

28 giugno 2021

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | POLITICHE MONETARIE

LIQUIDITÀ ALL'ECONOMIA REALE: FINALMENTE CI SIAMO?

di Marcello Minenna

La ripresa economica globale c'è e sta prendendo finalmente slancio. Soprattutto, l'oceano di liquidità accumulato nel 2020 attraverso emissioni *monstre* di debito pubblico dei Paesi occidentali ed i programmi di espansione monetaria delle rispettive banche centrali sta iniziando a percolare in maniera convinta verso l'economia reale. Tutti i principali indicatori finanziari che monitorano i movimenti di liquidità da/verso i conti di governi, banche ed imprese stanno segnalando il rafforzamento di questo fenomeno all'unisono, sia negli USA che nell'area Euro.

Ovviamente ci sono delle differenze chiare tra le due aree valutarie. Negli USA, dove sia la politica fiscale che quella monetaria sono state molto più aggressive nel contrasto alla pandemia, il ciclo di accumulo/riduzione di liquidità è stato notevolmente più accentuato ed appare in anticipo rispetto all'area Euro di circa 2-3 mesi.

Lo sfasamento temporale è plausibilmente connesso con la diversa evoluzione della crisi pandemica nei due continenti e con il diverso impatto della campagna vaccinale: quella USA – più rapida – è stata in grado di mettere sotto controllo l'epidemia più in fretta e consentire un più celere riavvio dell'attività economica. Ma ora anche in Europa gli indicatori sembrano seguire il *pattern* osservato oltreoceano.

I GOVERNI OCCIDENTALI PASSANO ALLA FASE DI SPESA

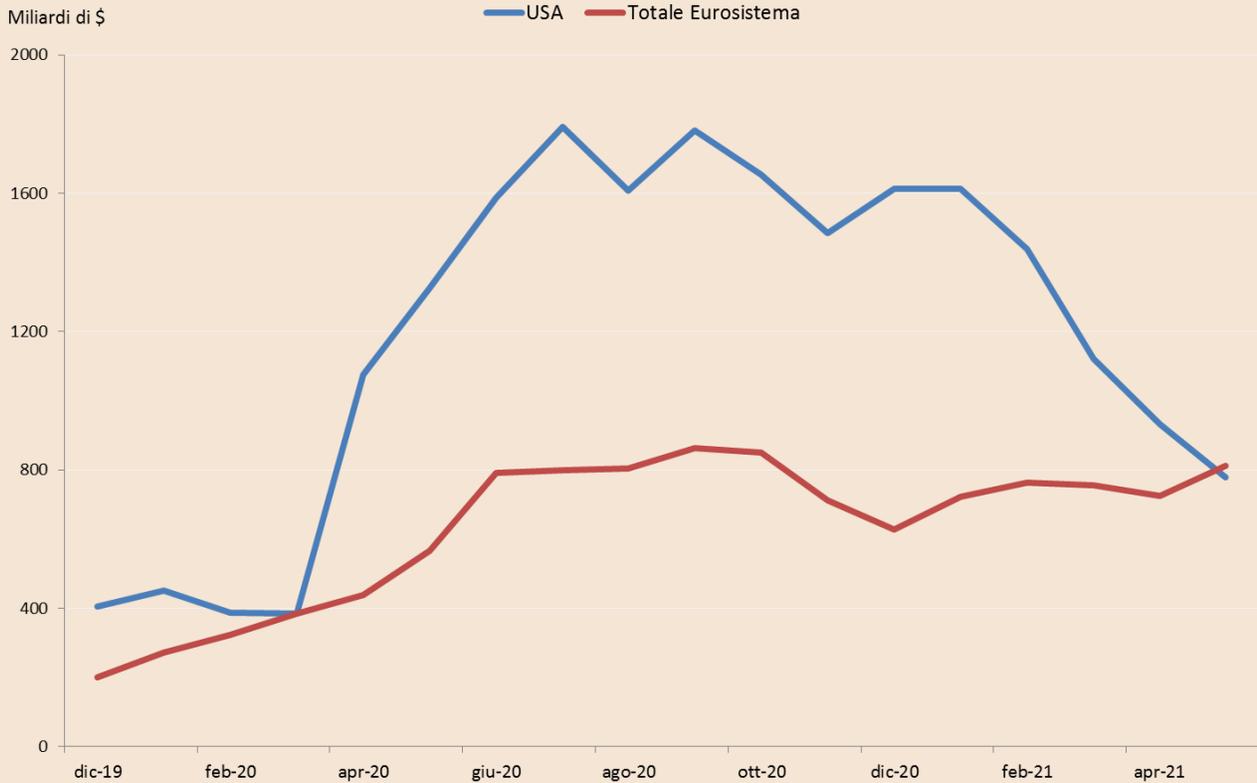
Andiamo con ordine. Durante la fase più dura della crisi pandemica i governi occidentali hanno emesso quantità eccezionali di debito sul mercato secondario per finanziare le spese di emergenza e per il supporto vitale all'economia reale durante i *lockdowns*.

In sinergia, le banche centrali hanno acquistato sul mercato secondario la gran parte delle nuove emissioni di debito dei governi attraverso i programmi emergenziali di acquisto titoli (il PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme* in Europa), riducendo le pressioni al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato. Dato lo sfasamento temporale tra raccolta ed impiego delle risorse, questi imponenti flussi di liquidità si sono accumulati nei conti correnti delle amministrazioni pubbliche presso le banche centrali.

Storicamente queste disponibilità liquide erano una posta operativa ed il loro livello era mantenuto a livelli minimi, con occasionali picchi di carattere transitorio o stagionale che potevano 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 settembre 2020 sia nell'area Euro che negli USA lo *stock* di giacenze delle amministrazioni pubbliche presso le banche centrali è aumentato di quasi 4 volte, passando da 200 a 863 miliardi di \$ in Europa e da 400 a 1.780 miliardi di \$ negli USA (cfr. Figura 1).

Figura 1

Disponibilità liquide dei governi presso le rispettive banche centrali



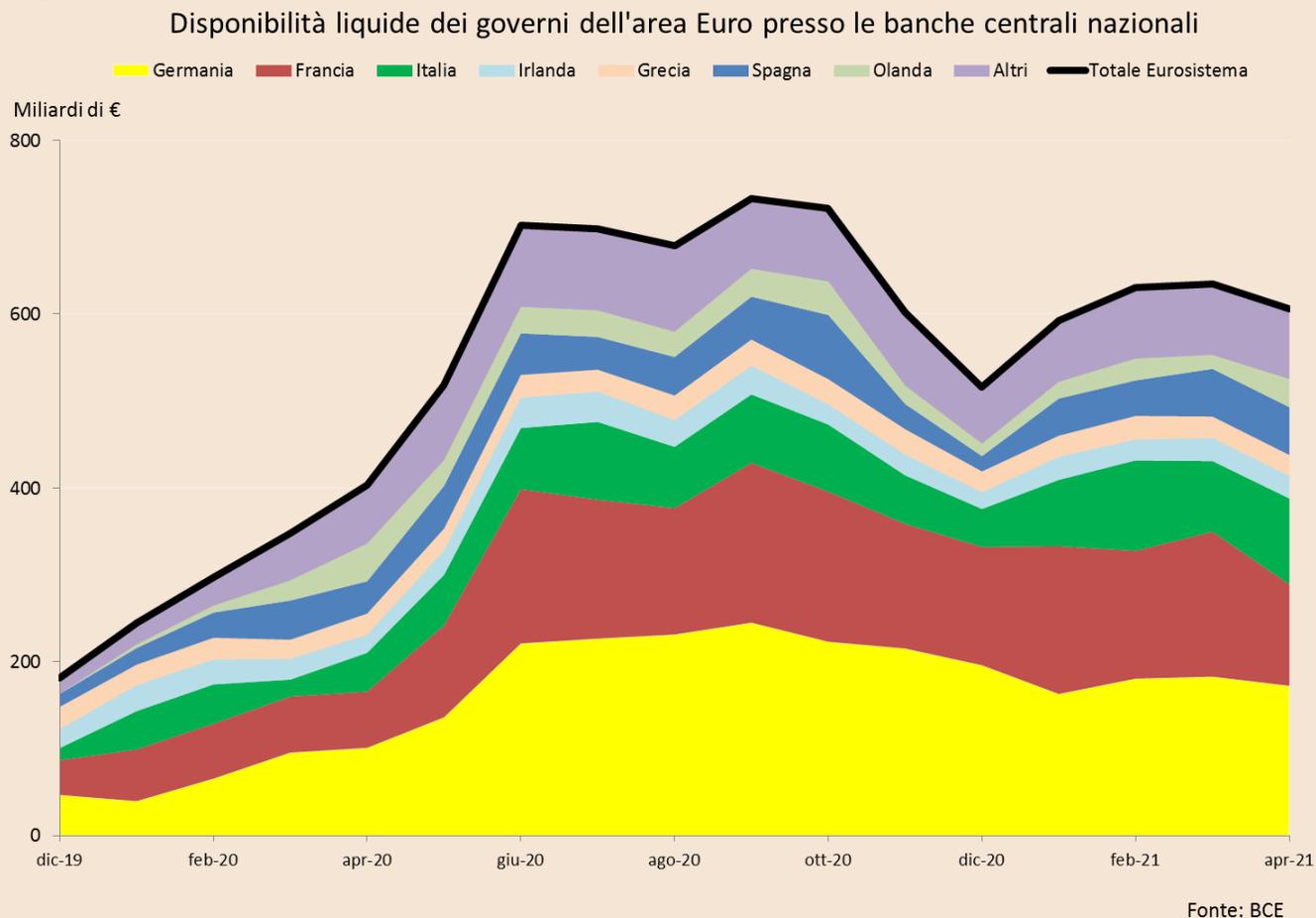
Fonte: FED, BCE

A partire dall'estate 2020, gli *stock* di liquidità disponibili iniziano un lento declino, pur rimanendo a livelli molto elevati: i governi hanno ridotto gradualmente le emissioni di debito aumentando contemporaneamente le spese ed i trasferimenti all'economia reale.

La curva USA (linea blu) inizia a flettere decisamente verso il basso da febbraio 2021, dopo l'annuncio da parte del ministro del Tesoro di un livello-obiettivo per il *Treasury General Account* (TGA) di 500 miliardi di \$ per luglio 2021. Il trasferimento di liquidità negli ultimi mesi da parte del governo è stato così massiccio da destabilizzare il mercato monetario statunitense e spingere i tassi di interesse a breve termine sotto lo 0%. Paradossalmente, la FED ha dovuto avviare un programma parallelo di vendita a termine di titoli governativi (*Reverse Repo*) per gestire l'erogazione dei flussi e ridurre le disponibilità liquide delle banche ai livelli necessari per mantenere i tassi a breve intorno ai livelli *target*.

Nell'area Euro invece la situazione è ancora stazionaria ed i livelli delle disponibilità liquide governative rimangono intorno ai massimi registrati a settembre 2020 (cfr. Figura 2).

Figura 2



Studiando la decomposizione delle poste contabili nel passivo delle banche centrali nazionali (BCN) dell'area Euro, si capisce la ragione: la fase di crescita è stata trainata dalle grandi economie (Germania, Francia, Italia), ma ha riguardato proporzionalmente tutti i paesi dell'area valutaria. I dati suggeriscono che le giacenze siano aumentate di pari passo con gli acquisti record di *assets* da parte delle BCN.

Quest'anno le disponibilità liquide dei governi di Germania, Francia e Spagna sono scese significativamente (del -30%, -36% e -24% rispettivamente) dai massimi del 2020, in corrispondenza del rallentamento nei ritmi di emissione

di debito governativo. Resta in controtendenza il conto corrente del Tesoro italiano presso la Banca d'Italia che è tutt'ora in crescita e vicino alla soglia dei 100 miliardi di €, plausibilmente per via delle emissioni di debito più elevate della media europea.

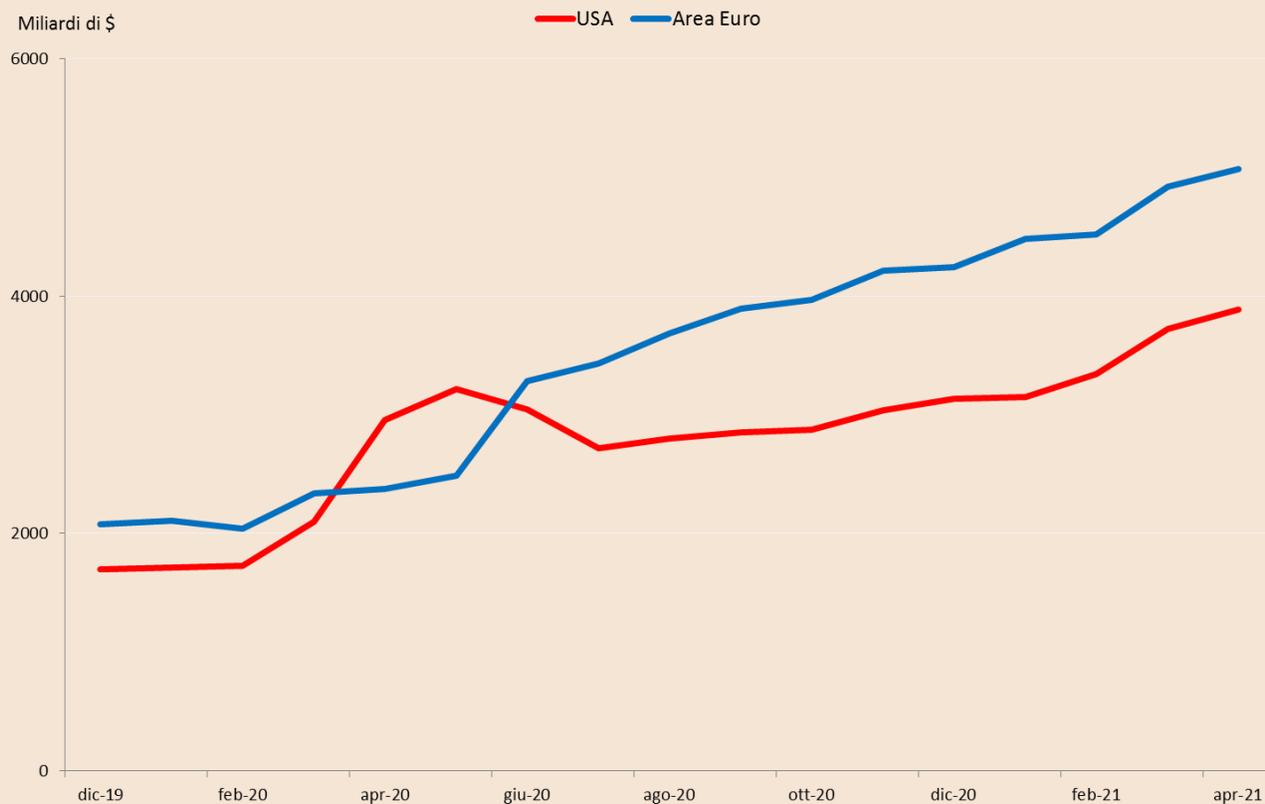
In ogni caso appare probabile che a breve anche in Europa si assisterà ad una normalizzazione più rapida delle poste aggregate.

I PRESTITI AGEVOLATI ALLE IMPRESE STANNO ENTRANDO IN CIRCOLO NELL'ECONOMIA

Se si passa ad esaminare la situazione *latu* banche, si osservano fenomeni analoghi. Nella fase di crisi c'è stata una crescita molto sostenuta dei depositi delle banche commerciali (cfr. Figura 3).

Figura 3

Riserve totali delle banche commerciali presso le banche centrali



Fonte: FED, BCE

I conti correnti e di deposito delle banche commerciali dell'area Euro presso le BCN hanno subito un incremento di 3.000 miliardi di \$ in 16 mesi passando da 2.074 miliardi a 5.071 miliardi. Solo una parte di questa liquidità (circa 1.000 miliardi di €, cioè largo circa 1.200 miliardi di \$) è esentata dall'applicazione di tassi di interesse negativi (il c.d. *tiering*), mentre sui restanti 3.800 (il 75% del totale) le banche pagano un tasso di interesse dello 0,5% annuo (19 miliardi di \$).

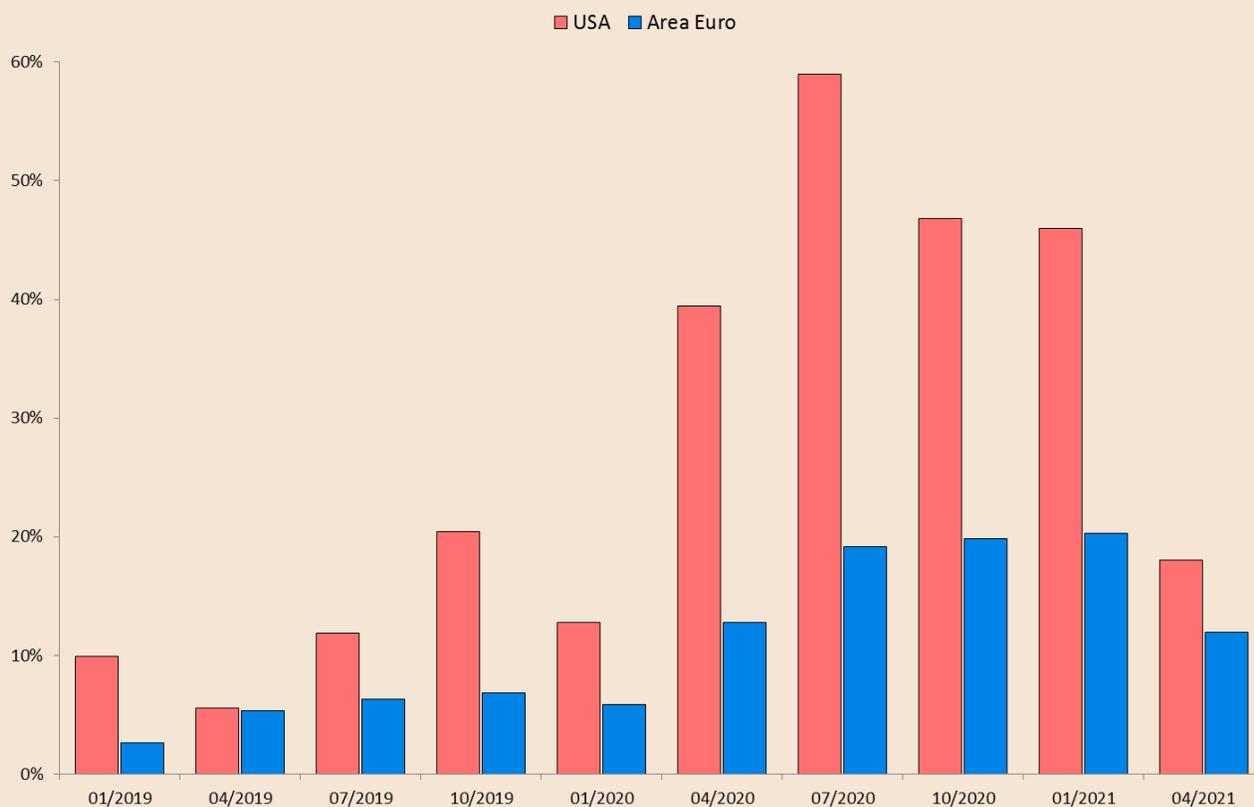
La maggioranza di queste risorse sono state ottenute attraverso i T-LTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operations*, i prestiti agevolati da trasferire obbligatoriamente alle imprese), a tassi pari o inferiori allo -0,5% (circa 2.100 miliardi di €) ed i prestiti non vincolati PELTRO (*Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations*) allo -0,25%. Come già osservato qualche mese fa nel 2020 *tiering* e T-LTRO III hanno più che compensato gli oneri dei tassi negativi sui bilanci bancari.

Negli USA le riserve (soprattutto delle banche *top 5*) hanno sperimentato un incremento paragonabile, per motivi analoghi: le grandi banche commerciali hanno intermediato i prestiti di emergenza del governo alle grandi e piccole-medie imprese ed hanno gestito il trasferimento di miliardi di \$ di *mortgage-backed securities* (MBS) dai maggiori fondi di investimenti alla FED nell'ambito del programma di acquisto titoli.

Ovviamente queste risorse hanno trovato gradualmente rappresentazione equivalente nei conti correnti del settore privato, principalmente attraverso le operazioni di prestito agevolate (cfr. Figura 4). I dati mostrano tassi di crescita straordinari dei depositi del settore *corporate* non finanziario presso gli istituti di credito, che in analogia con quanto accaduto ai conti governativi presso la banca centrale, hanno raggiunto i massimi nel terzo trimestre 2020. Anche il *pattern* di crescita è speculare, con valori molto più elevati ed un declino più rapido registrati negli USA.

Figura 4

Crescita % dei depositi bancari *corporate* (anno su anno)

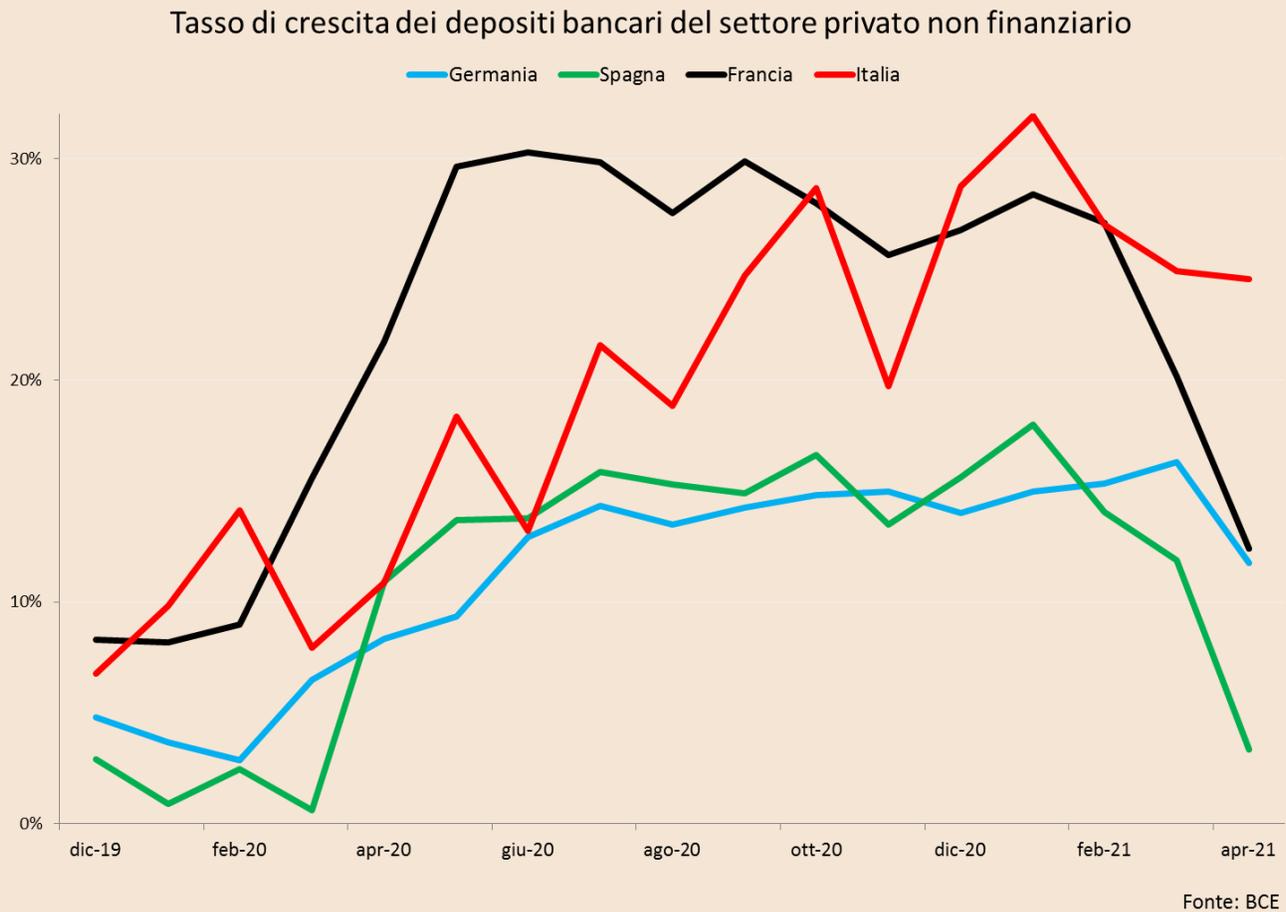


Fonte: FED, BCE

In ogni caso anche per l'area Euro i flussi sono piuttosto consistenti: da dicembre 2019 a luglio 2020 i depositi bancari delle imprese non finanziarie sono aumentati di circa 400 miliardi di € da 2.650 a 3.030 miliardi, un balzo di circa il +19% a fronte di una crescita media del +6% annuo nel decennio precedente. 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.

Guardando alla decomposizione geografica dei tassi di crescita (cfr. Figura 5), si nota un'accelerazione a partire da marzo 2020, soprattutto per Francia ed Italia, con picchi che hanno superato ampiamente il 30% annuo ed un successivo rallentamento, più evidente nel primo trimestre 2021.

Figura 5



Visto il crollo dei ricavi sperimentato dal settore privato non finanziario durante il *lockdown* e nel periodo immediatamente successivo, la liquidità è ovviamente affluita nei conti delle imprese solo attraverso una crescita contestuale delle loro posizioni debitorie, in misura minore rappresentate dalla raccolta obbligazionaria o da prestiti di intermediari esteri. A conferma di ciò, il dato di crescita dei prestiti delle banche commerciali ha seguito il medesimo andamento osservato per i depositi (cfr. Figura 6).

Figura 6



Ancora una volta, si conferma l'andamento osservato nei conti di deposito di governi ed imprese: una crescita sostenuta in risposta all'esplosione della crisi pandemica ed un successivo declino verso la norma storica. Il ciclo di crescita/contrazione dei prestiti in USA è molto più accentuato, con un picco evidente ed un recente passaggio del tasso di variazione in territorio negativo, mentre per l'area Euro si può parlare di un lungo *plateau* con la fase discendente in ritardo di diversi mesi su quella USA.

Proprio guardando alle brillanti *performance* dell'economia USA (gli investimenti fissi lordi nel primo trimestre 2021 hanno più che recuperato i valori pre-pandemia, segnando nuovi massimi) si può ben sperare che la stabilizzazione dei depositi del settore privato sia indice non solo di una moderazione dei

prestati ma anche di un impiego delle risorse ottenute per l'avvio di un robusto ciclo di investimenti d'impresa.

Insomma, rischio varianti a parte, gli indicatori lasciano sperare tempo buono in arrivo.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali