

PIÙ CRUCCI CHE DELIZIE NELLA LEVA FINANZIARIA ALL'ITALIANA

di Nicola C. Salerno
27 novembre 2009

Molto si è discusso, in questi ultimi mesi, sulla dimensione e sulla composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane e dell'aggregato Italia. Per le sue caratteristiche (famiglie risparmiatrici e con saldo patrimoniale positivo, intermediari non sbilanciati su derivati ed altri strumenti ad alto rischio, etc.), ci ha preservato dalle ondate più acute della crisi finanziaria internazionale e dai più pericolosi contagi dalla finanza all'economia reale.

Questo effetto firewall non deve, tuttavia, indurre a sottovalutare alcune criticità che, da un lato, hanno concorso a determinare quella situazione di bassa crescita dell'economia italiana che continua da almeno un quindicennio e, dall'altro, avranno un peso rilevante nel recupero dei livelli di Pil del 2007 (saranno necessari probabilmente sei/sette anni), e poi nella costruzione di uno stabile percorso di sviluppo.

I dati Eurostat sulle attività finanziarie Se, utilizzando dati Eurostat (i conti finanziari¹, si confrontano le attività (asset) finanziarie consolidate delle famiglie², degli intermediari finanziari, dell'aggregato Italia, e dei rapporti Italia-Mondo, emergono alcuni fatti stilizzati che mettono l'Italia in una posizione diversa e staccata dalla media Ue. I dati sono analizzabili sino al 2007, dal momento che per il 2008 solo pochi Partner sono coperti. Mancano, inoltre, i dati di Irlanda, Lussemburgo e Regno Unito. Il consolidamento avviene sul lato dell'attivo e all'interno di ogni singolo comparto³. L'attivo finanziario delle famiglie Le famiglie italiane hanno, al 2007, un attivo finanziario che ammonta al 233% del Pil, dopo un consolidamento che, in questo comparto, ha una portata minima. Un livello considerevole, se si pensa che il massimo appartiene all'Olanda con il 280%, e il minimo alla Finlandia con il 121%. Tra il 1995 e il 2007, i Partner in cui le famiglie hanno accumulato in attività finanziarie più percentuali di Pil sono quelli che partivano da stock più bassi (Danimarca, Finlandia, Svezia). In Italia, l'accumulazione è stata allineata alla media, a testimonianza del processo di convergenza dei tassi di risparmio ai livelli medi europei, dopo tanti anni (i Settanta e gli Ottanta) in cui le famiglie italiane avevano ritmi di risparmio nettamente superiori⁴.

… degli intermediari finanziari La situazione cambia radicalmente se si passa a considerare l'attivo consolidato del comparto degli intermediari finanziari. Nel 2007, il 223% del Pil dell'Italia precede solo il 180% della Grecia e il 205% della Finlandia; mentre resta lontano dall'844 dell'Olanda, dal 513 della Danimarca, dal 453 del Belgio, dal 387 della Germania, dal 362 della Francia, dal 327 di Portogallo e Svezia, dal 324 dell'Austria. Un po' più vicina (ma comunque nettamente al di sopra) la Spagna, con il 284% del Pil. Anche in termini di accumulazione di asset nel periodo 1995-2007, il dato italiano è tra i più bassi.

… del Paese E se si passa al consolidato sui vari aggregati nazionali, l'effetto di "arretramento" delle attività finanziarie italiane rispetto a quella dei Partner diviene ancor più evidente. Nel 2007, il 130% del Pil dell'Italia si confronta con il massimo di 1.309% dell'Olanda, mentre resta prossimo all'88% della Grecia che è il minimo. Gli altri valori sono tutti significativamente più elevati: 908% il Belgio, 746 la Svezia, 717 la Francia, 714 la Germania, 679 il Portogallo, 613 l'Austria, 582 la Spagna, 513 la Finlandia. Un po' più vicina (ma comunque nettamente al di sopra) la Danimarca, con il 234% del Pil. In termini di accumulazione delle attività tra il 1995 e il 2007, l'Italia precede solo la Grecia (+80 p.p. vs. +34 p.p.), mentre è staccata da tutti gli altri Partner che hanno realizzato aumenti a tripla cifra (200, 300, anche 400 e più p.p.; risalta il +460 p.p. dell'Olanda).

… del resto del Mondo in Italia Se nell'aggregato Paese l'attivo finanziario italiano è, dopo il consolidamento, ampiamente staccato dalla media Ue, che cosa avviene nei rapporti tra ciascun Partner e il resto del Mondo? L'Italia è prenditrice netta di capitali, con il resto del Mondo che detiene asset finanziari italiani per il 129% del Pil Italia. Ma è la percentuale più bassa in assoluto, e per il 40-45% riferibile a titoli del debito pubblico⁵. Si confronta con il 677% dell'Olanda, il 494 del Belgio, il 293 dell'Austria, il 277 del Portogallo, il 275 della Francia, il 256 della Svezia, il 241 della Danimarca e della Finlandia. Germania, Grecia e Spagna sono più vicine al dato Italia, ma restano comunque significativamente al di sopra: 186% la prima, 188% la seconda, 213 la terza. Dal 1995 al 2007, i Partner Ue hanno triplicato o più che triplicato i loro asset finanziari detenuti dal resto del Mondo (così han fatto Portogallo, Spagna e Grecia), mentre l'Italia ha avuto una dinamica chiaramente inferiore.

Confronto Italia-Ue

Dai dati appena descritti emerge una posizione singolare dell'Italia, che così si può ricapitolare:

- (a) Le attività finanziarie delle famiglie sono cospicue, frutto soprattutto del processo di accumulazione sino a tutti gli anni Ottanta;
- (b) Ma se da quelli delle famiglie si passa a valutare gli asset degli intermediari finanziari, la posizione si capovolge, e il comparto italiano diviene, assieme alla Grecia e alla Finlandia, quello con minor attivo finanziario in Ue, ampiamente staccato dalla media;
- (c) Il minor attivo finanziario dell'Italia spicca se si analizza il consolidato Paese. L'Italia è il Paese con minori asset finanziari in Ue assieme alla Grecia, marcatamente staccato dalla media. È, inoltre, il Paese che ha fatto registrare, sempre assieme alla Grecia, il processo di accumulazione di asset più lento dal 1995 ad oggi;
- (d) Resta sì un Paese prenditore netto di risorse dal resto del Mondo, ma gli asset finanziari esteri in Italia rappresentano, in percentuale del Pil, il valore più basso in Ue, mentre i Partner fanno registrare livelli doppi o addirittura tripli rispetto al loro Pil.

Sono le famiglie i veri imprenditori-azionisti? Se si analizzano gli spaccati per tipologia di asset (sempre su valori consolidati per comparto, anno 2007), è da sottolineare come il patrimonio azionario (e di altro equity) detenuto dalle famiglie italiane (81,2% del Pil, per lo più riferibile a società non quotate) sia il secondo più elevato dopo quello del Belgio, e si collochi oltre 30 p.p. sopra quello di Francia e Germania, e oltre 18 sopra la media Ue6. In capo agli intermediari finanziari italiani, il patrimonio azionario diviene, invece, il secondo più basso (28,8%, quasi un terzo di quello delle famiglie) dopo quello della Grecia, e staccato di oltre 40 p.p. di Pil dagli altri Partner. Identica osservazione può farsi nell'aggregato Paese: il patrimonio azionario è il 48% del Pil, tra le tre e le quattro volte quello della Grecia, ma tra 1/2 e 1/7 di quello degli altri Partner. Tra l'Italia e la media Ue ci sono ben 136 p.p. di Pil. Se poi si guarda al patrimonio azionario detenuto dall'Estero, il dato italiano è il più basso in assoluto: un 20,5% del Pil, contro valori tra le due e le undici volte dei Partner. Tra l'Italia e la media Ue ci sono ben 76 p.p. di Pil. Una speculare osservazione può esser fatta anche per il patrimonio in titoli obbligazionari: è dell'Italia il dato più elevato in Ue nel comparto famiglie, con un +38 p.p. di Pil rispetto alla media; mentre la stessa Italia è nettamente staccata in tutti gli altri comparti: -29 p.p. gli intermediari, -60 l'aggregato Paese, -24 la presenza estera.

Conclusioni: uno scarso sviluppo finanziario e forse qualche "incrocio" di troppo A fronte di cospicui asset finanziari detenuti dalle famiglie, il comparto degli intermediari finanziari ha un attivo finanziario consolidato inferiore agli omologhi comparti dei Partner. E anche a livello Paese, i Partner Ue hanno attivi consolidati nettamente più consistenti di quello italiano. A ciò si aggiunge che l'Italia è, oggi, il Partner che mostra il minor livello di asset finanziari in mano estera, staccata anche da Portogallo, Spagna e Grecia, e dopo una dinamica degli investimenti finanziari dall'Estero che, sull'arco 1995-2007, è stata nettamente più debole che in Europa. È la descrizione di un sistema economico che utilizza ancora poco le potenzialità della leva finanziaria ed è sempre meno capace di attrarre capitali esteri, soprattutto di equity, scoraggiati da bassa produttività, incerte opportunità imprenditoriali, insufficienti prospettive di crescita. Nel consolidamento sul comparto degli intermediari finanziari "scompaiono" le relazioni di partecipazione biunivoca e le altre relazioni di reciproca acquisizione di asset (titoli obbligazionari per esempio). Ma soprattutto viene nettato il cosiddetto "interbancario", ovvero il complesso delle risorse che le banche si prestano tra di loro, anche ad alta frequenza, per sopperire a momentanee necessità di liquidità; e sono nettati anche debiti/crediti commerciali sia tra banche che tra banche e altri intermediari finanziari7. Nel consolidamento Paese "scompaiono", oltre alla relazioni finanziarie interne8, anche i titoli del debito pubblico, il terzo più elevato al mondo, detenuto per circa la metà da soggetti nazionali.

Si scopre così che, oltre ad essere titolari di attivi finanziari cospicui, le famiglie italiane detengono un patrimonio in obbligazioni e azioni/equity significativamente più consistente, in percentuale di Pil, rispetto alle famiglie dei Partner Ue. Non si riscontra, tra le famiglie, quell'eccesso di avversione al rischio e di "conservatorismo finanziario" spesso additato tra i motivi della poca capacità di crescita dell'Italia9. Queste caratteristiche, invece, si riscontrano proprio in capo agli intermediari finanziari italiani che, sempre in termini di Pil e dopo consolidamento, hanno attivi di dimensioni significativamente più piccole della media Ue, soprattutto nella componente di azioni/equity. E a livello Paese questa conclusione si ritrova rafforzata, in particolare, per il patrimonio azionario, di oltre 136 p.p. di Pil sotto la media Ue.

A determinare questa posizione singolare dell'Italia nel panorama internazionale concorrono diversi fattori. Tra questi, sicuramente l'alto stock di debito pubblico, che porta con sé degli effetti di crowding-out degli investimenti privati10. C'è poi la mole dell'interbancario, il cui stock in Italia pesa per 580-590 miliardi di Euro, circa un terzo dello stock totale dei prestiti erogati dal sistema bancario11. Su questo punto, e su quello dei debiti/crediti commerciali, sarebbe utile un approfondimento, soprattutto in chiave di comparazione internazionale, per verificare sia il livello di efficienza/efficacia dell'interbancario, sia la concorrenzialità dei servizi che banche e intermediari finanziari si prestano tra loro. E un approfondimento meriterebbero anche le ragioni che possono esserci alla base di partecipazioni incrociate (che "scompaiono" nel consolidato) tra

banche, tra intermediari finanziari e tra banche e intermediari finanziari; questi "incroci, oltre che fonte di possibili effetti anticoncorrenziali, potrebbero esser tutt'uno con la relativa chiusura a capitali esteri che l'Italia mostra rispetto ai Partner europei.

Nel 2008 e nel 2009, questa conformazione della ricchezza finanziaria ha preservato l'Italia dalla deflagrazione della crisi. Ma adesso ci si deve domandare anche quanto abbia pesato in termini di mancata crescita negli ultimi quindici/venti anni e, soprattutto, quanto peserà nei prossimi anni sul recupero dell'economia e sulla riacquisizione di uno stabile percorso di sviluppo. 1. Cfr.

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database, "Financial Accounts", "Balance Sheets".

2. Nella definizione Eurostat, le famiglie comprendono anche le "non-profit organization serving households".

3. Il consolidamento, in questo caso, non è tra il complesso delle attività e delle passività in capo ai vari soggetti nei confronti di chicchessia. L'analisi si focalizza sul lato delle attività, e solo quando uno stesso soggetto ha, nei confronti di altri soggetti appartenenti allo stesso comparto (famiglie, intermediari finanziari, etc.), rapporti sia di prestatore che di prenditore di fondi, allora, nel definire i suoi asset finanziari, si considera il saldo netto delle posizioni in capo a tutti (consolidamento "within"). L'attivo finanziario di famiglie, intermediari e aggregato Paese è composto di attività sia nazionali che internazionali; l'attivo del resto del Mondo è composto da asset del Paese posseduti da soggetti esteri. Cfr. Eurostat (2002), "Manual on Sources and Methods for the compilation of ESA95 Financial Accounts - first edition", disponibile online.

4. Cfr. Cerm, <http://www.cermlab.it/grafici.php?doc=22> e <http://www.cermlab.it/grafici.php?doc=23>.

5. Circa la metà del debito pubblico italiano è detenuto da soggetti esteri.

6. Questo dato può esser letto anche alla luce della altissima quota di micro e piccole imprese, spesso a proprietà familiare.

7. Posizioni debitorie/creditorie che sorgono a fronte di prestazioni di servizi bancari/finanziari tra soggetti appartenenti al comparto bancario-finanziario.

8. Tra famiglie, operatori finanziari e operatori non finanziari (industria, terziario, etc.).

9. Normalmente, nei dibattiti viene sollevato il fatto che le famiglie italiane hanno propensione all'investimento immobiliare (in primis, la casa di abitazione, ma anche altro "mattone"), mentre sono restie a forme di impiego finanziario e, in particolar modo, a partecipazioni azionarie.

10. Nei prossimi anni, di bassa crescita e di debito pubblico proiettato al 118-120% del Pil, questo effetto di crowding-out potrebbe acutizzarsi

11. Cfr. Banca d'Italia, "Appendice alla Relazione Annuale", Maggio 2009. Lo stock di prestiti erogati al sistema produttivo ammonta a circa 1.500 miliardi di Euro; quello dei prestiti erogati ad istituzioni finanziarie e monetarie a circa 580 miliardi di Euro.

fonte: elaborazioni dell'autore su Eurostat

moneta e depositi = "notes and coins and deposits in national or foreign currency"

titoli diversi da azioni = "Securities other than shares, usually negotiable and traded on secondary markets, and that do not grant the holder any ownership rights"

prestiti = "financial assets created when creditors lend funds to debtors, either directly or through brokers, which are either evidenced by non-negotiable documents or not evidenced by documents"

azioni ed equity = "financial assets which represent property rights on corporations or quasi-corporations"

fondi = "shares issued by a specific type of financial corporation, whose exclusive purpose is to invest the funds collected on the money market, the capital market, and/or in real estate"

totale = oltre alle voci evidenziate, comprende: "insurance technical reserves of insurance corporations and pension funds; financial claims which are created as a counterpart of a financial or a non-financial transaction in cases where there is a timing difference between this transaction and the corresponding payment"

