

20 luglio 2020

Il Sole **24 ORE**

QUEI 150 MILIARDI IN FUGA VERSO I “PORTI SICURI” TEDESCHI: COSA È SUCCESSO DAVVERO

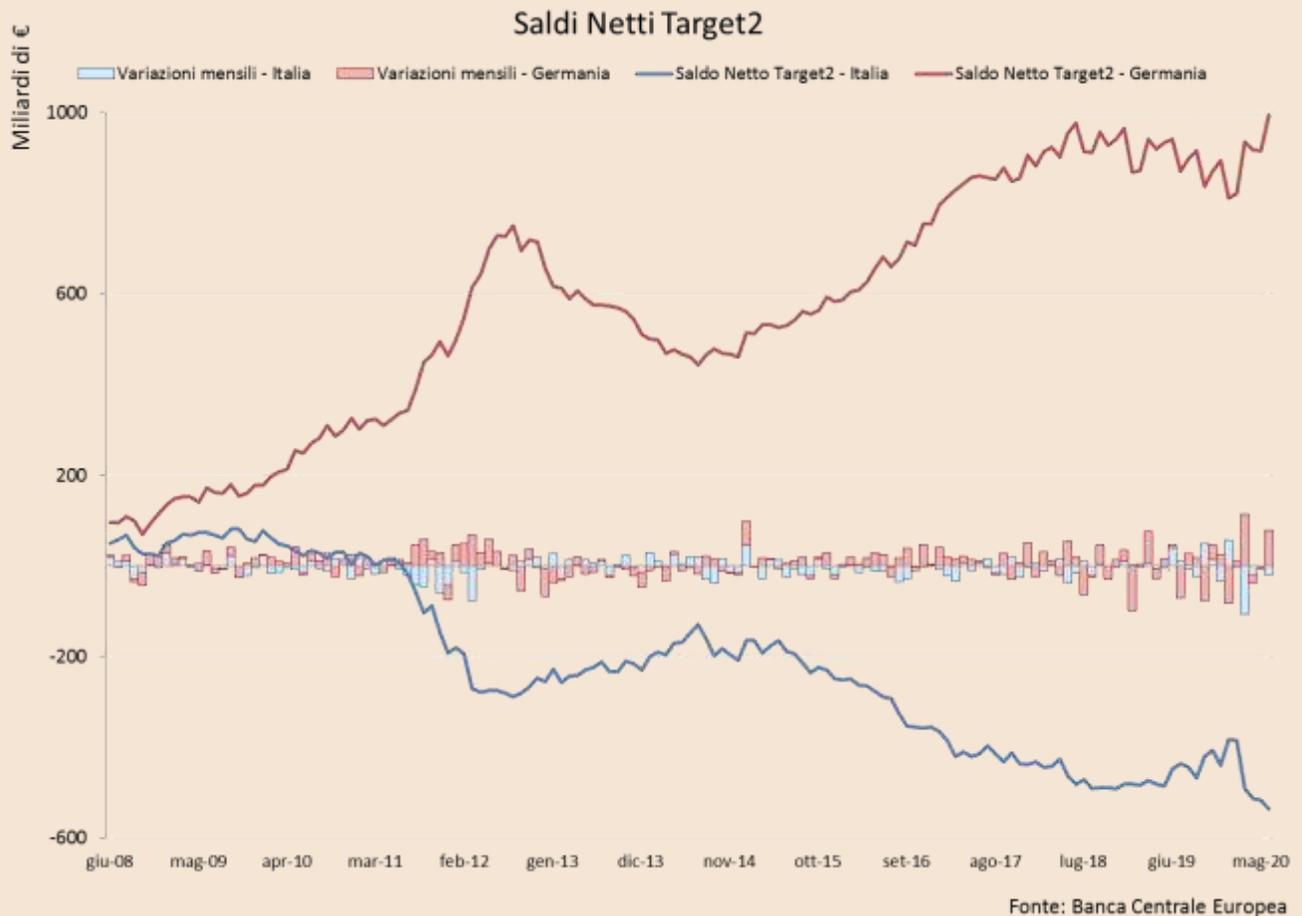
di Marcello Minenna

Tra marzo e giugno 2020 circa 150 miliardi di € hanno lasciato l'Italia durante il picco dell'emergenza pandemica diretti verso lidi più sicuri. La riapertura dell'economia e la normalizzazione dell'emergenza sanitaria non hanno però favorito il ritorno di questa liquidità, che resta impiegata all'estero. Il dato del saldo debitorio Target2 (T2) di Banca d'Italia riflette questa situazione: ora è a -536,2 miliardi, un record negativo assoluto, anche se il declino sembra essersi stabilizzato.

T2 è il sistema di pagamenti interbancari transfrontalieri dell'Eurozona. Il saldo netto T2 misura il debito/credito di una banca centrale nei confronti delle banche centrali nazionali (BCN) appartenenti all'Eurosistema; è una misura contabile aggregata dei flussi di liquidità da e verso l'estero a seguito di transazioni degli operatori finanziari nazionali. Il dato ci sta quindi dicendo che 150 miliardi hanno lasciato il Paese, ma non chiarisce ovviamente per quali ragioni né le destinazioni finali di queste somme.

Qualcosa in più si evince dal confronto del saldo T2 italiano con quello tedesco, che tradizionalmente è sempre molto positivo, dato che la *Bundesbank* è in credito nei confronti del resto dell'Eurosistema per via dei persistenti afflussi di liquidità verso l'economia tedesca. Non a caso, il saldo T2 della Germania ha subito da gennaio un forte incremento di circa +180 miliardi, portando il credito della *Buba* verso le altre BCN oltre i massimi storici (cfr. Figura 1).

Figura 1

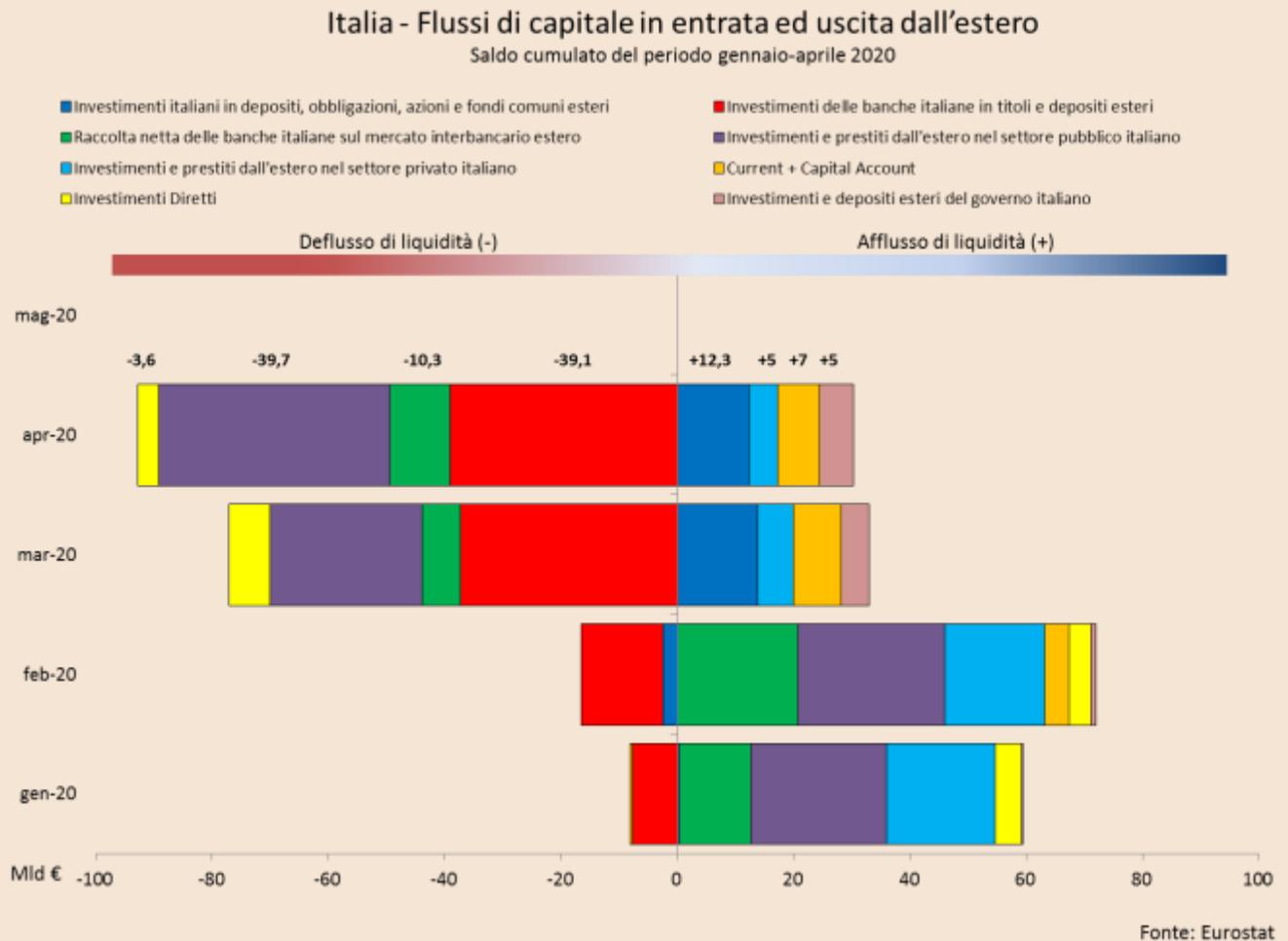


Ovviamente non c'è sempre corrispondenza, né un nesso causale diretto tra le variabili, ma in situazioni di particolare crisi (vedi l'autunno 2011) i saldi T2 di Italia e Germania tendono a comportarsi in maniera speculare per via del prevalere di dinamiche di fuga della liquidità verso i c.d. “porti sicuri” (*safe haven*).

La fuga di liquidità dall'Italia: il dettaglio

Con la pubblicazione dei dati della bilancia dei pagamenti di marzo ed aprile 2020 per Italia e Germania è possibile finalmente avere un quadro contabile chiaro dei fattori determinanti di questo imponente trasferimento di liquidità transfrontaliero (cfr. Figura 2).

Figura 2



Dai dati di Figura 2 appare in evidenza la drammatica inversione dei flussi registrata in Italia ad inizio marzo 2020, dopo 2 mesi di tranquillità in cui si era osservata una prevalenza di afflussi di liquidità dall'estero verso i titoli di stato nazionali (barre viola, +25 miliardi) e quelli del settore privato non finanziario (barre celesti, +17 miliardi), insieme ad un'espansione dell'esposizione debitoria delle banche nazionali (+20 miliardi, barre verdi). A fine febbraio appariva anche positivo il saldo degli investimenti diretti (+3,7 miliardi, barre gialle).

Due mesi dopo l'emergenza pandemica aveva stravolto il quadro, in special modo per le banche: a fine aprile si registrava una riduzione degli *stock* di titoli governativi detenuti da soggetti esteri per -39,7 miliardi. Questi titoli sono stati acquistati in parte dalla Banca d'Italia grazie al potenziamento del *Quantitative*

Easing (QE) ed al varo del programma speciale pandemico PEPP ed in parte dalle banche nazionali con i prestiti ricevuti dalla BCE stessa. Nel frattempo le banche aumentavano il proprio *stock* di titoli e depositi esteri per altri 40 miliardi (barre rosse), verosimilmente per alleggerire l'aumentata esposizione al rischio Italia. Il credito verso le banche italiane, fino a febbraio in espansione, registrava un brusco cambiamento di rotta con una riduzione di 10 miliardi a fine aprile. Anche qui c'è da supporre ragionevolmente che le banche estere abbiano ridotto i rischi verso il sistema bancario italiano anticipando l'impatto imminente di una forte recessione.

La liquidità in ingresso in questi due mesi *horribilis* per l'economia italiana è stata veramente poca. Si sono registrati +12,3 miliardi (barre blu) derivanti dalla monetizzazione di una piccola parte delle attività finanziarie del settore privato detenute all'estero; si tratta della prima riduzione dal 2014 dopo anni di crescita ininterrotta che hanno portato il settore privato nazionale ad accumulare un "tesoretto" di oltre 400 miliardi. Altri 5 miliardi sono affluiti per via della liquidazione di alcuni investimenti del governo (barre rosa). Un discorso a parte merita il saldo commerciale e del conto capitale, che è restato ostinatamente positivo (+7 miliardi, barre arancioni) nonostante il crollo delle esportazioni (-33,4% in 4 mesi). Il declino dell'*export* infatti è stato più che compensato da una contrazione delle importazioni, che era cominciata già a febbraio per via delle ripercussioni del *lockdown* cinese quando il dato delle esportazioni era ancora in espansione.

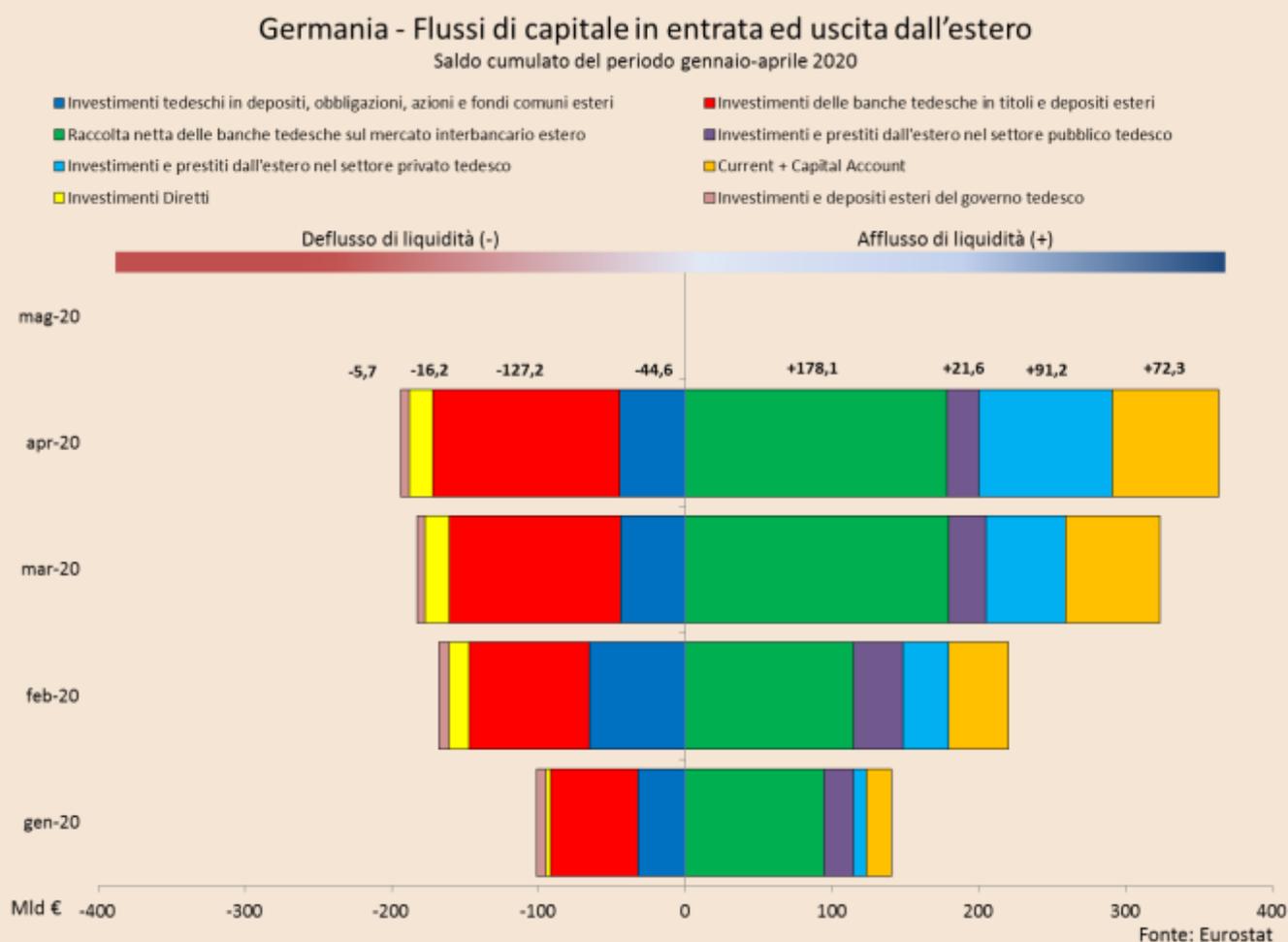
Afflussi di liquidità in crescita verso la Germania

Se si passa a studiare la situazione in Germania (cfr. Figura 3) appare netta la prevalenza di afflussi di liquidità, un fenomeno che è paradossalmente accelerato dopo l'estensione della crisi sanitaria e l'implementazione di un *lockdown* nazionale. Appare chiaro il vantaggio di essere considerati un "porto sicuro" dalla comunità finanziaria internazionale. Nel 2020 le banche tedesche hanno aumentato la posizione debitoria verso l'estero per 180 miliardi (barre verdi), liquidità che in parte è stata riutilizzata per accrescere gli investimenti in

attività finanziarie estere (barre rosse, -127 miliardi). In stabile crescita nonostante la crisi anche lo *stock* di attività finanziarie estere del settore privato (-44 miliardi, barre blu) e gli investimenti diretti in altri Paesi (-16 miliardi, barre gialle).

Colpisce la limitata corsa degli investitori esteri verso i *Bund* tedeschi (barre viola) nonostante la forte turbolenza registrata sui mercati a marzo: “solo” 20 miliardi di crescita dello *stock* di titoli governativi piazzati all'estero, probabilmente per via degli altissimi costi e della difficoltà di reperimento. Sono stati preferiti dagli investitori i titoli del settore privato non finanziario (barre celesti, significativo aumento di +91,2 miliardi), più redditizi in termini di rendimento e più disponibili.

Figura 3



La tradizionale fonte di liquidità rappresentata dall'avanzo commerciale tedesco (barre arancioni) ha invece subito un drastico stop insieme al commercio internazionale, con "solo" +72 miliardi di surplus in 4 mesi. Il dato è comunque in rallentamento, vicino a zero ad aprile 2020.

Un'analisi preliminare dei saldi T2 di giugno 2020

Per quanto riguarda i saldi T2 di giugno, che evidenziano un aumento della divergenza tra Italia e Germania, non è possibile offrire una caratterizzazione piena per via del ritardo di 2 mesi nella pubblicazione dei dati della bilancia dei pagamenti. Tuttavia è possibile una via di indagine indiretta che passa attraverso l'analisi delle voci di bilancio della Banca d'Italia (cfr. Figura 4).

Figura 4



Nel mese di giugno, c'è stata l'erogazione dei prestiti T-LTRO III della BCE a tassi di interesse favorevoli (inferiori allo -0,5%) con l'espressa finalità di erogazione all'economia reale. Le banche italiane hanno risposto bene a questo stimolo, prendendo a prestito circa 54,3 miliardi che sono stati prevalentemente depositati nei conti correnti presso Banca d'Italia (+48,1 miliardi) in attesa di utilizzo, con un effetto largamente neutro sul saldo T2.

Il 15 marzo inoltre la BCE ha avviato un accordo con la *Federal Reserve* che prevedeva la possibilità di accesso alla liquidità in dollari per le banche europee attraverso linee swap in valuta. Dal bilancio di Banca d'Italia di marzo 2020 risultava che il sistema bancario aveva utilizzato questa linea per approvvigionarsi di dollari, per un ammontare in € di 11,7 miliardi. A giugno questa cifra è stata quasi del tutto rimborsata visto l'afflusso corrispondente di Euro per 10,8 miliardi, con un effetto anche qui neutro sul saldo T2 in un arco temporale di 3 mesi.

Ha avuto invece un effetto negativo la prosecuzione degli acquisti di BTP su larga scala da parte della Banca d'Italia nell'ambito del QE e del PEPP. Sono stati acquistati circa 20 miliardi, che però sono stati contabilizzati al valore di 30 per via della rivalutazione sul mercato secondario. Al netto di valori residuali, questo deflusso di liquidità spiegherebbe la variazione del saldo T2 perché i titoli acquistati da Banca d'Italia risulterebbero quasi tutti venduti da investitori esteri, supponendo che le banche italiane siano state anch'esse compratrici nette di BTP come in tutti i mesi precedenti a partire da gennaio.

D'altronde si tratta di un fenomeno non nuovo: l'immissione di ulteriore liquidità nel sistema finanziario dell'Eurozona attraverso i programmi di acquisto fornisce inevitabilmente "benzina" alla crescita dei saldi T2 con un'ulteriore polarizzazione degli squilibri creditori/debitori tra nazioni periferiche esportatrici di capitale ed istituzioni finanziarie dei Paesi *core* destinarie finali della liquidità creata dalla BCE. Per ottenere un ridimensionamento reale dei saldi T2, una soluzione tecnica dovrebbe essere

quella di centralizzare la politica degli acquisti (ed i rischi connessi) in BCE e assegnare alle BCN un ruolo di *execution-only*.

In definitiva, il sistema finanziario tedesco ha sopportato meglio l'impatto della crisi pandemica, capitalizzando sul ruolo di "porto sicuro" che gli ha permesso di attrarre liquidità non solo dall'Italia ma da tutto il resto d'Europa, con buona pace di tutto il lento e faticoso riequilibrio a cui la BCE stava lavorando negli scorsi mesi con il varo della normativa sul c.d. *tiering* delle riserve bancarie.

Per l'Italia lo *shock* indotto dal *lockdown* generale di marzo 2020 ha forzato una ricomposizione drastica dei portafogli delle banche nazionali, prevedendo una maggiore esposizione verso il debito sovrano italiano. Questa appare persistente nel tempo ed impone contestualmente una diversificazione del rischio verso *safe assets*, anche tedeschi. Gli investitori esteri continuano a rimanere molto cauti nonostante la normalizzazione delle tensioni finanziarie e il forte impegno della banca centrale sul mercato.

La ri-nazionalizzazione del debito pubblico potrebbe durare ancora a lungo.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali