

I FLUSSI ECONOMICI E FINANZIARI TRA SETTORI ISTITUZIONALI NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO DURANTE LA PANDEMIA

F. LILLA, G. MARINELLI, F. VERCELLI¹

Nel 2020 il saldo finanziario delle famiglie e delle società non finanziarie dell'area dell'euro è stato tra i più elevati dall'avvio della moneta unica con dinamiche sostanzialmente simili nelle principali economie dell'area. Le amministrazioni pubbliche hanno significativamente incrementato le proprie passività finanziarie per sostenere il finanziamento delle misure di contrasto alla crisi pandemica. La rete delle transazioni finanziarie mostra il ruolo chiave svolto dalle istituzioni finanziarie monetarie, che comprendono le banche centrali, nella canalizzazione dei risparmi dei settori privati verso le amministrazioni pubbliche.

Dall'analisi dei dati di contabilità nazionale e dei conti finanziari, emerge che nel 2020 i redditi dei settori privati non finanziari dell'area dell'euro hanno registrato la contrazione più forte degli ultimi venti anni, solo in parte contrastata dalle misure di sostegno introdotte dalle amministrazioni pubbliche. Con il crollo dei consumi e la riduzione degli investimenti in capitale fisso e abitazioni, nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro si è osservato un ingente flusso di risparmio da parte delle famiglie, il più elevato dall'avvio dell'unione monetaria.

Il saldo finanziario è stato positivo per le società non finanziarie, che hanno ridotto fortemente i propri investimenti. Le amministrazioni pubbliche hanno finanziato il maggiore indebitamento netto, dovuto all'ampliamento della spesa per prestazioni sociali e alla riduzione del gettito delle imposte, tramite l'emissione di titoli di debito.

Le società finanziarie hanno registrato una significativa espansione sia delle attività sia delle passività finanziarie, mettendo in atto una marcata trasformazione per scadenze nel proprio conto patrimoniale. L'attività di intermediazione finanziaria ha pertanto indirettamente facilitato il finanziamento delle amministrazioni pubbliche da parte dei settori in avanzo finanziario, prevalentemente attraverso l'impiego della maggiore raccolta di depositi bancari nell'acquisto di titoli pubblici.

La centralità delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) nel canalizzare il risparmio dei settori in surplus finanziario verso le amministrazioni pubbliche è evidenziata dall'analisi della rete dei flussi di transazioni finanziarie tra i settori istituzionali (figura 1). Un aspetto comune a tutti i paesi è stato infatti il significativo flusso di depositi verso le IFM al quale si è accompagnato un equivalente flusso di

¹ Banca d'Italia. Le opinioni espresse sono personali e non riflettono necessariamente la posizione della Banca d'Italia. Si ringraziano A. Brandolini, S. Fabiani, L. Infante, A. Rosolia e G. Semeraro per i commenti al lavoro.

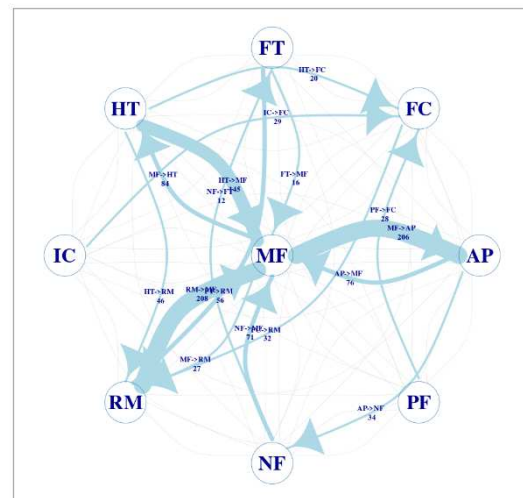
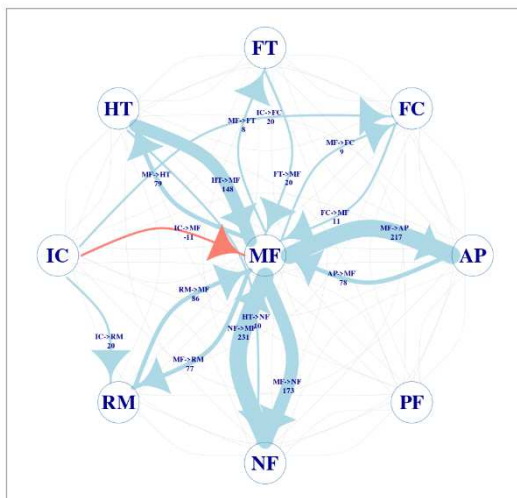
acquisti da parte delle IFM di titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche. Le risorse finanziarie usate dalle IFM hanno beneficiato, in tutti i paesi, della cospicua raccolta di depositi presso le famiglie, a cui si è aggiunta quella presso le società non finanziarie in Francia e in Italia e quella presso non residenti in Germania e in Spagna. I prestiti complessivi alle famiglie sono notevolmente aumentati in Francia e Germania; la crescita è stata moderata in Italia, negativa in Spagna. Le esposizioni attive delle IFM verso le società non finanziarie sono cresciute in maniera significativa in tutte le maggiori economie, fatta eccezione per la Germania dove invece sono rimaste stabili.

Figura 1

Rete delle transazioni finanziarie intersettoriali nell'area dell'euro nel 2020
(miliardi di euro)

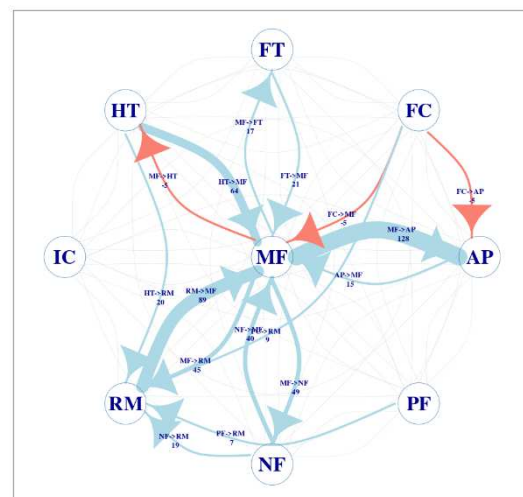
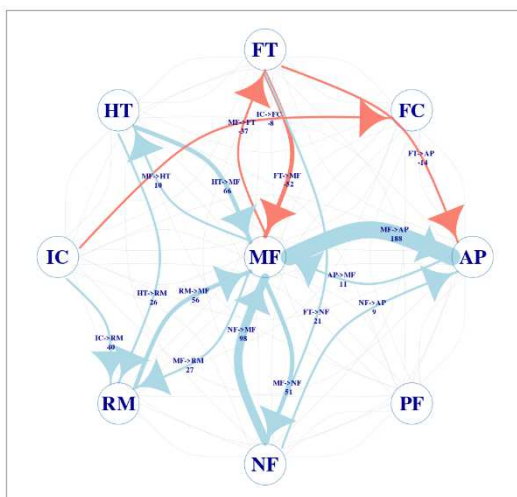
Francia

Germania



Italia

Spagna



Fonte: Banca Centrale Europea e Banca d'Italia. La figura riporta i flussi di transazioni tra settori istituzionali nel 2020 sulla base delle statistiche armonizzate sui Conti finanziari. I settori rappresentati sono: società non finanziarie (NF), istituzioni finanziarie monetarie (MF), fondi comuni di investimento non monetari (FC), assicurazioni (IC), fondi pensione (PF), altri intermediari finanziari (FT), amministrazioni pubbliche (AP), famiglie e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (HT) e resto del mondo (RM). Gli strumenti finanziari considerati nel calcolo dei flussi di transazioni tra settori sono: depositi, titoli di debito, prestiti, azioni quotate, quote di fondi comuni di investimento. Le frecce, originate dal settore creditore e terminanti nel settore debitore, indicano un aumento (in azzurro) o una diminuzione (in rosso) dell'esposizione del settore creditore verso il settore debitore e hanno spessore crescente nell'ammontare del flusso in valore assoluto. I flussi intersettoriali di ammontare minore sono rappresentati dalle linee grigie a fini di leggibilità.

Le famiglie

Nel 2020 i redditi primari (da lavoro e da proprietà) delle famiglie dell'area dell'euro sono calati del 3,1 per cento a prezzi correnti, il calo più forte dall'avvio dell'unione monetaria (figura 2.a)². Tuttavia il reddito lordo disponibile del settore è lievemente aumentato rispetto al 2019 (0,2 per cento) grazie all'eccezionale espansione dei trasferimenti sociali netti a favore delle famiglie (figura 2.b)³. Nonostante che gli interventi pubblici abbiano sostenuto i redditi, i consumi sono crollati del 7,6 per cento. La spesa per consumi delle famiglie era sempre cresciuta nell'ultimo ventennio, con l'eccezione del 2009, quando il calo era stato tuttavia molto più contenuto di quello recente.

La dinamica congiunta del reddito lordo disponibile e dei consumi ha pertanto determinato un aumento, nel complesso dell'area, del rapporto tra risparmio lordo e reddito lordo disponibile, dal 13,1 al 20 per cento tra il 2019 e il 2020. L'accresciuto risparmio non è stato convogliato verso investimenti lordi in abitazioni e capitale fisso, che al contrario si sono ridotti, bensì ha determinato una crescita del saldo finanziario in rapporto al reddito lordo disponibile (dal 3,9 all'11,3 per cento, figura 3). In termini pro capite, il saldo finanziario è passato da poco più di 800 euro nel 2019 a quasi 2.400 euro nel 2020.

Nel confronto tra le quattro maggiori economie, la crisi pandemica ha colpito i redditi primari soprattutto in Italia e Spagna, con una riduzione di circa il 7 per cento a prezzi correnti (figura 2.a): i trasferimenti sociali netti, cresciuti in maniera rilevante in entrambi i paesi, hanno attutito l'impatto sui redditi senza però riuscire a controbilanciarlo pienamente (nei due paesi il reddito lordo disponibile è calato di circa il 3 per cento; figura 2.b). Le famiglie francesi e tedesche, invece, hanno subito una riduzione dei redditi primari meno accentuata (-3,6 e -1,2 per cento, rispettivamente) che, sommata ai trasferimenti sociali netti, ha spinto il reddito lordo disponibile a un aumento appena sotto l'1 per cento in entrambi i paesi.

L'Italia e la Spagna sono anche state accomunate da un calo dei consumi delle famiglie superiore al 10 per cento a prezzi correnti, a fronte di riduzioni meno pronunciate, per quanto ampie, in Francia e in Germania (-6,6 e -5,4 per cento, rispettivamente). Ne è conseguito un maggiore aumento del risparmio lordo delle famiglie spagnole e italiane rispetto al 2019 (rispettivamente dal 6,3 al 14,7 per cento e dal 10,1 al 17,6 per cento in rapporto al reddito lordo disponibile). Il tasso di risparmio lordo è aumentato in modo sostenuto anche in Francia e in Germania dove, partendo da livelli elevati già prima della crisi, ha ampiamente superato il 20 per cento. In tutti i paesi il tasso di risparmio lordo ha raggiunto livelli mai registrati negli ultimi vent'anni.

Come nel complesso dell'area, gli investimenti lordi in abitazioni e capitale fisso si sono fortemente ridotti anche nelle principali economie, soprattutto in Spagna, Francia e Italia, determinando una crescita del saldo finanziario in rapporto al reddito lordo disponibile in tutti e quattro i paesi, in particolare in Spagna (dallo 0,4 al 9,9 per cento) e in Italia (dall'1,9 al 10,4 per cento); l'aumento è stato inferiore alla media in Francia e in Germania (figura 3). In termini pro capite, l'accreditamento netto è aumentato tra i 1.300 e i 1.400 euro circa in tutti e quattro i paesi, partendo però da livelli nel 2019 molto diversi tra i paesi (circa 2.300 euro in Germania, 1.000 in Francia, 400 in Italia e 100 in Spagna).

Il saldo finanziario delle famiglie dell'area dell'euro ha comportato una crescita delle attività finanziarie per un importo pari al 4,1 per cento delle consistenze dell'anno precedente: un valore tanto elevato era stato osservato solo nel 2005. L'espansione è stata maggiore in Germania e in Francia, più moderata in Spagna e in Italia, dove tuttavia non si registravano tassi di crescita tanto elevati dal 2006.

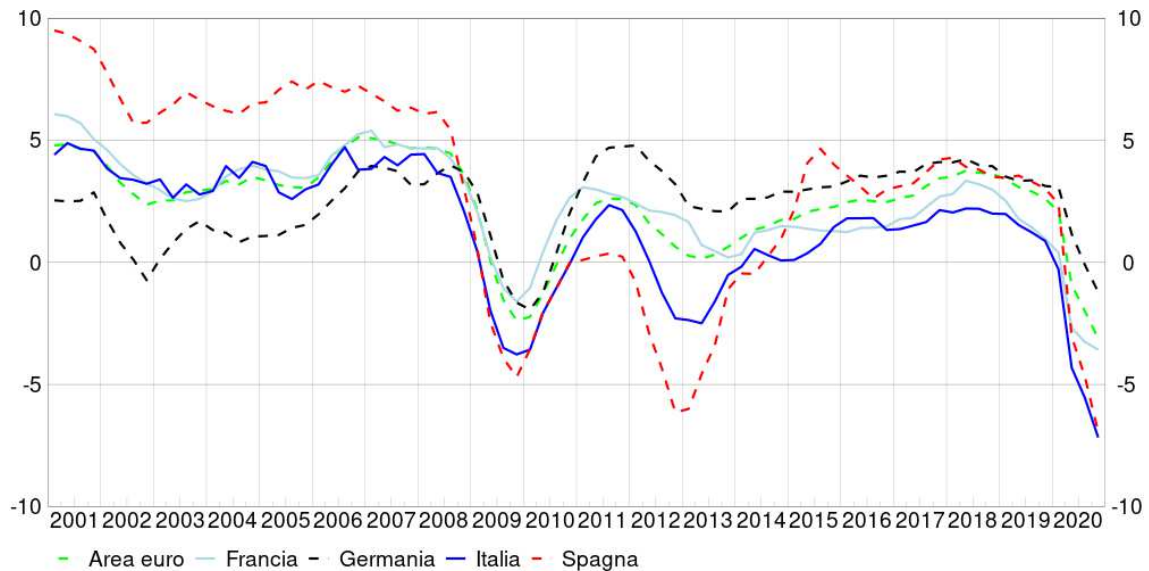
² È indicato per brevità come "famiglie" il settore composto da famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

³ I trasferimenti sociali netti sono pari alle prestazioni sociali (incluse le pensioni) ricevute dalle famiglie al netto dei contributi da esse versati agli enti di previdenza e ai fondi pensione.

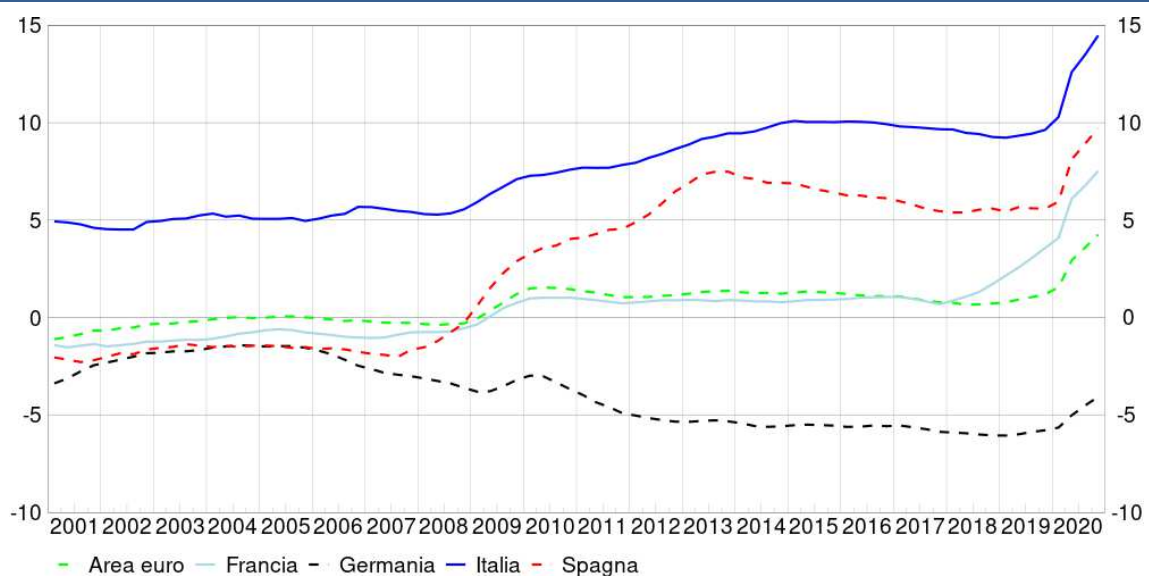
Figura 2

Famiglie: redditi primari e trasferimenti sociali netti

(a) Redditi primari
(dati trimestrali; tassi di crescita annuali)



(b) Trasferimenti sociali netti alle famiglie
(dati trimestrali; in percentuale del reddito lordo disponibile)

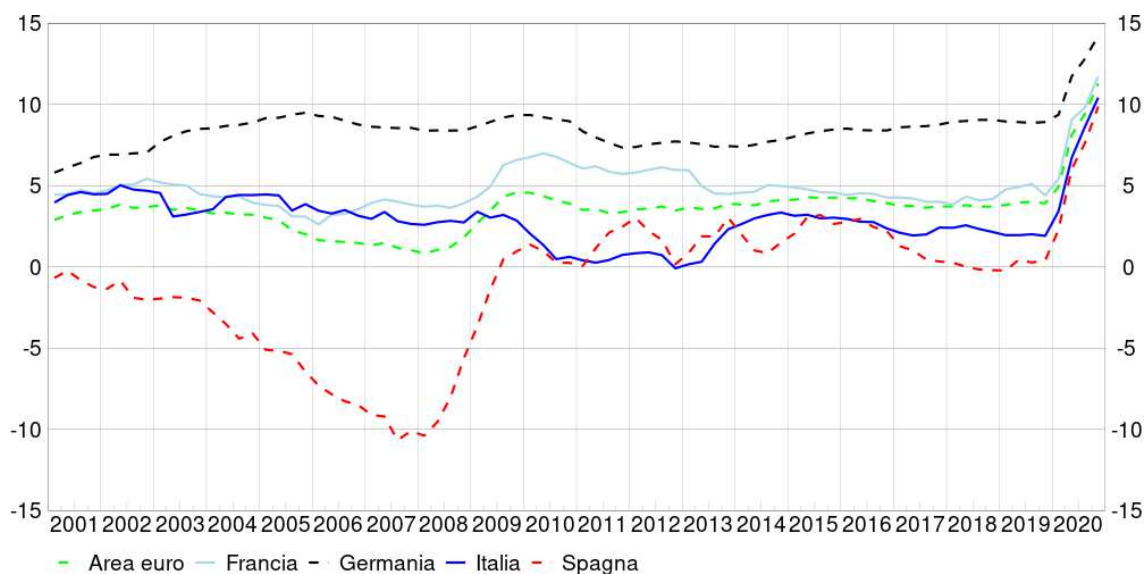


Fonte: Banca Centrale Europea e Banca d'Italia.

Le scelte di portafoglio delle famiglie dell'area sono state caratterizzate da una forte preferenza per la liquidità. I depositi sono cresciuti a un tasso di poco inferiore all'8 per cento, il più elevato dalla nascita dell'unione monetaria (figura 4). La Francia ha registrato il più elevato tasso di crescita, quasi il 10 per cento, mentre Spagna e Germania sono state in linea con la media. In Italia l'espansione dei depositi è stata leggermente più contenuta (7,2 per cento) ma, come negli altri paesi, spiega gran parte della crescita delle attività finanziarie.

Figura 3

Saldo finanziario delle famiglie
(dati trimestrali; in percentuale del reddito lordo disponibile)



Fonte: Banca Centrale Europea e Banca d'Italia.

In termini pro capite, i depositi delle famiglie dell'area dell'euro sono cresciuti di 2.000 euro, con importi superiori alla media in Germania e Francia (2.500 e 2.400 euro rispettivamente) e inferiori in Italia e Spagna (1.700 e 1.500 euro rispettivamente). Alla fine del 2020 il peso dei depositi sulla ricchezza finanziaria delle famiglie (al lordo delle passività) si è attestato nel complesso dell'area al 34,2 per cento (figura 4). In Spagna i depositi hanno raggiunto il 42,2 per cento delle attività finanziarie delle famiglie, superando la quota della Germania (40,2 per cento); il peso per l'Italia è invece simile a quello della media dell'area e quello per la Francia lievemente inferiore (29,2 per cento).

Il peso delle quote di fondi comuni e delle riserve assicurative sul totale delle attività finanziarie delle famiglie dell'area dell'euro è rimasto stabile nel 2020. Si è osservata invece una modesta riduzione del peso delle azioni (dal 18,5 al 17,4 per cento), che è stata più marcata in Spagna (dal 28,1 al 23,0 per cento); il peso delle azioni è invece leggermente cresciuto in Germania.

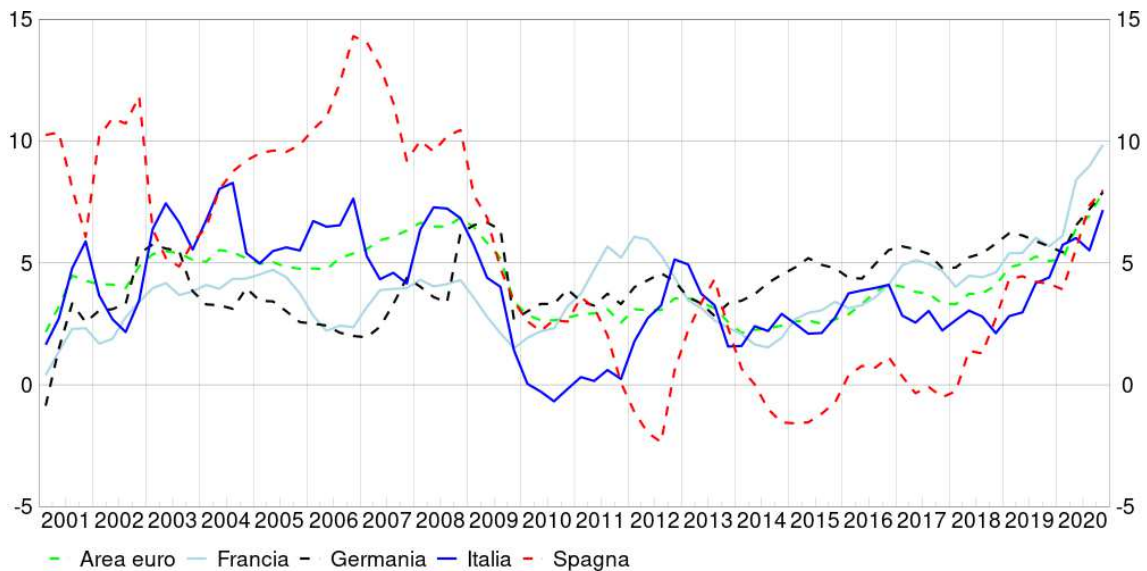
I prestiti delle banche e degli altri intermediari finanziari alle famiglie hanno continuato a crescere (3,1 per cento nel complesso dell'area), sostenuti dall'orientamento espansivo della politica monetaria, seppure a un ritmo leggermente minore rispetto a quanto osservato nel 2019 (3,6 per cento). La crescita è stata superiore alla media in Francia e Germania e più contenuta in Italia; in controtendenza, i prestiti si sono ridotti in Spagna (-0,6 per cento).

Nel 2020 le famiglie dell'area dell'euro hanno in media registrato guadagni in conto capitale, calcolati come differenza tra la variazione delle consistenze e i flussi finanziari, pari allo 0,9 per cento della ricchezza finanziaria netta dell'anno precedente. Le perdite registrate in media sulle azioni sono infatti state più che compensate dalla rivalutazione positiva delle riserve assicurative. Si sono osservati guadagni in conto capitale sia in Francia che in Germania, dove le azioni hanno registrato una rivalutazione positiva; le famiglie italiane, invece, hanno subito perdite contenute (-0,6 per cento della ricchezza netta dell'anno precedente), trainate dalla componente azionaria (-5,6 per cento). Le perdite più forti in conto capitale si sono registrate in Spagna, dove la forte svalutazione delle azioni, superiore al 18 per cento, è stata solo marginalmente compensata dall'andamento dei prezzi degli altri strumenti.

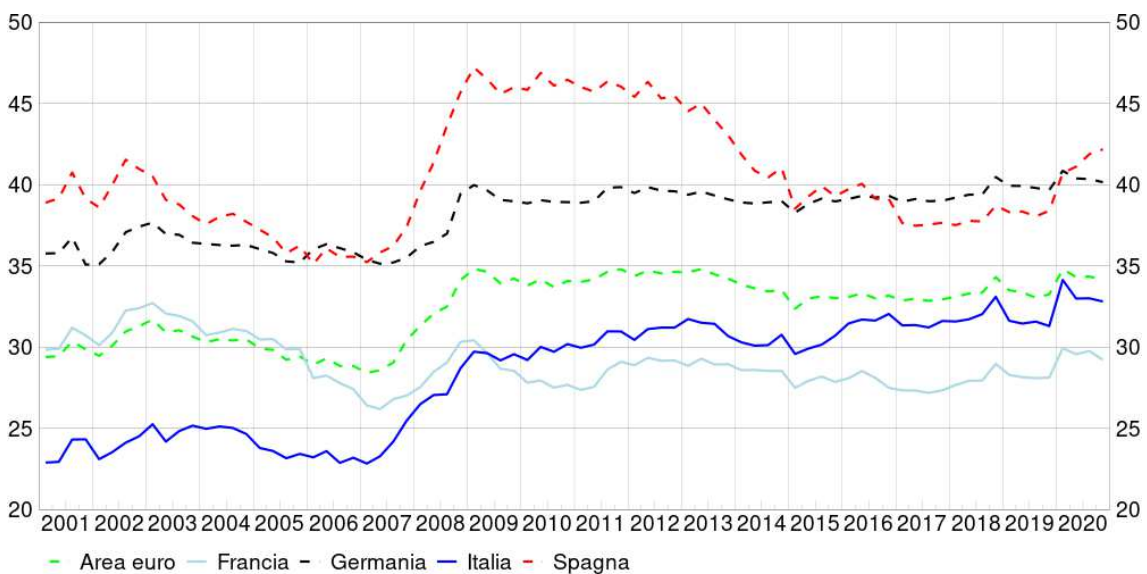
Figura 4

Depositi delle famiglie

(a) Tassi di crescita
(dati trimestrali; tassi di crescita annuali)



(b) Quota sul totale delle attività finanziarie
(dati trimestrali; in percentuale del totale delle attività finanziarie)



Fonte: Banca Centrale Europea e Banca d'Italia.

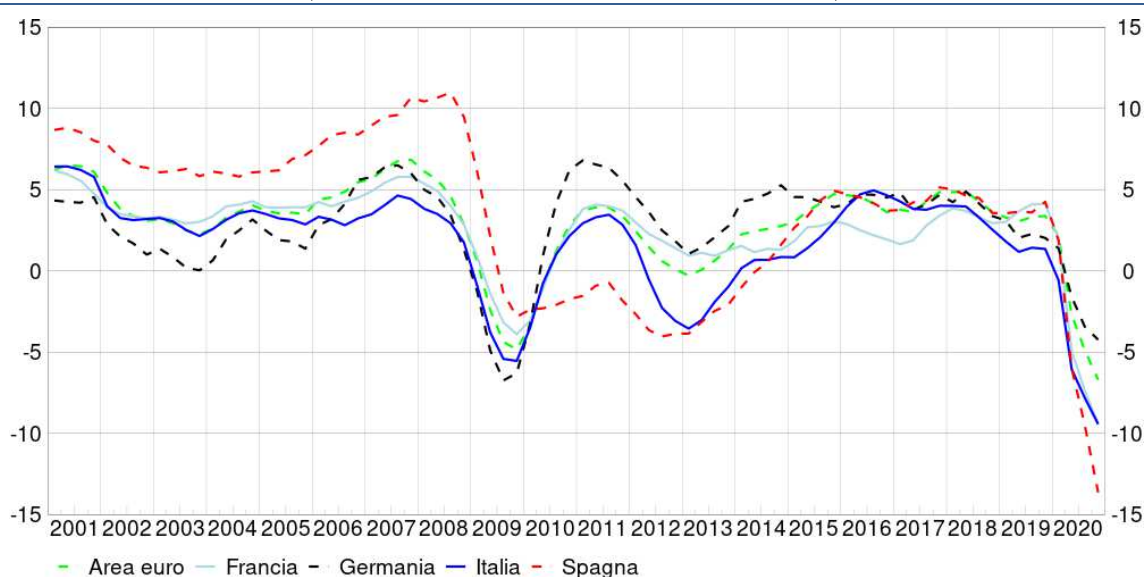
Le società non finanziarie

Nel 2020 le imprese dell'area dell'euro hanno registrato una riduzione dei profitti del 7,7 per cento rispetto all'anno precedente, trainata da un calo del valore aggiunto lordo (-6,7 per cento) decisamente più ampio di quello osservato durante la crisi finanziaria del 2009 (-4,8 per cento, figura 5.a). Tra le maggiori economie, la riduzione del valore aggiunto è stata più marcata in Spagna (-13,6 per cento) e in Italia e in Francia (-9,4 per cento), più contenuta in Germania (-4,2 per cento).

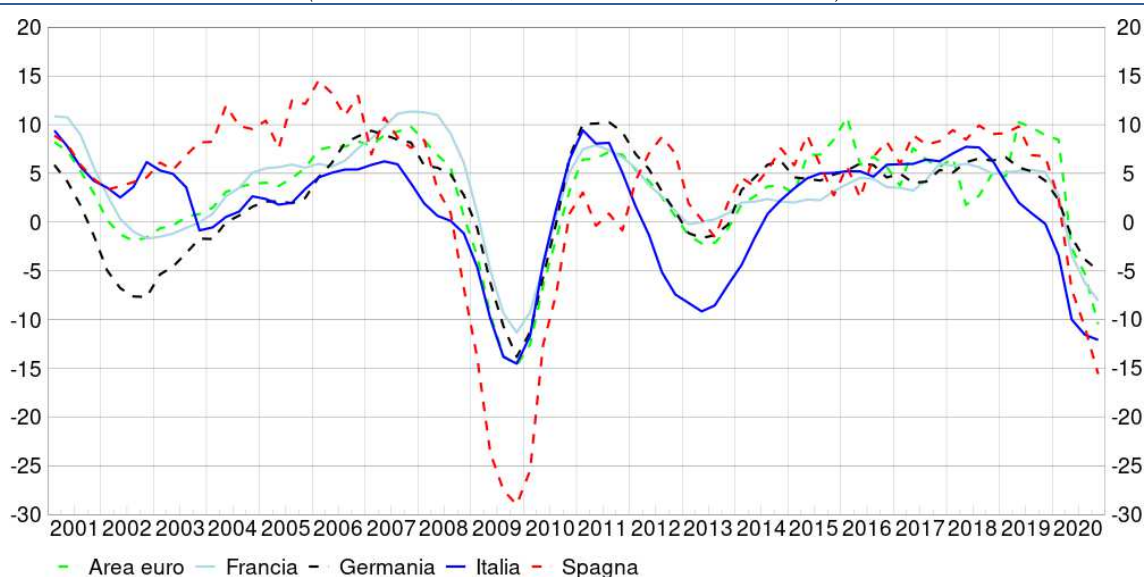
Figura 5

Società non finanziarie: valore aggiunto e investimenti

(a) Valore aggiunto

(dati trimestrali; tassi di crescita annuali)

(b) Investimenti

(dati trimestrali; tassi di crescita annuali)

Fonte: Banca Centrale Europea e Banca d'Italia.

La contrazione dell'attività economica e l'incertezza sulle prospettive hanno determinato una riduzione significativa degli investimenti fissi lordi (-10,5 per cento) che è stata, in tutti i paesi, la più profonda dalla crisi finanziaria (figura 5.b). Il calo è stato molto più accentuato in Spagna (-15,6 per cento) e in Italia (-12,1 per cento) che in Francia (-8,1 per cento) e in Germania (-5 per cento).

Il calo degli investimenti ha più che compensato quello del valore aggiunto e dei profitti, determinando un saldo finanziario positivo per il complesso delle imprese dell'area (2,3 per cento del valore aggiunto, da -0,4 nel 2019). Tra i quattro paesi, solo in Francia la contrazione degli investimenti è stata più

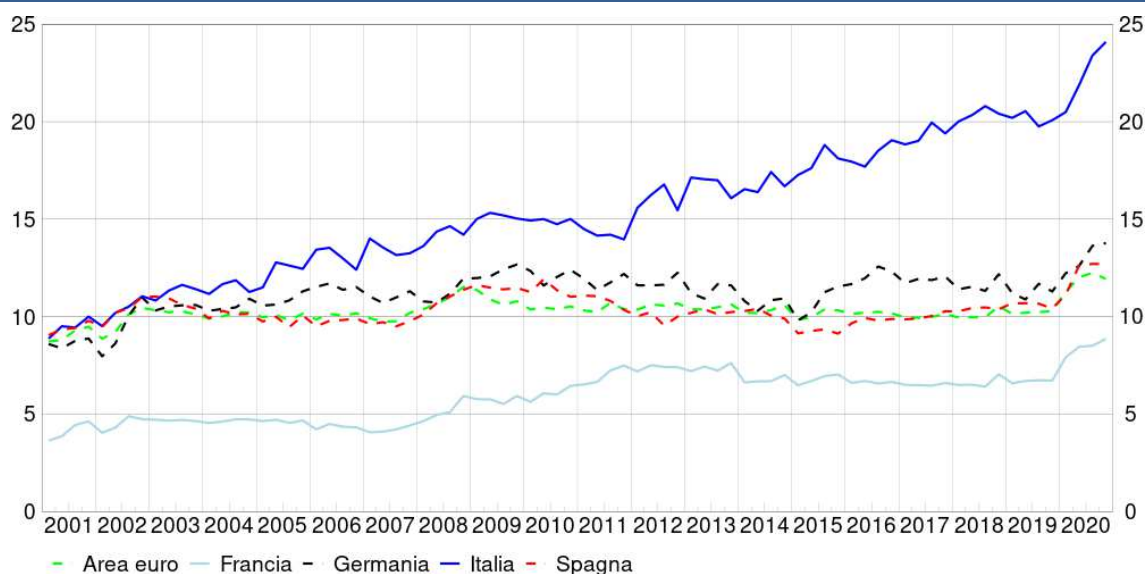
contenuta di quella dei profitti (-16,7 per cento), determinando un saldo finanziario negativo (-1,1 per cento del valore aggiunto).

Le attività finanziarie delle imprese dell'area sono aumentate del 3,1 per cento, guidate principalmente dal flusso positivo di depositi (figura 6.a). In Italia e in Francia la crescita dei depositi è stata più elevata (22,4 e 22,3 per cento, rispettivamente); in Germania e in Spagna più contenuta (17,3 e 15 per cento).

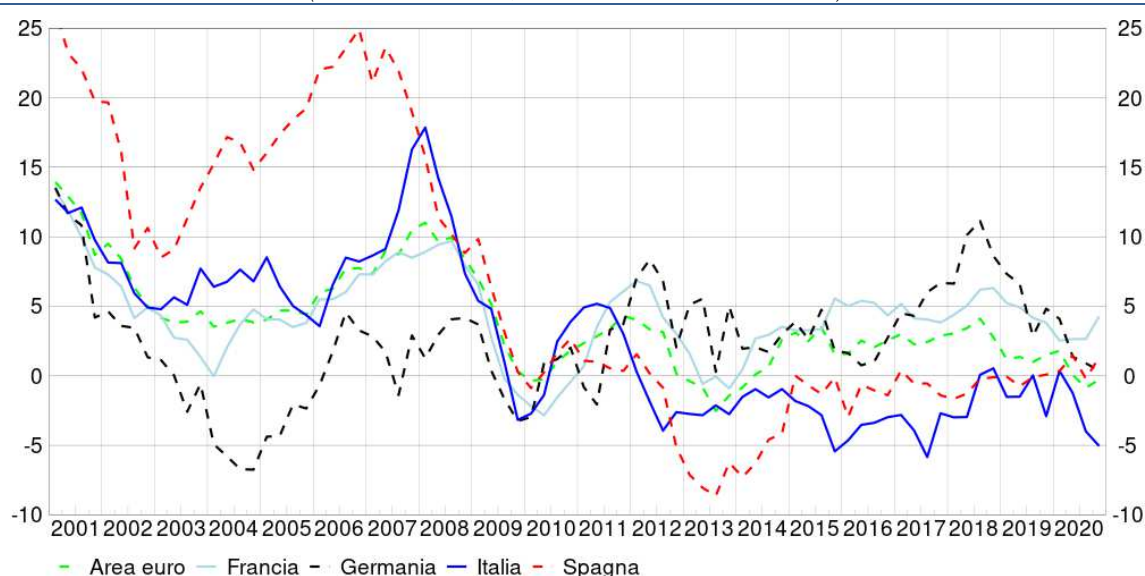
Figura 6

Società non finanziarie: depositi e debiti finanziari netti

(a) Depositi delle società non finanziarie
(dati trimestrali; in percentuale del totale delle attività finanziarie)



(b) Debiti finanziari netti
(dati trimestrali; tassi di crescita annuali)



Fonte: Banca Centrale Europea e Banca d'Italia.

A differenza di quanto osservato nel 2009, nel 2020 i prestiti alle imprese sono cresciuti del 3,4 per cento nell'area e a tassi pressoché analoghi nei maggiori paesi, con l'eccezione della Francia dove l'aumento è stato più marcato (6,9 per cento). Si è inoltre registrata una ricomposizione delle scadenze

a favore di quelle più lunghe; l'espansione della componente a medio-lungo termine (4,9 per cento) ha più che compensato la contrazione dei prestiti a breve termine (-0,7 per cento).

I debiti finanziari al netto delle attività liquide hanno avuto tuttavia un andamento eterogeneo tra paesi: in Francia e in Spagna sono aumentati (4,3 e 1,3 per cento, rispettivamente), in Germania sono rimasti stabili (0,4 per cento) mentre l'Italia ha registrato una riduzione del 5,1 per cento, tra le più rilevanti degli ultimi venti anni (figura 6.b).

Le amministrazioni pubbliche e le società finanziarie

Nel 2020 le amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro hanno incrementato le prestazioni sociali del 10,2 per cento; la crescita è stata in linea con la media europea in Italia e in Francia, leggermente inferiore in Germania e superiore in Spagna. L'ampliamento della spesa per prestazioni sociali e la contemporanea riduzione del gettito delle imposte, particolarmente marcata in Spagna, hanno comportato un rilevante aumento dell'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, che ha raggiunto il 7,2 per cento del PIL nel complesso dell'area (da 0,6 nel 2019). L'indebitamento netto è stato finanziato prevalentemente tramite emissioni nette di titoli pubblici, per un ammontare di circa 1.000 miliardi di euro nel complesso dell'area, pari al 10,6 per cento delle consistenze dell'anno precedente (15 per cento in Germania, 11,9 in Francia, 8,1 in Spagna e 6,4 per cento in Italia).

All'eccezionale aumento delle passività delle amministrazioni pubbliche ha corrisposto un ingente flusso di acquisti di titoli di debito da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), che comprendono le banche centrali, oltre alle banche, i fondi comuni monetari, gli istituti di moneta elettronica e, per l'Italia, la Cassa depositi e prestiti. L'incidenza dei titoli del debito pubblico dell'area sul totale delle attività finanziarie delle IFM è salita nel complesso all'11,7 per cento (dal 9,9 nel 2019). Considerando solamente i titoli del debito sovrano di ciascun paese, l'incidenza è cresciuta al 20,8 per cento (dal 18,3) per le IFM italiane, valore superiore a quello di Spagna (16 per cento), Germania e Francia (6 per cento in entrambi i paesi).

Gli acquisti di titoli pubblici hanno ulteriormente accentuato l'importanza delle IFM nel finanziamento delle amministrazioni pubbliche: la quota di titoli di debito emessi da amministrazioni pubbliche dell'area detenuta da IFM residenti nell'area è salita al 45,3 per cento (38,9 nel 2019). Considerando i titoli del debito sovrano di ciascun paese e le IFM in esso residenti, tale quota è più elevata per Italia, Spagna e Germania (42, 44 e 37 per cento) e più bassa per la Francia (29 per cento).

Nel 2020 il bilancio delle IFM dell'area dell'euro si è significativamente accresciuto grazie a un flusso di transazioni finanziarie di quasi 6.000 miliardi di euro all'attivo, pari al 16 per cento delle consistenze dell'anno precedente, il valore più elevato dall'introduzione dell'euro (figura 7). L'espansione è stata simile in Germania, in Italia e in Spagna e più accentuata in Francia (24 per cento).

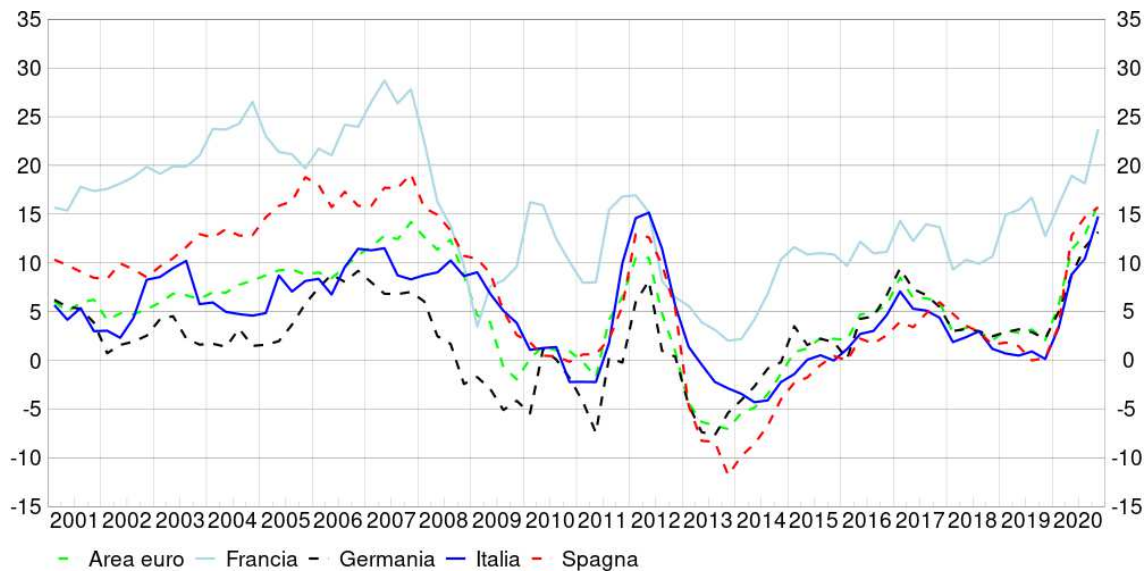
L'aumento delle attività finanziarie delle IFM è stato in gran parte trainato dal flusso di investimenti finanziari delle banche centrali dell'area dell'euro, pari al 37 per cento delle consistenze di attività finanziarie in portafoglio alla fine del 2019. Il valore è stato simile nelle maggiori economie e significativamente più elevato per la Francia (51 per cento). Due terzi della crescita nel complesso dell'area sono stati determinati dalle operazioni di rifinanziamento (terza serie di operazioni mirate a più lungo termine, OMRLT-III) e un terzo dal Piano di acquisto per l'emergenza della pandemia (PEPP). I titoli di debito in portafoglio, per lo più emessi da amministrazioni pubbliche, sono aumentati di circa un terzo nella media dell'area dell'euro e in maniera omogenea tra paesi.

L'attivo delle IFM diverse dalle banche centrali è cresciuto del 10,4 per cento nella media dell'area, riflettendo principalmente l'aumento dei depositi, per lo più presso il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). L'aumento è stato simile in Italia e Spagna, più elevato in Francia (20,4 per cento) e più contenuto Germania (circa 7 per cento). I titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area rappresentano in media il 5,7 per cento delle attività delle altre IFM residenti; i titoli pubblici

italiani sono invece l'11 per cento delle attività finanziarie delle altre IFM italiane, il valore più alto degli ultimi 20 anni. Al passivo del settore, la raccolta di depositi, cresciuta di oltre 2.800 miliardi nel complesso dell'area (di cui circa il 40 per cento detenuto da famiglie e imprese), ha accelerato al 13,3 per cento, il valore più elevato dalla crisi dei debiti sovrani nel 2012.

Figura 7

Attività finanziarie delle istituzioni finanziarie monetarie
(dati trimestrali; tasso di crescita annuale)



Fonte: Banca Centrale Europea e Banca d'Italia.

L'espansione dei bilanci degli intermediari finanziari diversi da IFM è stata più moderata. Le attività finanziarie delle società di assicurazione sono aumentate del 2,3 per cento nel 2020 per effetto del contributo degli investimenti in quote di fondi comuni. La crescita delle riserve tecniche al passivo del settore assicurativo ha rallentato al 2,1 per cento (dal 3,3), con un andamento simile nelle maggiori economie, fatta eccezione per l'Italia dove invece è restata pressoché stabile al 3 per cento. La raccolta dei fondi di investimento ha rallentato al 3,3 per cento (dal 5,1) nella media dell'area dell'euro; in Italia è cresciuta del 2 per cento, come l'anno precedente. Gli altri intermediari finanziari hanno registrato una riduzione delle attività finanziarie (-2,1 per cento), ancor più marcata in Italia (-5 per cento), a fronte della forte espansione di Francia e Germania (13 e 15 per cento) per effetto dell'aumento, rispettivamente, di derivati e prestiti in portafoglio.