

# Capitali in fuga dall'Italia: ecco la radiografia

—di **Marcello Minenna** |

---

Nel corso del 2018 ci sono stati dei rilevanti movimenti di capitale da e verso l'estero. I dati aggiornati della bilancia dei pagamenti italiana permettono di identificare la tipologia di transazioni sottostanti ai movimenti di capitale ed avere un quadro più chiaro dei fenomeni in atto.

Il trend più evidente riguarda i titoli governativi italiani detenuti da soggetti esteri (barra viola). Dopo una crescita rilevante degli stock nei primi mesi dell'anno (fino a +40 miliardi di € ad aprile 2018), gli investitori esteri hanno avviato un rapido sell-off di titoli, che ha accelerato nel mese di agosto in corrispondenza con le prime tensioni tra Commissione Europea e governo sulla manovra finanziaria per il 2019. A fine novembre gli investitori esteri detenevano circa 35 miliardi di BTP in meno rispetto a gennaio, con un calo di 75 miliardi dai massimi di aprile. Ovviamente questa vendita massiva ha avuto un impatto evidente sullo spread tra titoli italiani e tedeschi, che aveva raggiunto non a caso un minimo proprio ad aprile.

La riduzione dell'esposizione estera sul debito pubblico nazionale è stata però perfettamente compensata da una crescita degli investimenti esteri nel settore privato (barre celesti), la cui crescita è esplosa a giugno 2018 quando plausibilmente un significativo calo delle quotazioni sui mercati ha reso l'investimento azionario in Italia più appetibile. La crescita si è poi gradualmente livellata fino a registrare una piccola riduzione dal picco di ottobre 2018. Nel complesso dunque si può affermare che i proventi finanziari della vendita di BTP non hanno lasciato il Paese, ma c'è stato uno shift dei capitali dal settore pubblico a quello privato.

Il surplus commerciale dell'Italia ha contribuito a fare affluire capitali anche nel 2018, un risultato ragguardevole (+40 miliardi, barre arancioni) se si considera che gran parte del surplus di parte corrente e del conto capitale è stato ottenuto nella seconda metà dell'anno, caratterizzata da un rallentamento progressivo dell'economia globale.

Latu banche si registrano minime variazioni per quanto riguarda l'esposizione debitoria verso l'estero sul mercato interbancario (barre verdi). Al contrario, le banche italiane hanno accresciuto il loro stock di attività finanziarie estere per 28 miliardi (barre rosse) seguendo un trend già avviato nel 2017 e che ha accelerato progressivamente nel corso del 2018, per poi frenare lievemente nell'ultimo mese di rilevazione.

Infine, il settore privato non finanziario italiano ha continuato ad investire massicciamente all'estero. Altri 44 miliardi (barre blu) sono defluiti all'estero per acquistare azioni, obbligazioni e fondi di investimento con residenza legale in Lussemburgo, Olanda e Germania. Certamente una parte di questi fondi (secondo alcune

stime il 20%) può essere ricondotto nei fatti ad entità italiane (i c.d. fondi “round trip”). A partire dal 2014, quando questo fenomeno ha rapidamente preso abbrivio, lo stock di attività finanziarie estere detenuto dagli italiani è cresciuto di 370 miliardi. Il crollo dei tassi di interesse nell'Eurozona e la crescita del differenziale con altre aree valutarie sono i primi fattori esplicativi di questo fenomeno, che riguarda non solo l'Italia, ma anche la Spagna e la Germania ed in misura parziale la Francia. Il Quantitative Easing della Banca Centrale Europea ha poi agevolato questo processo di “diversificazione degli attivi”, fornendo agli investitori privati condizioni molto favorevoli per disinvestire dai titoli pubblici e far migrare i propri capitali altrove. Con la “chiusura dei rubinetti” da parte della BCE ed un rialzo progressivo dei tassi di interesse è plausibile che la migrazione dei capitali privati tenderà a rallentare. Sempre se non ci siano altri motivi che spingono gli italiani ad investire all'estero.

I fattori sopra delineati spiegano quasi completamente l'ulteriore peggioramento del saldo Target2 (T2) dell'Italia, che ha raggiunto la soglia dei -500 miliardi a dicembre.

Target2 è il sistema di pagamenti bancari transfrontalieri dell'Eurozona. Il saldo netto T2 misura il debito/credito di una banca centrale nei confronti delle altre appartenenti all'Eurosistema ed è altresì una precisa grandezza contabile della bilancia dei pagamenti. Dato che il saldo totale della bilancia dei pagamenti deve essere in ogni istante zero, per aritmetica contabile il saldo T2 varia in reazione alle operazioni finanziarie transfrontaliere effettuate dalle banche, dal governo e dalle imprese del settore privato non finanziario. Dunque è possibile “decomporre” analiticamente il saldo T2 per tutti i Paesi dell'Eurozona (l'ho fatto insieme ad Andrea Roventini e Giovanni Dosi in una recente ricerca pubblicata su rivista internazionale), evidenziandone le cause determinanti dei movimenti attraverso l'analisi dei flussi cumulati di capitale che inquadrano la posizione con l'estero di ogni Paese dell'Eurozona.

Certo è che il 2018 chiude con il non esaltante risultato di una crescita del saldo debitorio di Banca d'Italia verso l'Eurosistema di altri 60 miliardi, anche se negli ultimi mesi, complice anche la riduzione degli acquisti del QE, la corsa verso il basso di T2 ha rallentato vistosamente. Non si ferma invece la crescita del credito della Bundesbank, che supera i 920 miliardi che tanto preoccupa i politici tedeschi. Con l'approssimarsi del rinnovo del Parlamento Europeo, fioccano le proposte di riforma del sistema di pagamenti bancari transfrontalieri T2 da tutto l'arco parlamentare; in genere si tratta di progetti che prevedono un periodico riallineamento dei debiti/crediti tra banche centrali tramite scambio di asset costituiti da riserve di valuta pregiata ed oro, oppure l'apposizione di limiti espliciti alla crescita dei saldi. Peccato che tali proposte ignorino il fatto fondamentale che questa “apertura” illimitata di linee di credito tra le banche centrali nazionali serva allo scopo di garantire che un Euro depositato in una banca italiana valga esattamente quanto un euro depositato in una banca tedesca. Qualsiasi limite, blocco, rallentamento del sistema T2 è incompatibile con il concetto di Unione monetaria poiché implicherebbe un trattamento discriminante delle banche centrali nazionali, che dovrebbero essere solo succursali della Bce.

Per ottenere un ridimensionamento rapido dei saldi T2, una soluzione tecnica sarebbe quella di centralizzare la politica degli acquisti in Bce e assegnare alle banche centrali nazionali un ruolo di execution-only. Certamente questo significherebbe aumentare la condivisione dei rischi tra i Paesi dell'Unione; un piccolo passo, ma nella giusta direzione.

*Economista*

*@MarcelloMinenna*