



IL DEBITO E LA MONETA: CRONACA DELLA FINE SILENZIOSA DEL RENTIER

di Luca Paolazzi*

La montagna di debiti pubblici continuerà a innalzarsi. Gli acquisti delle Banche centrali quasi azzerano il costo del loro finanziamento e, quindi, il rendimento dei titoli sovrani, che è negativo in termini reali.

Ciò trasferisce risorse dai creditori ai debitori e sancisce l'eutanasia del *rentier*. Per sfuggire a tale sorte i risparmiatori possono puntare su altre attività mobiliari, assumendosi, con oculatezza, un più alto rischio.

LA POLITICA DELLA MONETA

Non c'è nulla di più politico della moneta. Perché le decisioni di chi la governa hanno conseguenze nel tempo presente e nel lungo periodo. Agiscono sulle condizioni attuali e su quelle future. Attraverso le aspettative e l'assetto finanziario che quelle decisioni determinano.

La moneta è politica anche per un'altra e perfino più importante ragione: la sua offerta, in relazione alla domanda, e il suo prezzo (il tasso di interesse) determinano modi e costi del finanziamento del debito pubblico. E, quindi, il livello del deficit di bilancio che i governi dei vari paesi si possono permettere di avere.

LE BANCHE CENTRALI FANNO INCETTA DI TITOLI DI STATO...

Entrambe queste ragioni sono presenti nella monetizzazione dei debiti pubblici che le banche centrali (BC) di mezzo mondo hanno messo in campo per aiutare i rispettivi sistemi economici a fronteggiare le crisi che si stanno susseguendo. Prima quella della Grande recessione da eccessi finanziari, deflagrata nell'ultimo trimestre del 2008. E ora quella del Grande lockdown, deciso per fermare la pandemia da Covid-19.

...E AIUTANO I GOVERNI A FARE FRONTE ALLA CRISI

Nell'immediato, la monetizzazione permette di collocare sul mercato ingenti quantità di titoli di debito pubblico a costi prossimi a zero (in alcuni casi sottozero: ossia il creditore paga per prestare i soldi). Cosicché i governi possono varare ingenti misure di sollievo ai bilanci di famiglie e imprese, tali da compensare, più o meno pienamente, i danni economici della crisi.

LA MONTAGNA DI DEBITO PUBBLICO RENDE COMPLESSA LA FINE DEGLI ACQUISTI NETTI

Nel lungo periodo la montagna di debito pubblico che si sta accumulando in ogni angolo del pianeta renderà complessa l'uscita dalla monetizzazione stessa. Complessa perché si potrebbe produrre un'altra crisi finanziaria. Infatti, la fine degli acquisti netti dei titoli pubblici da parte delle BC alzerà l'onere di quel debito. E obbligare i governi a una nuova stagione di austerità per coprire, con tagli di spesa o rialzi di imposte, l'incremento degli interessi.

* Economista, advisor di Ceresio Investors e partner di REF Ricerche

I PEZZI-CHIAVE DEL PUZZLE MONETARIO

Beninteso: l'azione delle BC è cosa buona e giusta. E anche doverosa. Però è bene che gli investitori abbiano presenti le varie implicazioni di tale azione nel decidere come allocare il risparmio. Dunque, analizziamo i pezzi-chiave che compongono il puzzle dello scenario monetario che abbiamo dinnanzi e in cui i tassi di interesse rimarranno *low for long*.

SALE RAPIDAMENTE LA QUOTA DELLE BC SUI DEBITI PUBBLICI

Il primo pezzo è proprio quello dell'acquisto di titoli pubblici da parte delle BC. Che si stanno riempiendo i bilanci di carta governativa, tanto che la loro quota sullo stock di debito sta salendo a vista d'occhio. In USA e Germania tale quota raddoppia in soli due anni, e mediamente sale di tre quarti anche nell'Eurozona, dove fino all'inizio del 2015 tale acquisto era poco meno di un tabù. Alla fine del 2021 la quota di titoli governativi posseduta dalle BC in molti paesi sarà di un terzo o più alta (Tabella 1).

Tab. 1 - Le BC fanno il pieno di debito pubblico

(Miliardi* di valuta nazionale e % sul debito pubblico)

	2007	2019	2020	2021
Usa	755	2329	4685	5645
Giappone	n.d.	481342	542200	622200
Eurozona	241	2136	3214	4414
Germania	0	410	609	919
Francia	32	429	688	928
Italia	81	475	674	874
Svezia	0	330	408	528
Usa	8,1%	10,0%	17,7%	20,2%
Giappone	n.d.	36,5%	39,0%	43,8%
Eurozona	3,9%	21,1%	28,6%	37,0%
Germania	0,0%	19,9%	25,6%	37,4%
Francia	2,5%	18,0%	26,3%	32,8%
Italia	4,8%	19,7%	25,9%	31,9%
Svezia	0,0%	18,7%	20,8%	25,3%

* Giappone: migliaia di miliardi

Nota: titoli pubblici nei bilanci delle banche centrali.

Fonte: elaborazioni su dati FMI, BCE e BC nazionali

GLI ACQUISTI DELLE BC ANDRANNO OLTRE IL 2021

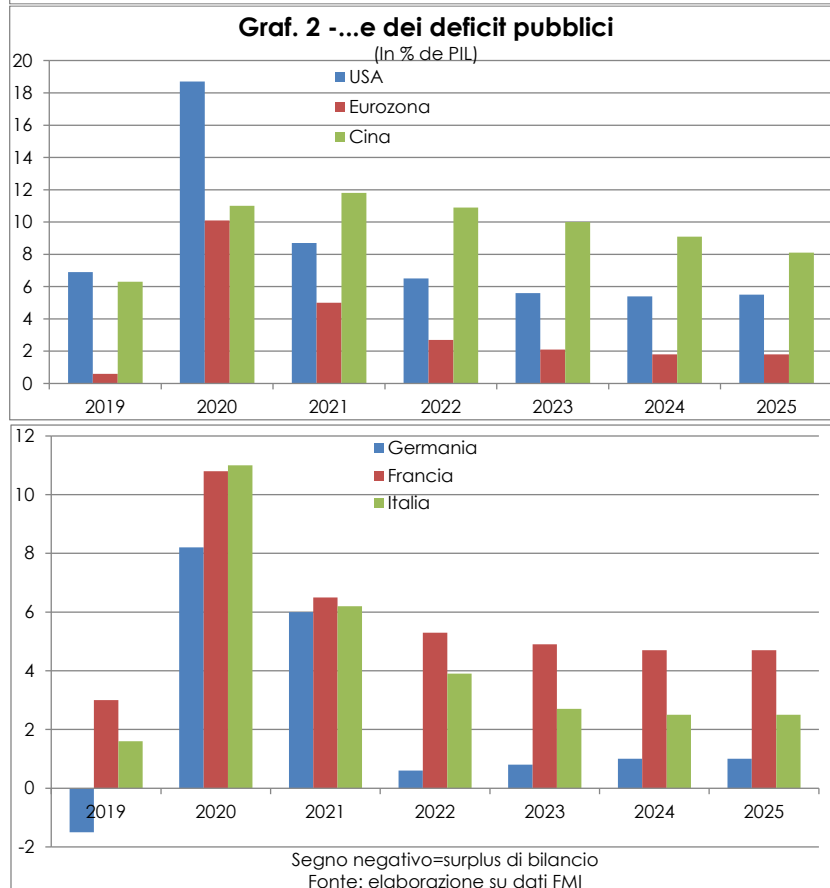
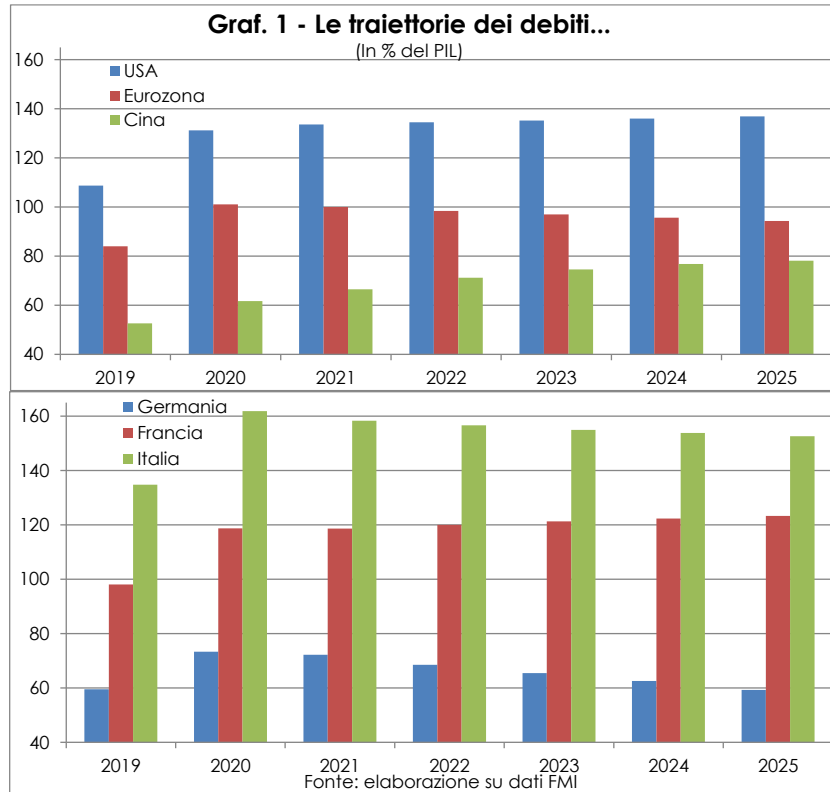
Gli acquisti di debito sovrano da parte delle BC proseguiranno per tutto il 2021, e anche oltre. Per esempio, la BCE ha già annunciato che uno dei due programmi di acquisto (PEPP) andrà avanti fino alla fine di marzo 2022, mentre l'altro (APP) è stato rinnovato senza scadenza. Perché i costi economici della pandemia avranno code molto lunghe (anche se, per ipotesi, fossimo tutti vaccinati entro l'estate prossima) e, di conseguenza, i governi dovranno rinnovare le misure di aiuto economico o introdurne di nuove.

Basti pensare che la Germania, solitamente fobica verso il debito (tanto che in tedesco la parola *Schuld* vuol dire anche colpa), ha da poco annunciato che il suo deficit federale 2021 sarà di 179,8 miliardi, anziché di 96,0 come indicato solo in ottobre. Per non parlare degli USA, dove il Presidente eletto Biden vuole

realizzare l'ingente programma elettorale di spese, solo per metà coperte da nuove entrate.

**DEFICIT PUBBLICI AMPI
ANCORA A LUNGO**

Insomma, i debiti pubblici continueranno a salire, alimentati da deficit che non scenderanno velocemente (Grafici 1 e 2).



Il secondo pezzo del puzzle è costituito dal fatto che le politiche delle BC di acquisto di titoli pubblici hanno due effetti positivi per il bilancio statale, e quindi per i cittadini-contribuenti, e una conseguenza diretta e antipatica per i risparmiatori.

Il principale effetto benefico è la riduzione del costo del finanziamento del debito pubblico, sia sulle nuove emissioni sia su quelle per rinnovare lo stock passato. Con il risultato di un forte risparmio sulla spesa per interessi (Tabella 2).

IL GRANDE RISPARMIO SULLA SPESA PER INTERESSI

Tab. 2 - Dietro la spesa per interessi...

(In % del PIL)

	2007	2019	2020	2021	2022
Usa	4,1	3,9	4,0	3,8	3,7
Giappone	1,9	1,5	1,6	1,6	1,5
Eurozona	2,9	1,6	1,6	1,4	1,3
Germania	2,7	0,8	0,7	0,6	0,6
Francia	2,7	1,5	1,4	1,2	1,0
Italia	4,7	3,4	3,6	3,4	3,1
Svizzera	1,1	0,3	0,4	0,4	0,4
UK	2,1	2,1	2,0	1,8	1,7
Svezia	1,7	0,4	0,4	-0,1	0,0

...un grande risparmio

(differenza rispetto a tassi invariati*)

Usa	3,3	4,4	4,7	4,9
Giappone	1,0	1,2	1,2	1,3
Eurozona	2,2	2,9	3,1	3,2
Germania	1,7	2,3	2,3	2,3
Francia	2,8	3,7	4,0	4,2
Italia	2,9	3,8	4,0	4,3
Svizzera	0,7	0,8	0,8	0,8
UK	2,6	3,8	4,4	4,6
Svezia	1,1	1,3	1,7	1,6

* Al costo medio del debito del 2007, cioè prima dell'avvio degli acquisti delle BC

Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea, FMI

Infatti, se la curva dei tassi fosse rimasta invariata rispetto al 2007 (ossia prima che iniziassero gli acquisti delle BC), la spesa per interessi sarebbe di parecchi punti di PIL più elevata. Per esempio, di 4,0 punti in Italia nel 2021, pari a 73 miliardi, che altrimenti avrebbero dovuto essere coperti con maggiori tasse o tagli di spesa o avrebbero generato altro debito pubblico.

Una parte cospicua di questo risparmio è invisibile, perché deriva dal mancato aumento dei tassi che il collocamento di una mole crescente di titoli pubblici avrebbe richiesto per essere assorbita dal mercato. Peraltro, l'elevata quota di titoli pubblici posseduti dalle BC ne stabilizza il prezzo, riducendo la probabilità di ingenti e improvvise ondate di acquisti e vendite.

LE CEDOLE RIMBORSATE AL TESORO

L'effetto benefico secondario (per stazza e percorso con cui si

esplica) deriva dal fatto che le cedole incassate dalle BC sui titoli di Stato da loro detenuti vengono rigirate ai bilanci pubblici, perché le BC sono un'istituzione pubblica (indipendentemente dal loro assetto proprietario). Così la spesa per interessi netta è ancora più bassa (Tabella 3).

Tab. 3 - La "vera" spesa per interessi

(Dati in % del PIL*)

	2019	2020	2021
Usa	3,5	3,3	3,1
Giappone	1,0	1,0	0,9
Eurozona	1,3	1,1	0,9
Germania	0,6	0,5	0,4
Francia	1,2	1,0	0,8
Italia	2,7	2,7	2,3
Svezia	0,3	0,3	-0,1

* al netto della quota pagata alle BC

Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e BC

Per l'Italia si tratta di 1,1 punti di PIL in meno, 20 miliardi nel 2021.

MENO REDDITO PER I RISPARMIATORI

Invece, la conseguenza antipatica per i risparmiatori è il rovescio della medaglia del principale effetto benefico per i conti pubblici. La più bassa spesa pubblica per interessi diventa minore reddito per i sottoscrittori privati dei titoli di Stato. Come direbbe una meno nota legge di Murphy: «Non è vero che non tutto il male vien per nuocere; non solo, ma anche il bene, qualora si manifestasse, viene per nuocere».

Più seriamente, in economia ciò che è un costo per qualcuno è un reddito per qualcun altro. Un principio elegantemente dimostrato dalla partita doppia, codificata nel Rinascimento da Fra Luca Bartolomeo de Pacioli, matematico ed economista italiano. Sublime artista dei numeri e delle forme geometriche.

Dal punto di vista sociale, questa conseguenza è il minore dei mali. Rispetto al male maggiore di una depressione, con lunghe file di disoccupati ed eserciti di poveri. I quali, in un sistema democratico, voterebbero a favore di una drastica patrimoniale a danno dei ricchi (à la Robin Hood) e/o il ripudio del debito e/o forme coercitive di impiego del risparmio. O che, in ogni regime politico, potrebbero perfino sfociare in sommosse rivoluzionarie.

L'EUTANASIA DEL RENTIER

Perciò John M. Keynes la chiamò «eutanasia del *rentier*». Una morte buona in quanto non drastica o violenta come quella che sarebbe inferta dalle alternative. Ma pur sempre una morte. A cui il risparmiatore può, però, sfuggire se sveste i panni del *rentier* e indossa quelli dell'investitore. Ossia, assume un po' più di rischio allocando una quota più consistente in attività alternative alle obbligazioni, con o senza cedole (un'analisi in tal senso è contenuta nella Newsletter V).

Certo, negli anni Trenta del secolo scorso, quando Keynes scriveva, la divisione sociale tra chi deteneva obbligazioni e chi

non le aveva era netta. Nella nostra epoca, invece, molti lavoratori hanno una parte dei loro risparmi previdenziali affidata ad assicurazioni e fondi pensione, che sono tenuti a investire in titoli di Stato. Per loro la politica monetaria iper-espansiva comporta una rendita pensionistica più bassa. Ma se tale politica aiuta a tenere alta l'occupazione, la scelta tra la perdita del lavoro oggi e quella di una minore pensione domani non appare particolarmente difficile.

Tutto questo senza assolutamente negare che la tassa dei rendimenti reali negativi sia rozza e cieca, oltre che occulta, e che il *first-best*, in termini di efficienza e trasparenza, sia una tassazione più progressiva. E che la strada per il miglioramento strutturale dell'economia siano le riforme. Però, quando la casa brucia, più che gli ingegneri servono i pompieri, che non vanno molto per il sottile nello spegnere l'incendio.

UN GRANDE DEBITO CARICATO SULLE SPALLE DEI GIOVANI?

In molti si chiedono se queste politiche non siano solo un rinvio della resa dei conti e se tutto questo debito non graverà sulle spalle dei giovani, per la mancanza di coraggio politico ad affrontare le questioni di fondo. Un'obiezione più che comprensibile ma che si scontra con due considerazioni.

La prima è che con tassi di interesse reali più elevati la crisi sarebbe più grave, penalizzando proprio chi ha minori tutele: i giovani stessi. La seconda, decisiva, è che la crisi attuale non origina da inefficienza del mercato o dello Stato (su cui agiscono le riforme strutturali), ma da una pandemia, un evento che trascende il sistema economico.

Il futuro delle giovani generazioni non si migliora tanto evitando di aumentare il debito pubblico, quanto promuovendo una società più dinamica e meritocratica e che valorizzi i giovani, aiutandoli con una elevata istruzione, specialmente quelli che provengono da famiglie più disagiate. Alla fine, il debito pubblico in pancia alle BC è solo una scrittura contabile e tale rimarrà.

CI SARÀ UN'INFIAMMATA INFLAZIONISTICA?

Un altro pezzo-chiave del puzzle monetario è costituito dalla relazione tra offerta di moneta e inflazione. Infatti, c'è chi ritiene che la monetizzazione dei debiti pubblici porterà a una fiammata inflazionistica, perché, come afferma qualche economista, c'è tanta moneta a caccia di pochi beni. E, qualcun altro aggiunge, tale fiammata rappresenterebbe una soluzione facile per liberarsi dell'enorme peso dei debiti pubblici. Quindi sarebbe perfino un obiettivo strumentale, per quanto inconfessabile.

Siamo alla visione newtoniana e meccanicistica dell'economia. Ignorando Einstein e i quanti, che in economia sono i sentimenti e i condizionamenti. In una parola: la psiche.

«È l'uomo un composto di passioni, che con disuguale forza lo muovono. Il soddisfarle è il piacere. L'acquisto del piacere è la felicità», scriveva nel trattato *Della moneta* il ventiduenne abate Ferdinando Galiani (correva il 1750).

La psiche agisce anche nell'ambito degli investimenti. Keynes coniò il termine «moti dell'anima» (*animal spirits*) per sottolineare

come le decisioni di chi investe non discendono tanto o soltanto da un calcolo probabilistico del rendimento atteso, quanto e soprattutto da una voglia di fare piuttosto che di non fare.

POTENTI FORZE FRENANO GLI AUMENTI DEI PREZZI

Potenti forze tengono a bada l'inflazione, indipendentemente dall'offerta di moneta. Un eccesso di capacità produttiva inutilizzata, un'enorme armata di disoccupati, sottoccupati e inoccupati nei paesi avanzati, un'armata ancora più grande di persone che nei paesi emergenti vogliono elevare il proprio standard di vita e, ultima ma altrettanto pervasiva, la rivoluzione tecnologica in corso, che sta cambiando il modo di consumare e di produrre e che acuisce la concorrenza in ogni mercato (sulle ragioni della morte dell'inflazione si rimanda alla Newsletter I).

L'EROSIONE DEL VALORE REALE DEL RISPARMIO OBBLIGAZIONARIO...

La morte dei *rentier*, somministrata attraverso dosi non omeopatiche di tassi di interesse bassi e inferiori all'inflazione, pur minima, arriva lentamente e indolore. Solo osservando l'effetto di lungo periodo ci si può accorgere del solco scavato nella pietra dei patrimoni impiegati in obbligazioni dalla goccia dell'erosione monetaria, mese dopo mese, anno dopo anno.

Un semplice calcolo su un foglio elettronico dice che, comperando oggi un BTp decennale (rendimento 0,6% annuo) e con un'inflazione pari a quella media dell'ultimo decennio (1,2%), un euro investito si riduce 0,94 centesimi dopo dieci anni.

...E LA GRANDE RIVALUTAZIONE DELLE ATTIVITÀ MOBILIARI E IMMOBILIARI

D'altro canto, nel complesso gli investitori hanno tratto un duplice vantaggio dalla monetizzazione dei debiti pubblici. Mediante l'aumento di valore di tutte le attività mobiliari e immobiliari, perché la liquidità copiosamente iniettata dalle BC si è sparsa, come nei vasi comunicanti, in ogni mercato. E mediante il sostegno alla redditività aziendale, che sarebbe invece precipitata in caso di depressione, mettendo in moto una catena di fallimenti.

Certo, con tassi così bassi è elevato il rischio che si formino bolle nei prezzi di molte attività reali, come le azioni e gli immobili. E che gli investitori perdano ogni freno inibitore, finendo vittime di una sorta di gioco d'azzardo. Ma, di nuovo, questo è il minore dei mali e, in termini reali, i tassi non sono nemmeno così bassi quanto servirebbe per stimolare l'economia.

BANCHE CENTRALI PRIGIONIERE DEI DEBITI PUBBLICI?

Infine, l'ultimo pezzo del puzzle monetario, già intravisto sopra, è che il sostegno delle BC ai bilanci pubblici potrà venire meno nei prossimi anni solo molto gradualmente e in tandem con l'esaurirsi degli effetti reali della pandemia; cioè con il ritorno sul sentiero di crescita pre-pandemico. Infatti, se tale sostegno fosse interrotto di botto, il brusco rialzo dei tassi farebbe impennare la spesa per interessi e allargare i deficit pubblici, mettendo in moto la pericolosa spirale interessi-debito-interessi (Tabella 4).

Naturalmente, in presenza di una maggiore crescita e di più alta inflazione, l'incremento della spesa per interessi sarebbe più che compensata nei bilanci pubblici dall'aumento spontaneo delle entrate e dai risparmi sui sussidi ai disoccupati.

Per giunta, a negare l'ipotesi di un'improvvisa e improvvida piroetta delle BC per voltare le spalle ai bilanci pubblici congiura

il loro cambio di strategia. Se tutte seguissero l'esempio della FED, allora l'obiettivo principe diverrebbe la creazione di una maggiore occupazione inclusiva.

Tab. 4 - L'aumento dei deficit con il rialzo dei tassi

(Deficit pubblici nel 2022, in % del PIL)

		Tassi fermi Con i tassi al livello del	
		2007	2019
Usa	-4,7	-8,6	-5,7
Giappone	-3,5	-4,2	-3,6
Eurozona	-4,7	-6,8	-5,1
Germania	-2,5	-3,9	-2,7
Francia	-6,1	-8,9	-6,6
Italia	-6,0	-8,9	-6,6
Svezia	-1,4	-3,0	-1,6

Nota: al netto della retrocessione degli interessi incassati dalle BC

Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e BC nazionali

Tanti benpensanti grideranno allo scandalo delle BC prigioniere dei debiti pubblici o, come è di moda oggi (gli economisti amano coniare etichette), succubi della *fiscal dominance*. Un tempo in Italia si diceva «ancillari».

Se anche fosse, e non sarà, sarebbe un ben piccolo dazio da pagare per oltrepassare senza maggiori sconvolgimenti, civili e umani, la crisi presente. Sospirando, Shakespeare avrebbe ricordato loro: «There are more things in Heaven and Earth, Horatio, than are dreamt of in your philosophy».

RISPARMIATORI AVVISATI MEZZO SALVATI

In sostanza, la monetizzazione dei debiti pubblici ha molti vantaggi e una sola vera grande controindicazione. Che può essere evitata con una gestione più attiva, ma pur sempre oculata, del risparmio.

Avvertenze Importanti

Il presente documento è stato preparato da REF Ricerche S.r.L. per Ceresio Investors, per tale intendendosi Banca del Ceresio e le sue controllate; è reso disponibile a mero fine informativo sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio e da Ceresio SIM S.p.A. Esso non costituisce in nessun caso ricerca in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento; non è destinato alla distribuzione, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. Il contenuto del documento riflette unicamente l'opinione dell'autore alla data della sua predisposizione. Ceresio Investors non ha verificato in via indipendente i dati contenuti nel documento e non si assume alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nello stesso contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione e declina ogni responsabilità per errori od omissioni. I dati in esso eventualmente riportati si riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Ceresio Investors non potrà essere ritenuto responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione. Il presente documento non può essere, nemmeno parzialmente, riprodotto, trasmesso o usato a qualsiasi scopo senza il preventivo consenso scritto di Ceresio Investors.

Qualora desideri ricevere via e-mail le prossime Newsletter Le chiediamo gentilmente di inviare una richiesta agli indirizzi di posta elettronica di seguito elencati:

CONTATTI

Banca del Ceresio SA

Via Posta 7
6901 Lugano – Svizzera
Tel.: +41 (0)91 923 84 22
info.bdc@ceresioinvestors.com

Ceresio SIM
Global Selection SGR
Eurofinleading Fiduciaria

Via Tamburini 13 - 20123 Milano (MI)
Tel.: +39 02 3037 7351
info.sim@ceresioinvestors.com