

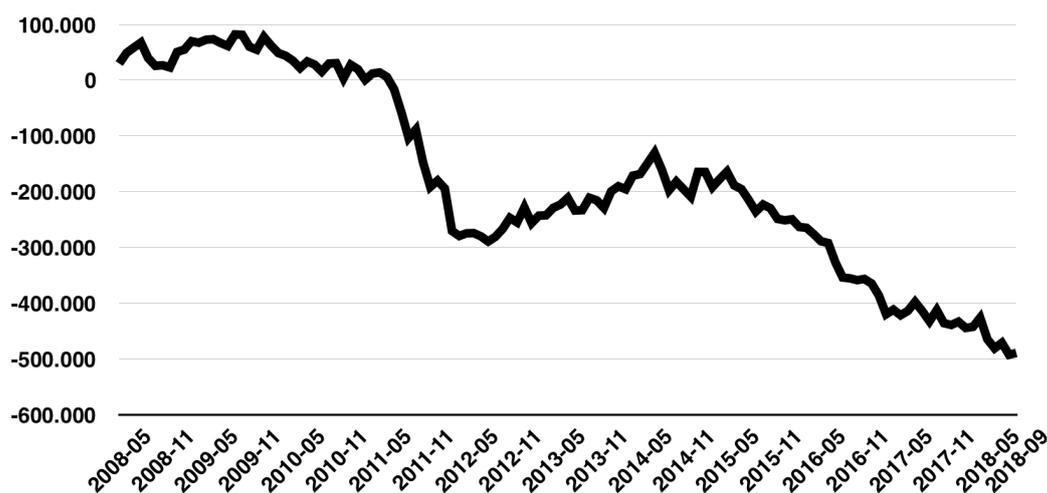
Approfondimenti

Controlli sui flussi del capitale - una possibilità per l'Italia?

(Il commento)
di *Andrew Lawford, CFA*

Con il proseguimento del confronto tra l'UE e l'Italia sul tema della legge finanziaria e le ipotesi di peggioramento del disavanzo nei conti pubblici italiani è tornato di moda parlare di soluzioni piuttosto estreme per raddrizzare la situazione. Queste ipotesi, come nel passato, possono essere classificate generalmente come modi per “fare pagare il debito pubblico ai cittadini” e racchiudono varie proposte che in alcuni casi hanno anche qualcosa di assurdo.

Come prima ipotesi, si pensa al ripetersi del prelievo forzoso di Amato nel 1992: una percentuale presa a sorpresa da tutti i conti correnti in Italia. È forse possibile che il saldo negativo del TARGET2 (il sistema di regolamento tra le banche centrali dell'Eurozona - si veda Figura 1) sia l'evidenza, almeno in parte, di questa paura da parte dei depositanti in Italia, che si somma chiaramente alla mancanza di fiducia in generale nei confronti del sistema finanziario in Italia.



*Figura 1: Saldo italiano TARGET2
(€ milioni - aggiornato a fine settembre 2018)*

Il saldo TARGET2 rappresenta il regolamento dei trasferimenti tra i diversi paesi membri dell'Eurozona ed è il risultato, di fatto, del legame particolare che si è creato tra le banche centrali di ciascuna nazione membro e la BCE. Come già altre volte è stato notato nelle pagine di questo osservatorio, nonché nel libro “La Crisi Economica e Il Macigno del Debito”, Draghi ha commentato il saldo negativo del TARGET2 nei seguenti termini:

“Se un paese lasciasse l'Eurosistema, i crediti e le passività della sua banca centrale nazionale nei confronti della BCE dovrebbero essere regolati integralmente.” Se mai l'uscita dall'Euro dovesse diventare un discorso serio per l'Italia, il saldo TARGET2 è un problema non da poco. Rallentare, o bloccare del tutto, i flussi di denaro verso l'estero sarebbe possibile esclusivamente attraverso l'imposizione di un controllo sui flussi di capitale. Questo tipo di controllo, anche se contro i principi dell'Unione Europea, ha già ben due precedenti (Grecia e Cipro), ed è altamente probabile che un qualsiasi sostegno offerto in futuro all'Italia da parte della Troika imporrebbe una limitazione sui trasferimenti.

Anche senza arrivare all'ipotesi di un salvataggio vero e proprio per l'Italia, la leva che ha la BCE nei confronti di ciascun paese membro non è un fattore da sottovalutare. Un continuo deflusso di denaro dal sistema finanziario italiano verso altri paesi dell'Eurozona potrebbe portare alcuni istituti italiani a

richiedere finanziamenti d'emergenza (ELA - Emergency Liquidity Assistance) dalla Banca d'Italia. La facoltà della Banca d'Italia di concedere questi finanziamenti può essere bloccata da una maggioranza del 66% tra i membri dell'Eurozona, una possibilità che condizionerebbe pesantemente il funzionamento del sistema finanziario in Italia. Inoltre, non bisogna dimenticare il meccanismo automatico per cui i finanziamenti della BCE verso le banche di una determinata nazione devono essere interrotti se il debito sovrano di quella nazione perde lo status di "investment grade". Con ogni probabilità, l'Italia è più vulnerabile ai meccanismi della BCE che non al meccanismo sanzionatorio della Commissione, con il rischio di essere spinti, inesorabilmente, verso l'uscita dall'euro.

Questa situazione è sicuramente non auspicabile per l'Italia, ma le voci della sua possibilità girano già in ambienti internazionali (si veda i riferimenti alla fine dell'articolo). Quindi, per scongiurare la possibilità di un blocco totale al sistema finanziario della nazione, una manovra più o meno radicale per raddrizzare i conti potrebbe rendersi necessaria. Tra i suggerimenti più fantasiosi che si sono sentiti all'epoca della transizione dall'ultimo governo Berlusconi al governo tecnocratico Monti c'era l'ipoteca forzosa. Secondo i proponenti, in linea di massima poteva funzionare così: viene accesa un'ipoteca ventennale su tutte le abitazioni private in Italia per il 10% del loro valore, con il denaro così risultante che viene versato interamente allo Stato e destinato esclusivamente all'abbattimento del debito pubblico. Le ipoteche così risultanti possono essere cartolarizzate dalle banche e scontate presso la BCE con dei tassi d'interesse molto bassi. Gli interessi passivi sulle ipoteche verrebbero pagati dallo Stato, quindi non dovrebbe cambiare molto nella pratica per la maggior parte dei proprietari degli immobili. Dal punto di vista dello Stato, invece, sarebbe riuscito, di fatto, a trasformare (più che abbattere) una parte consistente dell'attuale debito pubblico in un debito interno blindato, ovvero che non dovrà essere rifinanziato se non in un lontano futuro. Ovviamente, su questa proposta assurda è possibile sollevare numerose obiezioni e critiche, ma è (forse) teoricamente possibile e alleggerirebbe in maniera notevole la pressione esercitata dal famoso "spread". Inoltre, per quanto riguarda lo spread, viene detto che un livello sopra 300 non è sostenibile. Bisogna domandarsi quindi che cosa succede quando i rendimenti

sui titoli di stato più sicuri iniziano ad aumentare in maniera sensibile. Ricordiamoci che nel 2007 i titoli tedeschi con scadenza ad un anno avevano un rendimento intorno a 4,5%: quindi se uno spread a 300 è insostenibile ora, perfino uno spread a zero sarebbe insostenibile se i titoli tedeschi tornassero a rendere il 4% (non succederà subito, ma nel prossimo ventennio non è da escludere).

La lezione in questo caso è che è impossibile prevedere esattamente in che forma potrà arrivare un'eventuale stangata. Il famoso prelievo del '92, che ha lasciato l'amaro in bocca a così tante persone, è una frazione del bollo (0,20%) attualmente pagabile sulle attività finanziarie depositate in Italia. Chi pensa di sfuggire a questo tipo di imposizione trasferendo all'estero del denaro (si veda il grafico del TARGET2) pagherà lo stesso perché l'IVAFE (l'imposta sul valore delle attività finanziarie detenute all'estero) è dovuta nella stessa misura.

Bibliografia

Folkerts-Landau, David: "Europe must cut a grand bargain with Italy"; Financial Times, 12/11/2018

Mayer, Thomas: "An Italian Bank Run Could Crack the Euro"; CFA Institute, October 2018

Münchau, Wolfgang: "Italy is setting itself up for a monumental fiscal failure"; Financial Times, 28/10/2018