioni) hanno dato un contributo positivo (seppur più lieve) alla PNE, mentre ad incidere negativamente è stata decisamente la voce “*Altri Investimenti*” del Conto Finanziario con una variazione negativa di 379 miliardi di euro (barre gialle).

Incrociando i dati sui diversi tipi di strumento finanziario con quelli relativi ai vari settori istituzionali (cfr. Figura 5) è possibile estrapolare ulteriori dettagli importanti. In primo luogo emerge che il boom degli investimenti di portafoglio

fa capo prevalentemente a imprese e famiglie italiane che nei sette anni considerati hanno accresciuto i loro crediti netti verso l'estero per quasi 700 miliardi di euro (barre rosa). Anche il settore bancario ha sperimentato un discreto miglioramento della posizione patrimoniale col resto del mondo che è scaturito essenzialmente da un ridimensionamento di circa 235 miliardi di euro della raccolta netta sull'estero tramite gli investimenti di portafoglio e gli “*Altri Investimenti*” (barre viola).

Figura 5



Spicca inoltre l'aumento dei debiti netti della Banca d'Italia per la componente rappresentata dagli “*Altri Investimenti*”, con una variazione cumulata di 387 miliardi di euro (barre gialle). La dinamica del saldo netto di questa voce limitatamente alla sola banca centrale è sostanzialmente la stessa di quella dell'intero aggregato “*Altri Investimenti*” per tutti i settori istituzionali dell'economia italiana e ha pesato per oltre il 57% sulla variazione complessiva

delle passività finanziarie lorde del nostro paese verso l'estero durante il periodo di osservazione.

Il ruolo di *Target2*

Come mai? La risposta a questa domanda è che per la banca centrale la voce “*Altri Investimenti*” accoglie gli attivi e i passivi contabilizzati in *Target2*, l'ormai famoso sistema europeo per il regolamento in tempo reale delle transazioni transfrontaliere. Da più di dieci anni il saldo netto *Target2* della Banca d'Italia è negativo in quanto la nostra banca centrale ha dovuto “farsi carico” del progressivo raffreddamento dell'accesso al canale del *funding* interbancario per i nostri istituti di credito, dovuto al massiccio *deleveraging* innescato dalla crisi finanziaria internazionale. Come conseguenza, fino a quando il decollo del surplus commerciale non si è consolidato, l'aumento dei crediti netti (soprattutto investimenti di portafoglio) del settore privato verso controparti estere è stato *de facto* accomodato in termini di liquidità fornita agli istituti di credito tramite una crescita del deficit *Target 2* della Banca d'Italia e la PNE è rimasta sostanzialmente stabile per diversi anni. Successivamente, l'aumento sostenuto e continuativo dell'avanzo commerciale ha invece permesso di finanziare una fetta sempre più consistente dell'accumulazione di crediti netti da parte del settore privato senza bisogno di ricorrere a *Target2*, rendendo così possibile il costante miglioramento della PNE italiana.

Cosa ci attende

Purtroppo, il trend positivo del periodo 2014-2021 rischia di interrompersi quest'anno per via del caro-energia scatenato dalla guerra in Ucraina e della fine dell'accomodamento monetario della BCE. I dati della posizione patrimoniale sull'estero nel primo trimestre 2022 saranno diffusi solo tra qualche mese ma, guardando alla dinamica del commercio internazionale di beni tra gennaio e marzo 2022, è ragionevole attendersi una flessione dei crediti netti con l'estero. Nei primi tre mesi di quest'anno il saldo del commercio internazionale di beni con l'estero è stato, infatti, negativo per -3,7 miliardi di euro, cosa che non accadeva da tanto tempo. La causa principale è evidentemente l'aumento dei

prezzi delle *commodities* energetiche, cui peraltro si sono aggiunti anche i rincari di altre materie prime i cui prezzi sono sensibili agli sviluppi del conflitto in Ucraina e delle quali siamo importatori netti. Sino a qualche settimana fa la relativa debolezza dell'euro sul dollaro ci assicurava ancora un certo vantaggio competitivo, ma proprio giovedì scorso la BCE ha annunciato l'avvio di una stretta monetaria. Gli acquisti di titoli del QE termineranno questo mese e dal prossimo partirà il ciclo di rialzo dei tassi. Lo spread ha reagito decisamente male, ma è probabile che presto ci saranno ripercussioni negative anche sui nostri conti con l'estero.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli
@MarcelloMinenna
Le opinioni espresse sono strettamente personali