

14 settembre 2020

Il Sole **24 ORE**

# LIQUIDITÀ A GO GO PER RIPARTIRE, MA È BLOCCATA

di Marcello Minenna

La ripresa economica nell'area Euro c'è, anche se potrebbe essere più lenta di quanto sperato per via di una moderata ripartenza della pandemia. Questo è vero soprattutto nei Paesi più colpiti come la Spagna, dove una stagione turistica disastrosa ha impedito il recupero atteso del PIL. Secondo le stime più recenti, l'economia dell'area Euro dovrebbe crescere dell'8,6% nel terzo trimestre 2020. Un tasso che fino a poco tempo fa si sarebbe potuto definire record, ma che appare inadeguato a compensare il calo storico del 12,1% sperimentato nel secondo trimestre dopo il -3,6% inanellato nel primo.

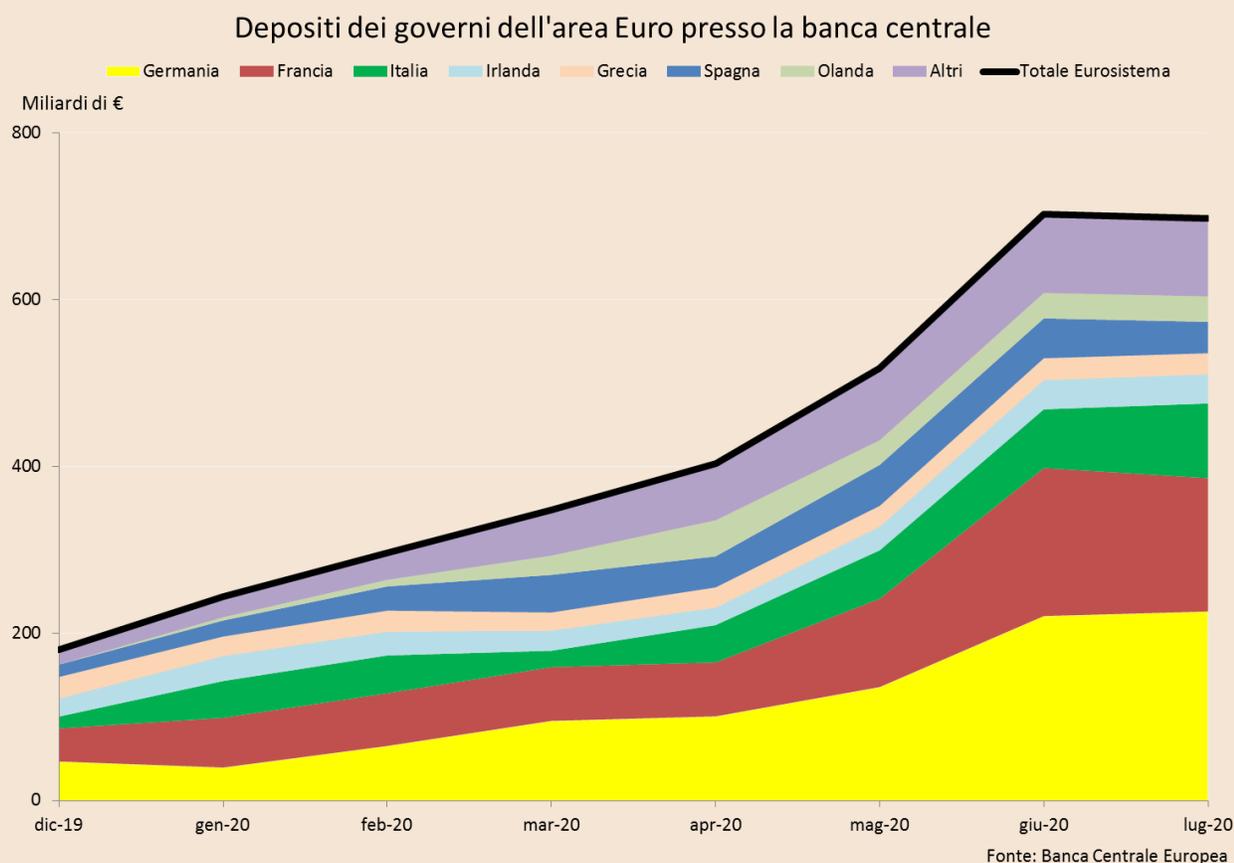
## **Espansione monetaria a pieno ritmo**

Eppure l'espansione monetaria della Banca Centrale Europea (BCE) sta procedendo a pieno ritmo, attraverso gli acquisti di titoli governativi e *corporate* ed i prestiti mirati all'espansione del credito (i T-LTRO, *Targeted Long Term Refinancing Operations*). Tra dicembre 2019 e luglio 2020 lo *stock* di titoli detenuti dalla BCE a fini di politica monetaria è aumentato di 642 miliardi di €, mentre i prestiti al settore bancario sono cresciuti di 972 miliardi. Un oceano di liquidità insomma, destinato nelle intenzioni della BCE a finanziare una rapida ripartenza economica *post-lockdown*.

Purtroppo i dati mostrano che gran parte di questa liquidità è attualmente ferma all'interno del bilancio della BCE in depositi a vista. I soggetti economici che dovrebbero essere il motore della ripresa – governi e banche – stanno accumulando riserve a ritmi eccezionali, sterilizzando sostanzialmente lo sforzo espansivo della banca centrale.

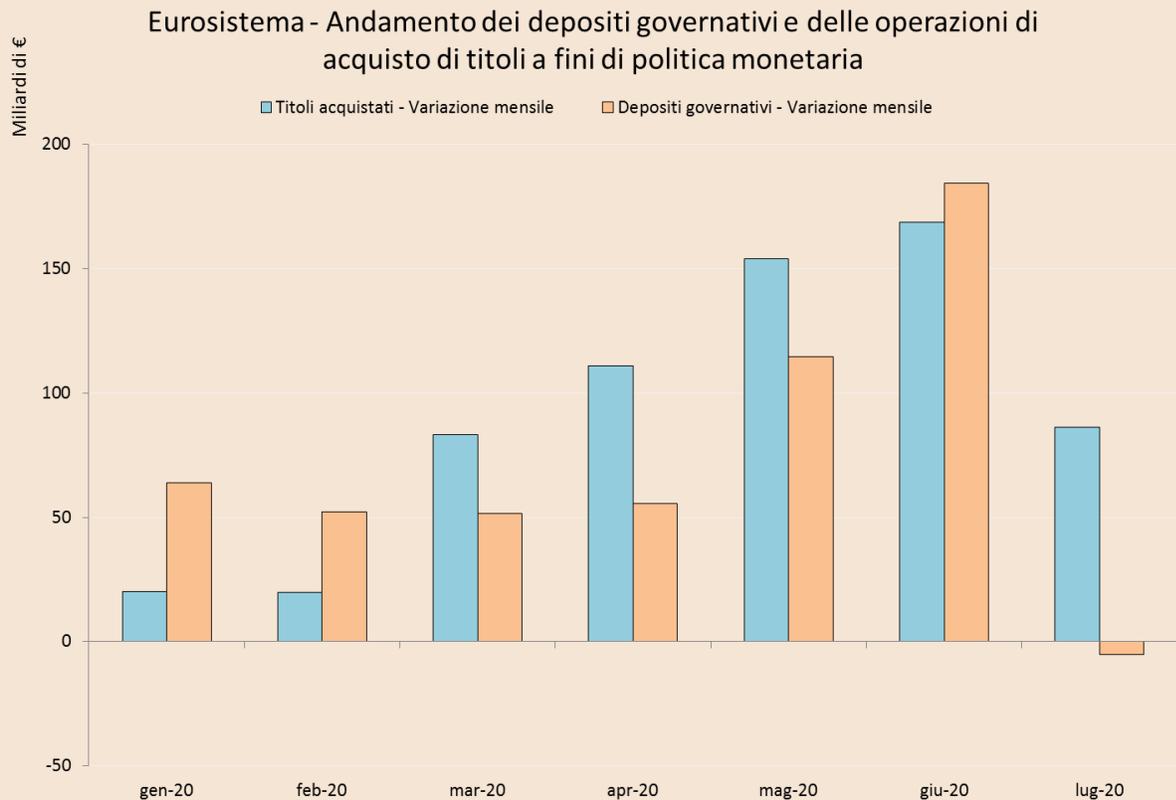
I depositi delle amministrazioni pubbliche presso la BCE sono una posta operativa ed il loro livello è in genere a livelli minimi, con occasionali picchi di carattere transitorio o stagionale che possono dipendere dal collocamento di rilevanti quantità di titoli o dal prelievo temporaneo, ad esempio a fronte di spese di emergenza. Ebbene, da dicembre 2019 a luglio 2020 lo *stock* di depositi è aumentato di quasi 4 volte, passando da 180 a 697 miliardi di € (cfr. Figura 1).

Figura 1



La crescita è stata trainata dalle grandi economie (Germania, Francia, Italia), ma ha riguardato proporzionalmente tutti i paesi dell'area Euro. Alcuni Paesi con un livello elevato di partenza dei depositi hanno subito un modesto ridimensionamento percentuale (Irlanda, Grecia), mentre altri come l'Olanda che partivano da un livello basso hanno sperimentato una crescita lievemente più rapida. In generale i dati suggeriscono che i depositi siano aumentati di pari passo con gli acquisti di *assets* da parte delle banche centrali nazionali (BCN, cfr. Figura 2).

Figura 2



Fonte: Banca Centrale Europea

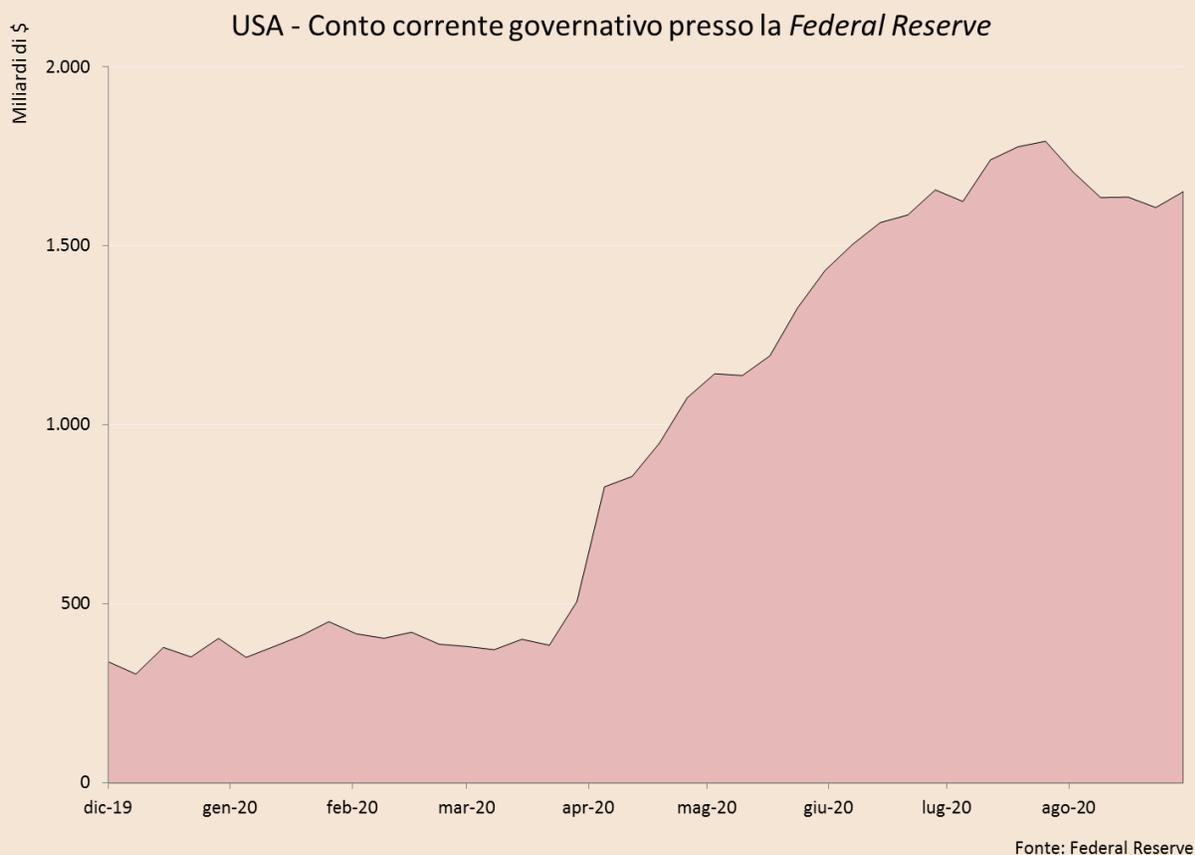
Si nota come soprattutto da marzo 2020 con l'avvio del programma speciale pandemico (PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme*), la variazione dello *stock* dei titoli nei bilanci delle BCN abbia più che spiegato l'aumento dei depositi governativi. Detta in altri termini: le BCN hanno acquistato sul mercato secondario la gran parte delle nuove emissioni di debito dei governi, riducendo le pressioni al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato. Sembra però che una quota consistente di queste risorse non sia stata ancora impiegata dai governi, ma sia rimasta ferma in attesa sui conti correnti delle BCN in una partita di giro tra titoli e liquidità.

### Risorse in stand-by

Questo fenomeno toglie forza allo stimolo monetario della BCE. Si spera che il dato di luglio 2020, che vede un primo modesto calo dello *stock* di depositi, sia segnaletico di un'inversione di tendenza e che le risorse vengano messe in campo rapidamente a sostegno dell'attività economica.

D'altronde non si tratta solo di un fenomeno europeo; anche il conto corrente del Tesoro USA presso la *Federal Reserve* (FED, cfr. Figura 3) ha mostrato lo stesso *trend* di veloce aumento, addirittura in maniera più pronunciata. A luglio 2020 è stato raggiunto il picco di depositi pari a 1.800 miliardi di \$, mentre il mese di agosto pare anticipare un modesto declino, come nel caso europeo. Questo andamento si può spiegare ragionevolmente in maniera simile: un accumulo di risorse per via di collocamenti straordinari di debito acquistato a stretto giro dalla FED sul mercato secondario e poi (sperabilmente) un impiego graduale delle risorse.

Figura 3

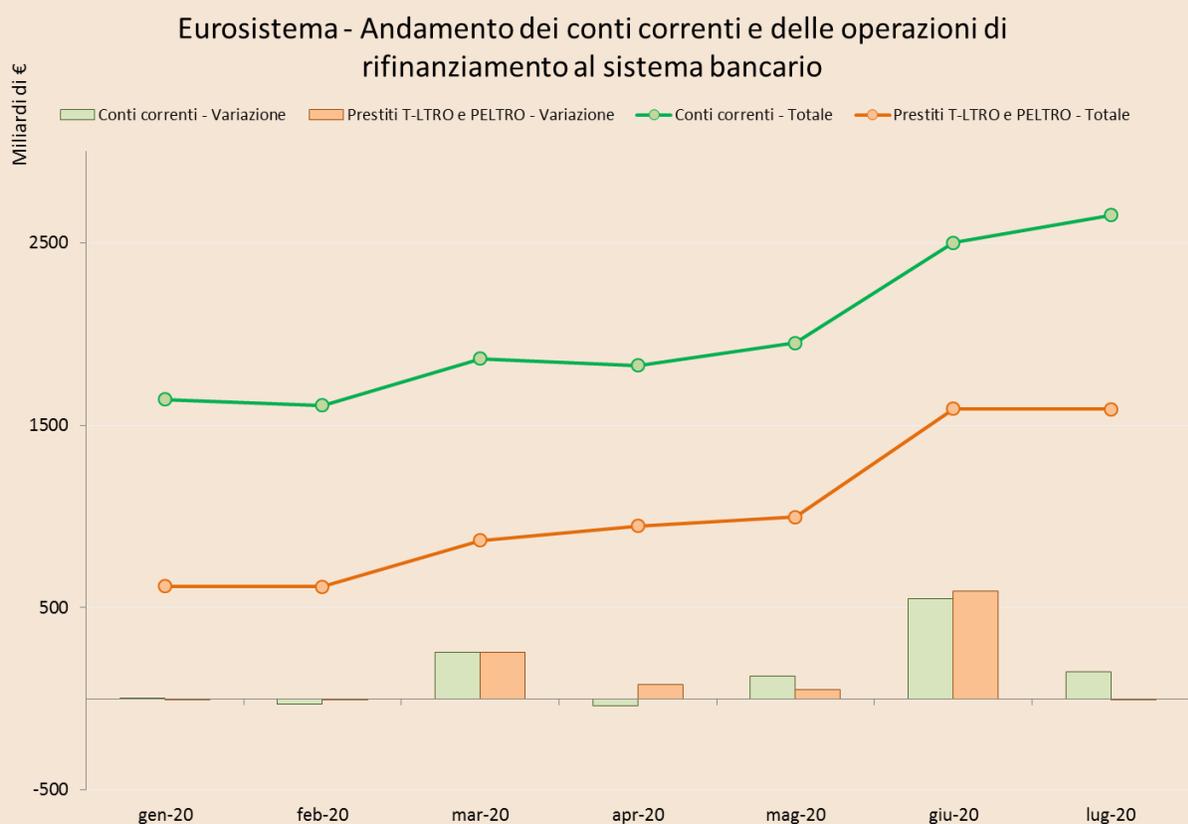


Il sospetto di uno stallo nella trasmissione della politica monetaria nell'area Euro si rafforza se si passa ad esaminare la situazione *latu* banche. I conti correnti delle banche commerciali dell'area Euro presso le BCN hanno subito un incremento di 1.010 miliardi in otto mesi passando da 1.640 miliardi a 2.650 miliardi. Solo parte di questa liquidità (circa 1.000 miliardi) è esentata

dall'applicazione di tassi di interesse negativi, mentre sui restanti 1.600 (il 60%) le banche pagano un tasso di interesse dello 0,5% annuo (800 milioni circa).

Eppure, le banche preferiscono sostenere questo costo piuttosto che accrescere in maniera sostenuta gli impieghi. Aiuta il fatto che la quasi totalità di queste risorse (cfr. Figura 4) siano state ottenute attraverso i T-LTRO a tassi pari o inferiori allo -0,5% (circa 600 miliardi) ed i prestiti non vincolati PELTRO (*Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations*) allo -0,25%. A conti fatti, il costo finale per le banche della liquidità parcheggiata potrebbe essere assai ridotto, se non nullo.

Figura 4



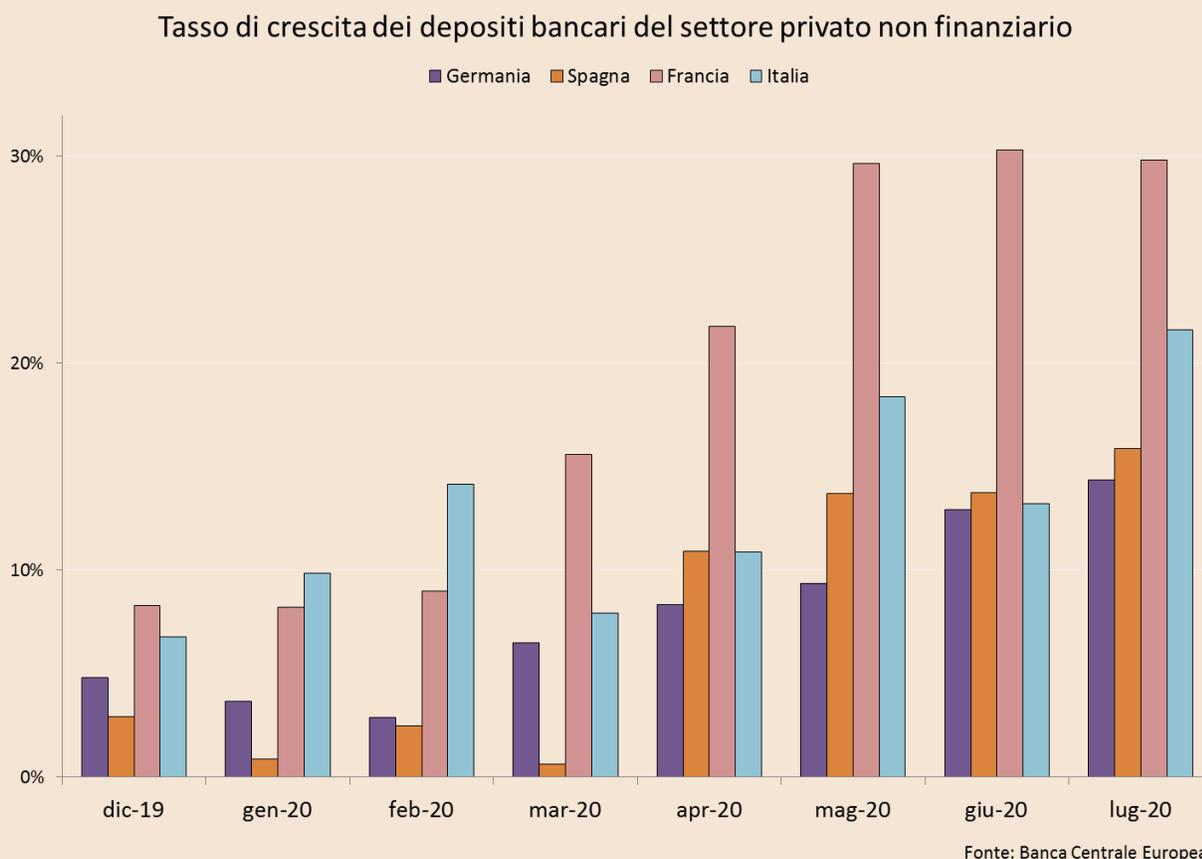
Certo, almeno i prestiti T-LTRO dovranno essere prima o poi obbligatoriamente erogati all'economia reale, pena la revoca del beneficio in termini di tasso di interesse.

C'è tuttavia un altro fenomeno emergente, che riguarda il settore privato non finanziario dell'economia e che preoccupa non poco. Anche quando le risorse

vengono trasferite alle imprese attraverso i prestiti agevolati, non vengono utilizzate per spese ed investimenti ma rimangono inattive in depositi bancari, prevalentemente a vista.

Anche qui i dati sono piuttosto chiari: da dicembre 2019 a luglio 2020 i depositi bancari delle imprese non finanziarie sono aumentati di circa 400 miliardi di € da 2.650 a 3,03 miliardi, un balzo di circa il +19% a fronte di una crescita media nel decennio precedente del +6% annuo. L'80% dei nuovi depositi è a vista, mentre il resto ha un vincolo inferiore a 2 anni. Si sono ridotti invece i depositi vincolati con scadenza superiore a 2 anni. L'accelerazione dei tassi di crescita dei depositi è evidente a colpo d'occhio in Figura 5 a partire da marzo 2020, soprattutto per Francia ed Italia, con picchi che superano ampiamente il 20% annuo per arrivare a superare anche il 30%.

Figura 5



Visto il crollo dei ricavi sperimentato dal settore non finanziario durante il *lockdown* e nel periodo immediatamente successivo, questa liquidità può essere affluita nei conti delle imprese solo attraverso una crescita contestuale delle loro posizioni debitorie. A conferma di ciò, il dato dei prestiti delle banche dell'area Euro al settore *corporate* è cresciuto di oltre 300 miliardi di € (i restanti 100 miliardi derivano plausibilmente dalla raccolta obbligazionaria o da prestiti di intermediari non europei).

La riluttanza delle imprese ad investire nonostante lo stimolo monetario è particolarmente allarmante per la BCE, perché il comportamento di queste non può essere modificato attraverso il varo di misure *ad hoc* come nel caso delle banche. In ultima analisi, la forza dello stimolo monetario dipende da un fattore (la fiducia delle imprese) fuori dal perimetro di controllo della banca centrale. Fortunatamente, sembra che a luglio 2020 anche la crescita dei depositi privati si sia stabilizzata (meno per l'Italia), in analogia con quanto accaduto per i settori governativo e bancario; questo potrebbe essere indice di una quanto mai necessaria ripresa degli investimenti *corporate*. Forse.

Sarà cruciale nei prossimi mesi mantenere un controllo saldo sull'andamento della pandemia, pena la fine prematura della ripresa europea.

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

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*