

29 agosto 2022

Il Sole **24 ORE**

C'È UNA NUOVA FUGA DI LIQUIDITÀ IN ATTO DALL'ITALIA? UNA RADIOGRAFIA

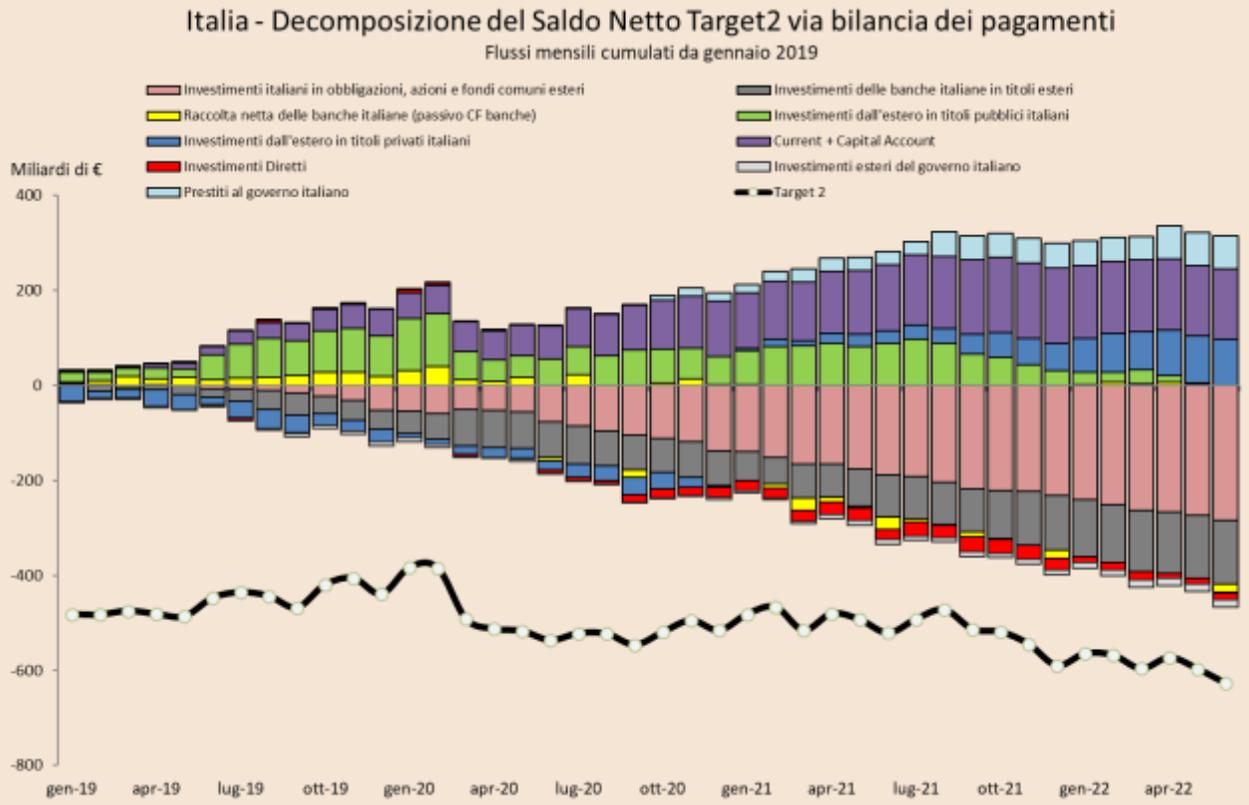
di Marcello Minenna

Nel corso del 2022 i deflussi di capitale dall'Italia sono tornati a crescere. Stavolta la causa non va ricercata nella politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE) con i suoi grandi programmi di acquisto titoli, ormai terminati: ora è la struttura dei flussi di liquidità da/verso il nostro Paese ad essere cambiata notevolmente, per vari ordini di fattori.

Non a caso, il saldo Target2 (T2) dell'Italia, che è una cartina di tornasole dei movimenti complessivi di capitale da e verso l'estero, ha ripreso a peggiorare in maniera piuttosto repentina dopo alcuni anni di sostanziale stabilità. A luglio 2022 la Banca d'Italia contabilizzava 640 miliardi di € a debito nei confronti delle altre banche centrali nazionali (BCN) appartenenti all'Eurosistema, a seguito di transazioni degli operatori finanziari nazionali. Un anno fa (fine agosto 2021) questo saldo si assestava ad "appena" 472 miliardi. In sostanza in 12 mesi oltre 170 miliardi di € hanno lasciato il Paese, ma non è chiaro dal dato aggregato quali siano le ragioni né le destinazioni finali di queste somme.

Cosa sta succedendo? Con la pubblicazione dei più recenti dati della bilancia dei pagamenti di giugno 2022 è possibile avere un quadro contabile più chiaro dei fattori che hanno determinato questo imponente trasferimento di liquidità transfrontaliero (vedi Figura 1).

Figura 1



Dai dati di Figura 1 si osserva innanzitutto lo stallo generale degli afflussi di liquidità, che prende forma da agosto 2021 (le barre impilate sopra lo 0), mentre i deflussi hanno proseguito ad accumularsi a ritmo costante. È stato questo squilibrio a determinare la ripartenza del peggioramento del saldo T2.

Ci sono dei *trend* consolidati che non hanno mostrato modifiche apprezzabili: proseguono i deflussi di liquidità verso l'estero dal settore privato non finanziario italiano (barre rosa, -284 miliardi dal 2019) per esigenze di diversificazione del rischio e ricerca di maggiori rendimenti. La composizione del *mix* di investimenti vede le imprese italiane sbilanciate sui fondi comuni di investimento a domiciliazione estera (di cui una buona parte è costituita da fondi c.d. *round trip* riconducibili ad entità italiane). Negli ultimi mesi è aumentata la componente di depositi a breve termine, sia in risposta ad una

crescita delle aspettative sui tassi di interesse, sia per un'accresciuta percezione del rischio sistemico dovuta alla congiuntura globale in deterioramento.

Anche gli investimenti verso l'estero del settore bancario nazionale si accumulano ad un ritmo costante (barre grigie) contribuendo ai deflussi totali, mentre si osserva un modesto *deleveraging* delle posizioni debitorie (barre gialle). Dal 2020 ha assunto rilevanza tra gli afflussi anche la componente relativa ai prestiti accesi dal governo italiano presso le istituzioni europee (barre celesti, +70 miliardi dal 2019) in risposta alla crisi pandemica: prestiti SURE - *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* - e *Recovery Plan*.

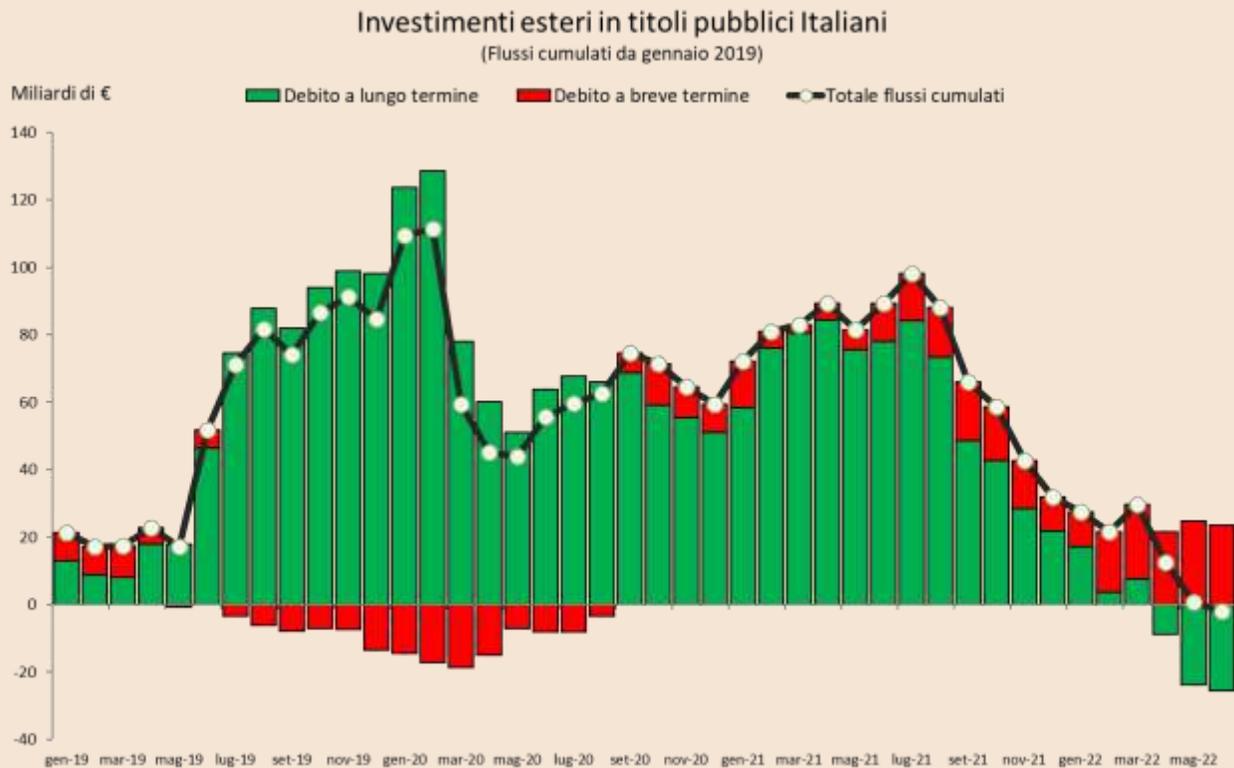
RIDURRE IL RISCHIO ITALIA: IL DEFILAMENTO DEGLI INVESTITORI ESTERI IN BTP

I fenomeni emergenti nel 2022 che balzano all'occhio sono tuttavia altri: innanzitutto è oltremodo evidente l'azzeramento degli afflussi di liquidità dall'estero verso i titoli di Stato nazionali (barre verdi), prendendo gennaio 2019 come punto di riferimento. Nel momento migliore (inizio 2020), si registravano fino a 110 miliardi aggiuntivi, che si sono volatilizzati negli ultimi mesi.

In altri termini, gli investitori esteri hanno alleggerito la propria esposizione sul debito pubblico italiano vendendo ad un prezzo vantaggioso; la strategia è stata quella di anticipare lo *stop* del *Quantitative Easing* (QE) e del programma speciale pandemico PEPP che garantivano la presenza sul mercato di un compratore sicuro e prevedibile. Ovviamente, la sinergia tra una minore domanda dalla BCE ed una maggiore offerta dall'estero ha spinto verso l'alto i rendimenti dei titoli governativi, con lo *spread* tra BTP e *Bund* tedeschi che ha guadagnato 130 punti base in 12 mesi.

Approfondiamo il fenomeno prendendo in considerazione anche la *maturity* dei titoli oggetto di investimento (vedi Figura 2).

Figura 2

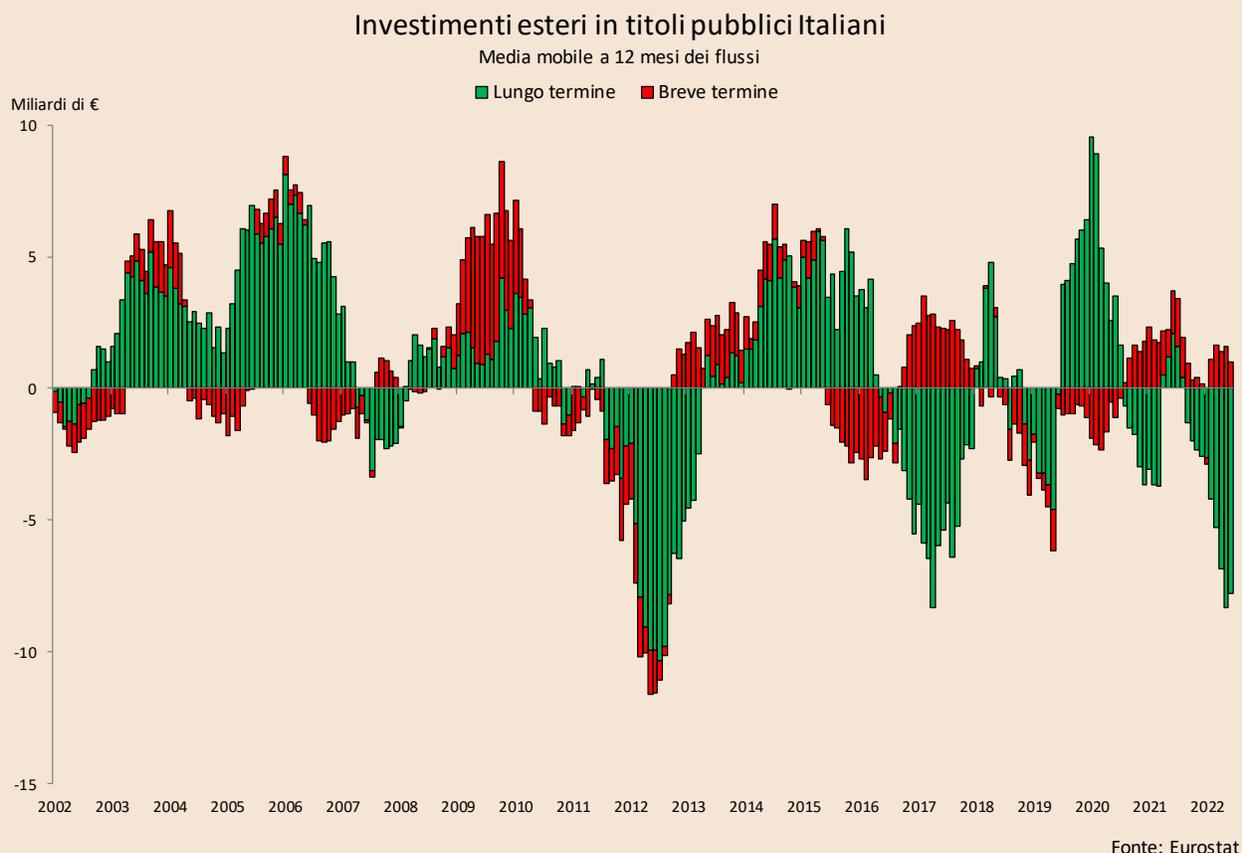


Fonte: Eurostat

Si osserva con un discreto colpo d'occhio come la riduzione degli *stock* di BTP in mano estera sia accompagnata da un effetto sostituzione di titoli a lungo termine (barre verdi) con quelli a più breve scadenza (inferiore a 12 mesi, barre rosse), un comportamento coerente con la volontà di ridurre l'esposizione al rischio di aumento dei tassi di interesse governativi, percepito come strutturalmente più alto dopo lo *stop* di QE e PEPP. Si può notare altresì come nel periodo di maggiore afflusso di capitali (secondo semestre del 2019) succedesse esattamente l'opposto: si riduceva lo *stock* di titoli a breve e cresceva quello di BTP a lunga scadenza.

Allargando la prospettiva in termini temporali, si osservano alcune interessanti (ed inquietanti) similitudini con periodi del passato (vedi Figura 3).

Figura 3



Innanzitutto, l'entità del disimpegno degli investitori esteri nel 2022 eguaglia quanto successo nel periodo turbolento 2018-2019, quando il mercato accolse sfavorevolmente il nuovo governo "giallo-verde", anche se allora venivano venduti titoli sia a lungo che breve termine. L'impatto complessivo appare in ogni caso inferiore a quanto successe nel periodo nero della crisi dell'area Euro del 2011-2012, che fu caratterizzato però - esattamente come oggi - dall'introduzione di strumenti di controllo dello *spread* da parte della banca centrale.

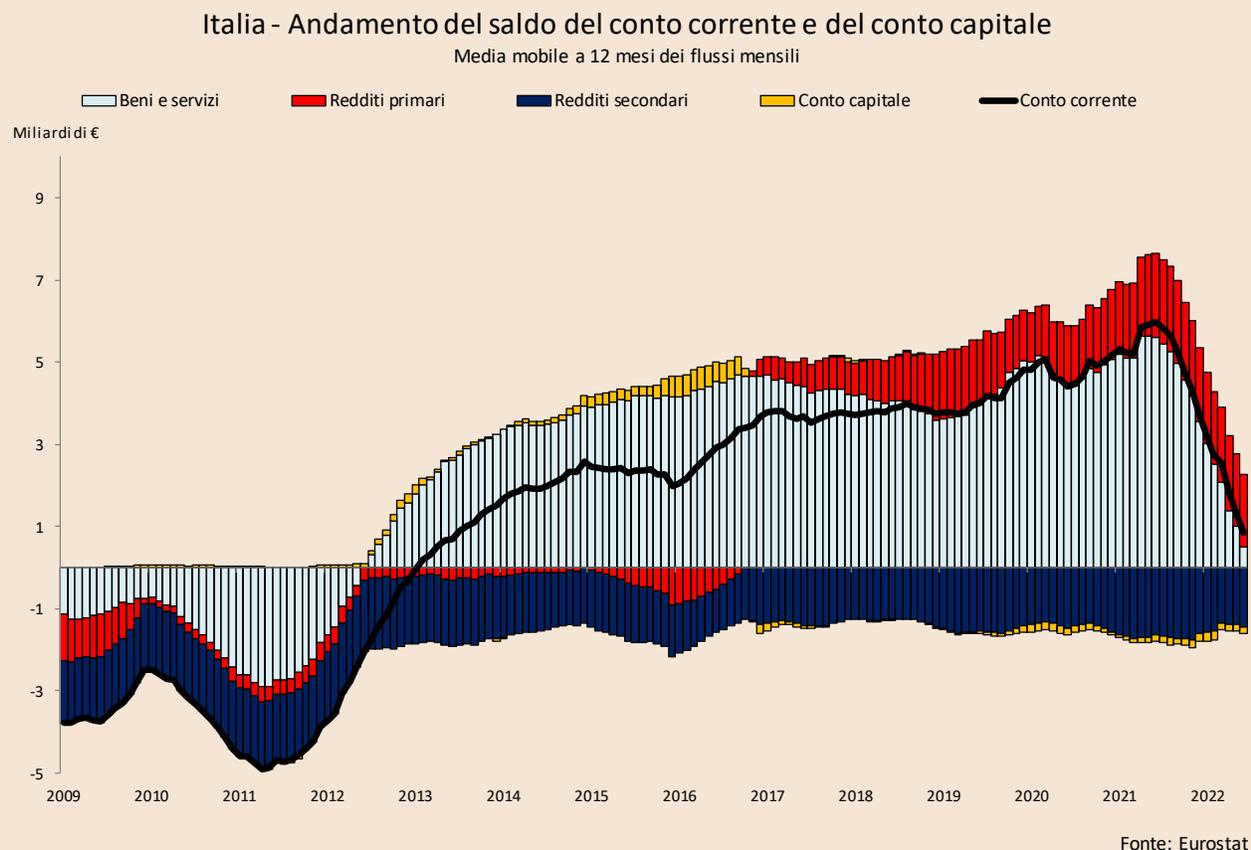
EFFETTO GUERRA: IL DETERIORAMENTO PROGRESSIVO DEL SALDO DELLE PARTITE CORRENTI

Il secondo fenomeno emergente è la riduzione progressiva degli afflussi di capitali derivati dal *surplus* commerciale (barre viola in Figura 1). Negli anni questa voce aveva contribuito alla stabilizzazione del saldo T2 dell'Italia in

maniera importante; tuttavia negli ultimi 12 mesi si è registrata la contrazione di circa il 10% del *surplus* cumulato da inizio 2019 e questo ha influito non poco sugli equilibri dei flussi finanziari con l'estero.

La causa determinante è la crescita repentina dei costi delle importazioni di materie prime ed energia dal 2021, esacerbata ovviamente dall'impatto del conflitto russo-ucraino, mentre le esportazioni sono rimaste sostanzialmente in stallo. Questo ha provocato un rapido deterioramento del saldo commerciale e, come conseguenza, del saldo di conto corrente (vedi Figura 4).

Figura 4



I dati confermano l'impressione che sia definitivamente conclusa la fase di espansione del saldo delle partite correnti iniziata dopo la crisi del 2012-2013, che fu guidata prima dalla compressione delle importazioni dovuta alla recessione e poi dalla crescita record delle esportazioni favorita dall'indebolimento progressivo dell'Euro rispetto alle altre valute.

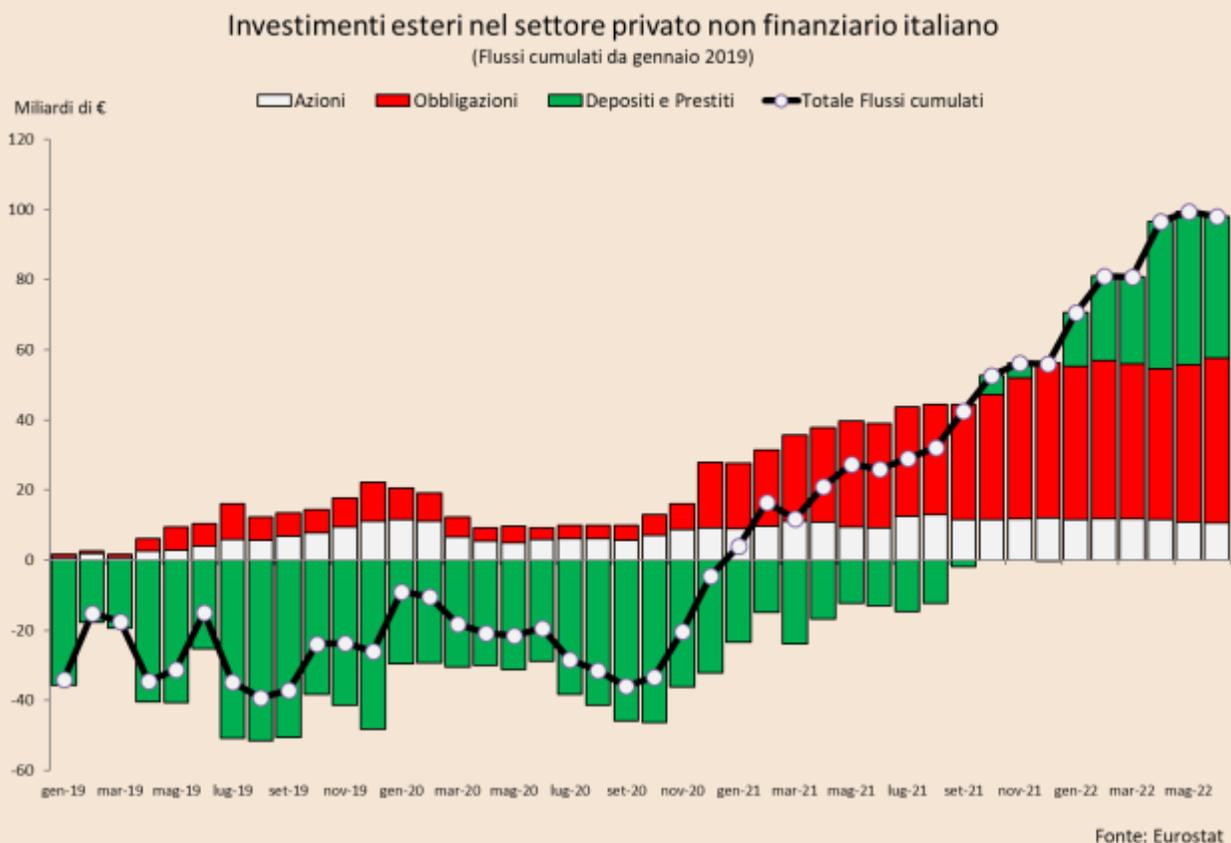
Le altre voci contabili del conto corrente (redditi primari, secondari e conto capitale) appaiono sostanzialmente stabili, evidenziando la crescita dell'*import* energetico come causa principale del fenomeno. Un saldo delle partite correnti in peggioramento è storicamente un segnale di allarme perché espone il Paese a possibili gravi crisi di bilancia dei pagamenti: fu osservato nella fase preliminare della crisi dell'area Euro (2010-2011) e fu tra le cause scatenanti della perdita di fiducia degli investitori esteri nel sistema Italia.

LO STALLO DEGLI INVESTIMENTI NEL SETTORE PRIVATO ITALIANO ED IL BOOM DEI DEPOSITI A VISTA

Il terzo fenomeno degno di nota riguarda il ribilanciamento degli investimenti esteri nel settore privato italiano (barre azzurre, +97 miliardi di € dal 2019), una voce in crescita che negli ultimi 12 mesi ha apparentemente compensato la riduzione degli investimenti nel settore pubblico. Andando ad approfondire la composizione di questi flussi (vedi Figura 5), si notano due *pattern* ben distinti: in un primo periodo tra 2020 e 2021 (ripresa economica post-*lockdown* pandemico) crescono contemporaneamente gli investimenti in obbligazioni più a lungo termine (barre rosse) ed i depositi a vista/brevissimo termine.

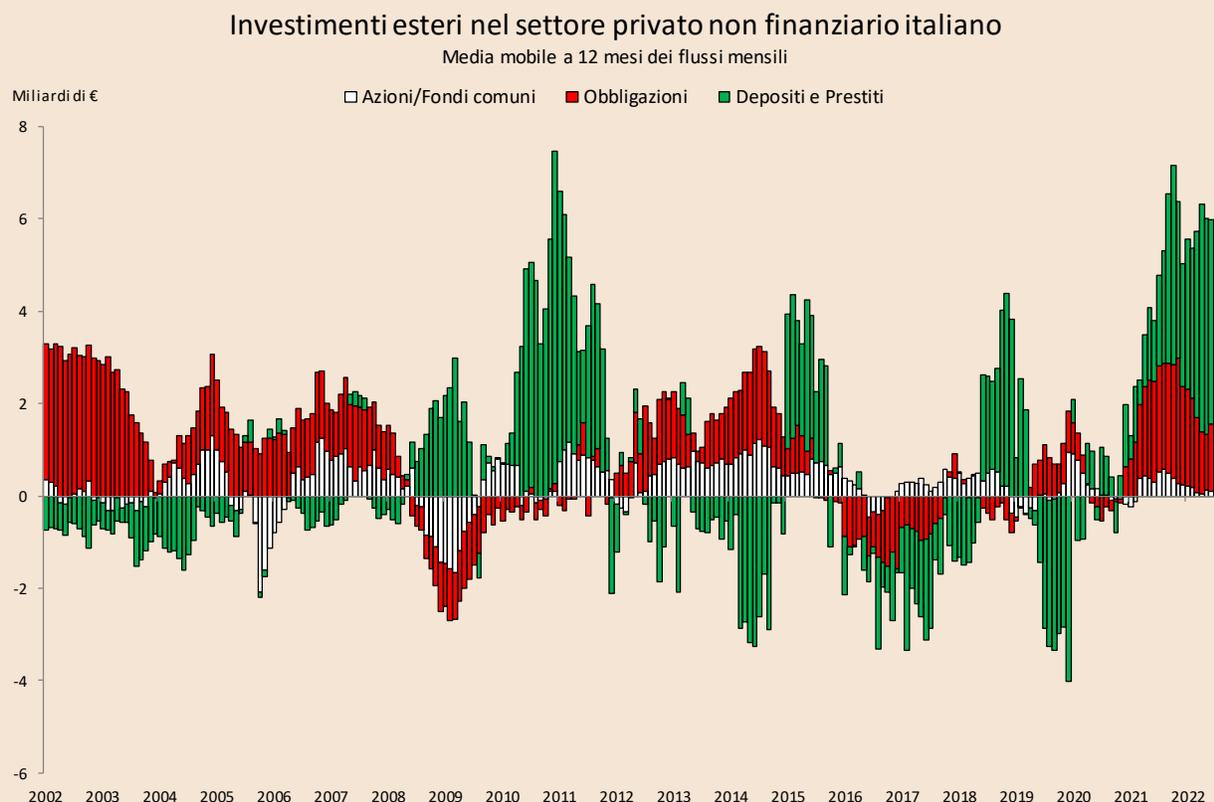
Da settembre 2021 si nota invece una ricomposizione dei portafogli di investimento verso il breve termine, che è coerente con un'aumentata percezione del rischio di crescita dei tassi di interesse e con quanto osservato in precedenza sugli investimenti in titoli governativi: le barre rosse si stabilizzano, mentre crescono sensibilmente quelle verdi. Negli ultimi 2 mesi si osserva uno *stop* brusco anche alla crescita dei depositi, che ovviamente ha avuto un impatto negativo addizionale sull'andamento del saldo T2.

Figura 5



Allargando la prospettiva temporale fino a 20 anni anche per questa voce contabile (vedi Figura 6), si può apprezzare come storicamente la crescita degli investimenti a breve termine/a vista sia correlata a periodi di crisi/incertezza economica e politica, mentre gli investimenti in obbligazioni, ed in misura minore, azioni/fondi comuni a scadenza più lunga (barre bianche) siano effettuati in periodi di espansione economica e relativa stabilità politica.

Figura 6



Fonte: Eurostat

Si torna dunque a discutere di saldo T2 e della portata del suo deterioramento. Dopo diversi falsi allarmi ed un'indubbia strumentalizzazione politica del significato di questi saldi contabili, stavolta purtroppo dobbiamo constatare che il peggioramento del saldo T2 sta riflettendo un'accresciuta percezione del rischio Italia da parte degli investitori esteri ed un indebolimento di importanti indicatori di salute economica del Paese.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali