

26 aprile 2021

Il Sole **24 ORE**

ITALIA E SPAGNA: DUE STORIE DI LIQUIDITÀ IN FUGA

di Marcello Minenna

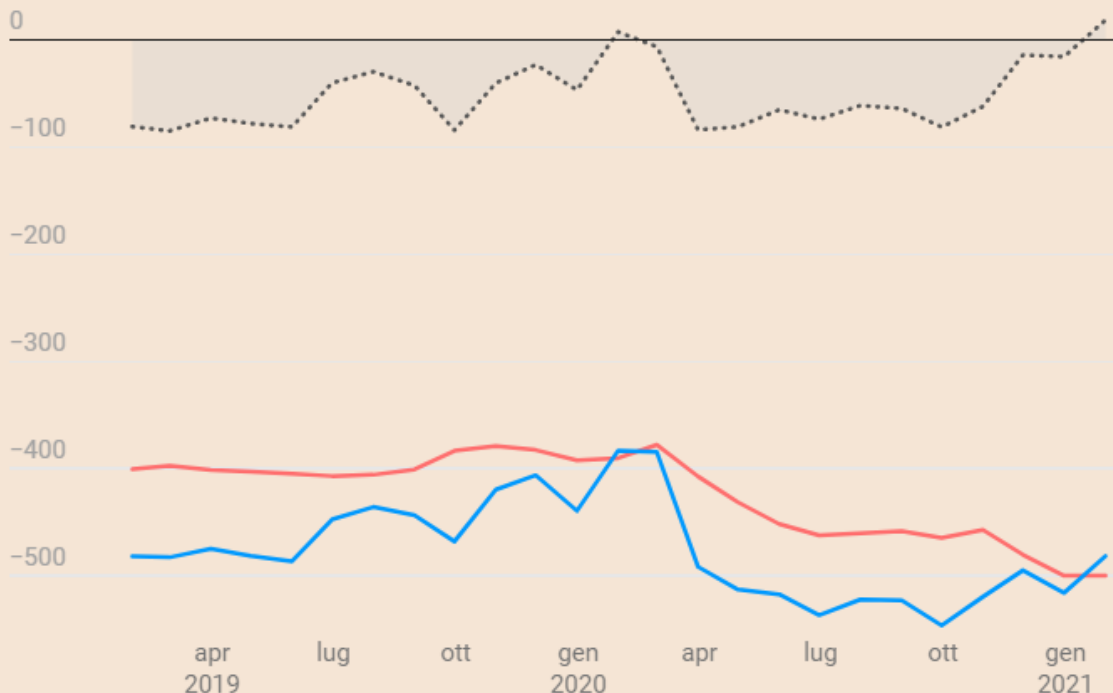
Nel corso del 2020 l'Italia e la Spagna hanno visto defluire verso l'estero 76 e 107 miliardi di € rispettivamente per via della crisi pandemica, esplosa in entrambi i Paesi precocemente a marzo 2020. Si è trattato di un *mix* tossico di minori afflussi e maggiori deflussi di liquidità da/verso tutti i settori dell'economia. Una "tempesta perfetta" che si è riflessa in un marcato peggioramento dei saldi *Target2* (T2) delle rispettive banche centrali, cartina di tornasole dei movimenti complessivi di capitale da e verso l'estero (cfr. Figura 1).

Figura 1

ITALIA E SPAGNA - EVOLUZIONE DEI SALDI NETTI TARGET2

Miliardi di euro

— ITA — SPA ···· DIFFERENZA ITA-SPA

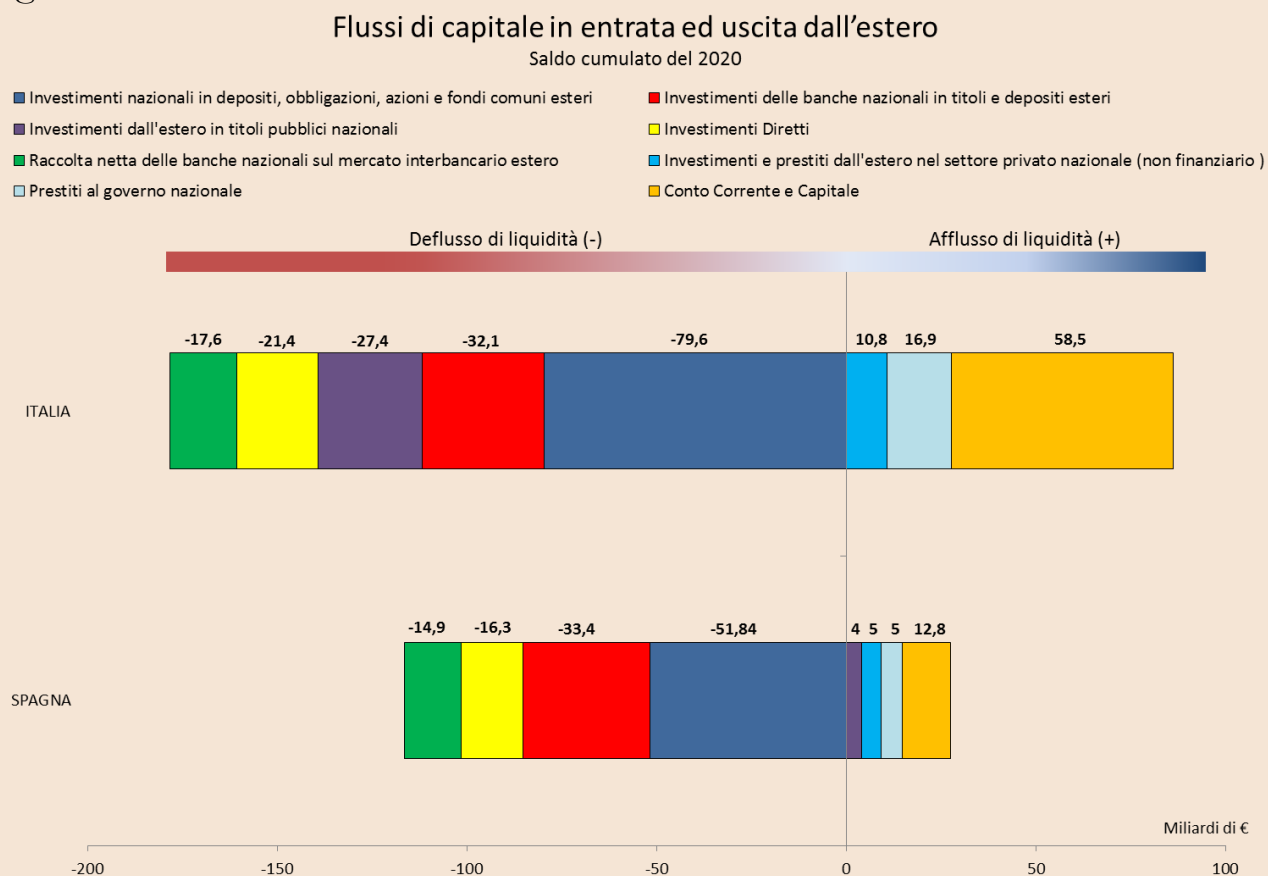


Una prima analisi dell'evoluzione dei saldi T2 ci mostra come l'Italia abbia sperimentato un calo più accentuato nei primi mesi della crisi pandemica (marzo-maggio 2020), in corrispondenza del *lockdown* nazionale, che è stato in parte recuperato nella seconda parte dell'anno. Il saldo T2 spagnolo è invece peggiorato gradualmente ma costantemente. Negli ultimi mesi il saldo T2 italiano sembra tornare ad un *trend* positivo che aveva caratterizzato il 2019 ed i primi mesi del 2020 ed aveva permesso l'azzeramento di un *gap* di circa 80 miliardi con quello spagnolo, che era rimasto grosso modo costante.

UNA RADIOGRAFIA DEI MOVIMENTI DI CAPITALE DA/VERSO L'ESTERO

Ovviamente la pandemia ha colpito in maniera differente le due economie, in ragione delle loro differenze strutturali (cfr. Figura 2). L'Italia ha registrato in termini assoluti maggiori deflussi nei settori finanziari, ma anche afflussi più consistenti *latu* economia reale, che hanno in parte compensato gli effetti negativi della fuga di liquidità. Per quanto riguarda la Spagna invece, gli afflussi di capitali di qualsiasi tipologia hanno subito un severissimo crollo.

Figura 2



Vediamo in dettaglio i movimenti di liquidità in entrata ed uscita dalle due economie analizzando i conti della bilancia dei pagamenti (BoP). L'Italia ha chiuso il 2020 con un saldo negativo di 27 miliardi di € per quanto riguarda gli investimenti in titoli pubblici nazionali (barre viola), mentre la Spagna ha registrato un debole saldo positivo.

Le maggiori differenze si ravvisano in termini di saldo del conto corrente e capitale (barre arancioni): quello italiano è positivo per quasi 60 miliardi, mentre quello spagnolo a malapena supera i 10 miliardi.

I movimenti di liquidità dai settori bancario (barre rosse, verdi) e privato non finanziario (barre blu, celesti) dei due Paesi sono invece grosso modo paragonabili. Si è ridotta la raccolta netta delle banche nazionali sul mercato interbancario (barre verdi), mentre hanno continuato a crescere gli investimenti verso l'estero di banche ed imprese nazionali (barre rosse e blu). Entrambe le economie hanno registrato un modesto afflusso di liquidità verso il proprio settore *corporate* (barre azzurre).

Sia il governo italiano che quello spagnolo hanno acceso dei prestiti (barre celesti) verso l'estero dopo anni di inattività: si tratta dei prestiti agevolati SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) erogati dall'Unione Europea per agevolare il regolare funzionamento degli ammortizzatori sociali - *in primis* la cassa integrazione - nei Paesi più colpiti dalla crisi.

LE DIFFERENZE STRUTTURALI TRA ITALIA E SPAGNA: BASE INDUSTRIALE E DEBITO PUBBLICO

È opportuno esaminare l'andamento nel tempo dei singoli conti della BoP per capire i *trend* di lungo periodo e l'impatto della crisi pandemica sui singoli settori delle due economie.

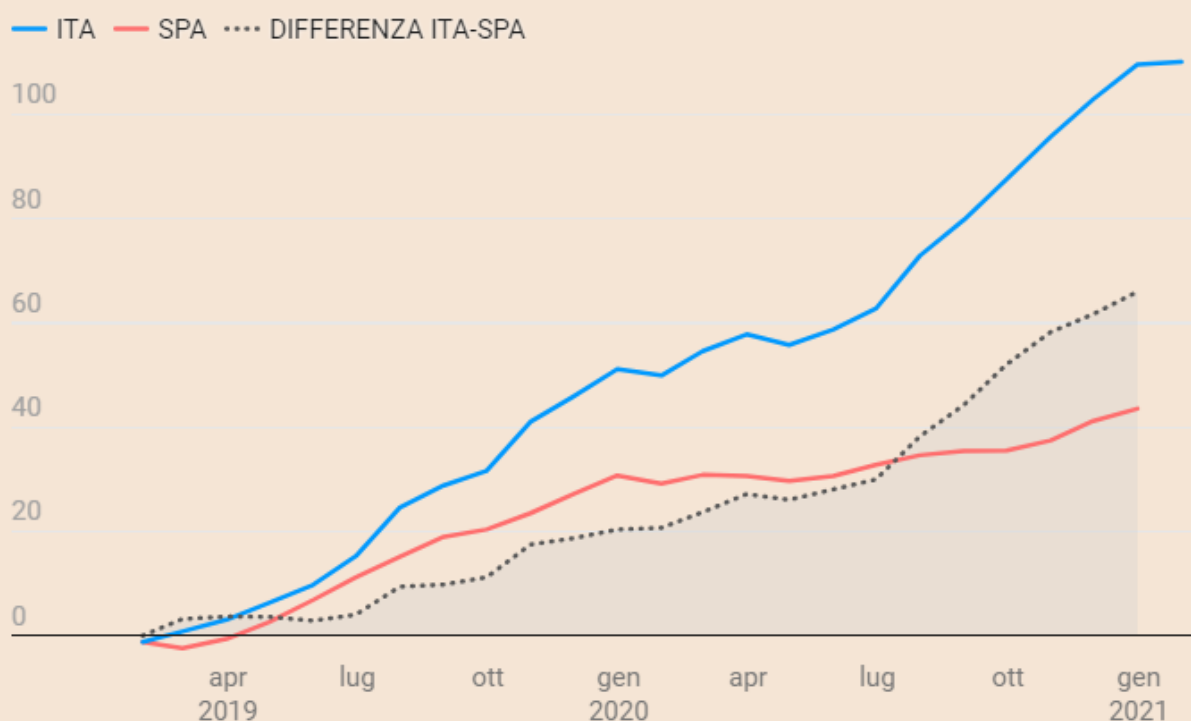
Il conto corrente e capitale della bilancia dei pagamenti registra gli afflussi di liquidità connessi con le esportazioni/importazioni di merci e servizi ed il turismo internazionale. Quello dell'Italia ha registrato storicamente sempre più afflussi di liquidità rispetto a quello spagnolo (cfr. Figura 3) per via di un

maggior peso nella nostra economia del settore manifatturiero e delle esportazioni di beni rispetto a quella iberica. Il *gap* tra i due Paesi è cresciuto nel corso degli ultimi due anni fino a 60 miliardi di €, con un'accelerazione negli ultimi mesi.

Figura 3

ITALIA E SPAGNA - SURPLUS DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Flussi cumulati da gennaio 2019. Miliardi di euro



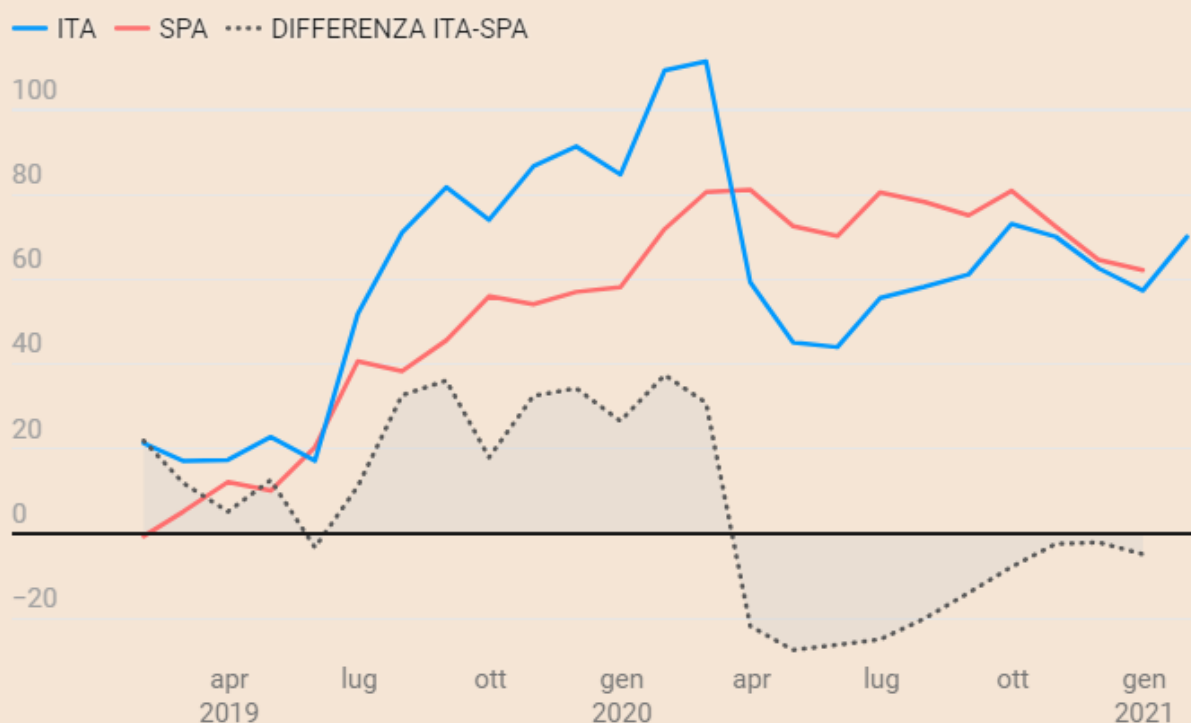
Il buon dato italiano va associato alla decisa ripresa della produzione industriale e del commercio globale a seguito delle riaperture estive del 2020 delle principali economie. Le esportazioni hanno garantito un costante afflusso di liquidità che ha in parte compensato il crollo registrato nella prima fase acuta della crisi pandemica. La Spagna ha invece risentito maggiormente del crollo dei flussi turistici internazionali e non ha beneficiato significativamente della ripresa del settore manifatturiero. Queste debolezze strutturali dell'economia spagnola stanno compromettendo anche le prospettive di recupero a breve termine, decisamente peggiori rispetto a quelle del resto d'Europa.

Per quanto riguarda gli investimenti esteri nei titoli governativi nazionali (cfr. Figura 4), l'Italia ha subito maggiormente lo *shock* pandemico con un deflusso netto record nei primi mesi di oltre 70 miliardi di € che è stato recuperato gradualmente con la normalizzazione delle condizioni finanziarie internazionali; il dato spagnolo invece non ha subito particolari scossoni.

Figura 4

ITALIA E SPAGNA - INVESTIMENTI DALL'ESTERO IN TITOLI PUBBLICI GOVERNATIVI

Flussi cumulati da gennaio 2019. Miliardi di euro



L'Italia ha in parte pagato la maggiore fragilità reputazionale e la condizione di trovarsi a fronteggiare la crisi per prima e con un più alto rapporto Debito / PIL; inoltre a marzo 2020 mancava un'adeguata rete di copertura da parte della Banca Centrale Europea (BCE), che è stata dispiegata poi ad aprile per il tramite del programma pandemico di acquisto titoli (PEPP, *Pandemic Emergency Purchase Programme*).

In ogni caso, nella fase pre-crisi il debito italiano stava sperimentando un afflusso di investimenti più elevato di quello spagnolo, che seguiva ad un'apertura di credito da parte degli investitori internazionali al nuovo governo di centro-sinistra. Negli ultimi mesi, grazie agli effetti di compressione dei differenziali di rendimento del PEPP, i cicli di investimento nei due Paesi si sono sostanzialmente riallineati.

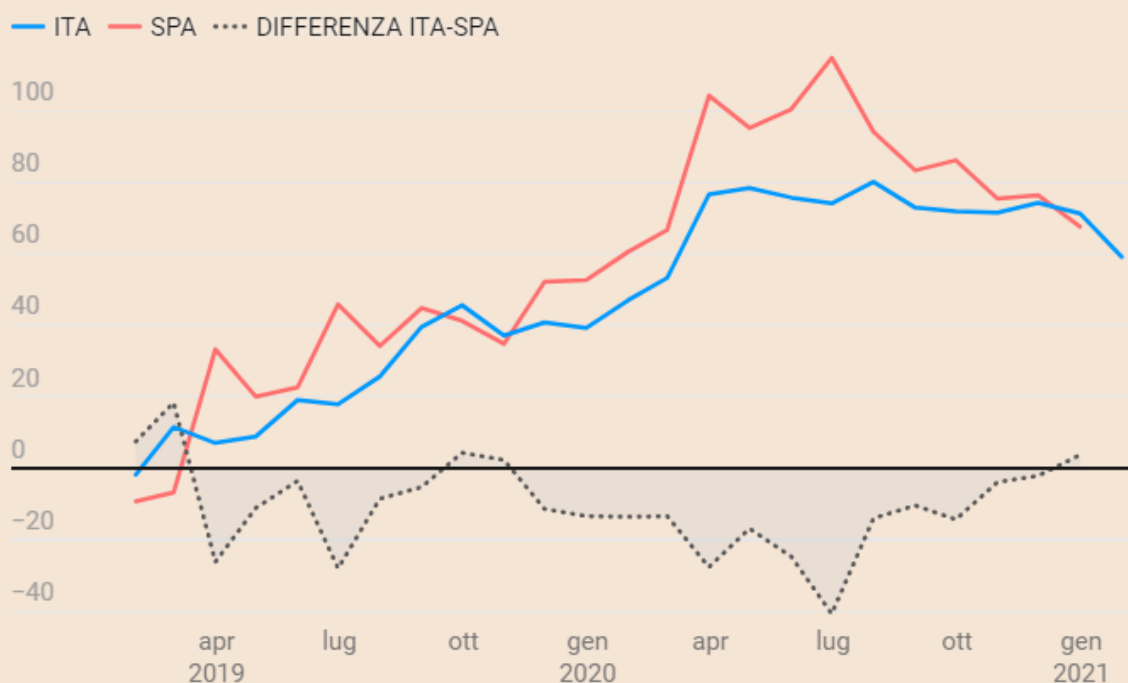
LE SOMIGLIANZE: LA CRESCENTE INTEGRAZIONE DEI SETTORI BANCARIO E CORPORATE

Il fenomeno più sorprendente che emerge dai dati è comunque la sincronia delle scelte di investimento all'estero dei settori bancari e *corporate* delle due economie (cfr. Figure 4 e 5), che appare un segnale di integrazione finanziaria tra le due economie più avanzata rispetto alle apparenze. È possibile apprezzare con un discreto colpo d'occhio come l'andamento dei flussi di capitale in uscita dai settori bancari e da quelli privati non finanziari non solo segua lo stesso *trend* ma sia anche sovrapponibile in larga parte nei valori assoluti.

Figura 5

ITALIA E SPAGNA - INVESTIMENTI ESTERI DEI SETTORI BANCARI NAZIONALI

Flussi cumulati da gennaio 2019. Miliardi di euro



Il *trend* pre-pandemia vedeva una crescita dei deflussi di liquidità dal settore bancario verso l'estero sia per l'Italia che la Spagna, con un incremento degli investimenti in azioni, obbligazioni e depositi/prestiti. Le banche spagnole hanno sperimentato per la quasi totalità un accumulo di depositi/prestiti, mentre per il settore bancario italiano si è osservato un *mix* più bilanciato di obbligazioni/prestiti. Per entrambi i Paesi l'esposizione verso i mercati azionari esteri ha avuto un incremento quasi nullo.

L'impatto della pandemia ha fermato il trasferimento di capitali all'estero; nel caso della Spagna si è assistito ad un moderato *deleveraging* mentre per quanto riguarda le banche italiane i flussi si sono stabilizzati. A dicembre 2020 entrambi i sistemi bancari sperimentavano una riduzione quasi equivalente dell'esposizione verso l'estero.

LE SCELTE DI INVESTIMENTO ALL'ESTERO DELLE IMPRESE: UN ALLINEAMENTO PERFETTO

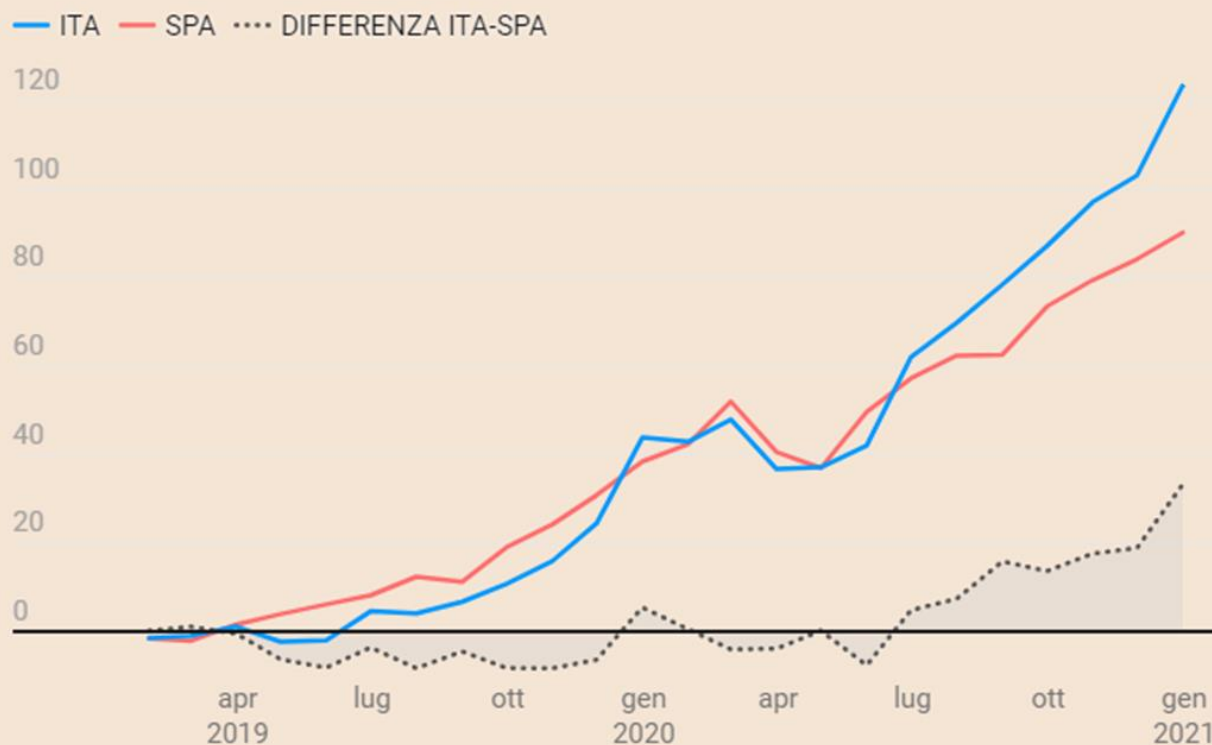
Un fenomeno analogo è osservabile nei dati che tracciano gli investimenti verso l'estero del settore *corporate* non finanziario. Anche in questo caso si osserva negli ultimi due anni un *trend* storico di crescita dei deflussi di liquidità verso l'estero per esigenze di diversificazione del rischio 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). Le *corporations* spagnole invece hanno un portafoglio più bilanciato che prevede anche una quota rispettabile di depositi esteri che vanno in *tandem* con una maggiore richiesta di finanziamenti del settore privato verso banche estere, presumibilmente per motivi di costo e stabilità del *funding*. Colpisce l'allineamento dei cicli di investimento dei due Paesi, praticamente perfetto fino al momento dello scoppio della crisi pandemica.

Nel periodo di crisi acuta tra marzo e maggio 2020, si assiste ad un moderato *deleveraging* delle posizioni in fondi comuni e depositi, mentre gli investimenti obbligazionari più a lungo termine restano stabili. Lo *stop* dura poco: già da giugno 2020 il *trend* storico di crescita riprende per entrambi i Paesi, accelerando sensibilmente nel caso delle imprese italiane, che plausibilmente hanno investito temporaneamente sui mercati finanziari parte dei prestiti agevolati d'emergenza ricevuti dalle banche nazionali, in attesa dell'impiego in investimenti produttivi.

Figura 6

ITALIA E SPAGNA - INVESTIMENTI ALL'ESTERO DEL SETTORE PRIVATO NON FINANZIARIO

Flussi cumulati da gennaio 2019. Miliardi di euro



In definitiva l'impatto asimmetrico della pandemia, che ha penalizzato più i settori dei servizi alla persona che la manifattura, si è riflesso maggiormente nei conti finanziari della Spagna che in quelli dell'Italia. Il Bel Paese però ha sofferto di più la fragilità storica in tema di debito pubblico. Gli effetti finali in termini di "liquidità perduta" sono grosso modo sovrapponibili: il percorso verso la ripresa economica è tutto in salita per la Periferia d'Europa.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali