

Dir. Resp.: Marco Travaglio

CONTI & DILEMMI

Uscire dall'euro:
sasso nello stagno
di Mediobanca

DI FOGGIA A PAG. 16

Italexit, tempo perso e suoi costi: la verità sul **report** di Mediobanca

LE POLEMICHE Lo studio sulla riconversione del debito in lire in caso di uscita dall'euro fa discutere, ma spiega solo che l'eventuale beneficio finanziario si è esaurito. Mentre nessuno se ne occupava

LE CLAUSOLE

Con l'adesione al fondo "salva Stati", i titoli emessi dal 2013 non possono essere "ridenominati": è la prima analisi sul tema

LA "SVOLTA" DRAGHI

Il presidente della Bce: "Se si esce si ripagano i debiti". Gonfiati anche dalla politica monetaria La sfida di Trump a Berlino

N

» CARLO DI FOGGIA

el dibattito pubblico italiano succedono cose strane. Anto-

nio Guglielmi, esperto capo analista di *Mediobanca securities* - controllata londinese di Piazzetta Cuccia specializzata nell'intermediazione finanziaria - e l'economista Marcello Minenna pubblicano un report sui costi/benefici dell'uscita dall'euro sul debito pubblico italiano. È la prima volta che succede. Il documento spiega che la finestra del beneficio finanziario di una ridenominazione in lire dei titoli di Stato si è di fatto chiusa. Finisce però a *Il Giornale* che spara il titolo: "Con l'Italia fuori dall'euro si risparmiano 8 miliardi". Apriti cielo. Lunedì, il direttore generale di Bankitalia Salvatore Rossi bolla l'uscita come "disastrosa" ma "possibile". E con precisione certissima spiega: "Chi ha risparmiato in euro sa che in 6 mesi varranno la

metà, forse due terzi, comunque meno". Così, a spanne. Il giorno prima dell'uscita del report - il 18 gennaio - il presidente della Bce Mario Draghi rispondendo a due eurodeputati italiani per la prima volta menziona la possibilità che un Paese possa lasciare l'Unione monetaria. A patto, però, che "regoli i conti (debiti o crediti, ndr)" con la Bce. Non si parla più di "euro irreversibile" (giugno 2015).

LE CRONACHE finanziarie raccontano che il rapporto è finito anche sul tavolo di Draghi, ma in Italia non ispira una discussione oltre un dibattito su Twitter o le uscite sommarie dei vertici di Bankitalia. "È un papocchio", scrive sul suo blog Riccardo Puglisi, professore associato di economia all'Università di Pavia. La critica più dura è concentrata sull'assunto da cui parte il report: il debito pubblico italiano (132% del Pil, 70 miliardi l'anno solo di costi di finanziamento) è un punto di estrema fragilità del Paese e solo la crescita può renderlo sostenibile. L'euro però impedisce alla manifattura italiana di

recuperare competitività svalutando il cambio (che aiuta le esportazioni), ed è in questa camicia di forza che il rapporto indica la causa della stagnante produttività del lavoro in Italia (il differenziale con la Germania è del 20%). Puglisi contesta in toto che ci sia una correlazione lineare tra euro e produttività. È vero però che complessivamente il Pil italiano non è cresciuto negli ultimi 15 anni. Ad ogni modo, gli effetti macroeconomici dell'euro non sono il focus del report, che è invece un esercizio di analisi matematica sugli effetti finanziari della ridenominazione del debito in nuove lire in caso di euro-exit. La conclusione è che i rischi di una ridenominazione calano col passare del tempo (il titolo recita: "Redenomination risk down as the times goes by").

Costi e benefici “impliciti” - secondo gli autori - dipendono infatti dalla *lex monetae*, norma del codice civile che consente di pagare i debiti nella valuta nazionale, a patto che siano di diritto domestico. Come scenario viene assunto che dopo l'uscita dall'euro, la nuova lira si svaluterebbe del 30% (anche di più rispetto a un nuovo marco). Risultato: poco meno della metà dei 1880 miliardi di buoni del tesoro pluriennali (Btp) possono essere ridenominati e rimborsati con una lira svalutata, generando così un “*gain*”, un guadagno, che in realtà è più un beneficio da risparmio. Il debito è lo stesso, ma lo pago con una valuta più debole, e l'inflazione ne riduce il valore reale. La restante metà dei Btp non può essere invece ridenominata, e per due motivi: una parte (48 miliardi) è in diritto estero; il resto, circa 902 miliardi è bloccato dalle Cac, le Clausole di azione collettiva introdotte dal governo Monti che permettono a chi possiede più del 25% di un'emissione di Btp di fermarne la ristrutturazione e quindi anche la ridenominazione in lire. Minenna e Guglielmi assumono che l'Italia non proverà a forzare la mano sulle Cac (e che anche metà dei 210 miliardi di Btp comprati dalla Banca d'Italia con il *Quantitative easing* della Bce - gli acquisti mensili di titoli di Stato per 60 miliardi - non siano ridenominabili): lo Stato dovrà pagare in lire un debito in euro e così avrà un implicito costo finanziario, che comprende anche i 37 miliardi di perdite sui derivati sottoscritti dal Tesoro (sono di diritto estero).

C'È POI un fattore tempo. Le Cac - previste dal trattato che ha istituito il fondo salva stati Esm - valgono per tutti i Btp emessi da gennaio 2013, quindi più passa il tempo (“*as the thime goes by...*”) più il costo per l'Italia sale e il beneficio scende perché aumentano i Btp con le clausole Cac. Nel 2016 - secondo il report - la forchetta è scesa a soli 8 miliardi di beneficio. Nel 2013 erano 285. Alla fine del 2017, invece, ridenominare il debito porterebbe a una perdita/costo di 71 miliardi, che sale di 70 l'anno e a fine 2022 sarebbe - se i calcoli

sono corretti - di 381 miliardi, perché tutti i Btp saranno sotto Cac. C'è però anche uno scenario migliore: il report scommette che con l'uscita dall'euro finirebbe anche il “divorzio” tra Tesoro e Bankitalia sancito nel 1981. Se tutto il debito comprato con il *Qe* fosse sotto Cac e Via Nazionale mettesse in atto una serie di strategie - come ad esempio acquistare i bond con le clausole per forzarne la ridenominazione - i benefici per lo Stato potrebbero salire fino a 56 miliardi.

L'esercizio intellettuale è molto *market friendly* visto che assume che l'Italia rispetti le regole nel caso di uscita dall'euro ripagando i debiti ma sembra anche dire agli investitori: occhio, che il tempo trascorso ha reso questa via molto difficile da percorrere per l'Italia. “La mancanza di crescita e competitività e l'alto tasso di disoccupazione rappresentano forti incentivi a sfruttare la sovranità monetaria - si legge. Ma la nostra analisi mostra che da un punto di vista finanziario è vero il contrario: il beneficio non è più disponibile e d'ora in poi sarà in realtà un costo. E questo senza contare il debito privato”. Un accenno molto contestato dai critici: lo studio, infatti, non si occupa dei mille miliardi di debito privato, di cui il 70%, circa 700 miliardi, è sotto diritto estero e quindi difficilmente ridenominabile (“non è lo scopo della ricerca”). Non è un mistero che in larga parte si tratta di debito bancario e questo porterebbe anche a uno scenario di nazionalizzazione dei quegli istituti di credito che non fossero in grado di assorbire le perdite. Non è peraltro l'unico impatto sulle banche da studiare in caso di euro-exit. Il problema è che nell'ambiente politico e accademico italiano (e non solo) una vera e propria evoluzione in chiave analitica del dibattito intorno agli effetti di un abbandono dell'euro non è mai davvero partita. È curioso - nonostante la crisi che ha colpito duramente l'Eurozona - che il rapporto di Mediobanca sia il primo nel suo genere per l'Italia su un aspetto non secondario e che interessa molto agli investitori. Oggi apprendiamo da Draghi che uscire dall'euro è una possibilità e

che la partecipazione al Fondo salva stati - usato per “soccorrere” la Grecia (e salvare anche i crediti bancari privati francesi e tedeschi) - rende più difficile ridenominare una quota sempre maggiore del nostro debito pubblico ingessando un sistema afflitto da macro-squilibri strutturali e spinte deflazioniste (prezzi e salari stagnanti e difficoltà dei Paesi indebitati), che sembrano superate in Germania dove l'inflazione è salita dell'1,9% (contro il -0,1% dell'Italia). Per questo aumenteranno le pressioni su Draghi per chiudere nel 2018 gli acquisti nell'ambito del *quantitative easing* (lo spread è in già risalita da un anno): ad acquistare i Btp sono però le banche centrali nazionali e questo aumenta il loro debito nei confronti della Bce (segnalato dai cosiddetti saldi Target 2, quelli che registrano i movimenti di denaro nell'eurozona). Dei 358 miliardi ddi debiti Target 2 registrati dall'Italia a novembre (un record) gran parte è per i 210 miliardi di titoli di Stato acquistati dalla Banca d'Italia con il *Qe*: è questa la cifra che - ha fatto intendere Draghi nella sua lettera - andrà ripagata in euro in caso di uscita se l'Italia vuole continuare a finanziarsi sui mercati. In pratica un'assicurazione per Francoforte in caso di uscita di Roma dall'euro, suggerisce il report: l'Eurozona, l'unica area valutaria con 18 spread, non sta avanzando verso un'unione fiscale.

AMMESSO che convenga, l'Italia rischia però anche di subire passivamente le scelte altrui. Ieri l'economic advisor dell'amministrazione Trump, Peter Navarro ha attaccato dal *Financial Times*: “La Germania sta usando l'euro ampiamente svalutato per sfruttare gli Usa e i suoi partner europei”. Nelle stesse ore il coordinatore della piattaforma elettorale di Marine Le Pen, Jean Messiha spiegava che il partito ipotizza “sei mesi per le trattative sull'euro-exit della Faancia” in caso di vittoria alle elezioni politiche di primavera. Nel breve periodo, l'Italia sarà invece impegnata a capire se ci sarà la scissione nel Partito democratico.

ITALIA FUORI DALL'EURO

RISPARMIO (PERDITE) DALLA RIDENOMINAZIONE DEL DEBITO IN LIRE

(IN MILIARDI DI EURO)



PERDITA DA OBBLIGAZIONE CAC
NON CONVERTIBILE IN LIRE

RISPARMIO SU
OBBLIGAZIONE CONVERTIBILE

GUADAGNO
NETTO (PERDITA)

FONTE: MEOBANCANCA SECURITIES / STIME



Gli autori
LO STUDIO
è uscito per Mediobanca securities, l'ufficio studi londinese di Piazzetta Cuccia ed è stato realizzato dal capo analista Antonio Guglielmi con il contributo dell'economista Marcello Minenna: il focus del report,

datato 19 gennaio, è sui costi benefici della ridenominazione del debito pubblico in lire in caso di uscita dall'euro. Fino al 2016 c'era un risparmio di 8 miliardi, dalla fine di quest'anno inizieranno a salire i costi (fino a 381 nel 2022)

30%

quanto si svaluterebbe la nuova lira in caso l'Italia uscisse dalla moneta unica. Solo una parte del debito può essere ridenominata



Lo studio
Guglielmi e
Minenna, gli
autori. Sopra,
Rossi (Bankitalia)



Governatori
Il presidente
della Bce,
Mario Draghi.
A destra,
Ignazio Visco
Ansa/LaPresse.
Infografica di
Pierpaolo Balani

