



## Il recente miglioramento della posizione netta sull'estero dell'Italia

di Valerio Della Corte, Stefano Federico ed Enrico Tosti\*

### Introduzione<sup>1</sup>

Negli ultimi quattro anni la posizione patrimoniale netta sull'estero (PNE) dell'Italia ha registrato un forte miglioramento, pur rimanendo debitoria; tra l'inizio del 2014 e la fine del 2017 è passata da quasi il 25 per cento del PIL a meno del 7 per cento. Sebbene significativamente inferiore ai valori eccezionalmente elevati raggiunti in Grecia, Portogallo e Spagna (compresi tra l'80 e il 95 per cento del PIL nazionale alla vigilia della crisi finanziaria globale a fine 2007), la posizione debitoria netta dell'Italia è stata motivo di attenzione a livello internazionale. Come osservato dalla Commissione Europea (2014), *"gli sviluppi verificatisi in Italia nel 2011-2012 dimostrano che anche una posizione patrimoniale netta sull'estero lievemente negativa può rendere un paese vulnerabile a un'inversione dell'afflusso di capitali esteri, con ricadute negative per l'economia"*.

Il lavoro esamina pertanto l'andamento della PNE nell'ultimo ventennio, dedicando una particolare attenzione al contributo degli aggiustamenti di valutazione e ai fattori sottostanti il recente riequilibrio verso l'estero dell'Italia. Inoltre, presenta un'analisi prospettica dell'evoluzione della PNE nel medio periodo, sulla base dell'andamento previsto del saldo di conto corrente e del PIL e di scenari alternativi per valutare gli effetti di aggiustamenti di valutazione a eventuali shock inattesi ai cambi, ai corsi azionari e ai tassi di interesse, potenzialmente sfavorevoli alla PNE stessa.

### Principali sviluppi della PNE dell'Italia dal 1999

Il raccordo tra la bilancia dei pagamenti (flussi) e la posizione patrimoniale sull'estero (stock) è dato dalla seguente identità (1):

$$PNE_t = PNE_{t-1} + CA_t + EO_t + VAL_t + OTH_t \quad (1)$$

dove  $PNE_t$  denota la posizione patrimoniale sull'estero,  $CA_t$  il saldo di conto corrente e conto capitale,  $EO_t$  gli errori e omissioni (la relazione sarebbe con il saldo di conto finanziario (FA), ma  $FA = CA + EO$ ),  $VAL_t$  gli aggiustamenti di valutazione (variazioni nei prezzi e nei tassi di cambio) intercorsi tra  $t-1$  and  $t$ , e  $OTH_t$  gli altri aggiustamenti in volume (per esempio, riclassificazioni statistiche). Sostituendo ricorsivamente la definizione della PNE a  $t-1$  nell'espressione, si ottiene l'equazione:

$$PNE_t = PNE_{t_0} + \sum_{s=0}^t (CA_s + EO_s + VAL_s + OTH_s) \quad (2)$$

Ipotizzando che gli errori e omissioni e gli aggiustamenti  $\sum_{s=0}^t (EO_s + VAL_s + OTH_s)$  si annullino su un orizzonte temporale sufficientemente lungo e che la condizione di partenza sia di sostanziale equilibrio degli stock, la PNE tende a coincidere con il saldo cumulato del conto corrente e conto capitale.

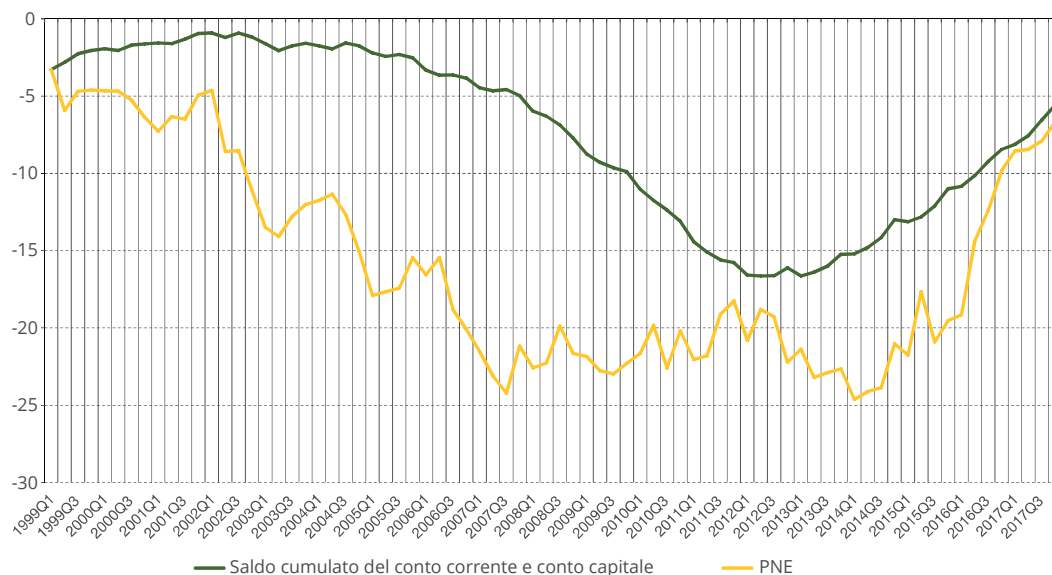
\* Banca d'Italia

<sup>1</sup> L'approfondimento riporta i principali risultati del lavoro in corso di pubblicazione nella collana Questioni di Economia e Finanza (QEF) della Banca d'Italia dal titolo: *Unwinding external stock imbalances? The case of Italy's net international investment position*.

Il grafico 1 riporta l'evoluzione della PNE dell'Italia dal 1999, anno di partenza per le serie storiche coerenti con gli standard statistici della sesta edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti del Fondo Monetario Internazionale (FMI), confrontata con quella del saldo cumulato del conto corrente e conto capitale. Tre distinte fasi possono essere individuate. La prima, fino al 2007, è

### Grafico 1 - PNE e saldo cumulato del conto corrente e conto capitale<sup>(1)</sup>

Dati trimestrali in percentuale del PIL

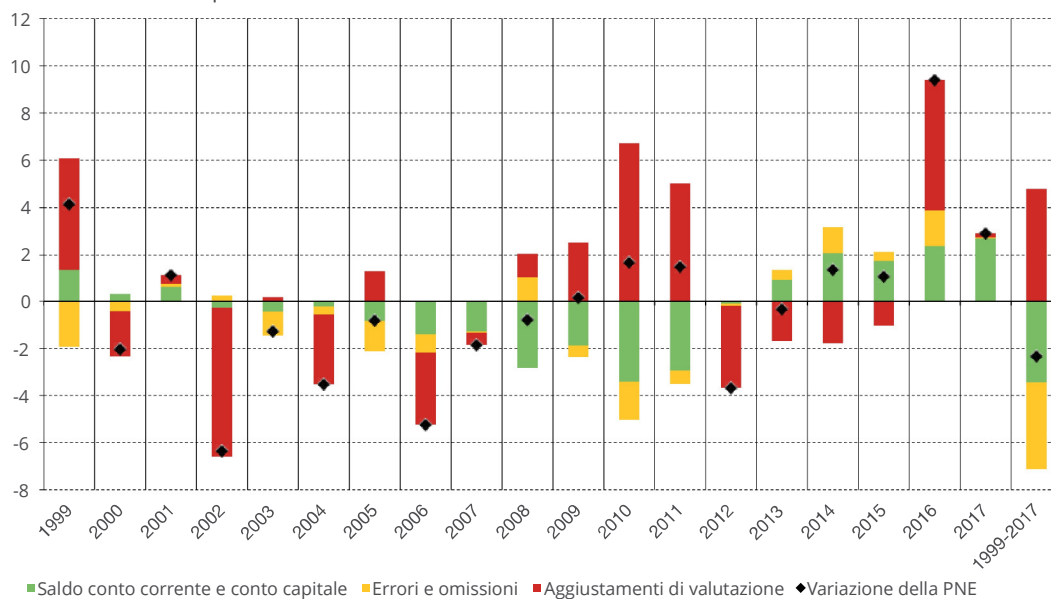


<sup>(1)</sup> Il saldo del conto corrente e conto capitale è cumulato a partire dal 1° trimestre 1999, con valore di partenza pari al corrispondente valore della PNE

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat (PIL)

### Grafico 2- Variazione della PNE e sua scomposizione

Dati annuali in percentuale del PIL



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat (PIL)



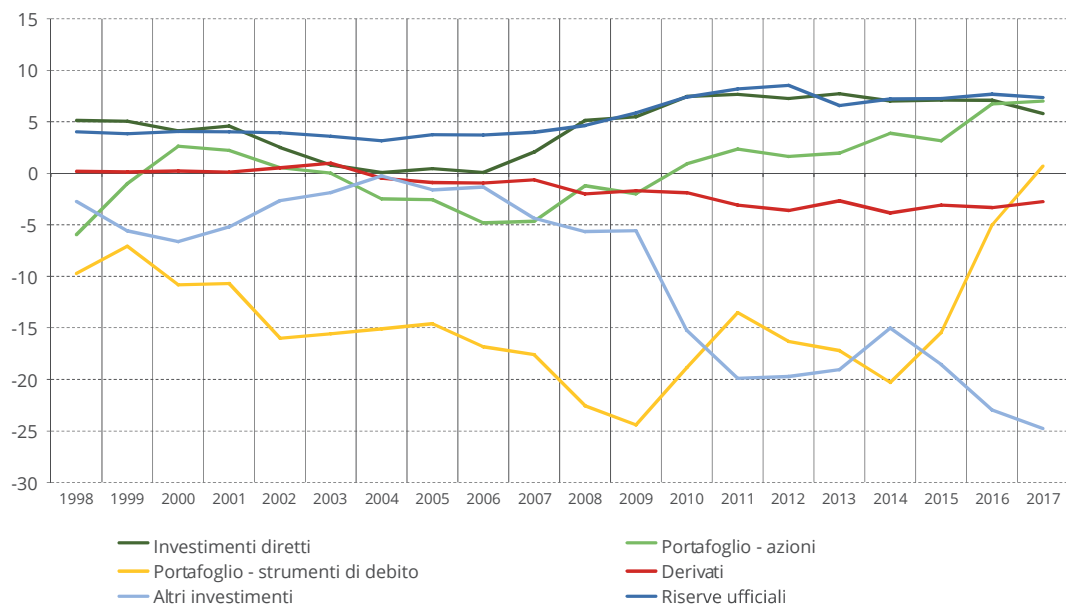
stata caratterizzata da un ampliamento della posizione debitoria – dal quasi pareggio a circa -24 per cento del PIL – più intenso di quanto giustificato dal saldo corrente. La seconda fase, fino all’inizio del 2014, mostra invece una sostanziale stabilità della PNE (tra -20 e -25 per cento del PIL), nonostante il persistente e significativo deficit di parte reale. Infine, l’ultimo quadriennio, in cui il miglioramento (di quasi 18 punti di PIL) è stato molto più consistente di quello registrato dal conto corrente. Dal grafico 2 emerge che nel complesso del periodo 1999-2017 il contributo degli aggiustamenti di valutazione è stato sostanzialmente analogo ma di segno opposto a quello degli errori e omissioni; la PNE alla fine del 2017 è pertanto tornata su un livello molto vicino a quello del saldo cumulato del conto corrente e conto capitale.

Esaminando la ripartizione degli stock per strumento finanziario, si osservano andamenti piuttosto differenziati (grafico 3). Alla fine del 2017 l’Italia presentava saldi positivi negli investimenti diretti, in quelli di portafoglio e nelle riserve ufficiali, negativi negli altri investimenti e nei derivati finanziari. Il forte miglioramento della posizione netta in titoli di portafoglio, soprattutto negli ultimi anni, è legato agli ingenti acquisti di fondi comuni esteri da parte di famiglie, assicurazioni e altri intermediari finanziari non bancari, che hanno al contempo diminuito i propri investimenti in obbligazioni bancarie e titoli pubblici. A tale processo di ribilanciamento di portafoglio hanno concorso le misure di politica monetaria degli ultimi anni, tra cui il programma di acquisto di titoli dell’Eurosistema e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

Tra i settori istituzionali, si evince che la diminuzione della posizione debitoria netta nella terza fase è il riflesso della riduzione delle passività nette del comparto bancario e, soprattutto, del forte incremento delle attività nette degli “altri settori”, che hanno più che compensato il progressivo ampliamento della posizione debitoria della banca centrale, dovuto al saldo TARGET2 (Banca d’Italia 2017, Eisenschmidt *et al.* 2017; grafico 4); la posizione debitoria della Pubblica amministrazione è invece rimasta quasi invariata tra il 2013 e il 2017, pur in presenza di oscillazioni annuali.

### Grafico 3 - PNE: saldi per strumento finanziario <sup>(1)</sup>

Dati in percentuale del PIL



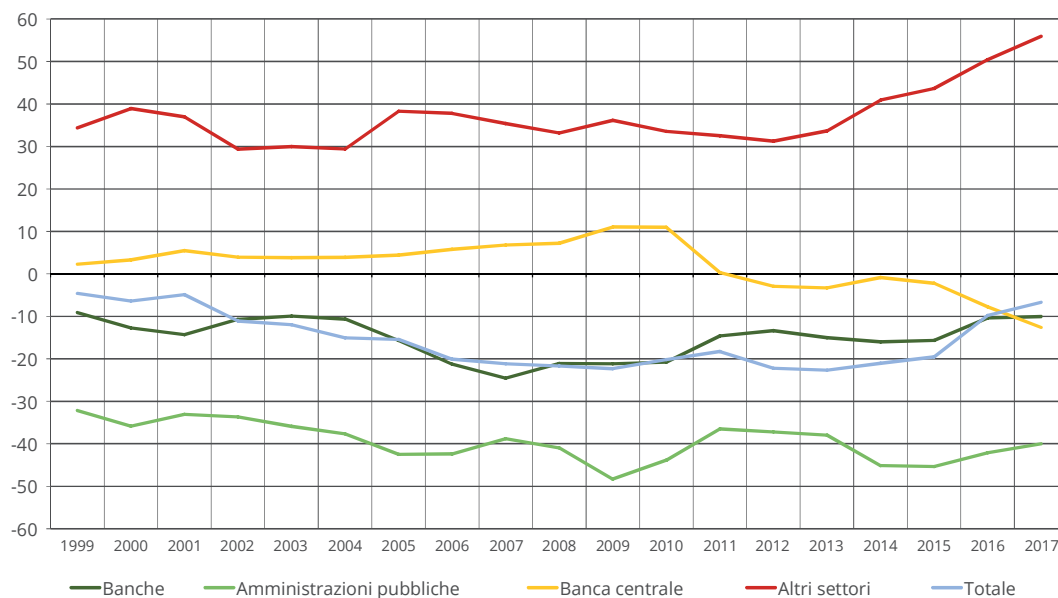
(1) Le attività in fondi comuni esteri sono state ripartite per 1/3 ad azioni e per 2/3 a titoli di debito

Fonte: elaborazioni su dati Banca d’Italia e Istat (PIL)



#### Grafico 4 -PNE: saldi per settore istituzionale

Dati in percentuale del PIL



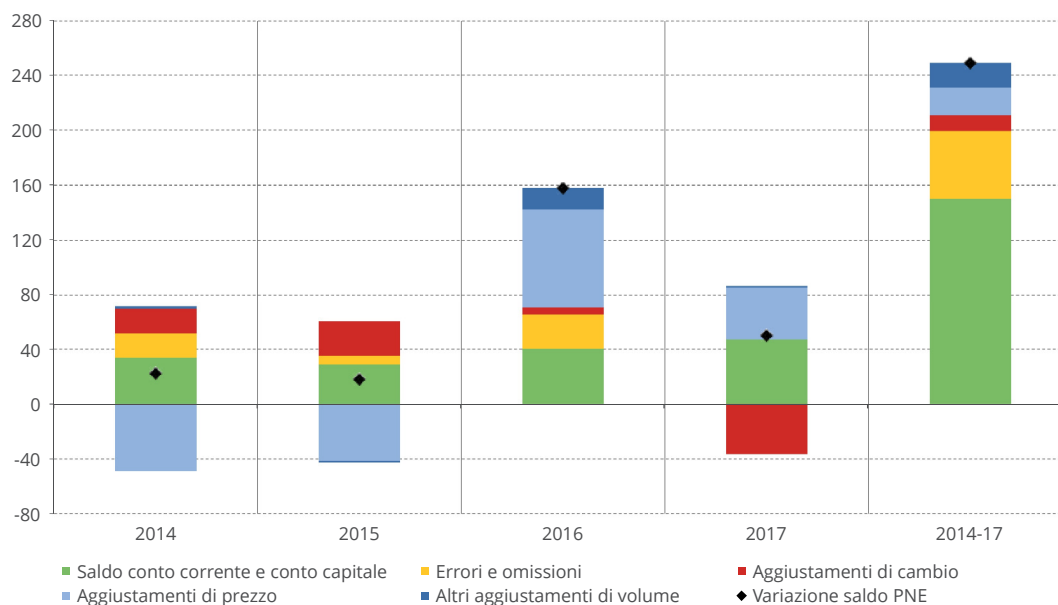
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat (PIL)

#### La PNE e il ruolo degli aggiustamenti di valutazione negli ultimi anni

Benché circa il 60 per cento della riduzione del saldo passivo verso l'estero dell'Italia tra il 2014 e il 2017 sia dovuto al surplus di parte reale, nei singoli anni il contributo degli aggiustamenti di valutazione dovuti a variazioni di cambi e prezzi è stato molto rilevante (grafico 5). Nel biennio

#### Grafico 5 - PNE: saldi per settore istituzionale

Dati in percentuale del PIL



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia



2014-15 tali aggiustamenti sono stati complessivamente negativi, compensando in parte i benefici derivanti dall'avanzo di conto corrente; nel 2016 hanno determinato un forte miglioramento della PNE, grazie all'aumento del valore di mercato delle attività di portafoglio (in particolare fondi comuni) e alla riduzione di quello delle passività, in particolare quelle emesse dal settore bancario (azioni e, in misura minore, titoli di debito). Nel 2017, invece, gli aggiustamenti di valutazione hanno fornito un contributo complessivamente poco significativo: gli ulteriori guadagni derivanti dall'incremento dei prezzi di azioni e fondi esteri sono stati controbilanciati, sempre dal lato delle attività, dalle perdite dovute alla rivalutazione del cambio dell'euro.

### Le previsioni per la PNE e gli scenari sugli aggiustamenti di valutazione

Sulla base delle recenti previsioni del Fondo Monetario Internazionale sull'andamento del saldo di conto corrente e del PIL nominale, la PNE dell'Italia si azzererebbe nel 2020, raggiungendo un attivo del 4 per cento del PIL nel 2023. La posizione creditoria della Germania continuerebbe a crescere (oltre il 90 per cento del PIL tra cinque anni), mentre quella debitoria della Spagna si ridurrebbe, pur restando su livelli piuttosto elevati (-55 per cento); per la Francia si registrerebbe una sostanziale stabilità (circa -20 per cento).

Tali previsioni ipotizzano tuttavia un impatto nullo degli aggiustamenti di valutazione. In un'analisi di stress, si sono considerati tre diversi scenari, che includono possibili effetti avversi sulla PNE italiana che potrebbero derivare da shock inattesi ai cambi, ai corsi azionari e ai tassi di interesse.

Nel primo, che ipotizza un apprezzamento del 20 per cento del tasso di cambio dell'euro nei confronti di tutte le altre valute, gli aggiustamenti di valutazione determinerebbero un peggioramento della PNE di quasi 6 punti di PIL (tavola 1), data la significativa esposizione valutaria dal lato delle attività, assai cresciuta negli ultimi anni soprattutto nei confronti del dollaro statunitense.

Il secondo scenario considera uno shock sui mercati azionari: una caduta del 30 per cento dei prezzi delle azioni a livello mondiale avrebbe un effetto negativo sulla PNE pari a circa 2 punti di PIL, data la posizione creditoria in investimenti, prevalentemente di portafoglio, in azioni quotate, (incluso quelle detenute indirettamente per il tramite di fondi comuni esteri: cfr. Della Corte *et al.*, 2018); se lo shock riguardasse invece solo i titoli italiani, la PNE migliorerebbe di quasi 5 punti di PIL, grazie alla riduzione del valore delle passività verso l'estero.

Infine, nell'ipotesi di un aumento globale dei tassi di interesse di 100 punti base lungo l'intera curva delle scadenze, l'impatto sulla PNE sarebbe pressoché nullo, poiché la posizione netta sui titoli di debito (incluso anche in questo caso quelli detenuti per il tramite dei fondi comuni esteri) è sostanzialmente bilanciata, anche in termini di durata finanziaria. Se invece il rialzo dei tassi riguardasse solo i titoli emessi nell'area dell'euro oppure solo quelli emessi in Italia, si osserverebbe un miglioramento della posizione complessiva verso l'estero, rispettivamente per circa 1 e 3 punti di PIL, controbilanciato soprattutto nel secondo caso da un successivo peggioramento del saldo dei redditi primari per i maggiori interessi da corrispondere.

Tavola 1

Scenari	Effetto sul saldo della PNE (in punti di PIL)		
	Shock globale	Shock domestico	Shock area euro
1° Scenario: apprezzamento dell'euro del 20%	-5,9	n.d	n.d.
2° Scenario: calo del 30% dei corsi azionari	-1,7	4,8	n.d.
3° Scenario: aumento di 100 bp dei tassi di interesse	-0,4	2,9	1,2

Occorre ricordare che questa analisi non considera gli effetti di retroazione che gli scenari ipotizzati potrebbero avere sui flussi di bilancia dei pagamenti, potendo in alcuni casi cumularsi con quelli diretti, come ad esempio nel caso dell'apprezzamento dell'euro che avrebbe un significativo impatto sulle esportazioni di beni e servizi; nonostante ciò, la dimensione anche combinata di tali eventi non sembra in grado di allontanare la traiettoria della PNE dell'Italia da un sostanziale pareggio, ancor meno di avvicinarla a valori prossimi alla soglia di attenzione (-35 per cento del PIL) stabilita all'interno degli indicatori previsti dalla procedura della UE per la sorveglianza sugli squilibri macroeconomici (Commissione Europea, 2012).

## Conclusioni

Nel complesso, la PNE dell'Italia ha mostrato un significativo miglioramento dal 2014. Il quasi completo riassorbimento della posizione debitoria ha beneficiato principalmente del surplus di conto corrente e conto capitale; un contributo positivo è derivato dagli aggiustamenti di valutazione, che, dati i livelli elevati raggiunti dagli stock finanziari sull'estero in rapporto al PIL, tendono più che in passato ad amplificare o controbilanciare i saldi di parte reale. Sulla base delle attuali proiezioni macroeconomiche, la PNE dell'Italia continuerebbe ad ampliarsi grazie all'avanzo nel conto corrente, raggiungendo un attivo del 4 per cento del PIL nel 2023.

Nonostante il significativo aggiustamento sinora conseguito, si possono individuare due aspetti di potenziale criticità. In primo luogo, una PNE in pareggio potrebbe non essere necessariamente coerente con i fondamentali dell'economia: ad esempio, secondo alcuni osservatori un paese con tendenze demografiche sfavorevoli e basse prospettive di crescita come l'Italia potrebbe avere l'esigenza di accumulare attività nette sull'estero, sebbene vi sia estrema incertezza nella valutazione delle posizioni di equilibrio. In secondo luogo, si riscontra una divergenza nei saldi con l'estero dei settori istituzionali: a fronte del deciso aumento della posizione creditoria del settore privato, sono rimaste elevate le passività nette sull'estero della Pubblica Amministrazione e sono aumentate quelle della Banca d'Italia nei confronti dell'Eurosistema. La combinazione di attività private e passività pubbliche potrebbe non essere sempre desiderabile dalla prospettiva dei *policy-makers*. Va infine osservato che la situazione di pareggio della PNE dell'Italia rappresenta quasi un'eccezione nel panorama internazionale. Il persistere di forti squilibri esterni negli altri maggiori paesi dell'area dell'euro, unitamente alla concentrazione degli squilibri di stock in un numero ristretto di grandi paesi a livello globale, potrebbe aumentare il rischio di aggiustamenti disordinati.

## Nota bibliografica

Banca d'Italia (2017), *L'andamento del saldo della Banca d'Italia su TARGET2*, riquadro nella Relazione annuale sul 2016.

Commissione Europea (2012), *Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*, European Economy – Occasional Papers, n. 92, febbraio.

Commissione Europea (2014), *"Squilibri Macroeconomici – Italia 2014"*, European Economy – Occasional Papers, n. 182, marzo.

Eisenschmidt J., Kedan D., Schmitz M., Adalid R. e Papsdorf P. (2017), *The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances*, European Central Bank Occasional Papers, n. 196, settembre.

Della Corte V., Federico S. e Felettigh A. (2018), *Looking through cross-border positions in investment funds: evidence from Italy*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, di prossima pubblicazione.