

30 settembre 2019

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | L'ANALISI

# IL GRANDE RIENTRO DEI CAPITALI IN ITALIA: È REALE?

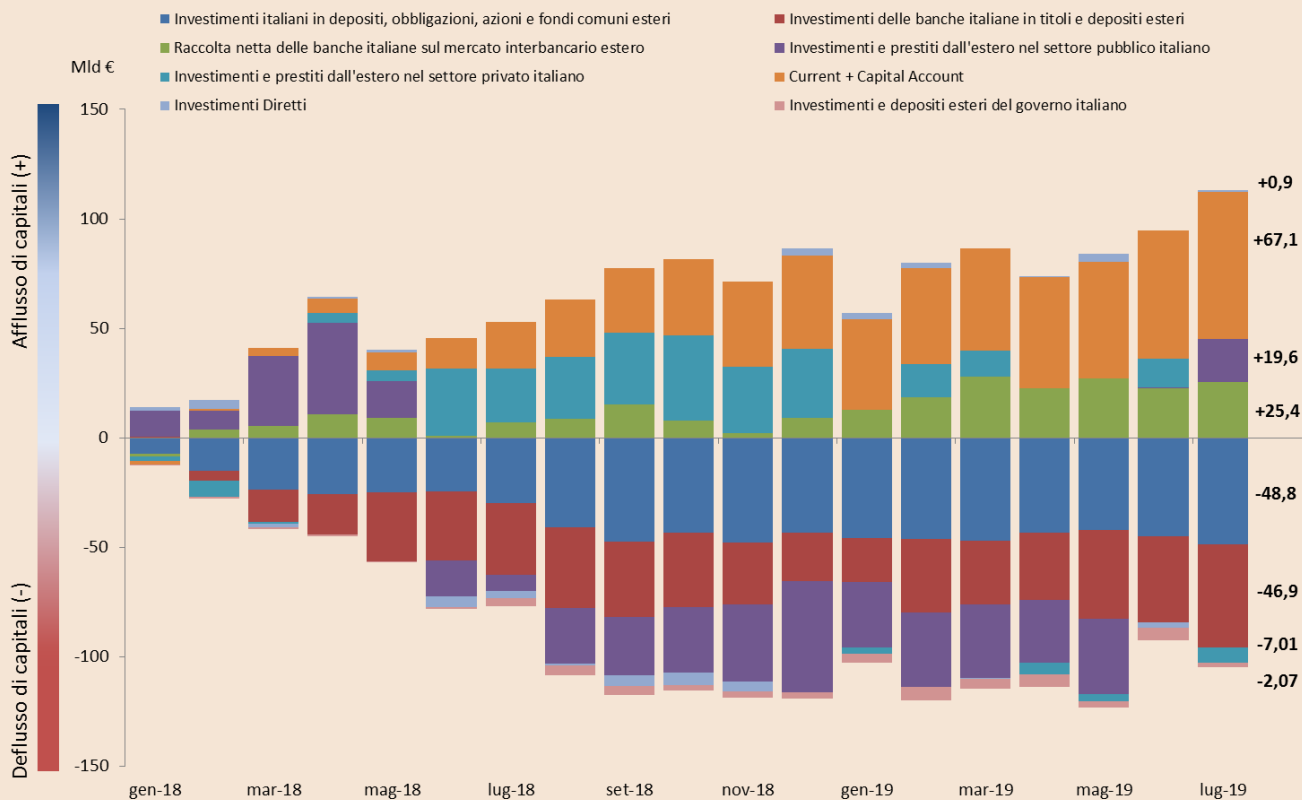
di Marcello Minenna

I dati più recenti della bilancia dei pagamenti – aggiornati a luglio 2019 — confermano un rilevante afflusso di capitali in atto verso il nostro Paese, tale da compensare quasi perfettamente la fuga registrata nel corso del 2018. Un movimento “a pendolo” dei flussi finanziari insomma, legato sia all’andamento contrastato delle relazioni del precedente governo con il mercato e le istituzioni europee sia alle aspettative di politica monetaria nell’area Euro, che si riflette anche nell’andamento del saldo debitorio *Target2* della Banca d’Italia, in drastico recupero di +40 miliardi di €.

È interessante pertanto esaminare in dettaglio la tipologia di transazioni sottostanti ai movimenti di capitale ed avere un quadro più chiaro dei fenomeni in atto (cfr. Figura 1).

Figura 1

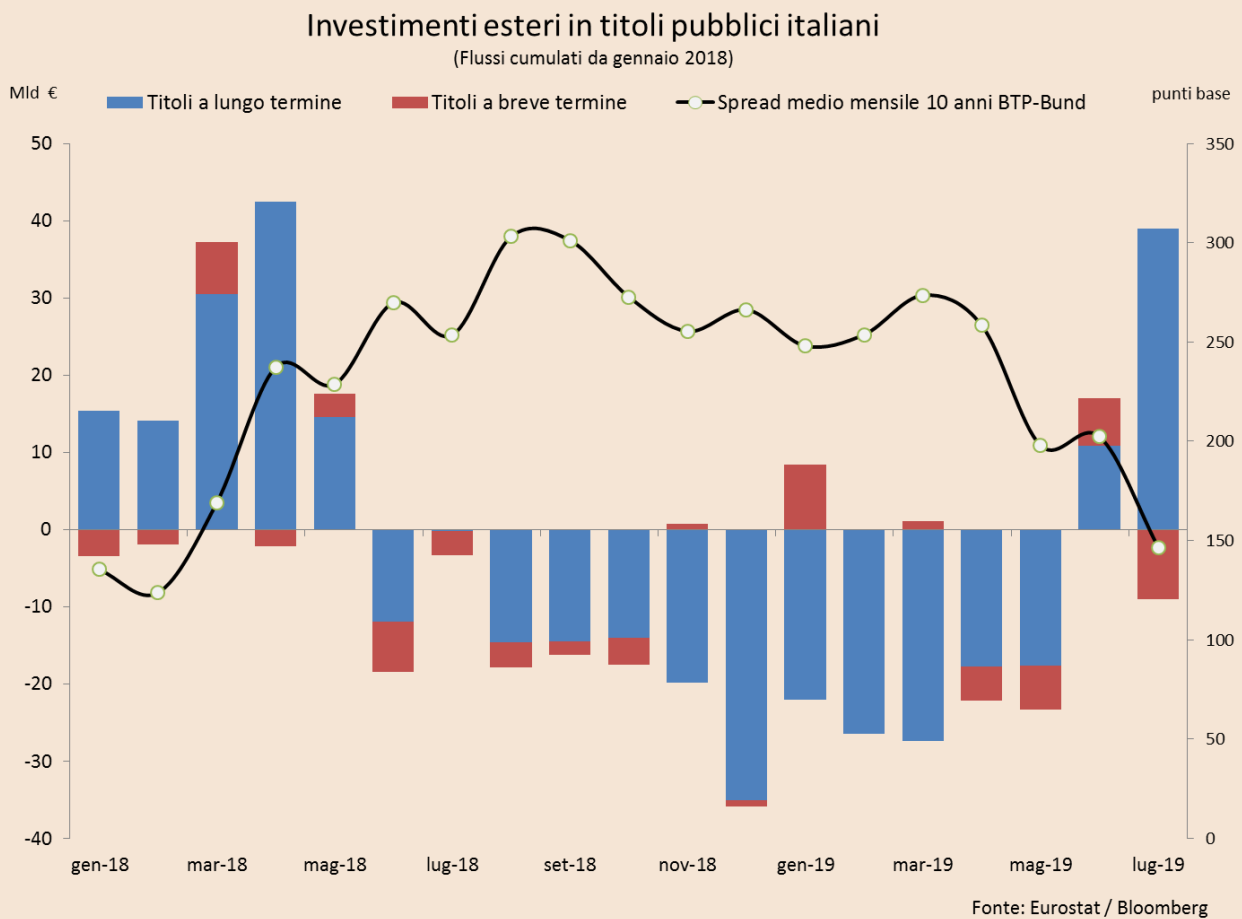
Italia - Decomposizione del Saldo Netto Target2 attraverso alcune voci della Bilancia dei pagamenti (BoP)  
(flussi cumulati da gennaio 2018)



Fonte: Eurostat

Il *trend* più rilevante riguarda i titoli governativi italiani detenuti da soggetti esteri (barre viola in Figura 1, cfr. Figura 2 per il dettaglio). Dopo il forte calo degli *stock* detenuti nel corso del 2018 (fino a -90 miliardi di € a dicembre 2018 dai massimi del precedente aprile) che aveva avuto un impatto evidente sullo *spread* tra titoli italiani e tedeschi (oltre 300 punti base medi tra agosto e settembre 2018), gli investitori esteri sono timidamente tornati ad acquistare debito italiano nel corso del 2019. Il differenziale rispetto ad inizio 2018 è sceso gradualmente, ma ancora a maggio 2019 si registrava una riduzione secca di -34 miliardi, che è stata azzerata e ribaltata nei successivi 2 mesi. Acquisti per oltre +35 miliardi in giugno (il valore più alto registrato dal 1997) e +20 miliardi a luglio hanno visto un riequilibrio dell'esposizione degli investitori esteri sul nostro debito, che ora è superiore a quella di inizio 2018 ed in linea con quella pre-crisi registrata a metà 2011.

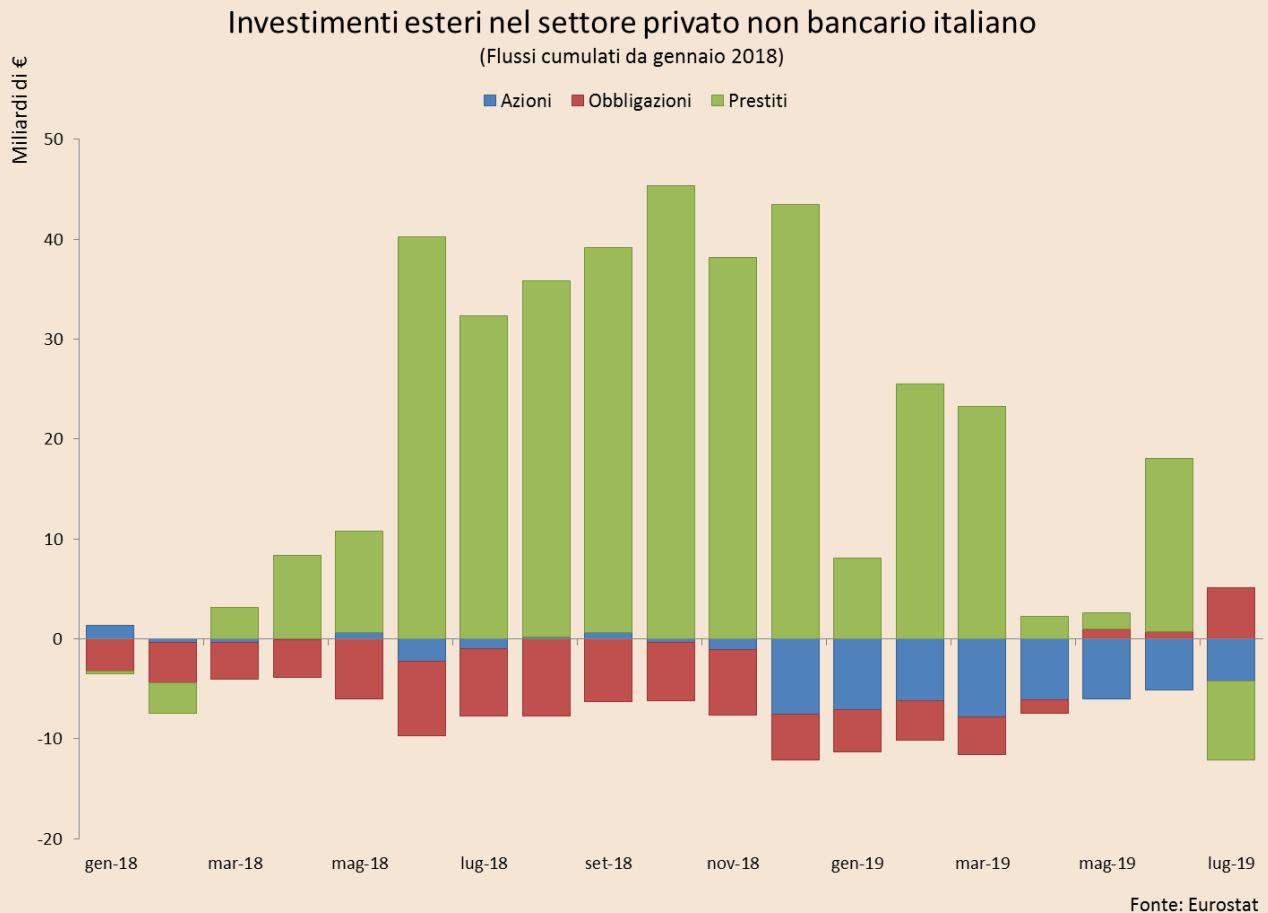
Figura 2



Il fenomeno di “accaparramento” del debito sovrano italiano è plausibilmente legato a 2 fattori, uno politico e l’altro monetario. La decisa schiarita nei rapporti con la Commissione Europea a seguito delle rassicurazioni delle massime cariche istituzionali sulla *compliance* della futura manovra economica alle regole comunitarie ha avuto sicuramente un suo peso. A mio avviso però ha avuto più influenza il deciso cambio di prospettiva sull’evoluzione della politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE) in senso espansivo: ad inizio giugno le probabilità quotate dal mercato di un taglio dei tassi di interesse chiave entro settembre erano attorno al 18%. Il 1° luglio erano schizzate al 70% dopo il *meeting* BCE del 6 giugno in cui il *board* apriva a nuove misure di stimolo monetario.

Una graduale normalizzazione dei flussi finanziari nel settore privato era tuttavia già apprezzabile da inizio 2019 (cfr. Figura 3).

Figura 3



Tra maggio e settembre 2018 venne registrato un anomalo afflusso di capitali al settore privato (fino a +40 miliardi), nonostante gli investitori esteri risultassero mediamente venditori netti di azioni, fondi ed obbligazioni *corporate* italiane. Si trattava di un incremento drastico di prestiti, prevalentemente a breve termine, che soddisfaceva uno *shift* delle richieste di finanziamento del settore privato verso banche estere, presumibilmente per motivi di costo e stabilità del *funding*. L'incremento di prestiti, dopo un massimo raggiunto a +45 miliardi ad ottobre 2018, è sceso in maniera decisa nei mesi successivi fino a invertire segno proprio a luglio 2019, effetto di un ritorno delle imprese italiane a fonti di finanziamento domestiche in coerenza con la discesa graduale dello *spread*.

Nel frattempo, è cresciuta moderatamente l'esposizione dall'estero verso obbligazioni ed azioni *corporate* italiane. Si tratta di investimenti più rischiosi che segnalano una maggiore fiducia degli investitori nel settore privato nazionale.

Il *surplus* commerciale e del conto capitale (barre arancioni in Figura 1) dell'Italia ha contribuito a fare affluire capitali anche nel 2019 per oltre 30 miliardi, un risultato favorito dall'ulteriore indebolimento (-4,18%) dell'Euro sul Dollaro dopo un deprezzamento già acquisito del 5% nel corso dell'anno precedente. Si tratta di un risultato complessivo lusinghiero, se si considera che è stato ottenuto dal sistema industriale italiano in condizioni di quasi-recessione per la manifattura globale.

*Latu* banche nel 2019 si continua a registrare una condizione di sostanziale equilibrio dei flussi per quanto riguarda l'esposizione debitoria verso l'estero sul mercato interbancario (barre verdi in Figura 1), con un modesto ma incoraggiante incremento dello *stock* di obbligazioni in mano ad investitori esteri ed una costanza del livello dei depositi/prestiti. Al contrario, le banche italiane hanno continuato ad accrescere il loro *stock* di attività finanziarie estere per altri 26 miliardi (barre rosse in Figura 1) dopo i 28 accumulati nel 2018, seguendo un *trend* di fondo già avviato nel 2017 e che è parte di un fenomeno più ampio di *re-leveraging* a livello europeo condiviso anche dal sistema bancario spagnolo.

Infine, si è livellato il deflusso di capitali dovuto agli investimenti del settore privato non finanziario italiano all'estero. Dopo i 43 miliardi (barre blu in Figura 1) defluiti nel 2018 all'estero per acquistare azioni, obbligazioni e fondi di investimento con residenza legale in Lussemburgo, Olanda e Germania, solo 5 miliardi hanno seguito la stessa strada nei primi 7 mesi del 2019. Non è immediato spiegare questa frenata di un fenomeno consolidato che prosegue inalterato dal 2014 e che ha visto il settore privato italiano accumulare attività finanziarie estere per 356 miliardi di €, insieme a quello spagnolo, francese e tedesco. Questi capitali erano principalmente “in fuga” per il crollo dei tassi di interesse nell'Eurozona e la crescita del differenziale con altre aree valutarie, ma non è da escludersi nel caso dell'Italia un contributo dato da una crescente sfiducia nei confronti delle prospettive di crescita del sistema economico nazionale .

Un fattore determinante del rallentamento potrebbe essere stato lo *stop* al *Quantitative Easing* (QE) nel dicembre 2018. Il QE della BCE aveva infatti agevolato il processo di “diversificazione geografica degli attivi” attraverso gli acquisti effettuati dalle banche centrali nazionali (BCN), fornendo agli investitori privati di tutta l'area Euro condizioni molto favorevoli per disinvestire dai titoli pubblici e far migrare i propri capitali altrove. L'analisi della bilancia dei pagamenti della Spagna conferma lo stesso fenomeno di

rallentamento in atto: poco più di 5 miliardi defluiti dal settore privato iberico nel 2019 contro i 42 del 2018.

Ovviamente, ciò suggerisce che ad ottobre il riavvio degli acquisti di titoli governativi da parte della BCE per 20 miliardi al mese ripristinerà un contesto favorevole alla fuga dei capitali privati in tutta l'area Euro.

I fattori sopra delineati spiegano quasi completamente il relativo miglioramento del saldo debitorio Target2 (*T2*) di Banca d'Italia, che è sceso a -435 miliardi ad agosto 2019. C'è da attendersi tuttavia che il riavvio del QE e l'immissione di ulteriore liquidità nel sistema finanziario dell'Eurozona attraverso le BCN ridiano "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* destinatarie 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 in BCE e assegnare alle BCN un ruolo di *execution-only*.

Aumentare la condivisione dei rischi tra i Paesi dell'Unione monetaria. per percorrere un piccolo passo nella giusta direzione.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna