

10. LA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO

Nel 2006 il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'Italia è nettamente aumentato. Come già nel 2005 ciò è stato in larga misura determinato dalla crescita dei prezzi dei prodotti energetici; d'altra parte, favorite dal buon andamento della domanda mondiale e in particolare di quella sui principali mercati di sbocco dell'Italia, le esportazioni di beni sono cresciute a ritmi elevati. Il disavanzo è salito a 37,9 miliardi, da 23,4 nel 2005 (dall'1,6 al 2,6 per cento del PIL; tav. 10.1).

Hanno contribuito all'aumento del deficit del conto corrente il passaggio in disavanzo del saldo merci (9,5 miliardi, dal pareggio del 2005) e l'aumento del disavanzo nelle voci dei trasferimenti unilaterali (da 9,8 a 13,3 miliardi) e dei servizi (da 0,5 a 1,5 miliardi). Il deficit nei redditi è rimasto invariato.

Al disavanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale, pari a 36 miliardi, hanno corrisposto afflussi netti nel conto finanziario per 35,5. Come nel 2005, l'avanzo per investimenti di portafoglio (54,8 miliardi) è stato la principale fonte di finanziamento del deficit corrente. Gli investimenti diretti e i derivati hanno registrato complessivamente un disavanzo di 2,7 miliardi (15,2 nel 2005); negli "altri investimenti" il deficit è stato pari a 17,0 miliardi, in sensibile aumento rispetto agli 8,2 del 2005. Le riserve ufficiali sono diminuite di 0,4 miliardi.

La posizione debitoria netta sull'estero è salita a 72,5 miliardi (4,9 per cento del PIL), da 52,1 nel 2005 (3,7 per cento del PIL), a causa degli afflussi netti di capitale registrati nel conto finanziario. Gli aggiustamenti di cambio e valutazione (15,2 miliardi) hanno contrastato la crescita dell'indebitamento netto sull'estero.

Il conto corrente e il conto capitale

Gli scambi di merci. – Per la prima volta dal 1992, il saldo merci nella valutazione fob-fob ha registrato nel 2006 un disavanzo, pari a 9,5 miliardi (0,6 per cento del PIL), risultato di una crescita delle importazioni in valore superiore a quella delle esportazioni (rispettivamente 14,3 e 10,9 per cento).

Secondo le informazioni relative al commercio cif-fob, le esportazioni sono cresciute in quantità del 3,6 per cento (-0,9 nel 2005), a fronte di un peggioramento, nella media dell'anno, dell'1,2 per cento dell'indicatore di competitività basato sui prezzi alla produzione dei manufatti (quasi interamente dovuto all'aumento dei prezzi relativi, a fronte di un apprezzamento del cambio nominale effettivo dello 0,1 per cento). La crescita dei valori medi unitari delle esportazioni, inoltre, è risultata ancora più elevata che nei principali partner commerciali.

Tavola 10.1

Bilancia dei pagamenti (1) (miliardi di euro)					
VOCI	2002	2003	2004	2005	2006
Conto corrente	-10,0	-17,4	-13,1	-23,4	-37,9
Merci	14,0	9,9	8,9	0,5	-9,5
esportazioni	267,6	263,6	283,3	299,4	331,9
importazioni	253,5	253,7	274,5	298,9	341,5
Servizi	-3,0	-2,4	1,2	-0,5	-1,5
esportazioni	63,8	63,4	68,2	71,9	78,4
importazioni	66,8	65,8	67,0	72,4	79,9
Redditi	-15,4	-17,8	-14,8	-13,6	-13,6
Trasferimenti unilaterali	-5,6	-7,1	-8,3	-9,8	-13,3
di cui: istituzioni della UE	-5,7	-6,3	-6,5	-8,1	-8,3
Conto capitale	-0,1	2,3	1,7	1,0	1,9
Attività intangibili	-0,2	-0,1	..	0,1	-0,1
Trasferimenti unilaterali	0,1	2,3	1,7	0,9	2,0
di cui: istituzioni della UE	1,6	3,6	2,8	3,4	3,8
Conto finanziario	8,5	17,3	9,0	20,8	35,5
Investimenti diretti	-2,7	6,5	-2,0	-17,6	-2,3
all'estero	-18,2	-8,0	-15,5	-33,6	-33,5
in Italia	15,5	14,5	13,5	16,0	31,2
Investimenti di portafoglio	16,1	3,4	26,4	43,4	54,8
azioni	-13,2	-16,0	0,5	-16,0	-8,8
attività	-6,0	-13,8	-12,9	-20,0	-19,3
passività	-7,2	-2,2	13,4	4,1	10,5
titoli di debito	29,3	19,4	25,9	59,3	63,6
attività	-10,9	-37,3	-8,2	-67,0	-20,3
passività	40,2	56,6	34,1	126,4	84,0
Derivati	-2,7	-4,8	1,8	2,3	-0,4
Altri investimenti	1,0	13,7	-19,6	-8,2	-17,0
di cui: banche (2)	-41,7	40,6	-10,0	27,0	44,0
Variazione delle riserve ufficiali	-3,1	-1,4	2,3	0,8	0,4
Errori e omissioni	1,5	-2,2	2,3	1,6	0,5

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. – (2) IFM; esclusa la Banca d'Italia.

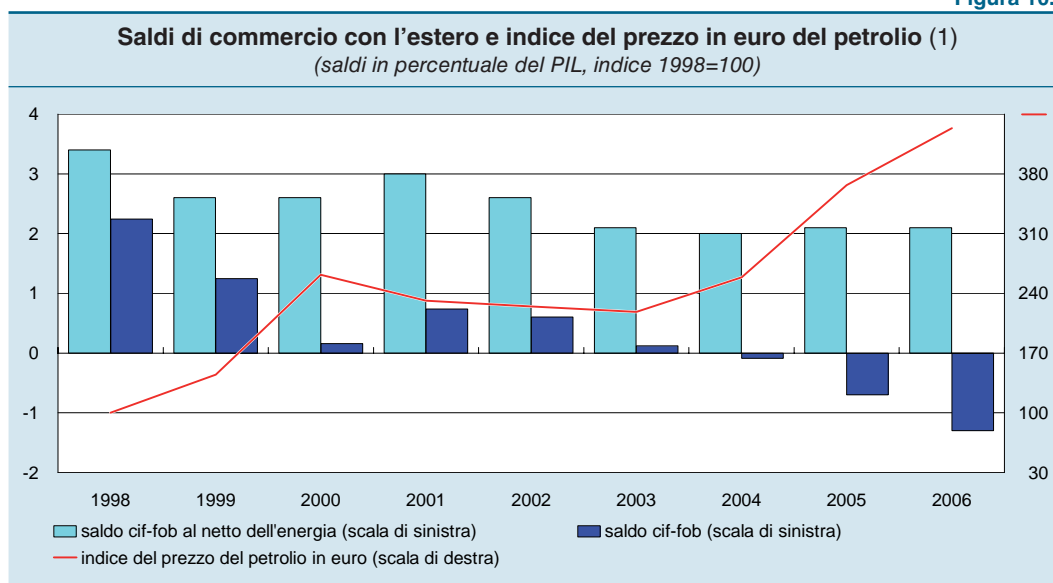
Nello scorso decennio i prezzi all'export dei manufatti italiani, approssimati dai valori medi unitari delle esportazioni, sono cresciuti molto più velocemente di quelli alla produzione dei beni venduti sul mercato interno. Anche correggendo la serie per tenere conto della probabile distorsione dei valori medi unitari (cfr. il capitolo 7: La domanda, l'offerta e i prezzi), la dinamica dei prezzi praticati sui mercati esteri resterebbe superiore a quella dei prezzi praticati sull'interno. Il divario potrebbe discendere dal differenziale negativo di crescita della produttività registrato dall'Italia rispetto ai principali partners esteri (cfr. anche il capitolo 9: La struttura produttiva e le politiche strutturali e territoriali). Recenti modelli di commercio internazionale a due paesi, calibrati per riflettere quest'ultima evidenza empirica, predicono un aumento dei prezzi all'export superiore a quello dei prezzi alla produzione per il mercato interno. L'incremento di produzione nel paese estero, conseguente a quello della produttività, è in parte importato dal paese home, che riceve più beni in cambio di un minore aumento di beni espor-

tati: le sue ragioni di scambio migliorano, dato che si verifica una crescita del prezzo medio dei beni esportati. A sua volta, quest'ultimo fenomeno è causato dall'entrata, nel gruppo delle imprese esportatrici, di alcune imprese meno efficienti (con imperfetta mobilità internazionale del lavoro i salari interni crescono meno di quelli esteri). Sul mercato interno i prezzi dei beni aumentano, ma in misura minore di quelli esportati: diventa così vantaggioso domandare più beni esteri.

Il forte aumento in valore delle importazioni è in larga misura dovuto alla crescita dei prezzi dei prodotti energetici: in quantità esse sono salite meno delle esportazioni (2,7 per cento), ma più della domanda interna.

Secondo le informazioni relative al commercio cif-fob, il disavanzo energetico è aumentato di 11,5 miliardi (da 38,6 a 50,1 miliardi). Il surplus commerciale al netto dell'energia è passato da 29,2 a 30,3 miliardi, rimanendo invariato in rapporto al PIL al 2,1 per cento (fig. 10.1); quello generato dal solo commercio dei prodotti manufatti (al netto dei prodotti petroliferi raffinati) è salito di circa 2 miliardi (da 36,8 a 38,9 miliardi), mantenendosi anch'esso, in percentuale del PIL, sul livello del 2005 (2,6 per cento). Il contributo principale alla crescita dell'avanzo nei manufatti (al netto dei prodotti petroliferi raffinati) è derivato dall'aumento di 5,3 miliardi di quello nelle macchine e negli apparecchi meccanici, risultato di un'espansione sia delle vendite (12,1 per cento), sia degli acquisti (9,0). Il secondo contributo positivo di maggiore entità è venuto dalla riduzione di 0,7 miliardi del disavanzo nei mezzi di trasporto. Seguono la diminuzione del deficit negli apparecchi elettrici e di precisione e la crescita degli avanzi nei settori della lavorazione dei minerali non metalliferi, della gomma e materie plastiche e degli altri prodotti delle industrie manifatturiere (tra cui i mobili). Nonostante la forte crescita delle importazioni rispetto a un più moderato aumento delle esportazioni, l'avanzo nel "cuoio e prodotti in cuoio" è rimasto sostanzialmente invariato; nel caso del tessile e abbigliamento, invece, un andamento degli acquisti e delle vendite analogo a quello del primo settore ha comportato una riduzione dell'attivo per il quinto anno consecutivo. I settori dei metalli e prodotti in metallo e dei prodotti chimici hanno registrato un aumento del disavanzo rispettivamente di 3,7 e 1,1 miliardi.

Figura 10.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia.

(1) Il saldo dei prodotti energetici comprende le categorie Ateco: minerali energetici, prodotti petroliferi raffinati, energia elettrica e gas; l'indice del prezzo del petrolio è basato sul prezzo medio in dollari delle tre principali qualità di petrolio convertito in euro.

L'andamento dell'interscambio settoriale nel 2006 conferma la tendenza, in atto dalla metà degli anni novanta, a un relativo rafforzamento dei vantaggi comparati italiani nel settore della meccanica e a una loro diminuzione in quelli degli altri prodotti più tradizionali del "made in Italy" (tessile e abbigliamento, cuoio e prodotti in cuoio, prodotti delle altre industrie manifatturiere). Rispetto al 2001, il saldo nelle macchine e apparecchi meccanici in rapporto al PIL è salito dal 2,7 al 2,9 per cento; quello nell'insieme degli altri prodotti più tradizionali del "made in Italy" è sceso dal 2,9 all'1,8. La riduzione più forte si è registrata nel settore del tessile e abbigliamento: dall'1,2 allo 0,7 per cento.

Le informazioni sulla distribuzione geografica del saldo delle merci (tav. 10.2) indicano che nel 2006 il disavanzo si è ampliato soprattutto nei confronti dei paesi esteri alla UE-25, a causa del maggior deficit nei confronti dei paesi esportatori di petrolio, quali i paesi dell'OPEC e la Russia (rispettivamente di 4,5 e 0,4 miliardi), nonostante una forte crescita delle loro importazioni dall'Italia (soprattutto di macchine, prodotti in metallo e, in Russia in particolare, di beni di consumo tradizionali). È ulteriormente aumentato il disavanzo nei confronti della Cina (da 8,7 a 11,1 miliardi), come risultato di un interscambio assai dinamico (+24,4 per cento le esportazioni, +26,5 le importazioni); il deterioramento si è concentrato nei settori del tessile e abbigliamento, dei metalli e prodotti in metallo e delle macchine elettriche.

Tavola 10.2

Interscambio commerciale fob-fob per paese o area (miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2005 e composizione percentuale)								
PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composizione	Valori	Variazioni	Composizione	Valori	
	2006			2006			2005	2006
Paesi della UE-25	194,9	9,4	58,7	193,6	9,5	56,7	1,4	1,3
Area dell'euro	147,5	9,4	44,4	158,4	8,9	46,4	-10,7	-10,9
di cui: Francia	39,2	6,2	11,8	32,2	5,0	9,4	6,2	6,9
Germania	44,0	11,1	13,2	58,5	10,0	17,1	-13,6	-14,5
Spagna	24,2	7,5	7,3	14,4	10,8	4,2	9,5	9,8
Altri paesi della UE-25	47,4	9,3	14,3	35,1	12,3	10,3	12,1	12,2
Danimarca	2,6	0,1	0,8	2,3	5,2	0,7	0,5	0,3
Regno Unito	20,3	2,4	6,1	12,5	0,4	3,7	7,3	7,7
Svezia	3,6	15,8	1,1	3,9	9,2	1,1	-0,5	-0,3
Altri	20,9	17,1	6,3	16,4	25,7	4,8	4,8	4,5
Resto del mondo	137,1	13,0	41,3	147,9	21,1	43,3	-0,8	-10,8
Canada	2,7	12,2	0,8	1,3	2,6	0,4	1,1	1,4
Giappone	4,5	-1,0	1,4	5,3	10,1	1,5	-0,3	-0,8
Stati Uniti	24,7	5,3	7,5	10,4	9,7	3,1	14,0	14,3
Svizzera	12,8	12,2	3,9	10,5	14,4	3,1	2,2	2,3
Cina	5,7	24,4	1,7	16,8	26,5	4,9	-8,7	-11,1
Mercosur (1)	3,2	13,5	1,0	4,0	20,0	1,2	-0,5	-0,8
OPEC	14,4	17,7	4,3	32,7	25,2	9,6	-13,9	-18,4
Paesi NIE (2)	8,3	9,9	2,5	6,2	0,3	1,8	1,4	2,1
Russia	7,6	26,4	2,3	12,6	18,0	3,7	-4,6	-5,0
Altri paesi	53,2	14,9	16,0	48,0	27,2	14,1	8,5	5,1
Totale	331,9	10,9	100,0	341,5	14,3	100,0	0,5	-9,5

(1) Argentina, Brasile, Paraguay, Uruguay. – (2) Paesi di recente industrializzazione dell'Asia (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore, Taiwan).

Il modesto attivo nei confronti dell'insieme dei paesi della UE-25 (1,3 miliardi) e il disavanzo rispetto ai paesi dell'area dell'euro (10,9 miliardi) sono rimasti sostanzialmente invariati sui livelli del 2005. Il lieve ampliamento del disavanzo nei confronti della Germania è il risultato di una forte crescita sia delle esportazioni, sia delle importazioni (rispettivamente dell'11,1 e del 10,0 per cento). Nelle esportazioni gli incrementi maggiori hanno riguardato i settori dei macchinari, dei prodotti in metallo e dei mezzi di trasporto (cfr. il capitolo 7: *La domanda, l'offerta e i prezzi*); queste stesse voci, con la chimica, sono state anche tra le più dinamiche dal lato delle importazioni, riflettendo la natura intraindustriale del commercio tra l'Italia e la Germania. L'ampliamento del disavanzo è derivato soprattutto dall'interscambio nei settori dei minerali energetici, della chimica e dei mezzi di trasporto; è peggiorato anche l'avanzo nei settori più tradizionali del "made in Italy".

Gli scambi di servizi. – Il disavanzo nei servizi si è leggermente ampliato, salendo a 1,5 miliardi (0,1 per cento del PIL), da un sostanziale pareggio nel 2005 (0,5 miliardi; tav. 10.3). I "viaggi" hanno fornito il contributo positivo più rilevante, con una crescita di 1,5 miliardi del surplus (da 10,5 a 12,0 miliardi). Gli "altri servizi per le imprese" (servizi tecnici e professionali, arbitraggi su merci e altri servizi legati al commercio, leasing operativo) sono stati la principale causa del deterioramento, con un aumento del disavanzo di 1,9 miliardi (da 2,1 a 4,0 miliardi).

Tavola 10.3

VOCI	Interscambio di servizi (milioni di euro)					
	Crediti		Debiti		Salda	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Totale servizi	71.887	78.420	72.410	79.894	-523	-1.474
di cui: <i>viaggi</i>	28.453	30.367	18.000	18.399	10.452	11.968
di cui: <i>vacanze</i>	16.886	17.794	7.853	8.063	9.033	9.731
<i>motivi di lavoro</i>	5.751	6.529	6.328	6.489	-577	40
<i>trasporti</i>	11.886	12.529	17.133	18.006	-5.247	-5.477
<i>altri servizi per le imprese</i>	22.749	24.524	24.872	28.570	-2.123	-4.046
di cui: <i>tecnici e professionali</i>	15.545	15.681	14.043	15.419	1.502	262
<i>costruzioni</i>	1.784	1.930	1.756	2.043	28	-112
<i>finanziari e assicurativi</i>	2.298	3.007	2.666	3.115	-369	-108
<i>royalties e licenze</i>	920	891	1.555	1.471	-635	-579
<i>informatici e di informazione</i>	511	738	1.229	1.374	-717	-637

Il miglioramento dell'avanzo nella voce "viaggi", che registra gli introiti e le uscite legate ai viaggi internazionali per motivi sia di lavoro, sia personali, è risultato da un aumento del 6,7 per cento dei crediti e da una minore espansione dei debiti (2,2 per cento). Tanto i viaggi per vacanze (la componente più rilevante dei viaggi per motivi personali), quanto quelli per motivi di lavoro hanno contribuito, ciascuno, a poco meno della metà dell'incremento dell'avanzo totale. Particolarmente elevata è stata la crescita delle spese in Italia da parte di cittadini stranieri per viaggi per motivi di lavoro (13,5 per cento).

Sulla base della provenienza geografica dei viaggiatori, all'aumento degli introiti totali hanno contribuito sia la spesa dei viaggiatori provenienti dai paesi della UE, sia, in misura leggermente superiore, quella dei viaggiatori extracomunitari. Sono calate per il secondo anno consecutivo sia le spese, sia le presenze dei viaggiatori tedeschi, forse risentendo ancora della stagnazione economica negli anni precedenti. Nonostante l'apprezzamento dell'euro sono aumentate le spese e le presenze dei viaggiatori statunitensi e di quelli provenienti dall'Asia nel suo complesso. Per quanto concerne la destinazione dei viaggi degli italiani, a fronte di una sostanziale stabilità delle spese nei paesi della UE sono moderatamente aumentate quelle negli altri paesi europei e nordafricani limitrofi, negli Stati Uniti e nei paesi asiatici diversi dalla Cina e dal Giappone.

L'aumento del disavanzo negli "altri servizi per le imprese", dovuto a una crescita dei debiti (14,9 per cento) superiore al pur consistente incremento dei crediti (7,8 per cento), deriva principalmente dalla riduzione dell'avanzo nei "servizi tecnici e professionali".

Il disavanzo nei servizi di trasporto è rimasto su livelli vicini a quelli del 2005 (5,5 miliardi, da 5,2 nel 2005), in seguito a un'espansione analoga dei crediti e dei debiti (5,4 e 5,1 per cento rispettivamente). Il peggioramento del deficit nei servizi di trasporto marittimi, causato da un aumento delle spese per il trasporto merci, a sua volta dovuto soprattutto ai corsi petroliferi, è stato quasi interamente compensato da un miglioramento di quello nel trasporto aereo, legato all'aumento delle entrate turistiche.

I redditi. – Il disavanzo nei redditi è rimasto su un livello comparabile a quello del 2005 (13,6 miliardi, 0,9 per cento del PIL). Tra i redditi da capitale vi è stato un calo di 3,5 miliardi del disavanzo nei redditi da investimenti di portafoglio (da 9,1 a 5,6 miliardi) e un miglioramento di 1,4 nel saldo per redditi da investimenti diretti (da un deficit a un avanzo di 0,7 miliardi). Il disavanzo nei redditi per altri investimenti è invece cresciuto di 5,1 miliardi (da 3,3 a 8,4 miliardi), soprattutto a causa del forte aumento dei debiti (35,9 per cento). Il miglioramento nei saldi dei redditi per investimenti diretti e di portafoglio è principalmente dovuto a una crescita dei crediti, rispettivamente del 52,2 e del 17,0 per cento; vi è stato un aumento sia dei proventi azionari, sia, nel caso degli investimenti di portafoglio, di quelli dai titoli di debito, dovuto alla crescita dei tassi di interesse. Risentendo della ripresa economica e della buona redditività delle imprese, anche i debiti per investimenti diretti sono saliti a ritmi sostenuti (15,7 per cento), a fronte di un più moderato aumento di quelli per investimenti di portafoglio (4,9 per cento).

I trasferimenti. – La crescita del disavanzo dei trasferimenti totali, pari a 3,5 miliardi (da 9,8 a 13,3), è derivata dall'aumento del deficit in quelli privati (da 1,5 a 5,3 miliardi). Il disavanzo dei trasferimenti pubblici si è moderatamente ridotto (da 8,3 a 8,0 miliardi), nonostante un lieve ampliamento di quello dei trasferimenti nei confronti della UE (da 8,1 a 8,3 miliardi). Il saldo dei trasferimenti privati è peggiorato in tutte le principali sottovoci. È stato considerevole l'aumento delle somme pagate all'estero per imposte e tasse, sussidi e alimenti e altri trasferimenti; il disavanzo nelle rimesse degli emigrati è salito a 4,1 miliardi da 3,7 nel 2005.

I dati sui debiti relativi al periodo 2004-06 della voce delle rimesse degli emigrati sono stati rivisti in seguito a un cambiamento metodologico di compilazione, che tiene conto delle evidenze emerse da un'indagine effettuata presso le agenzie di money transfer. Dopo una fase sperimentale, iniziata nel 2004, e l'utilizzo già dal 2006 delle informazioni rilevate presso questi operatori per migliorare la distribuzione geografica delle rimesse di fonte bancaria, a partire dal 2007 le informazioni fornite dalle agenzie di money transfer vengono utilizzate anche per integrare i dati sul livello delle rimesse segnalati dalle banche. Il cambiamento metodologico si è tradotto in un aumento dei debiti totali della voce rimesse, del 29 per cento per il 2004 e del 61 per il 2005.

Il forte aumento dei debiti nella voce rimesse segnalato dai nuovi dati si inserisce in una tendenza in atto da un decennio, collegata all'intensificarsi della presenza di lavoratori stranieri sul territorio italiano. Negli ultimi tre anni, tra i primi quindici paesi destinatari di rimesse dall'Italia figurano stabilmente ai primi posti la Romania, la Cina, le Filippine e il Marocco, che pesano per circa il 50 per cento delle rimesse totali. L'importanza della Romania e del Marocco nelle rimesse totali dell'Italia è coerente con la prevalenza dei loro cittadini sul territorio italiano; quella della Cina e delle Filippine può riflettere un maggior ricorso a canali formali di trasferimento internazionale di fondi da parte degli immigrati più lontani dai propri paesi d'origine.

Gli investimenti

Gli investimenti diretti. – Il minor disavanzo degli investimenti diretti all'estero (2,3 miliardi, contro 17,6 nel 2005) è la conseguenza di un forte aumento dei flussi in entrata. Gli investimenti all'estero degli italiani sono stati di importo analogo a quelli già eccezionalmente elevati del 2005 (rispettivamente 33,5 e 33,6 miliardi); gli investimenti in Italia degli stranieri sono quasi raddoppiati (da 16,0 a 31,2 miliardi).

I considerevoli importi dei flussi netti in entrata e in uscita per investimenti diretti sono stati quasi interamente dovuti a operazioni di acquisto di partecipazioni azionarie e sono anche il risultato di una sostenuta attività di fusioni e acquisizioni. I flussi lordi di investimento e disinvestimento, tanto negli investimenti verso l'estero, quanto in quelli dall'estero, sono stati molto più elevati che nel 2005, anche a causa di una crescita delle operazioni di finanziamento intragruppo, che si sono tuttavia tendenzialmente bilanciate nei flussi netti.

Mentre nel 2005 gli investimenti del settore bancario avevano superato quelli dei settori non bancari, nel 2006 sono stati questi ultimi a mantenere elevato il flusso netto di investimenti diretti all'estero. L'insieme dei settori non bancari ha investito 27,1 miliardi (14,5 nel 2005), il livello più elevato degli ultimi due decenni. L'incremento deriva principalmente dagli investimenti nei settori esteri della meccanica (da 3,0 a 7,4 miliardi) e dei servizi del credito e delle assicurazioni (da 4,1 a 8,6 miliardi). In base alla destinazione geografica, sono cresciuti gli investimenti verso i paesi esterni alla UE-25, in particolare, come nel 2005, verso gli Stati Uniti e i centri finanziari offshore; gli investimenti verso i paesi della UE sono calati rispetto al 2005, rimanendo tuttavia elevati grazie a quelli nei Paesi Bassi e nei nuovi paesi membri.

Riguardo agli investimenti provenienti dall'estero, nel 2006 si è registrata un'espansione significativa sia nei settori bancari, sia in quelli non bancari; la crescita è dovuta quasi interamente agli investimenti provenienti dai paesi della UE-25, in particolare dalla Francia e dai Paesi Bassi, su cui hanno influito operazioni di acquisizioni bancarie. Gli investimenti nei settori non bancari sono saliti da 15,1 a 23,8 miliardi, un valore elevato nel confronto storico, e si sono concentrati, per ammontare e variazione rispetto al 2005, pressoché negli stessi settori verso cui si sono diretti gli elevati flussi in uscita: servizi del credito e delle assicurazioni, meccanica, servizi di trasporto e comunicazione.

Gli investimenti di portafoglio e i derivati. – L'avanzo complessivo nelle voci per investimenti di portafoglio e derivati è salito a 54,4 miliardi da 45,7 nel 2005, riflettendo quasi interamente l'andamento del saldo negli investimenti di portafoglio. Dopo una forte crescita nel 2005, sono diminuiti tanto i flussi di portafoglio in entrata (da 130,4 a 94,5 miliardi), quanto quelli in uscita (da 87,0 a 39,7 miliardi); il calo ha riguardato soprattutto i titoli di debito.

La diminuzione dei flussi nelle attività di portafoglio e in particolare in quelle in titoli di debito è stata una caratteristica comune ai principali paesi dell'area, con la sola eccezione della Francia, dove sono diminuite soprattutto le attività azionarie. Anche nei flussi passivi vi sono stati cali, in particolare nei titoli di debito, per tutti i principali paesi, con l'eccezione della Spagna. Al di fuori dell'area, gli Stati Uniti e soprattutto il Regno Unito hanno aumentato gli investimenti di portafoglio all'estero; l'aumento delle passività è stato considerevole nel Regno Unito, moderato negli Stati Uniti. Su questi andamenti hanno influito l'evoluzione dei differenziali di interesse e di cambio e le emissioni nette.

Dal lato delle attività, gli investimenti azionari all'estero degli italiani si sono mantenuti su livelli vicini a quelli registrati nel 2005 (19,3 miliardi, contro 20,0), risentendo in parte del buon andamento dei rendimenti e dei prezzi degli strumenti azionari, in parte del maggior ricorso a operatori di risparmio gestito residenti all'estero. A fronte di maggiori investimenti nei paesi dell'area (da 29,5 a 34,4 miliardi), sono aumentati i disinvestimenti da quelli esterni a essa (da 9,5 a 15,1 miliardi). Il flusso degli investimenti in Lussemburgo è leggermente aumentato dai livelli già elevati del 2005 (25,2 miliardi, da 24,5), continuando a indirizzarsi quasi interamente su quote di fondi comuni di investimento. La Francia e la Germania sono gli altri due paesi dell'area verso i quali si sono registrati investimenti rilevanti o in aumento; anche nel caso della Francia la crescita dei flussi è connessa con l'acquisizione di quote di fondi di investimento.

Gli investimenti degli italiani in titoli di debito esteri sono stati pari a 20,3 miliardi, contro 67,0 nel 2005. Il calo ha riguardato in misura proporzionale gli investimenti nell'area (scesi da 53,1 a 15,4 miliardi) e quelli nel resto del mondo (da 13,9 a 5,0). Nell'area i flussi di investimento si sono diretti principalmente verso Francia, Irlanda, Paesi Bassi e alcuni paesi minori; all'esterno di essa sono cresciuti gli investimenti nel Regno Unito (da 1,9 a 3,0), mentre sono calati quelli negli Stati Uniti (da 3,6 a 1,5 miliardi), risentendo dell'evoluzione dei tassi di interesse e di cambio, e quelli verso numerosi altri paesi non appartenenti alla UE.

Secondo i dati dell'indagine annuale sulle attività di portafoglio, condotta dall'UIC per compilare la posizione patrimoniale del paese e partecipare a un'iniziativa internazionale promossa dall'FMI, la quota delle attività emesse dai residenti nell'area dell'euro sul totale delle attività estere di portafoglio degli italiani è salita dal 56,1 al 67,6 per cento tra il 2001 e il 2005. Elevato e crescente, soprattutto nell'investimento azionario, è il peso dei titoli emessi da paesi relativamente piccoli come il Lussemburgo e, in misura più contenuta, l'Irlanda. Informazioni più disaggregate indicano che la quasi totalità delle attività azionarie italiane in questi due paesi, sedi di intermediari specializzati nell'offerta di fondi di investimento, è costituita da quote di fondi. Poiché l'investimento in fondi è un canale per assumere posizioni non solo in azioni, ma anche in titoli di debito (si pensi ai fondi obbligazionari), la semplice informazione sull'investimento in azioni potrebbe fornire indicazioni distorte circa le effettive decisioni di investimento all'estero degli italiani.

Al fine di rimuovere il "velo statistico" creato dall'investimento in fondi sulla composizione per strumenti e per aree geografiche degli investimenti esteri di portafoglio degli italiani, è stato condotto un esercizio statistico di riclassificazione delle consistenze azionarie in Lussemburgo e in Irlanda. L'esercizio mira a scindere l'investimento in fondi da quello azionario totale, per ripartirlo innanzitutto per strumento (utilizzando informazioni raccolte presso l'Assogestioni), in secondo luogo geograficamente (utilizzando la ripartizione geografica delle attività del Lussemburgo e dell'Irlanda, secondo quanto riportato dalle indagini di questi paesi). Dall'esercizio di riclassificazione si ottiene una composizione per strumento delle attività estere di portafoglio degli italiani che si sposta decisamente a favore dei titoli di debito (70 per cento circa nella media del 2002-05, contro il 58 dell'indagine). La distribuzione geografica rivista delle attività evidenzia che il peso dell'area dell'euro negli investimenti azionari non solo cala di 30 punti percentuali, ma si riduce anche nel tempo; nel caso dei titoli di debito, invece, la distribuzione non cambia in misura significativa e continua a mostrare una crescita del peso dei titoli dell'area sul portafoglio degli italiani. Un simile andamento risulta coerente con gli effetti attesi dell'unione monetaria sulla composizione dei portafogli: nelle attività azionarie deve aumentare il peso dei titoli di paesi non appartenenti all'unione, per le opportunità di maggiore diversificazione che essi offrono; negli investimenti obbligazionari un aumento del peso dei titoli dell'unione è coerente con l'eliminazione del rischio di cambio e una maggiore convergenza dei tassi di interesse.

Dal lato delle passività, gli investimenti degli stranieri in azioni italiane sono saliti da 4,1 (un dato innalzato da una singola operazione di grande dimensione) a 10,5 miliardi.

Gli investimenti stranieri in titoli di debito italiani sono scesi a 84,0 miliardi, da 126,4 nel 2005 (tav. 10.4). La riduzione nei soli titoli di Stato è stata di 54,0 miliardi ed è in parte spiegabile con l'andamento delle emissioni nette totali (cfr. il capitolo 13: *I mercati finanziari e gli investitori istituzionali*). I cali si sono concentrati sui BOT, dove gli afflussi, pari a 24,5 miliardi nel 2005, si sono pressoché annullati (a fronte di emissioni nette assai contenute), e sui Prestiti della Repubblica, interessati da rimborsi netti elevati; minori investimenti o disinvestimenti hanno tuttavia interessato anche tutti gli altri titoli. Anche la relativa preferenza per i titoli a più lunga scadenza come i BTP (per i quali i flussi netti di investimento sono scesi di 9,0 miliardi) può essere messa in relazione con l'andamento delle emissioni nette, che sono salite di circa 17 miliardi.

Tavola 10.4

Investimenti esteri in titoli di debito (milioni di euro)						
VOCI	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Totale titoli di debito	32.784	40.230	56.628	34.132	126.360	83.965
Titoli di Stato (1)	12.790	24.239	61.942	9.949	90.717	36.689
BOT	-5.287	-12.359	13.949	-12.044	24.493	86
BTP	26.227	33.125	49.545	17.677	66.653	57.622
CCT	-13.652	-2.076	-1.834	10.630	6.575	-7.615
CTZ	-3.172	1.314	-4.461	-7.145	-4.027	-3.007
Prestiti della Repubblica	9.404	4.431	2.990	999	-5.248	-11.149
Altri	-730	-197	1.752	-168	2.272	752
Altre obbligazioni e strumenti monetari	19.994	15.991	-5.314	24.183	35.643	47.277

(1) La ripartizione per strumenti è stimata e soggetta a revisione.

Gli altri investimenti. – La crescita delle uscite nette negli “altri investimenti” deriva principalmente dall’aumento del disavanzo delle autorità monetarie (da un sostanziale pareggio a un disavanzo per 16,8 miliardi), dovuto al saldo TARGET (in cui la posizione della Banca d’Italia sostituisce formalmente quella delle banche), e da un incremento di 8,4 miliardi del disavanzo negli altri settori per investimenti diversi dai crediti commerciali e dai rapporti di deposito o prestito. Il saldo negli “altri investimenti” delle banche ha registrato un aumento dell’attivo (da 27,0 a 44,0 miliardi) come risultato di un incremento delle entrate nette nella voce “prestiti banconote e depositi”.

Le riserve ufficiali. – Le transazioni in corso d’anno hanno prodotto una riduzione delle riserve ufficiali di 0,4 miliardi. Le consistenze sono tuttavia aumentate da 55,9 a 57,5 miliardi, grazie agli aggiustamenti di valutazione. La rivalutazione di 3,8 miliardi delle riserve in oro (passate da 34,3 a 38,1 miliardi) ha più che compensato le perdite dovute agli aggiustamenti di cambio, conseguenti all’apprezzamento dell’euro sulle principali valute (dollaro, yen e franco svizzero).

La posizione patrimoniale verso l'estero

Alla fine del 2006 la posizione debitoria netta sull'estero è salita a 72,5 miliardi (4,9 per cento del PIL), da 52,1 alla fine del 2005 (3,7 per cento del PIL; tav. 10.5).

Sulla base dei dati provvisori l'indebitamento netto di fine 2005 era stato valutato pari a 77,9 miliardi. La sua riduzione nei dati definitivi deriva principalmente da un aumento del valore delle attività estere di portafoglio, conseguente alla sostituzione, per questa posta, dei dati provvisori, basati sul metodo del cumulo dei flussi, con le evidenze dell'indagine di portafoglio.

Tavola 10.5

Posizione netta sull'estero (milioni di euro)							
VOCI	Consistenze a fine 2005 (1)	Gennaio-dicembre 2006					Consistenze a fine 2006 (1)
		Flussi (2)	Aggiustamenti			Variazione delle consistenze	
			di cambio (3)		altri		
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)=(b)+(c)	(a)+(f)	
Operatori residenti non bancari							
Attività	1.204.939	120.365	-799	-16.986	16.188	119.566	1.324.506
Investimenti diretti	217.142	28.279	-1.682	-2.700	1.018	26.597	243.739
Investimenti di portafoglio di cui: <i>azioni</i>	753.575 337.037	38.100 17.965	1.620 14.485	-13.549 -9.211	15.170 23.696	39.720 32.450	793.295 369.487
Altri investimenti	221.638	52.428	-737	-737	..	51.691	273.329
Strumenti derivati	12.584	1.558	..	..	..	1.558	14.142
Passività	1.186.567	87.797	-24.052	-6.363	-17.689	63.745	1.250.312
Investimenti diretti	176.411	24.842	-2.734	-69	-2.665	22.108	198.519
Investimenti di portafoglio di cui: <i>azioni</i>	848.096 27.138	48.112 6.710	-20.490 4.029	-5.466 ..	-15.024 4.029	27.623 10.739	875.718 37.877
Altri investimenti	140.731	8.152	-828	-828	..	7.324	148.055
Strumenti derivati	21.329	6.691	..	..	..	6.691	28.020
Posizione netta	18.373	32.567	23.253	-10.624	33.877	55.821	74.194
Banche residenti							
Attività	344.296	53.832	-3.555	-3.797	243	50.277	394.573
Passività	492.318	139.251	6.360	-8.452	14.812	145.611	637.929
Posizione netta	-148.021	-85.420	-9.914	4.654	-14.569	-95.334	-243.356
Banca centrale							
Attività	79.374	16.589	1.694	-2.083	3.777	18.283	97.657
Passività	1.828	-737	-136	-136	..	-873	955
Posizione netta	77.546	17.326	1.830	-1.947	3.777	19.156	96.702
Totale posizione netta	-52.102	-35.526	15.169	-7.917	23.085	-20.357	-72.460

(1) Ai prezzi e ai cambi di fine periodo. – (2) Ai prezzi e ai cambi in essere alla data della transazione. – (3) Calcolati sulla base della composizione per valuta.

Il peggioramento è interamente dovuto agli afflussi netti di capitale nel conto finanziario (35,5 miliardi). Gli aggiustamenti di valore (di cambio, prezzi e altri aggiustamenti) hanno complessivamente contribuito a ridurre l'indebitamento netto di 15,2 miliardi, soprattutto grazie agli aggiustamenti di prezzo (23,1 miliardi).

Nel caso delle passività totali (salite da 1.680,7 a 1.889,2 miliardi), gli aggiustamenti di valore ne hanno determinato una riduzione di 17,8 miliardi. La correzione al ribasso si è concentrata sulle passività dei settori non bancari (24,1 miliardi), in particolare in quelle obbligazionarie di portafoglio, come conseguenza di aggiustamenti di prezzo (perdite in conto capitale su titoli). Per i soli titoli di Stato le perdite in conto capitale dovute all'aumento dei tassi a medio e a lungo termine sono state di 20,6 miliardi. Nel caso delle banche, l'aumento delle passività dovuto agli aggiustamenti (6,4 miliardi) deriva soprattutto dalle rivalutazioni di prezzo dei titoli azionari di portafoglio detenuti da non residenti.

Nel caso delle attività totali (salite da 1.628,6 a 1.816,7 miliardi), le perdite per aggiustamenti di valore sono state relativamente limitate (2,7 miliardi), grazie al reciproco bilanciamento tra i guadagni di prezzo, concentrati soprattutto negli investimenti di portafoglio, e le perdite per aggiustamenti di cambio. Le riduzioni maggiori per aggiustamenti di valutazione sono state quelle sulle attività del settore bancario, a causa della prevalenza in esse degli "altri investimenti", in cui le perdite per aggiustamenti di cambio non vengono bilanciate da variazioni di prezzo. Sulle attività totali della banca centrale gli aggiustamenti hanno avuto un effetto nel complesso moderatamente positivo (1,7 miliardi), soprattutto grazie alla rivalutazione delle riserve.