

” Valute

Euro-debolezze:
la Germania resta
l'asso pigliatutto

DI MARCELLO MINENNA

A PAGINA 9

L'analisi

di MARCELLO MINENNA

Esportiamo risparmio, importiamo rischi

Peggiora il saldo Target 2 di Italia e Paesi periferici. E la Germania piglia tutto



Qualcosa non va nell'Eurozona. Lo dicono le dinamiche dei saldi Target 2, il sistema che registra i pagamenti tra banche private. Dopo un breve periodo di convergenza terminato a metà 2014, i saldi sono tornati a mostrare come nell'estate 2012 picchi negativi per la periferia (-260 miliardi per Italia e Spagna, -100 per la Grecia e -60 per il Portogallo) e ovviamente positivi per i Paesi del centro (core), Germania in testa con oltre 600 miliardi di euro.

Semplificando, ogni pagamento tra banche private diviene un rapporto di credito-debito tra le rispettive banche centrali nazionali sul sistema Target 2.

Sebbene la Bce sconsigli di dare interpretazioni semplicistiche su questo complesso meccanismo, queste proliferano. C'è ad esempio in Germania chi leggerebbe i dati attuali come un finanziamento di 600 miliardi della Bundesbank alle spese fuori controllo dei paesi periferici. Poco conta che questo credito non sia realmente esigibile e non abbia una scadenza. Altrove, c'è chi dice che si tratta solo di scritture contabili.

Interpretazioni

Simili letture servono per nascondere quanto di interessante i saldi Target2 han-

no realmente da dire — come Antonio Foglia e Guido Salerno Aletta hanno mostrato in diverse occasioni — e riguarda i rischi delle transazioni che avvengono prima della registrazione contabile e che coinvolgono gli operatori economici dell'Eurozona. Nell'estate 2012 il crollo dei saldi Target 2 nei Paesi periferici e l'impennata in Germania segnalavano un pesante deflusso di capitali, determinato principalmente da due fenomeni.

Le banche tedesche stavano svendendo i titoli di Stato della periferia che avevano acquistato quando l'Eurozona sembrava funzionare. Gli istituti dei Paesi periferici li dovevano comprare. Il rischio del debito pubblico italiano veniva quindi internalizzato nelle nostre banche mentre prima era diffuso in tutta l'Eurozona. Ecco il primo fenomeno disfunzionale mostrato da Target 2: la nazionalizzazione dei rischi dei debiti pubblici dei Paesi periferici a cui la Germania contribuiva per 50 miliardi.

La crisi di fiducia spingeva le banche tedesche a chiedere indietro i prestiti allegramente erogati in precedenza alla periferia per fargli comprare la manifattura «made in Germany». In questa maniera il debito da essere tra due banche private si trasformava, per come funziona

Target 2, in un corrispondente credito-debito tra le due banche centrali garantito quindi dall'intero Eurosistema. Il rischio che quindi una banca italiana non pagasse un suo debito verso una banca tedesca veniva portato a fattor comune sull'Eurozona. È il secondo fenomeno disfunzionale mostrato da Target 2 per quasi 200 miliardi: l'uropeizzazione dei rischi dei debiti privati delle banche tedesche.

Dove hanno trovato i Paesi della periferia la liquidità per alimentare questi due fenomeni che hanno ridotto i rischi delle banche tedesche per quasi 300 miliardi? Semplice: i 1.000 miliardi di prestiti agevolati della Bce erogati a cavallo del 2011-2012.

Prospettive

Ora cosa succede? Non è un caso che le divergenze nei saldi Target 2 siano ripartite da giugno 2014, quando la Bce ha ripreso ad erogare fondi alle banche periferiche, prima attraverso i nuovi prestiti Tltro poi con il varo del Quantitative Easing. I nuovi fondi hanno ripreso in parte le vecchie strade. Per l'Italia ad esempio tra novembre 2015 e gennaio 2016 gli investitori esteri hanno dismesso 30 miliardi di Btp che sono stati nazionalizzati da Banca d'Italia con il Qe, mentre l'uropeizzazione dei ri-

schì delle banche private tedesche gira intorno ai 7 miliardi.

Tuttavia c'è un terzo fenomeno emergente nella recente crescita del saldo negativo Target 2 in Italia: negli ultimi 2 anni oltre 180 miliardi di risparmio nazionale sono stati investiti all'estero, attraverso l'acquisto di fondi comuni dei Paesi core. Solo il 20% è rappresentato da quei fondi irlandesi e lussemburghesi che sono in realtà riconducibili a banche italiane.

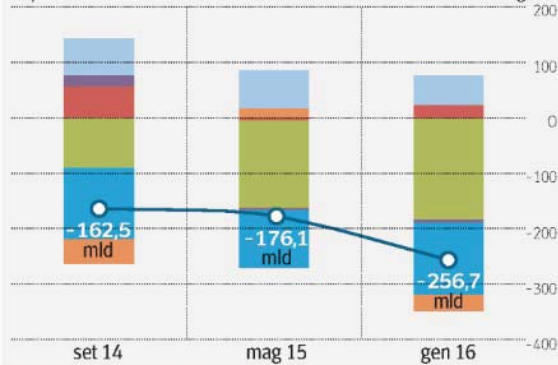
Si tratta dunque di un vero e proprio «export» di risparmio verso lidi più sicuri in quanto non collegati al destino delle banche italiane. Se l'euro saltasse per via dell'Italia, a seguito di una crisi del debito pubblico o delle banche, avere i risparmi protetti dalla svalutazione in un fondo estero sarebbe un vantaggio. Siamo davanti quindi all'emergere di un terzo fenomeno fotografato dal saldo Target2 e cioè l'immunizzazione dal rischio di rottura dell'euro.

In definitiva, al di là delle polemiche, l'ampliamento dei saldi Target 2 non porta buone nuove in quanto segnala iniqui ed occulti trasferimenti di rischi. Io credo che i rischi nell'Eurozona andrebbero condivisi esplicitamente ed in maniera equa.

Radiografia di un crollo

Decomposizione del Saldo Target 2 dell'Italia

Target 2 registra i pagamenti tra banche private in Europa



Fonte: Banca d'Italia, dati in miliardi di euro

centimetri