

# I padroni stranieri del debito pubblico

ECCO QUALI SONO I FONDI ESTERI CHE GESTISCONO 800 MILIARDI DI TITOLI ITALIANI E ORA SONO SPIAZZATI DALL'ALLARME DI PIMCO SULLA TENUTA DEL PAESE E SUI RISCHI FINANZIARI DELL'INCERTEZZA POLITICA

Eugenio Occorsio

**E**ffetto boomerang sui Tories dal voto in Gran Bretagna, rassicurazioni di Draghi su tassi e quantitative easing, clamoroso *showdown* per la legge elettorale in Italia: un finale di settimana travolgente che ha fatto quasi dimenticare l'allarme di

pochissimi giorni prima lanciato da Pimco, Pacific Investment Management Company, uno dei più grandi investitori al mondo nei titoli a reddito fisso. Che invece resta lì, scolpito nella pietra: «La nostra

finanza  
e borsa

**Bini Smaghi  
"L'Europa  
ha bisogno  
di una**

posizione passa da sovrappesati a *neutral*», è stato il laconico annuncio. Leggasi: non compriamo più, almeno per il momento, titoli del debito pubblico italiano. Anche perché, aggiun-

**superbanca"**  
a pagina 16

geva perfidamente il *report*, in fondo danno il 2% o anche meno, il gioco

non vale la candela visti i rischi politici insiti. Rischi che stanno aumentando ancora una volta, dicono gli investitori stranieri. Sta di fatto che dopo Pimco sono arrivate le pronunce altrettanto scettiche di JP Morgan, Merrill Lynch, Barclays. Istituzioni che muovono, alla pari di altri potenti *money center* globali - dai fondi sovrani agli *hedge fund*, da finanziarie come Fidelity alle banche centrali, fino a George Soros - almeno un terzo dei 2240,13 miliardi di debito pubblico italiano.

segue a pagina 2

## I padroni stranieri del debito pubblico 800 miliardi di euro a caccia di stabilità

IL TOTALE AMMONTA A BEN 2.240 MILIARDI E UN TERZO È GESTITO DA MONEY CENTER DI TUTTO IL MONDO, DAI FONDI SOVRANI AGLI HEDGE, DALLE BANCHE CENTRALI ALLE ASSICURAZIONI. ORA PIMCO, UNO DEI PIÙ GRANDI, LANCIA L'ALLARME SULLA TENUTA DEL PAESE

Eugenio Occorsio

segue dalla prima

**S**iano essi mossi da intenti speculativi come gli *hedge fund* o da più sobrie volontà di risparmio come finanziarie tipo Amundi, Anima o le stesse Poste, tutti i protagonisti citati e molti altri ancora, sono alle prese con una sfida diurna e sfibrante che determinerà il rendimento e la valutazione del loro investimento: decifrare i mille risvolti della politica italiana per capire se il nostro Paese è finalmente rientrato nel novero di quelli affidabili e può avere qualche speranza di risalire nel rating con tutte le conseguenze in termini di tassi, affidabilità, credito. Una risalita che, come ha detto sempre durante l'animatissima settimana scorsa Standard & Poor's, ancora non è possibile, al contrario della maggior parte dell'eurozona. L'analisi del *day to day* oggi è ancora una volta negati-

va anche se con diverse eccezioni. «Si combinano due fattori diabolici: ovviamente il rapporto debito/Pil che staziona sul livello quasi senza eguali del 132%, e l'inaffidabilità del quadro politico», spiega Ugo Lancioni, *managing director* di Neuberger Berman, casa di investimento globale fondata nel 1939 a New York con oltre 267 miliardi di dollari in gestione (non è dato sapere quanti in Italia) e 1900 analisti in 19 Paesi. «L'investitore internazionale medio, ci piaccia o no, agisce d'istinto: quando legge che il rapporto debito/Pil da quattro anni non si sblocca dai dintorni del 130% e poi della frammentazione politica, dell'incapacità di darsi una legge elettorale, dei ritardi nelle riforme dalla giustizia civile e fallimentare alla burocrazia, si chiede: ma perché mai devo correre questo rischio? E se non vi basta aggiungete a questo l'incognita che alle prossime elezioni, siano quando siano, non è affatto chiaro se ci sarà una maggioranza solida e compatta». La vulnerabilità dell'Italia aggrava una situazione concorrenziale già pesante: «Nel mondo ci sono un bel po' di titoli che danno un rendimento assai maggiore», puntualizza Alida Carcano, ceo della Value Investments di Lugano. «Mettetevi nei panni di un investitore, che so, giapponese: un'obbligazione Goldman Sachs con la tripla A rende il 3,5%: perché non dovrei comprarla invece

dei Btp che rendono poco più del 2 e portano l'imbarazzante marchio di "italiani" con la tripla B?»

Ottocento miliardi

Gli investitori stranieri detengono oggi, scrive la Banca d'Italia nel suo ultimo bollettino "Finanza pubblica: fabbisogno e debito", circa il 37% del totale del debito pubblico, ovvero poco meno di 800 miliardi. È una valutazione precisa perché basata sulle denunce di ogni banca sulla nazionalità dei detentori di Bot, Btp e quant'altro, anche acquistati sul mercato secondario. Altrettanto puntuale è l'identificazione della nazionalità di chi ha comprato i titoli italiani: la Banca d'Italia li chiama "detentori *round-trip*", cioè gli italiani che comprano titoli attraverso finanziarie estere, dai fondi lussemburghesi fino alla Pioneer oggi passata da Unicredit ad Amundi. E stiamo parlando di circa un terzo dei possessori di questi 800 miliardi. L'unico dettaglio non pubblico né "scopribile" è l'intestazione puntuale del debito. La cifra complessiva, si legge poi negli allegati alla Relazione annuale della stessa Bankitalia consegnata il 31 maggio scorso, è in netta diminuzione anno dopo anno: era del 52% ancora nel 2010, e superava il 60% all'inizio del decennio precedente. «Che ci sia se non una fuga, una fuoriuscita costante di investi-

tori stranieri dall'Italia è nei fatti», spiega Lorenzo Codogno, che era capo economista del Tesoro nei momenti più difficili della crisi e poi da un paio d'anni se ne è andato a Londra a gestire il suo think-tank. «L'esodo è stato massiccio, comprensibilmente, fra il 2010 e l'inizio del 2012, quando si poneva seriamente il dubbio che

l'Italia potesse fallire, e le grandi finanziarie estere quasi spudoratamente rivendicavano di aver abbandonato l'Italia. Da allora i livelli non si sono più ripresi. Da qualche mese, poi, diciamo dalle settimane precedenti il referendum costituzionale di dicembre, l'uscita è ricominciata. Basta leggere i saldi della bilancia dei pagamenti per rendersene conto». Anche la Banca dei Regolamenti internazionali, la banca centrale delle banche centrali di Basilea, l'ha confermato: nei nove mesi fra il settembre 2016 e il maggio 2017 sono usciti dall'Italia, non solo in titoli di Stato ma anche in azioni e obbligazioni societarie, oltre 100 miliardi di euro. E di investimenti netti, neanche l'ombra. Ma anche la quota in possesso delle famiglie italiane, si legge sempre nei documenti della Banca d'Italia, è in netto calo. Il grosso dei Btp oggi è in mano a banche italiane, compagnie di assicurazioni e fondi pensione nostrani.

### Paese di frontiera

«C'è il pericolo che l'Italia finisca col diventare agli occhi dei colossi finanziari mondiali monetari, almeno alcuni, un Paese di frontiera, nel senso che vi si guarda solo con intenti speculativi», commenta Alessandro Allegri, ceo di Ambrosetti AM Sim. «Un altro rischio è che, vista la facilità di movimenti di capitali, anche gli investitori italiani finiscano con l'abbandonare l'Italia». In questo scenario, «operazioni come i Pir sono da guardare con favore, certo era meglio se venivano aperti agli stranieri perché avrebbero dato un motivo nuovo per ferma-

re il deflusso di capitali».

### Fattori positivi

In tutto questo, si scorre per fortuna qualche segnale positivo. Una voce non ininfluente è quella di Morgan Stanley, che movimentata diverse decine di miliardi di debito pubblico italiano. «Abbiamo appena rivisto al rialzo le previsioni di crescita dell'Italia per il 2017 dallo 0,8 all'1,2%», dice Daniele Antonucci, senior european economist dalla sede di Londra della finanziaria. «La disoccupazione non è ancora scesa molto ma finalmente si è smesso di bruciare posti e si è ricominciato a crearne, e questo è anche merito del Jobs Act, il debito privato si mantiene basso, e l'Italia, che esporta molto all'interno dell'eurozona, sta cogliendo almeno in parte i frutti della ripresa ciclica che si sta diffondendo in Europa». Qualche speranza di una ripresa degli acquisti dall'estero? «Servono segnali più fortisoprattutto sul rapporto debito/Pil. È importante ma non basta intervenire solo sul denominatore, cioè alzare crescita e inflazione, peraltro difficile nel breve, nella speranza che così il rapporto divenga meno pesante. Occorre intervenire sul debito vero e proprio, con programmi di privatizzazioni, di tagli strutturali di spesa,

di innalzamento dell'avanzo primario».

### Il "tapering"

Ora per i mercati si sta per aprire un'ennesima sfida, quella del tapering, cioè la fine delle misure straordinarie della Bce, dai tassi a zero al QE, che avrà riflessi di-

retti sul comportamento degli stranieri. «Un rialzo dei tassi fisiologico e graduale, quale si verificherà probabilmente dopo la fine del QE (nel 2018, ndr) non sarebbe in sé pericoloso se accompagnato a un aumento della crescita e dell'inflazione», spiega Matteo Ramenghi, chief investment officer di Ubs a Milano. «Diventerebbe però molto più preoccupante se per qualche motivo dovesse spargersi l'inquietudine per l'alto debito italiano e quindi il rianzo fosse frutto del risk premium». Lo scenario insomma di una ripetizione delle vendite a cascata del 2011-12 non è affatto scongiurato.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Nelle foto piccole in basso: **Matteo Ramenghi**, strategist dell'Ubs (1); **Lorenzo Codogno**, già capo economista del Tesoro, oggi analista finanziario a Londra (2); **Ugo Lancioni**, managing director della Neuberger Berman di Londra (3)

### IL CASO

## Npl in sospenso in Europa può riaprirsi la crisi

Il fattore "crisi delle banche italiane" a questo punto sembra essere fuori dalle maggiori preoccupazioni dei signori del denaro stranieri. Perfino lo smaltimento degli Npl non è più visto come un problema che andrà ad influire sulla tenuta del sistema Paese. Ma in Europa non per tutti il problema potrebbe essere risolto. Va tenuta d'occhio la Spagna, suggeriscono alcuni analisti, dove alla crisi del Banco Popular ne potrebbero seguire altre, e questo malgrado la robusta iniezione di capitale attribuita nel 2011-12 dall'Europa. La crisi immobiliare e della finanza connessa sarebbe tutt'altro che risolta, e 400mila case sarebbero ancora invendute e in possesso delle banche, nelle cui mani si stanno sgretolando come valore.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

A fianco: **Alessandro Allegri**, ad di Ambrosetti Sim (1); **Daniele Antonucci**, senior european economist di Morgan Stanley (2); **Alida Carcano**, ceo di Value Investments (3)

# 58

### MILIARDI DI EURO

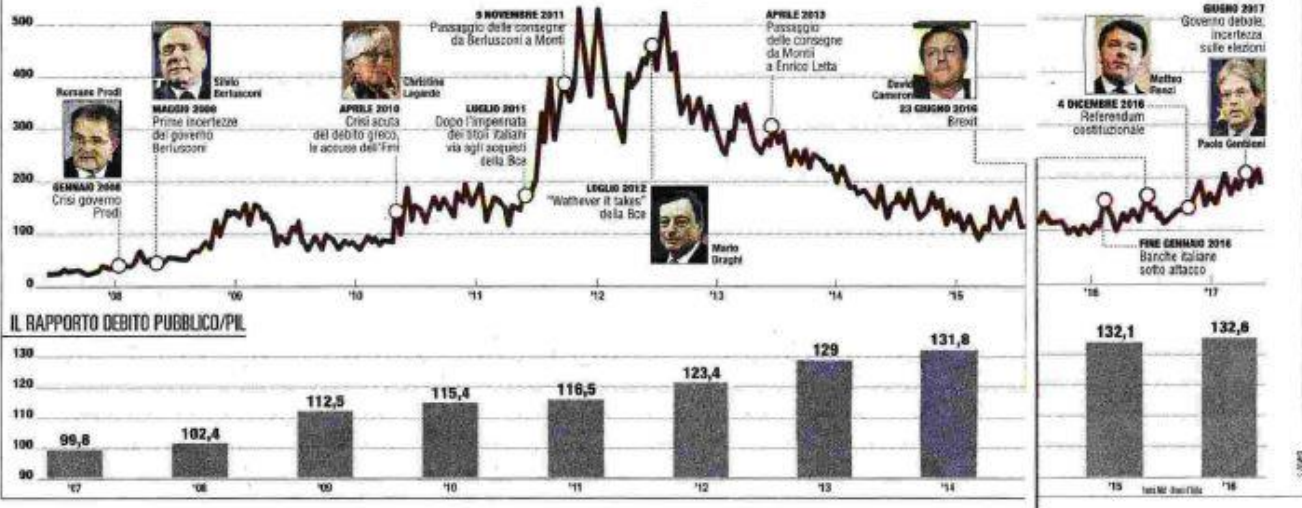
Il contributo dell'Italia ai fondi europei di salvataggio Efsf ed Esm nel 2012-13. Sono andati direttamente a sommarsi al debito pubblico. L'Italia non ha ricevuto nessun aiuto materiale dai due fondi

# 70

### IL GAP SPAGNOLO

Lo spread fra i titoli italiani e i bonos spagnoli. Lo spread è diminuito solo in minima parte in conseguenza della crisi finanziaria a Madrid culminata con il salvataggio del Banco Popular: il rischio Spagna è considerato ancora minore

## DIECI ANNI DI SPREAD



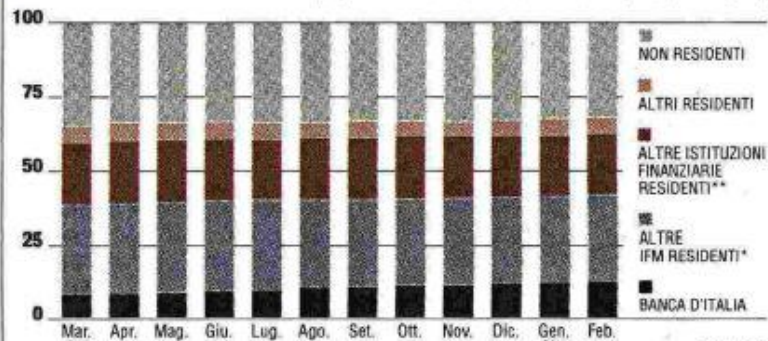
## CHI DETIENE IL DEBITO PUBBLICO

■ Valori in migliaia di euro

	Apr. 2015	Set.	Feb. 2016	Lug.	Feb. 2017
<b>BANCA D'ITALIA</b>	116.496	149.725	182.664	230.432	291.837
<b>ALTRE IFM RESIDENTI*</b>	674.944	662.920	673.515	676.317	651.040
<b>ALTRE ISTITUZIONI FINANZIARIE RESIDENTI**</b>	439.060	438.646	467.761	455.546	454.845
<b>ALTRI RESIDENTI</b>	181.935	175.955	146.752	134.954	128.334
<b>NON RESIDENTI</b>	782.801	766.273	745.861	758.914	714.076
<b>TOTALE</b>	<b>2.197.236</b>	<b>2.193.518</b>	<b>2.216.562</b>	<b>2.256.162</b>	<b>2.240.133</b>

■ In % sul totale

(\*) Istituzioni finanziarie monetarie (banche, fondi comuni monetari, cdp)  
 (\*\*) Assicurazioni, società finanziarie non bancarie (leasing, factoring ecc.)



## [[ FONDI ]]

**QUANTUM**  
asset management

# 28

### MLD DI DOLLARI

Nel 2011 il fondatore **George Soros** annunciò che il suo fondo aveva avuto un rendimento medio del 20% annuo per i precedenti 40 anni



**F** **Fidelity**  
INTERNATIONAL

# 107

### MLD DI DOLLARI

Guidata da **Abigail Johnson**, una delle donne più ricche del mondo, la finanziaria possiede anche il fondo Magellan da 16 miliardi



**BLACKROCK**

# 5,4

### TRN DI DOLLARI

È il più grande "pool" di denaro al mondo con oltre 5000 miliardi in gestione. Il ceo è **Larry Fink**, già a capo della First Bosotn, che lo fondò nel 1988



**J.P.Morgan**  
Asset Management

# 1,7

### TRN DI DOLLARI

Con 1.700 miliardi gestiti, è il fiore all'occhiello del grande gruppo bancario guidato da **Jamie Dimon**, uno dei più prestigiosi banchieri di Wall Street



**Goldman Sachs**

# 1,5

### TRN DI DOLLARI

Emanazione della potente finanziaria guidata da **Lloyd Blankfein**, svolge anche un' apprezzata attività di analisi e "intelligence" sui mercati



## [[ IL CASO ]]

### Npl in sospenso in Europa può riaprirsi la crisi

Il fattore "crisi delle banche italiane" a questo punto sembra essere fuori dalle maggiori preoccupazioni dei signori del denaro stranieri. Perfino lo smaltimento degli Npl non è più visto come un problema che andrà ad influire sulla tenuta del sistema Paese. Ma in Europa non per tutti il problema potrebbe essere risolto. Va tenuta d'occhio la Spagna, suggeriscono alcuni analisti, dove alla crisi del Banco Popular ne potrebbero seguire altre, e questo malgrado la robusta iniezione di capitale attribuita nel 2011-12 dall'Europa. La crisi immobiliare e della finanza connessa sarebbe tutt'altro che risolta, e 400mila case sarebbero ancora invendute e in possesso delle banche, nelle cui mani si stanno sgretolando come valore.

© RIPRODUZIONE RISERVATA