

*Intervento di Salvatore Biasco
Sabato 29 settembre 2018 a Lanciano
Convegno “Mani Visibili”:
Le giornate di economia Marcello De Cecco 2018.
Seconda giornata*

I saggi di interesse sono la variabile cruciale nell’economia italiana. Attenzione!

Innanzitutto ringrazio gli organizzatori per questo invito e rivolgo un saluto commosso a Giulia.

Penso che il titolo di questo incontro non poteva essere più felice: Le Mani Visibili. Le vicende economiche per De Cecco non sono rapporti tra aggregati dell’economia, ma vicende dell’agire umano, degli interessi organizzati, dei rapporti di forza, delle volontà politiche ed anche dei retaggi e dei condizionamenti storici, e vanno studiate in quest’ottica. Nulla per lui è ovviamente predeterminato, perché poi si scontrano visioni e strategie differenti e perché non sempre si è in grado di dominare il mercato. Ma anche questo è parte dell’analisi.

Accanto a queste categorie, una rientrava spesso nelle conversazioni private è quella dei “ciucci”, perché c’è anche un agire umano che esercita influenza perversa nella storia, per pura ignoranza o cecità. Una categoria, che usava spesso anche in riferimento alla vita quotidiana e a persone di comune conoscenza.

Ecco: questa categoria mi è ritornata in mente a proposito della salita di tassi di interesse che si è determinata negli ultimi quattro mesi e mezzo, dal momento della firma del contratto di governo. Pensavo di venire qui a raccontare le conseguenze di una fiammata inutile dei saggi di interesse (che anche Draghi aveva stigmatizzato affermando che “le parole possono far danni”). In realtà oggi, dopo il varo ieri della finanziaria dobbiamo parlare di fatti, non di parole. Oggi forse quella che mi sembrava una fiammata dovuta a dichiarazioni incaute, diventa linea politica e mi costringe a integrare l’intervento che avevo preparato fino a due giorni fa.

Perché scegliere questo tema? Perché ritengo che, seguendo le conseguenze di ciò che ha comportato l’aumento fin qui dei tassi di interesse, troviamo una prefigurazione in sedicesimo di quello che potrebbe succedere se domani i tassi dovessero scalare a livelli ben più alti e noi uscissimo dall’euro. I tassi di interesse sono la variabile più delicata che percorre l’economia italiana. Finora, la salita è stata su scala “piccola” perché, alla fin fine, sono aumentati di un punto, un punto e mezzo, da aprile [al momento della revisione, 3 ottobre 2018, ormai sono aumentati di due punti, col Btp decennale al 3,4%]. Ma quello che è

successo anche a quella scala ci indica ciò che potrebbe succedere con ben altra portata, soprattutto se uscissimo dall'euro.

Ricordo che Marcello è firmatario di un documento-manifesto dal titolo "Uscire dall'Euro: una tentazione pericolosa"¹; ci sono molte interviste fatte su questo tema a seguito della sua firma.

Sebbene l'argomento su cui voglio concentrarmi riguardi i tassi di interesse in quella eventualità, mi ha incuriosito seguire cosa è successo in questi quattro mesi e mezzo dall'accordo di governo.

Innanzitutto c'è stato un riposizionamento, un ricalcolo, del rischio-Italia dopo varie incaute dichiarazioni. Abbiamo avuto – e questo è cronaca – aste dei titoli di Stato che dall'inizio d'anno, quando un titolo decennale rendeva l'1,40%, sono saltati a fine luglio al 3,15%, e per poi recedere verso a 2,3% dove presumibilmente si sarebbero attestati con un'altra finanziaria [al 3.10.18 erano ormai al 3,4%]. La scadenza a due anni da negativa (-0,18%) a inizio anno è saltata a positiva (+1,41%) a fine luglio poi è riscesa sotto l'1% [ma oggi 3.10.18 all'1,7%]. A questi livelli, è come se il mercato ci quotasse non al rating formale assegnatoci finora dalle Agenzie di rating (BBB), ma due linee sotto. Se le Agenzie dovessero effettivamente confermare ciò che pensa il mercato (sono in attesa di riesaminare), i titoli di Stato italiano non sarebbero più *eligible* per gli acquisti della Banca Centrale Europea (che non può comprare titoli sotto il rating attuale), né – per statuto – potrebbero più essere nel portafoglio di importanti Fondi di investimento internazionale, che dovrebbero smobilizzare. Ma già prima che questo accada gli investitori esteri hanno ridotto in questi mesi cruciali, fino a agosto, le loro posizioni sull'Italia di circa 60 mld di euro (da 722 a 644)

E' all'ordine del giorno della pubblicistica il modo in cui questi nuovi tassi si spargono nell'economia e ovviamente la prima ripercussione è sul bilancio pubblico. Questo sarà gravato di 1 miliardo di euro nel 2018, ma sono più di 6 miliardi di euro nel 2019. Noi dobbiamo rifinanziare circa 400 miliardi l'anno di debiti in scadenza.

Tutto l'innalzamento dei tassi di interesse si ripercuote sui titoli secondari, quelli già emessi, sia privati che pubblici, che invece di valere 100, si abbassano di valore in modo tale da riflettere il rendimento più elevato. Chi li ha in portafoglio perde. Chi deve indebitarsi a poco a poco troverà più costoso farlo.

Non voglio sostare su come si sparge nell'economia l'innalzamento dei tassi su famiglie e imprese, perché intuitivo (le persone hanno fondi pensione e di investimento che risentono della caduta dei titoli obbligazionari in portafoglio o posseggono direttamente titoli di debito pubblico; le imprese devono rifinanziarsi con obbligazioni, prestiti leasing). Segnalo solo il contraccolpo sul valore delle azioni. Anche se le perdite non sono realizzate, l'influenza sui comportamenti di spesa è alta, secondo quanto ci dice la ricerca economica. Fino

¹ https://www.corriere.it/economia/14_aprile_09/uscire-dall-euro-tentazione-pericolosa-5c295598-bfab-11e3-a6b2-109f6a781e55.shtm

all'altro ieri il mercato aveva perso il 9% in questi quattro mesi e mezzo - bruciando circa 80 miliardi di capitalizzazione. Ieri ha perso il 3,7% [fino al 3.10.18 ha aggiunto un altro 1,5% di perdite: totale 15%].

Ciò che è più importante ovviamente è il riverbero sul sistema bancario, finanziario, assicurativo. E' ciò che va seguito: prima in sé - perché interessa un sistema fragile e convalescente - e poi per capire cosa potrebbe succedere con un vero e proprio salto di scala dei tassi di interesse.

Le banche devono rifinanziare subito sia le obbligazioni in scadenza (15.5% della loro capacità di prestito) sia ciò che hanno raccolto sul mercato interbancario (15% della loro capacità di prestito). A partire dal contratto di governo e fino a Cernobbio² (quando il Ministro Tria dichiarava che l'imminente finanziaria avrebbe avuto saldi contenuti di debito pubblico) due sole società avevano emesso obbligazioni, poi - successivamente a quella dichiarazione che aveva fatto recedere i tassi di interesse - ve ne sono state altre quattro. Una sola banca, ma ovviamente con tassi di interesse un punto e mezzo superiori a quelli spuntati in precedenza. Oggi la raccolta obbligazionaria è meno 19% rispetto al 2017. Le banche devono nel 2018 rifinanziare titoli per 25 miliardi di euro. Ne devono rifinanziare 71 miliardi per il 2019 e 67 miliardi nel 2021. Nel 2020 poi scadono i crediti concessi dalla BCE, a tasso agevolato - praticamente zero - che non saranno rinnovati e per il cui rifinanziamento le banche dovranno ricorrere al mercato. Sono 317 miliardi. Dal 2019 la Bce non farà più acquisti netti di titoli privati e pubblici. Mediamente le banche non possono trasferire immediatamente i tassi di interesse sui loro prestiti - basta pensare anche solo che i mutui sono indicizzati all'Euribor, il quale non risente affatto degli spread - quindi esse si trovano con i vecchi tassi d'interesse all'attivo (adeguabili solo nel tempo) e con tassi d'interesse passivi su parte della raccolta che invece aumentano immediatamente. Il loro bilancio peggiora. Mentre avviene questo, il valore di titoli che hanno nell'attivo patrimoniale diminuisce. Io mi sono andato a vedere l'altro ieri quanto quotava una serie di titoli. Senza insistervi troppo faccio notare che un BTP emesso a 100 all'inizio anno (scadenza 2025) a un tasso 1,40%, quotava 93,93. [il 3.10.18, 91,21]. Un altro BTP emerso all'inizio di marzo con cedola 0,95% (scadenza nel 2023 - quindi a cinque anni) quotava 95,76 [il 3.10.18, 93,11] Questo determina perdite in conto capitale che le banche devono scrivere subito e che diminuisce il loro grado di patrimonializzazione. Da un lato e dall'altro i margini per l'attività creditizia si riducono e l'alternativa diviene: o ricapitalizzarsi (con corsi azionari colpiti non a caso più della media dal ribasso di borsa), o ridurre i prestiti.

Perché mi sono interessato molto per capire le vicende di questi quattro mesi di dichiarazioni non proprio assennate? Perché i tassi di interesse potrebbero salire

² Tria - Mef - al Forum Ambrosetti 9 settembre 2018 - <https://www.lettera43.it/it/articoli/economia/2018/09/09/ministro-tria-forum-cernobbio/223413/>

enormemente e, non dell'1,5-2%. Questo che ho descritto è micro cosmo rispetto a ciò che può succedere in grande.

Marcello pensava che aderendo all' Euro noi avremmo messo in sicurezza il nostro debito pubblico - forse non è così, però certamente oggi l'euro ci salva da destini tipo Turchia o Argentina, che subiscono crisi serie con svalutazioni del 30% e 40% e tassi di sconto portati al 24 e al 60% rispettivamente.

Ho fatto dei calcoli riesumando la mia vecchia conoscenza di matematica finanziaria, sono laureato in statistica. Supponiamo un'uscita dall'euro con una svalutazione intorno al 25% che comporti, facendo ipotesi ottimistiche, un riflesso sull'inflazione solo del 3,5%, non di più, (stima ottimistica perché qualcuno deve assorbire i maggiori costi d' importazione; qui supponiamo che li assorbano i profitti). Stiamo parlando di aspettative plausibili e moderate e, come sappiamo, le aspettative si riflettono subito sui prezzi dei titoli. In questi anni gli investitori hanno chiesto più o meno un 1% reale di rendimento per tenere titoli di Stato italiani, quindi chiederebbero il 4,5%. Le nuove emissioni sul decennale dovrebbero prevedere per questa sola salvaguardia il 4,5% di cedola. Le vecchie emissioni (il debito in circolazione) devono allinearsi a questi valori e se la scadenza dei vecchi titoli è a dieci anni e la cedola pari al 2% il loro valore scenderebbe da 100 a 75, se a otto anni a 84 (scontando, per la minore scadenza, tassi di interesse via via più bassi del 4,5%), se a cinque anni a 92. Ma non è finita qui. Ovviamente, c'è una probabilità di un default del Paese (ristrutturazione del debito), che un investitore non può non prevedere e scontare nei tassi. Egli si chiederà se il Paese, rimasto solo con sé stesso, è in grado di sopravvivere senza scosse con il suo debito totale di 2.300 miliardi di euro. Un'enormità rispetto al Pil (132%).

Facciamo l'ipotesi che il mercato si aspetti un 30% di decurtazione del debito nei successivi cinque anni, e se lo aspetti non con probabilità 100%, ma con probabilità 30%. I tassi di interesse salirebbero – grosso modo – di altri tre punti - e stiamo parlando non di panico ma di razionalità di calcolo su ipotesi ultra ottimistiche. Secondo i miei calcoli il decennale va a 66; se ha una vita residua di otto anni va a 74, se la vita residua è di cinque anni va a 80. Sono perdite enormi per chi li possiede. E le nostre banche ne possiedono per circa 400 milioni, e le assicurazioni 315 milioni.

A livello corrispondente di perdite forse reggerebbero due banche (malamente). Il grosso deve essere liquidato o nazionalizzato (cioè rilevato dallo Stato, ma a quale prezzo? pre-crisi? o a 1 euro, anzi 1 lira?; già queste sono perdite enormi per qualcuno). Le perdite si diffondono nell'economia mentre il mercato azionario crolla trascinato da crisi di fiducia e da fallimenti di imprese in crisi di liquidità prima ancora che di profittabilità.

Marcello diceva: “il rischio è che vada a finire in tragedia” quindi un rischio serio. “Se l'Italia decide di farsi esplodere salta tutto. Portogallo o Grecia li puoi anche neutralizzare. Ma non è possibile un default italiano. Ne rimarrebbe un cumulo di macerie, in Europa e anche in America”.

Un Paese che si trovi in questa condizione è un Paese che ha pochi strumenti. Si afferma: ma svaluta. Vero. Ci si potrebbe affidare alla svalutazione se tutto rimanesse come è oggi. Se potessimo ragionare a “parità di condizioni”, allora la svalutazione avrebbe effetto, ci terrebbe a galla. Ma l’”a parità di condizioni” non è data, perché ci sarebbero le macerie mondiali di cui parla Marcello. Il terzo mercato obbligazionario del mondo che ristruttura (o è supposto farlo) non è una bazzecola. E’ inevitabile un fly to quality: in cui tutti i fondi si rifuggerebbero in porti sicuri, Usa in primo luogo, dove non c’è più Obama, come nel 2008, e non c’è più nemmeno Bernanke. Molti paesi emergenti sarebbero messi in ginocchio. Poi c’è tutto l’interbancario coinvolto: nessuno si fiderebbe più di nessuno - come già successe subito dopo il fallimento della Lehman. E’ difficilissimo evitare lo sconvolgimento dell’intero sistema internazionale, che è un tutt’uno, retto parossisticamente da un intreccio abnorme di debiti e crediti.

Lasciamo a parte i nostri debiti di cui nessuno sa che fine faranno. In primis, quelli verso l’estero, non ridenominabili (quelli privati, sono circa 600 miliardi). Cominceranno le class action. In un grande periodo di incertezza è possibile una recessione mondiale. La svalutazione (la cui efficacia è dubbia quando il commercio di un paese è inserito nelle catene del valore e il prezzo delle esportazioni dipende anche da quello delle importazioni) non servirebbe a molto. Non supplirebbe alla caduta in queste condizioni di investimenti e consumi privati. L’unico sicuro effetto è la ricaduta negativa sulla distribuzione del reddito. Né lo Stato - che deve ricapitalizzare le banche, rifondere i depositi assicurati, far fronte alla caduta delle entrate, ripianare le perdite della Banca Centrale - ha libertà di tamponare la situazione. Temo anche che sarebbe condizionato al cubo per evitare il peggio (altro che riacquisto di una libertà di politica economica!).

Vedo una tragedia a fronte di quella che potrebbe essere perfino una strategia, perché se noi sfidiamo i mercati, come stiamo facendo ponendo un deficit a livelli inattesi, dobbiamo perfino pensare che ci sia una volontà che questo accada (a meno di non tornare alla categoria dei “ciucci”). Potremmo essere anche giustificati in questa sfida se lo facessimo per investire, ma, invece, stiamo attuando trasferimenti, detassazioni e condoni. Certo, nella manovra c’è anche un innalzamento degli investimenti pubblici, ma irrisorio, quel tanto per poter scrivere, nella grande tradizione delle manovre di bilancio di questo Paese, cifre di crescita fantasiose e giustificative delle politiche che si stanno mettendo in pratica.

Qualcuno può illudersi che abbiamo strumenti nuovi in caso di rottura dell’euro per tamponare la situazione: il cambio e la Banca Centrale nazionale. Sul primo ho detto. La Banca può comprare titoli di Stato e proporsi di tenere bassi i tassi di interesse. Ha qualche possibilità? Gli si riverserebbe sul mercato tutto il debito pregresso, perché i possessori se ne liberebbero prima che sia troppo tardi. La Banca si troverebbe di fatto a monetizzare l’intero debito pubblico. Non può farlo, deve desistere. Chiudiamo il mercato dei cambi per

impedire che la lira vada alla deriva? Per quanto tempo è possibile? Intanto perdiamo un pezzo dell'unico vantaggio che pensiamo di avere, la svalutazione. Poi c'è una serie di misure che si possono prendere: impedendo alle banche di vendere i propri titoli, sterilizzando la moneta creata, ecc., ma tutto questo regge qualche mese. Ci porterebbe a un'economia di guerra, che giustifica anche un governo autoritario (è possibile che i "sinistri" favorevoli all'uscita dall'euro siano così ingenui da credere che questo apra possibilità alla sinistra?). E, tutto sommato una situazione in cui, non avendo più il sostegno di una banca centrale europea, l'Italia dovrebbe ricorrere a politiche "rigorose" che farebbero apparire il periodo precedente un ricordo beato.

La mia conclusione è che bisogna essere molto realistici su questi temi, senza sottovalutare nulla dei danni che la gestione dell'euro dopo il 2008 ci ha provocato. Ma non si può estirpare la malattia uccidendo il paziente. Occorre seguire altre vie. Dobbiamo concepire non una via salvifica, che non esiste e farebbe pagare costi immensi al Paese, ma una strategia di crescita (e di coesione sociale) che richiede progettualità e capacità di governo nel merito delle cose, non colpi di maglio. Se non siamo cresciuti lo dobbiamo molto anche a noi stessi. Quando occorre attendere il 2016 per poter assistere a un minimo di politica industriale, quando lasciamo il Mezzogiorno a se stesso (a fare non so quante politiche frammentate rivolte solo alle imprese locali), quando non abbiamo impostato una politica del trasferimento tecnologico, e lasciato università e scuola, scuole professionali e ricerca senza un disegno organico prendiamocela in primo luogo con noi stessi. Questo non assolve l'euro per come gestito, ma quali che siano le sue colpe non possiamo più uscire anche se lo volessimo e fossimo in grado di affrontare dal nostro piccolo territorio problemi globali (come migrazioni, definanziarizzazione, mutamenti climatici, tensioni geopolitiche, energia, povertà, dazi avversi, paradisi fiscali, tassazione e potere delle multinazionali e – ultimo ma non ultimo – crescita e diffusione della crescita). Concentriamoci invece realisticamente su ciò è possibile ottenere all'interno e, in un duro confronto, in Europa

Da ultimo, torno a De Cecco "Di fronte a un mercato complesso, spesso manovrato da forze oscure, l'opinione pubblica preferisce optare per la soluzione più semplice. È una forma di populismo che si appella a un modello del passato nel quale si identificano tutte le certezze. C'è la volontà di attribuire tutte le colpe a un unico responsabile, e come durante il Nazismo c'erano gli ebrei così oggi c'è l'euro"..... "L'euro è stato l'ultimo tentativo di soluzione razionale della nostra economia. Non metto in dubbio che l'industria tedesca ne abbia tratto dei benefici, ma è un'illusione pensare che tornando alla lira tutto si risolva. Lo documenta l'esempio dell'Argentina. Una volta espressi in lire, i debiti accumulati nell'era dell'euro saranno ancora più pesanti. In confronto alla crisi greca, quanto sta avvenendo in Italia è molto più preoccupante, anche perché il nostro è un Paese molto più grande".