

# “Per paura di un ritorno alla lira gli italiani hanno già investito all'estero 220 miliardi” – INTERVISTA

Giovanni Pons

Marcello Minenna è docente di Finanza stocastica alla London Graduate School of Mathematical Finance ed è stato per un paio di mesi assessore al Bilancio del Comune di Roma nella giunta varata da Virginia Raggi. Ma poi ha preferito dimettersi e rientrare in Consob. A lui chiediamo una spiegazione delle parole pronunciate da Mario Draghi il 20 gennaio 2017 con le quali il governatore ha avvertito che una eventuale uscita dall'euro costerebbe all'Italia 358,6 miliardi di euro.



**Professor Minenna, è cambiato qualcosa nel dibattito sull'euro dopo il 20 gennaio 2017, che cosa significa la frase di Draghi?**

“Sì, qualcosa è decisamente cambiato nel dibattito sull'euro dopo l'affermazione di Draghi che in risposta ad alcuni europarlamentari italiani ha dichiarato per la prima volta che in caso di ipotetica uscita di un Paese dall'Eurozona, i saldi Target2 della banca centrale uscente dovrebbero essere regolati in pieno. Per capire che cosa

significhi questa affermazione occorre sapere che secondo i dati più aggiornati la Banca d'Italia deve all'Eurosistema 363 miliardi di euro. Tra i grandi debitori, oltre all'Italia, ci sono la Spagna (-330 miliardi), il Portogallo (-72 miliardi) e la Grecia (-72 miliardi). La Germania è invece manco a dirlo il più grande creditore d'Europa, con la Bundesbank che vanta un credito di 720 miliardi”.

**Che cosa sono i saldi Target2, spiegati in parole semplici?**

“Target2 è il sistema europeo che registra i pagamenti fra banche private. Semplificando, ogni pagamento tra Italia ed estero diviene un rapporto di debito/credito contabile tra Banca d'Italia e le altre banche centrali dell'Eurozona. Ogni banca centrale insomma si preoccupa di gestire le transazioni con il proprio sistema bancario ma non c'è regolamento per cassa tra Banca d'Italia ed Eurosistema. Si prende buona nota e finisce lì”.

**Dunque il Target2 fornisce una stima dell'interscambio di capitali da e per l'Italia?**

“Se una banca italiana investe all'estero, se per esempio compra un titolo di Stato che una banca estera sta vendendo o chiude una linea di credito, questo significa che i capitali stanno abbandonando il Paese transitando per Banca d'Italia. Questa non paga materialmente, ma ne lascia traccia nel conto Target2 che diventa sempre più negativo. Quindi il record assoluto del saldo

negativo di Target2 dell'Italia è solo un sintomo di una moderata ma persistente fuga di capitali dal paese. In quale direzione? Nord-Europa”.

### **E perché questo saldo diventa rilevante nel caso che un paese decidesse di uscire dall'euro?**

“In una situazione normale queste cifre restano sotto forma di scritture contabili tra succursali della Banca Centrale Europea. Se però ci dovesse essere un'uscita unilaterale da parte di una delle banche centrali appartenenti all'Eurosistema, grosso modo ciò che succederebbe somiglia ad una scissione di un ramo d'azienda (la Banca d'Italia) dalla società capogruppo (la Bce). I prestiti intra-gruppo, come per esempio i fondi erogati dalla Bce a Banca d'Italia con il Quantitative Easing, dovrebbero essere restituiti in Euro alla capogruppo. Tutto legalmente ineccepibile”.

### **Ma come farebbe l'Italia a restituire alla Bce 358 miliardi di euro? Sarebbe materialmente impossibile.**

“Questi enormi costi (circa il 22% del Pil per l'Italia) non possono essere sottovalutati nel bilancio complessivo costi/benefici di una scelta di abbandono dell'euro. La grandezza proibitiva delle somme accresce paradossalmente i rischi di una rottura disordinata dell'unione monetaria, incentivando il default sulle somme dovute alla Bce (perché non sarebbero onestamente pagabili). In questo caso all'uscita unilaterale si affiancherebbero altri eventi traumatici per il sistema finanziario globale”.

### **Ma aldilà di un'uscita dall'euro quali sono gli operatori italiani che stanno portando valuta fuori dall'Italia?**

“La speculazione sugli scenari estremi rischia di far passare sottotraccia il [ruolo che la Bce ha avuto nell'esplosione dei saldi Target2](#). Per l'Italia si è superato addirittura il picco negativo del 2012 (-284 miliardi), ma per ragioni diverse. Allora le banche estere (tedesche e francesi in primis) si liberavano del rischio dei Btp vendendoli alle banche italiane, che ricevevano a loro volta i fondi dalla Bce tramite i prestiti LTRO (Long Term Refinancing Operations) a tasso agevolato. Si parla di almeno 150 miliardi tra il luglio 2011 ed il dicembre 2012. Ora invece è la Banca d'Italia che riceve i fondi dalla Bce ed acquista titoli di Stato da banche ed imprese. Questa nuova moneta (altri 220 miliardi dal 2015) non resta però nel circuito finanziario nazionale ma mese dopo mese defluisce con regolarità verso fondi comuni ed azioni del Nord-Europa. Di sicuro gli investitori cercano rendimenti più alti e ritengono il sistema bancario nostrano molto rischioso. C'è infatti una caratteristica comune tra 2012 ed oggi: la sofferenza delle banche italiane che non si vedono rinnovare prestiti e linee di credito dalle banche estere, mentre queste stanno nuovamente riducendo i propri rischi”.

### **Qualcuno sta portando fuori i capitali poiché teme una disgregazione dell'euro?**

“Questa è la ragione più profonda di questa fuga di capitali. Tutti gli operatori stanno oramai considerando ampiamente il rischio di ridenominazione delle attività finanziarie dell'Eurozona (il cosiddetto redenomination risk) in future valute nazionali che risulterebbero parecchio svalutate. La discreta fuga verso le banche tedesche, olandesi e del Lussemburgo è una strategia di mitigazione del rischio, che prosegue dal 2014 ed ha accelerato negli ultimi mesi. Dunque Draghi può aver ammesso solo ora che un'uscita dall'Euro è tra gli eventi possibili. Ma il mercato vede un rischio crescente già da un pezzo”.

**Ma per un italiano aprire un conto in dollari o in sterline presso una banca estera o una filiale di una banca italiana, mette veramente al riparo da ipotesi di ridenominazione delle attività finanziarie?**

“Non v’è dubbio che potrebbe essere una strategia di copertura da simili rischi; ma chi può escludere che poi il Governo non possa prevedere apposite soluzioni fiscali per colpire i capitali così “protetti” all’estero?”

**E cosa succederebbe a chi ha comprato titoli di stato tedeschi, i Bund, nel caso di ritorno alla lira?**

“Un Bund quota tassi negativi. In finanza stocastica si può sostenere che in realtà il tasso negativo esprime la probabilità che il titolo venga rimborsato in una valuta più forte dell’euro, e cioè il nuovo marco. In uno scenario di break-up è assai probabile che assisteremmo ad una lira assai svalutata e ad un marco rivalutato. Stime che vedono la distanza tra le due valute ben oltre il 30% non sono irrealistiche. Comprare un Bund comporterebbe quindi perdite nel breve (dovute alle cedole negative) ed un possibile rimborso del capitale ben sopra l’investimento iniziale”.