

**PANDEMIA E LIQUIDITÀ****150 MILIARDI  
IN FUGA VERSO  
I PORTI SICURI  
TEDESCHI****QUEI 150 MILIARDI IN FUGA VERSO I PORTI SICURI TEDESCHI**di **Marcello Minenna**

**T**ra marzo e giugno 2020 circa 150 miliardi di euro hanno lasciato l'Italia durante il picco dell'emergenza pandemica, ma per dove? La riapertura dell'economia e la normalizzazione dell'emergenza sanitaria non hanno favorito il ritorno di questa liquidità. Il dato del saldo debitorio Target2 (T2) di Banca d'Italia ora è al record negativo assoluto di -536,2 miliardi, anche se il declino sembra essersi stabilizzato. Il saldo T2 rappresenta il debito/credito di una banca centrale nei confronti delle banche centrali nazionali (Bcn) dell'Eurosistema ed è una misura contabile aggregata dei flussi di liquidità da e verso l'estero. Non è un caso che il saldo T2 della Germania subisca da gennaio un forte incremento, di circa +183 miliardi portando il credito della *Bundesbank* verso le altre Bcn ai massimi.

**S**toricamente in situazioni di crisi (vedi l'autunno 2011) i saldi T2 di Italia e Germania si muovono in maniera speculare per via della fuga della liquidità verso "porti sicuri" (*safe haven*).

Nei dati della bilancia dei pagamenti si osserva la drammatica inversione dei flussi registrata in Italia a inizio marzo 2020, dopo 2 mesi in cui si era osservata una prevalenza di afflussi di liquidità dall'estero verso i titoli di stato (barre viola, +25 miliardi) e quelli del settore privato non finanziario (barre celesti, +17 miliardi), insieme a

un'espansione dei debiti delle banche nazionali (+20 miliardi, barre verdi).

A fine aprile il quadro appariva stravolto. Si registrava una riduzione degli *stock* di titoli governativi detenuti da soggetti esteri per -39,7 miliardi, comprati dalla Banca d'Italia grazie al *Quantitative Easing* ed al programma speciale pandemico PEPP ed in parte anche dalle banche nazionali con i prestiti ricevuti dalla Bce. 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 registrava un cambiamento di rotta con una riduzione secca a fine aprile di 10 miliardi dato che le banche estere riducevano i rischi anticipando l'impatto di una forte recessione.

La liquidità in ingresso in questi due mesi *horribilis* per l'economia italiana è stata veramente poca. 12,3 miliardi (barre blu) sono arrivati dalla monetizzazione di una piccola parte delle attività finanziarie del settore privato all'estero, un "tesoretto" di oltre 400 miliardi. Il sistema finanziario tedesco ha invece 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.

Nel 2020 le banche tedesche infatti hanno aumentato la posizione debitoria verso l'estero per 180 miliardi, liquidità che è stata riutilizzata per accrescere gli investimenti in attività finanziarie estere (-127 miliardi). La corsa verso i *Bund* è stata limitata: "solo" 20 miliardi di crescita dello *stock* di titoli 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 (+91,2 miliardi), più redditizi in termini di rendimento e disponibili.

L'avanzo commerciale tedesco ha invece subito un drastico stop insieme al commercio internazionale, con "solo" +72 miliardi di surplus in 4 mesi, in forte rallentamento vicino a zero ad aprile 2020.

In definitiva, per l'Italia lo *shock* indotto dal *lockdown* generale ha forzato una ricomposizione dei portafogli delle banche nazionali ad un maggiore impegno della banca centrale sul mercato. Entrambi i fenomeni hanno provocato una persistente ri-razionalizzazione del debito sovrano, che potrebbe durare ancora a lungo.

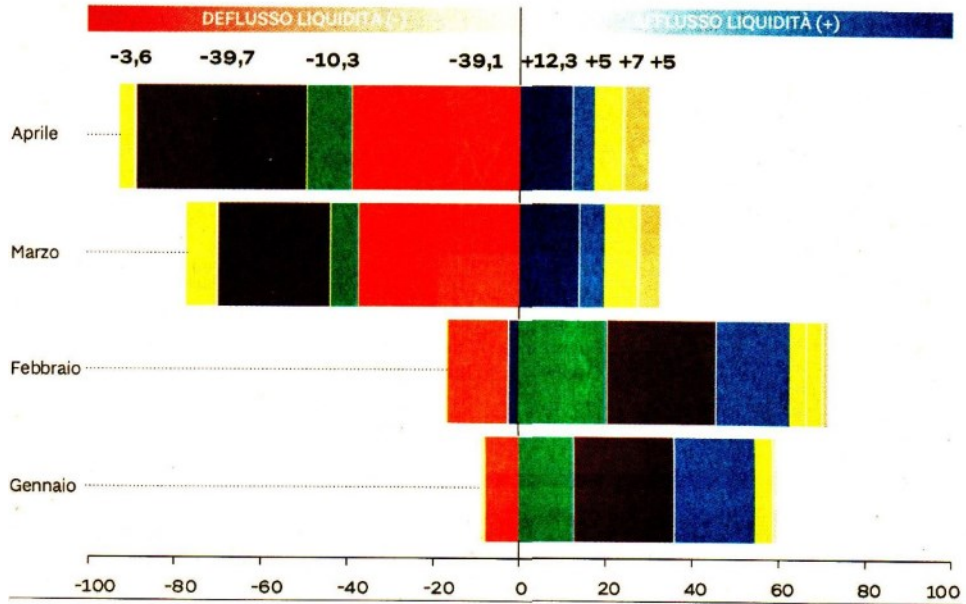
Direttore Generale  
dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli  
@MarcelloMinenna  
Le opinioni espresse sono  
strettamente personali

Il sistema finanziario tedesco ha sopportato meglio l'impatto della crisi pandemica, capitalizzando sul ruolo di area rifugio che gli ha permesso di attrarre liquidità non solo dall'Italia, ma da tutta Europa

**Italia, flussi di capitale in entrata e in uscita dall'estero**

Saldo cumulato nel periodo gennaio - aprile 2020. Valori in miliardi di euro

- Investimenti italiani in depositi, obbligazioni, azioni e fondi comuni esteri
- Raccolta netta delle banche italiane sul mercato interbancario estero
- Investimenti e prestiti dall'estero nel settore privato italiano
- Investimenti Diretti
- Investimenti delle banche italiane in titoli e depositi esteri
- Investimenti e prestiti dall'estero nel settore pubblico italiano
- Current + Capital Account
- Investimenti e depositi esteri del governo italiano



Fonte: Eurostat