

## I saldi TARGET2 e i movimenti dei capitali

### In sintesi

- Dalla primavera del 2015 la posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 (“saldo TARGET2”) si è ampliata di quasi 250 miliardi. Alcuni osservatori hanno visto in questa dinamica il sintomo di una “fuga di capitali” legata all’incertezza sulle condizioni del nostro paese.
- L’evidenza disponibile non avvalorava questa interpretazione.
- L’ampliamento del saldo TARGET2 riflette la riduzione dell’indebitamento con l’estero delle banche italiane e una ricomposizione del portafoglio dei residenti verso attività diverse dai titoli di Stato italiani e dalle obbligazioni bancarie, di pari passo con gli acquisti di titoli e l’immissione di liquidità da parte dell’Eurosistema.

Ogni giorno tra le banche dell’Eurozona avvengono in media circa 350 mila pagamenti, per un importo di quasi 2.000 miliardi di euro. Il sistema che consente a questi pagamenti di “viaggiare” in modo sicuro, affidabile ed efficiente si chiama [TARGET2](#) (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) ed è gestito dalla Banca d’Italia insieme alla Deutsche Bundesbank e alla Banque de France. Il sistema TARGET2 dà origine a posizioni debitorie o creditorie di ciascuna banca centrale nazionale (BCN) dell’Eurosistema verso la BCE (il cosiddetto “saldo”), che tiene traccia del denaro entrato o uscito dai singoli paesi che aderiscono al sistema.

Il saldo di ciascuna BCN rispecchia l’afflusso netto di liquidità nel rispettivo paese a seguito di transazioni transfrontaliere effettuate sul sistema TARGET2 dalle BCN o dagli istituti di credito, per conto proprio o della clientela. Nell’ultimo biennio l’andamento dei saldi su TARGET2 ha riflesso la redistribuzione della liquidità in eccesso immessa attraverso il programma di acquisto di titoli dell’Eurosistema e, in misura minore, attraverso le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

La posizione debitoria della Banca d’Italia su TARGET2 ha raggiunto, alla fine di aprile 2017, il valore di 412 miliardi, registrando un incremento di 247 miliardi rispetto alla fine di febbraio del 2015. Un andamento simile è stato osservato in Spagna e in Portogallo, di pari passo con l’ampliarsi del programma di acquisto di titoli dell’Eurosistema.

Per l’Italia, alcuni osservatori hanno visto in questa dinamica il sintomo di una “fuga di capitali” legata all’incertezza sulle condizioni del nostro Paese. L’evidenza disponibile non avvalorava tuttavia questa interpretazione.

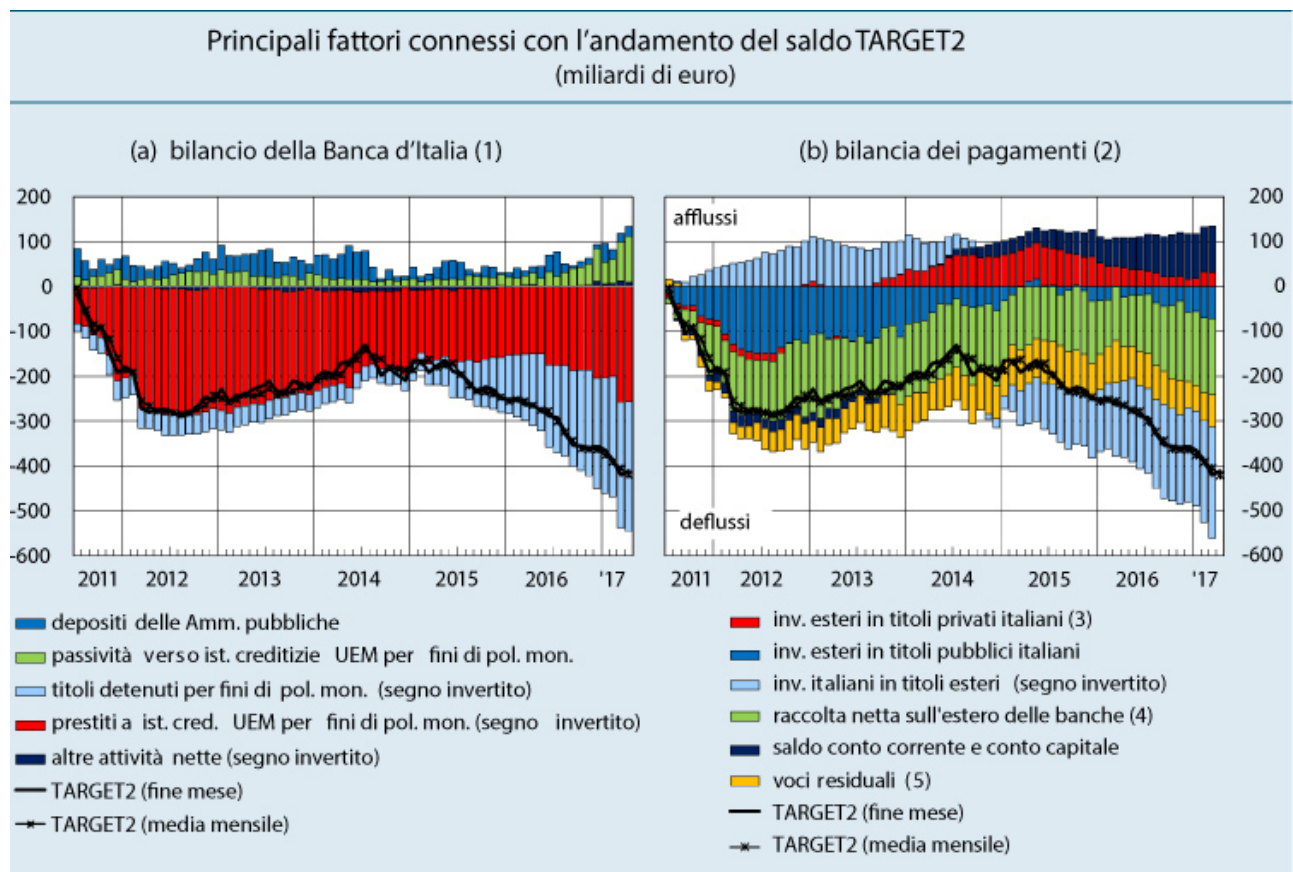
Secondo i dati della bilancia dei pagamenti, le principali contropartite dell’ampliamento del saldo debitorio su TARGET2 sono costituite dagli investimenti di portafoglio all’estero effettuati dai residenti e dal calo della raccolta sull’estero delle banche; una parte contenuta è attribuibile alle vendite di titoli pubblici italiani da parte di non residenti.

Gli investimenti all’estero effettuati dai residenti hanno riflesso una ricomposizione del portafoglio delle famiglie dai titoli pubblici e dalle obbligazioni bancarie verso i prodotti assicurativi e del

risparmio gestito. I titoli di Stato rendono meno a causa del programma di acquisti di titoli pubblici dell'Eurosistema; anche i collocamenti di obbligazioni bancarie sono diminuiti. Le famiglie si affidano a intermediari assicurativi e a operatori professionali che investono i loro risparmi in attività, in gran parte estere. Tale ricomposizione di portafoglio non appare dovuta a una preferenza per attività finanziarie ritenute più sicure (i residenti hanno infatti anche effettuato vendite nette di titoli pubblici tedeschi nel periodo considerato), ma è legata alla ricerca di portafogli più bilanciati e rendimenti tendenzialmente più elevati di quelli offerti dai titoli pubblici. Ciò rispecchia le difficoltà degli investitori a conseguire una maggiore diversificazione a fronte di un mercato finanziario nazionale caratterizzato da un'offerta relativamente limitata di attività alternative alle obbligazioni bancarie e ai titoli pubblici.

La diminuzione della raccolta sull'estero delle banche italiane ha riguardato sia il mercato interbancario sia quello obbligazionario. Vi ha influito lo spostamento della raccolta del settore bancario verso i finanziamenti dell'Eurosistema, soprattutto grazie al ricorso alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

Afflussi di liquidità sono invece derivati dal significativo avanzo di conto corrente dell'Italia, che ha raggiunto il 2,6 per cento del PIL nel 2016.



(1) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile del bilancio della Banca d'Italia. Consistenze mensili. Per il mese di aprile 2017 dati provvisori. – (2) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile della bilancia dei pagamenti. Flussi cumulati da luglio 2011 (dati disponibili fino a marzo 2017). – (3) Azioni e titoli emessi da banche, società finanziarie e società non finanziarie. – (4) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti); non include la raccolta obbligazionaria. – (5) Investimenti diretti, derivati, altri investimenti, errori e omissioni.