

DR. MAZZUCHELLI

AUDIZIONE COMMISSIONE FINANZE SU STRUMENTI DERIVATI

- 1) Lavoro nel settore finanziario da 30 anni ricoprendo molti ruoli manageriali nelle sue diverse branche (banca di investimento, banca commerciale, assicurazione, asset management, banca privata). Cio' mi ha permesso di partecipare direttamente all'evoluzione del settore in Europa , dagli albori del suo grande sviluppo fino alla sua profonda modificazione post crisi finanziaria
- 2) Il primo insegnamento dettato dall'esperienza e' di contestualizzare sempre qualsiasi valutazione e giudizio nel tempo e nello spazio . In 30 anni si sono registrati tali e tanti cicli di cambiamento che valutare con la metrica odierna situazioni riferite al passato o ad altri mercati, rischia di essere assai fuorviante, oltre che intellettualmente scorretto.
- 3) Con particolare riferimento al nostro Paese, ritengo utile ripercorrere velocemente il percorso finanziario compiuto, mediante il richiamo di due specifici episodi vissuti in prima persona .Il primo riferito all'estate 1987 (descrivere il blackout sui CCT post ritiro di BNL dal mercato); il secondo all'autunno 1992 (descrivere le aste deserte post crisi SME e Legge Finanziaria Amato).
- 4) Perche' ho desiderato ricordare questi episodi ? A mio avviso , se oggi ci troviamo a dibattere se sia stato piu' o meno opportuno per il Tesoro utilizzare strumenti derivati e' perche' rispetto a quegli anni la gestione del debito si e' potuta permettere di occuparsi di copertura dei rischi e di ottimizzazione finanziaria e non di gestire la costante emergenza di un possibile default . L'Italia di 25 anni fa , finanziariamente parlando, non era molto dissimile a cio' che oggi sono la Turchia, la Russia, l'Indonesia, cioe' un Paese inaffidabile, opaco, poco competente di mercati.
- 5) Ricordo molto bene i primi utilizzi che fece il Tesoro di operazioni di copertura sintetica agli inizi degli anni 90 : la Direzione Generale era finalmente composta da una équipe di alto profilo internazionale (Draghi-Spaventa-Giavazzi-Giovannini-Grilli-Piga etc), molto autorevole sul piano istituzionale ed accademico ma certamente ancora a digiuno di esperienze dirette sul mercato finanziario . Per questo si valuto' opportuno (e lo caldeggiai io stesso al Consiglio degli Esperti) adottare un approccio graduale, basato su prime operazioni sperimentali supportate da una contrattualistica oggi inadeguata ma allora concepita per consentire una rapida correzione di rotta : se le operazioni avessero cominciato a produrre delle perdite teoriche per il Tesoro, si concedeva alla controparte la facolta' di estinguerle unilateralmente in modo da circoscriverne l'impatto .
- 6) Queste circostanze non trovarono manifestazione ed il Tesoro maturo' un bagaglio di competenze che ne fecero presto uno dei soggetti piu' accreditati ed esperti sul piano internazionale, persino superiore a Paesi economicamente piu' potenti . Fino allo scoppio della tempesta perfetta nel 2011 : mai a memoria d'uomo si e' assistito ad una combinazione tanto letale di crisi finanziaria globale, seguita da una profonda recessione, che ha minato le fondamenta di un sistema monetario, portando all'avvitamento creditizio e reputazionale dei Paesi ad elevato debito .

- 7) Credo non si rendera' mai sufficiente merito al modo in cui il team del Tesoro ha saputo gestire il quinquennio 2008-2012 : sangue freddo, barra a dritta, metodo, disciplina, coraggio . Come ad esempio mantenendo aperto il mercato delle emissioni primarie a fine 2011 anche quando autorevoli fonti suggerivano la ritirata . E' anche per questo che il nostro debito pubblico ha oggi una durata di 6 anni e mezzo ed e' per oltre l'80% a tasso fisso.
- 8) Veniamo al portafoglio Derivati . La principale finalita' del loro utilizzo da parte della Pubblica Amministrazione e' sempre stata la copertura assicurativa, in una logica di contenimento del costo immediato e prospettico del debito (e quindi di riduzione del deficit). Mi domando se si sia mai provato a quantificare il valore di questa copertura assicurativa, sia ex-ante sulla base di scenari probabilistici, che ex-post : sono quasi certo, infatti, che nel 2007-08 si e' verificato un momento in cui il Tesoro incassava dagli swap un tasso Euribor superiore al costo dei Bot in emissione . Bot peraltro che si permetteva di emettere perche' nel frattempo aveva allungato la durata del debito al punto di non dover temere l'incubo del rifinanziamento.
- 9) L'incremento della durata media e finanziaria (da poco piu' di 1 anno a circa 7), ottenuto sia con il funding che con operazioni sintetiche, e' stata la vera stella polare della gestione del debito, il cui perseguimento costante ha evitato di ritrovarsi durante la crisi in situazioni analoghe a quelle rammentate inizialmente .
- 10) In questa doppia logica (cristallizzazione di costo a livelli sostenibili ed allungamento della duration) si inseriscono anche le swaptions vendute fino a circa un decennio fa. Bene ha fatto il Tesoro a mio avviso ad incassare premi importanti a fronte della facolta' concessa a controparti di mercato di fissare un tasso di rifinanziamento a suo carico del 4% per 30 anni : una situazione senza precedenti, che sfidava l'incredulita'.
- 11) Oggi con tassi Euribor a lungo termine al 1.5% questa politica puo' apparire scriteriata . Ma occorre rammentare a noi stessi che la vera anomalia e' rappresentata dalla configurazione odierna della curva dei rendimenti, una anomalia che rischia di provocare profonde disfunzioni strutturali nel sistema economico di cui ci accorgeremo al piu' tardi entro la fine di questo decennio.
- 12) La curva temporale dei tassi di interesse, in un mondo normale, ha inclinazione positiva, con tassi a breve termine pari almeno all'inflazione corrente e tassi a lunga pari almeno all'inflazione attesa maggiorata del tasso di crescita reale normalizzato : quindi diciamo dallo 0.50% a breve al 3% a lungo , proprio il break-even degli swap ventennali del Tesoro.
- 13) Credo che tra 18 mesi , post QE, non ci troveremo piu' a dibattere del mark-to-market negativo sui derivati del Tesoro quanto piuttosto del perche' non si sia approfittato del biennio 2014-15 per congelare "perpetuamente" sotto il 2% il costo del debito pubblico. Questa sarebbe oggi la strategia ottimale a beneficio delle generazioni future : e' infatti vero sempre e ovunque che se un Paese, un'azienda, una famiglia ha difficolta' a sostenere un costo di finanziamento del 2%, allora il problema non e' piu' di liquidita' contingente ma di solvibilita' strutturale.
- 14) Tutti gli strumenti finanziari, anche quelli piu' complessi, nascono sempre per rispondere ad una logica economica, ad una esigenza effettiva. Non sono buoni o cattivi in sé, lo diventano in base all'utilizzo che se ne fa . Constato con rammarico che da anni il Tesoro ha ormai abbandonato l'utilizzo di strumenti derivati per l'ottimizzazione del proprio profilo di rischio , in larga parte a motivo della campagna di loro demonizzazione sommaria.

- 15) Per converso, sembra esserci poca attenzione al fatto che molti istituti bancari abbiano di fatto abbandonato la propria funzione “esistenziale” di intermediari creditizi per improvvisarsi gestori di portafogli di titoli a lungo termine rifinanziati presso la Banca Centrale . Sono certo che tra non molto questo “turismo speculativo” verra’ pagato a caro prezzo.

Zurigo, 1 Giugno 2015