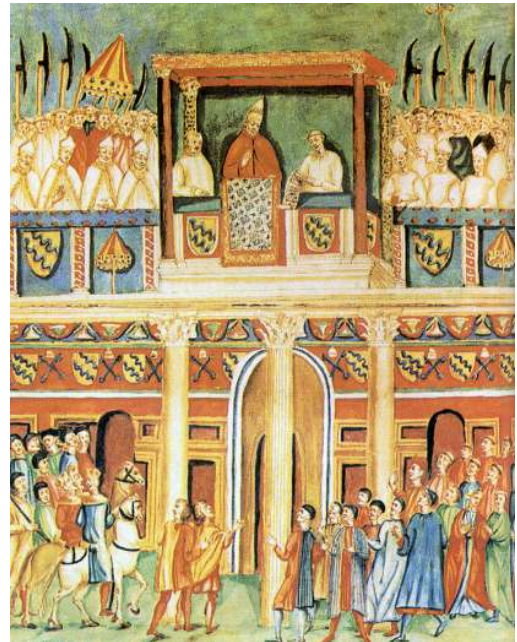


**DEBITA NOSTRA**

20 luglio 2015

**Teoria e pratica della remissione dei debiti**

**Jubilaeus.** Giubilare, in italiano, ha il doppio significato di festeggiare e rimuovere. Curiosamente la stessa ambivalenza esisteva nell'antico Egitto. Secondo alcuni storici i primi faraoni, una volta raggiunta una certa età che li rendeva incapaci, venivano eliminati fisicamente. Durante le cerimonie funebri i sacerdoti auguravano al faraone defunto di ricevere grandi festeggiamenti nell'aldilà. A un certo punto, tuttavia, i faraoni si rafforzano e riescono a portare nell'aldilà i festeggiamenti. Al compimento del trentesimo anno di regno si svolgono così le grandi feste del Sed, la prima forma di giubileo.



Bonifacio VIII si affaccia in Laterano per proclamare il giubileo del 1300.

L'uso del giubileo viene ripreso a Babilonia e assume, oltre al valore religioso, un carattere economico. A un certo punto del suo regno il re dichiara la remissione dei debiti, il ritorno delle terre agli antichi proprietari espropriati dai creditori e la liberazione degli schiavi resi tali per debiti.

Il doppio carattere religioso ed economico del giubileo ritorna evidente nel Levitico, che prescrive un anno sacro di rigenerazione, rinascita e remissione dei debiti ogni sette anni sabbatici, ossia ogni 49 anni. Nel momento in cui il suono delle trombe annuncia in tutto il regno il giubileo gli schiavi tornano liberi e le terre espropriate vengono restituite agli antichi proprietari. Lo stesso concetto di cancellazione della pena per i peccati e di nuovo inizio è alla base del giubileo cristiano istituito da Bonifacio VIII nel 1300.



Lutero a Roma davanti a un banco di vendita delle indulgenze durante il giubileo del 1500. Dal film Luther (2003).

Nel dettagliare gli aspetti economici il Levitico prescrive che il prezzo della terra espropriata ai debitori scenda man mano ci si avvicina al giubileo. Vengono così introdotti, 3200 anni fa, il concetto di *wasting asset* e quello di *proprietà a termine*, molto simile al *leasehold* della *common law*.

Poiché però, come dice Kant, da un legno storto

com'è quello di cui l'uomo è fatto non può uscire niente di interamente diritto, l'applicazione pratica del giubileo si è storicamente rivelata spesso problematica. E così, nel corso dei secoli, le disposizioni del Levitico sulla remissione dei debiti vengono applicate in modo sempre meno stringente. Come noterà nel I secolo a.C. il grande saggio Hillel il Vecchio, la tutela eccessiva dei debitori si rivolge alla fine contro di loro, perché induce gli abbienti a non concedere più nuovi crediti ai poveri nel timore di altre perdite. Quanto al giubileo cristiano, l'aspetto tristemente terreno della vendita delle indulgenze durante l'Anno Santo del 1500 indigna il monaco Lutero e fa germogliare nella sua testa la teoria rivoluzionaria della giustificazione per fede, uno dei capisaldi della Riforma.

**Remissione salvifica.** Ai giorni nostri, nell'Occidente in crisi fiscale, torna sempre più forte l'idea di una sorta di grande giubileo finanziario in cui il debito viene ristrutturato, condonato o ripudiato. L'aspetto paradossale è che questa idea prende forza nel momento in cui i tassi sono a zero, le banche centrali monetizzano attraverso il Qe tutto il deficit pubblico annuale (e qualcosa di più) e in cui il rinnovo del debito in scadenza è reso molto semplice dall'abbondanza di liquidità. Che la vita per i debitori (parliamo qui di quelli grandi, non dei piccoli) non sia così difficile ce lo ricorda tutti i giorni

Krugman, che sostiene che il debito è bello e che bisogna farne di più, visto che non costa niente.

Nonostante questo, nella periferia europea, il tema del debito è entrato nelle piattaforme di tutti i movimenti radicali ed esercita una forte suggestione sull'opinione pubblica. L'idea di fondo è che una volta ridotto o eliminato il debito le economie e le società saranno in grado di voltare miracolosamente pagina e rigenerarsi.

Il debito di cui si parla nel dibattito politico è sempre e solo lo stock di debito lordo. Nessuno distingue mai tra lordo e netto (quello che scomputa il debito pubblico detenuto da istituzioni pubbliche, inclusa la banca centrale), anche se in Giappone, per fare un esempio, il lordo è al 250 e il netto è a un molto più accettabile 150 per cento del Pil. Nessuno distingue tra valore nominale e net present value, il fatto cioè che 100 euro da pagare domattina pesano e valgono di più di 100 euro da pagare tra 50 anni. Nessuno si prende il fastidio di calcolare e attualizzare gli effettivi flussi di cassa, che possono essere tranquillizzanti o allarmanti a seconda dei casi. Nessuno distingue tra debito dovuto al mercato e debito dovuto a entità statuali o sovranazionali. Nessuno compara lo stock di debito con lo stock di attività reali che potrebbero garantirlo.

Nessuno, in ogni caso, spiega come potrebbe ripartire velocemente un'economia sgravata dal debito se non contraendo nuovo debito. E con chi?

In questo clima di crescente irrazionalità quanto deve preoccuparsi un detentore di debito europeo? Molto poco finché rimane attiva la Bce come compratore di ultima istanza, certamente di più in caso contrario.

**Il caso greco.** Il debito greco è quasi tutto sigillato dentro un circuito chiuso con le istituzioni europee. I creditori sanno che nelle circostanze attuali è inesigibile e che il servizio del debito dovranno farselo da soli, prestando alla Grecia i soldi per le cedole e i rimborsi. In questa costruzione totalmente artificiale che il debito greco sia del 100, 200 o 300 per cento del Pil ha un valore simbolico e politico (sia per il debitore sia per i creditori) ma non ha valore economico. Se il debito venisse cancellato e la Grecia fosse comunque tenuta al pareggio di bilancio, il beneficio pratico per il debitore



Tzatziki greco prodotto in Germania sugli scaffali di un supermercato tedesco.

sarebbe vicino a zero (l'onere per interessi è molto basso). Diverso sarebbe il caso se la Grecia intendesse ritornare in deficit di bilancio. In questo caso, però, chi la finanzierebbe? Nessuno, a meno di non ripristinare la sovranità monetaria, tronare alla dracma e farsi finanziare dalle rotative della Banca di Grecia.

**Dracma.** Chi va ogni tanto al supermercato sotto casa potrebbe avere notato che la feta, il tzatziki e lo yogurt presentati come greci sono in realtà molto spesso prodotti dalle fiorenti industrie casearie di Danimarca, Francia e Germania. La Grecia, in altre parole, fatica a essere competitiva anche sui suoi prodotti tipici. In pratica, semplificando, si può dire che la Grecia esporta solo turismo, mentre importa tutto il resto.

Una svalutazione del 50 per cento di un'ipotetica dracma renderebbe più competitivo il turismo, ma raddoppierebbe il costo in dracme di tutte le importazioni. Il turismo in più sarebbe però un turismo povero che allontanerebbe almeno in parte il turismo ricco. Verosimilmente, quindi, la svalutazione, lungi dal renderla più competitiva, riporterebbe la Grecia al passivo delle partite correnti. I greci lo sanno benissimo ed è per questo che

sono tutti contrari a riprendersi la sovranità monetaria, cioè alla dracma. Pagherebbero il doppio le loro automobili in cambio di qualche soldo in più dai campeggiatori.



Feta in stile greco (ma non prodotta in Grecia) in vendita in Australia.

**Unione dei trasferimenti.** La vicenda greca avrà anche mostrato il volto peggiore dell'Europa, ma ha costituito di fatto un passo ulteriore verso il modello di Eurozona tanto osteggiato dai tedeschi, quell'unione dei trasferimenti in cui gli stati ricchi trasferiscono risorse a quelli poveri. Negli Stati Uniti i trasferimenti avvengono in modo automatico attraverso l'enorme macchina federale e i sistemi pensionistico e sanitario centralizzati. In Europa vanno invece

contrattati volta per volta, ma avvengono. La Grecia, del resto, è costata finora 400 miliardi di euro al resto dell'Eurozona e molti altri ne costerà nei prossimi anni.

La Germania sa perfettamente che dovrà spendere sempre di più per l'Europa in cambio di un potere di veto decrescente e cerca di centellinare le concessioni. È però già nel cassetto un'indennità federale di disoccupazione, magari finanziata con una tassa federale sulle transazioni finanziarie. La Germania, un paese con il pieno impiego, sarà pagatore netto. Anche l'unione

bancaria, con l'annesso sistema federale di garanzia dei depositi, avvantaggerà la periferia a spese del centro.

**In pratica.** La fase acuta della crisi greca è chiaramente terminata. Restano da definire molti aspetti importanti, ma non decisivi. Non merita troppa attenzione la disputa sulla ristrutturazione del debito greco tra il Fondo Monetario a conduzione franco-americana e la Germania. È una disputa tutta politica che non ha lo scopo di aiutare la Grecia ma quello di mettere in difficoltà la Germania per avere concessioni su altri fronti. Il Fondo Monetario, del resto, non ha mai ristrutturato nulla e si è sempre limitato a riprofilare di tanto in tanto il debito dell'Africa francofona, un debitore ben più debole della Grecia.

Molti portafogli che si sono alleggeriti durante la crisi greca sono ancora sottopesati e possono fornire il combustibile per una continuazione del tradabile rally in corso. La Cina, che continua a essere agitata come pericolo immediato nonostante la ripresa delle sue borse, ha certamente un mercato azionario ai limiti dal caro, ma questa è la condizione di quasi tutte le borse principali del pianeta.

Azionario e crediti fluttueranno lentamente verso l'alto. Gli spazi di rialzo sono però limitati dalla volontà della Fed di impedire bolle, dai possibili (anche se non certi) rialzi dei tassi americani e dal rallentamento della crescita degli utili. L'Europa, penalizzata nelle settimane scorse dalla Grecia, ha più spazi di recupero.

Le potenzialità modeste del rialzo possono fare storcere il naso ad investitori viziati dai grandi movimenti degli ultimi anni. Da qui in avanti, tuttavia, i mercati laterali saranno più la regola che l'eccezione. Sfruttare o meno le oscillazioni dentro questa fascia laterale farà la differenza (accanto alla capacità di selezionare bene i titoli) tra performance buone e mediocri.



Feta greca autentica.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181





**Disclaimer**

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta 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.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (Mailander – 011.5527311). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.