



Dipartimento  
del Tesoro

## **Presentazione Rivista di Politica Economica n. 1 -2019**

***Il debito pubblico in Italia: perchè è un  
problema e come se ne esce***

*30 Gennaio 2020*



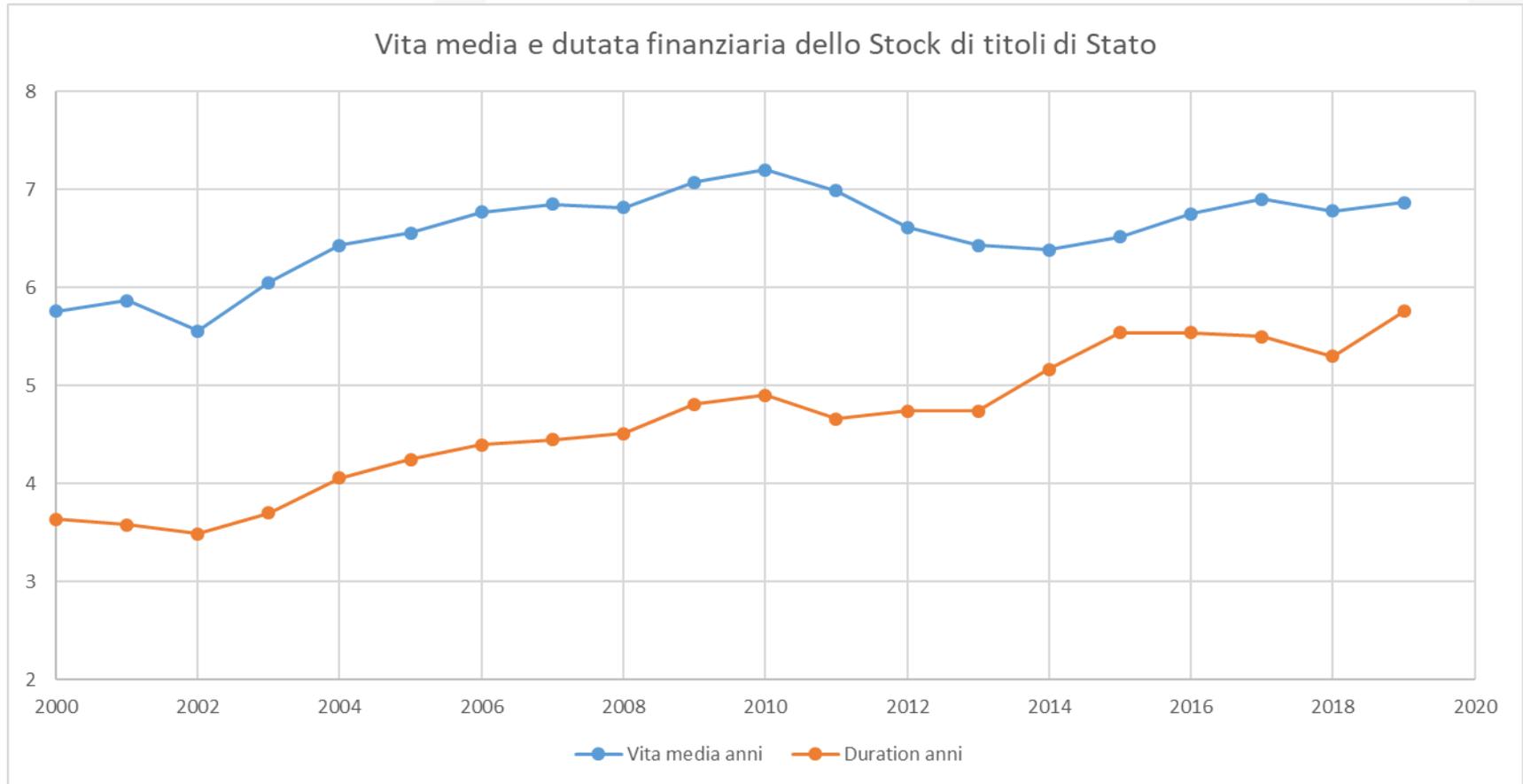
# Outline

- Il ruolo della gestione del debito pubblico per aumentare la capacità di “resilienza” del debito rispetto ai principali rischi di mercato
- L’impatto della gestione del debito sullo “snow-ball effect” [i-g]. *Riferimento a paper di L. Codogno*
- Gestire il debito a fronte di cambiamenti strutturali del merito di credito. *Riferimento a paper di G. Giudice*
- Alcuni “luoghi comuni” sul debito pubblico su cui riflettere (*Riferimento a paper di Panizza*)

# Gestione del debito: focus sui rischi di medio-lungo periodo

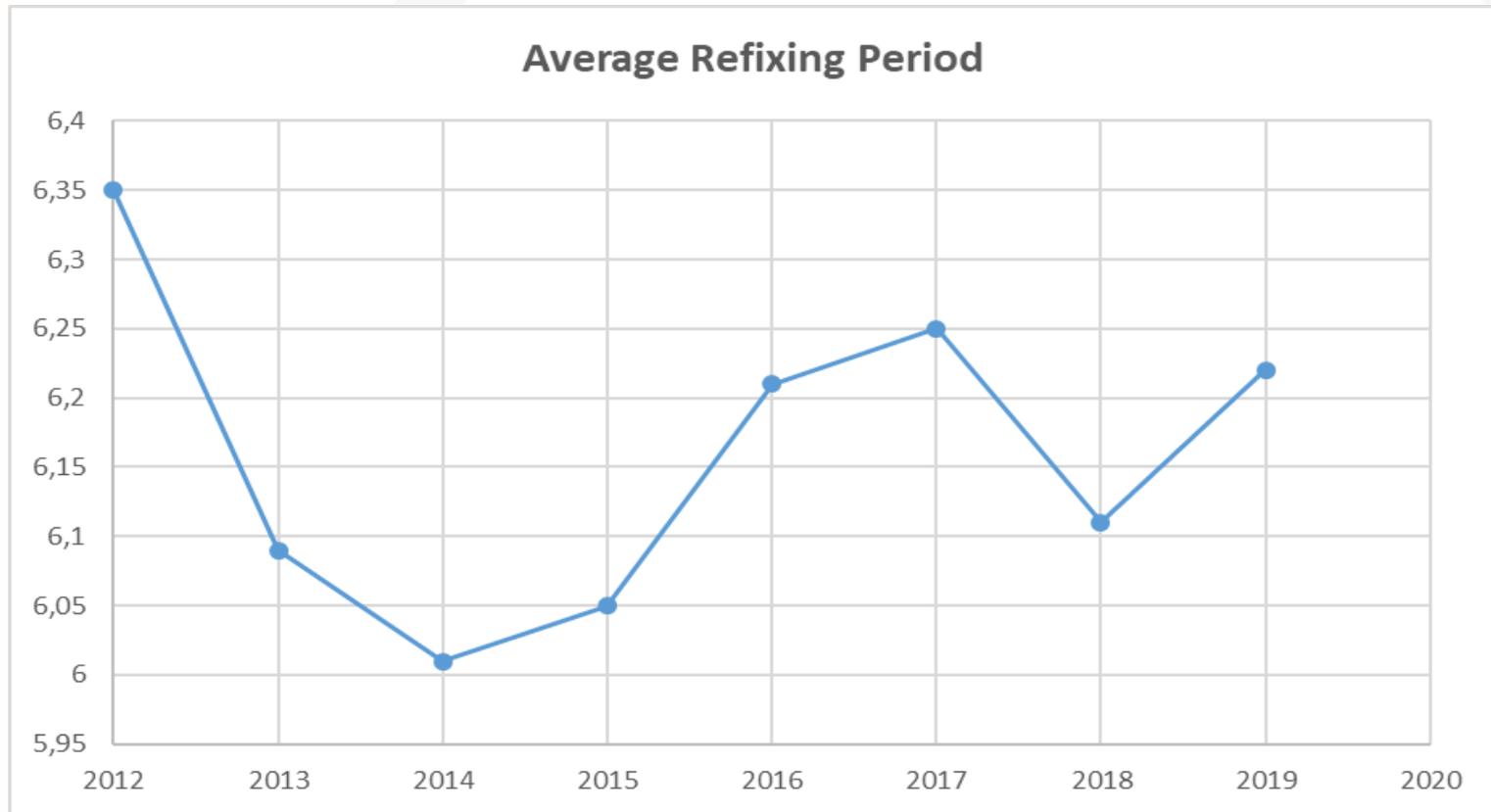
- Fin prima della nascita dell'euro e in modo continuo negli ultimi 20 anni il Tesoro ha perseguito una strategia focalizzata essenzialmente a ridurre - o quanto meno a contenere - l'esposizione ad una serie di rischi. In particolare:
  - nel medio-lungo periodo il rischio di tasso ed il rischio di rifinanziamento
  - nel breve periodo i rischi derivanti dagli andamenti di mercato sul funzionamento del meccanismo mercato primario/secondario
- Il rischio di tasso ed il rischio di rifinanziamento sono stati gestiti allungando la vita media e la durata finanziaria del debito
- I rischi derivanti dagli andamenti di mercato sono stati e vengono tuttora gestiti con una serie di interventi "micro" molto tecnici ma che hanno svolto un ruolo non secondario

# La gestione ha puntato a tenere elevate vita media e durata finanziaria del debito ....



Fonte: MEF

## ... e il tempio medio con cui il debito in circolazione rifissa il tasso



Fonte: MEF



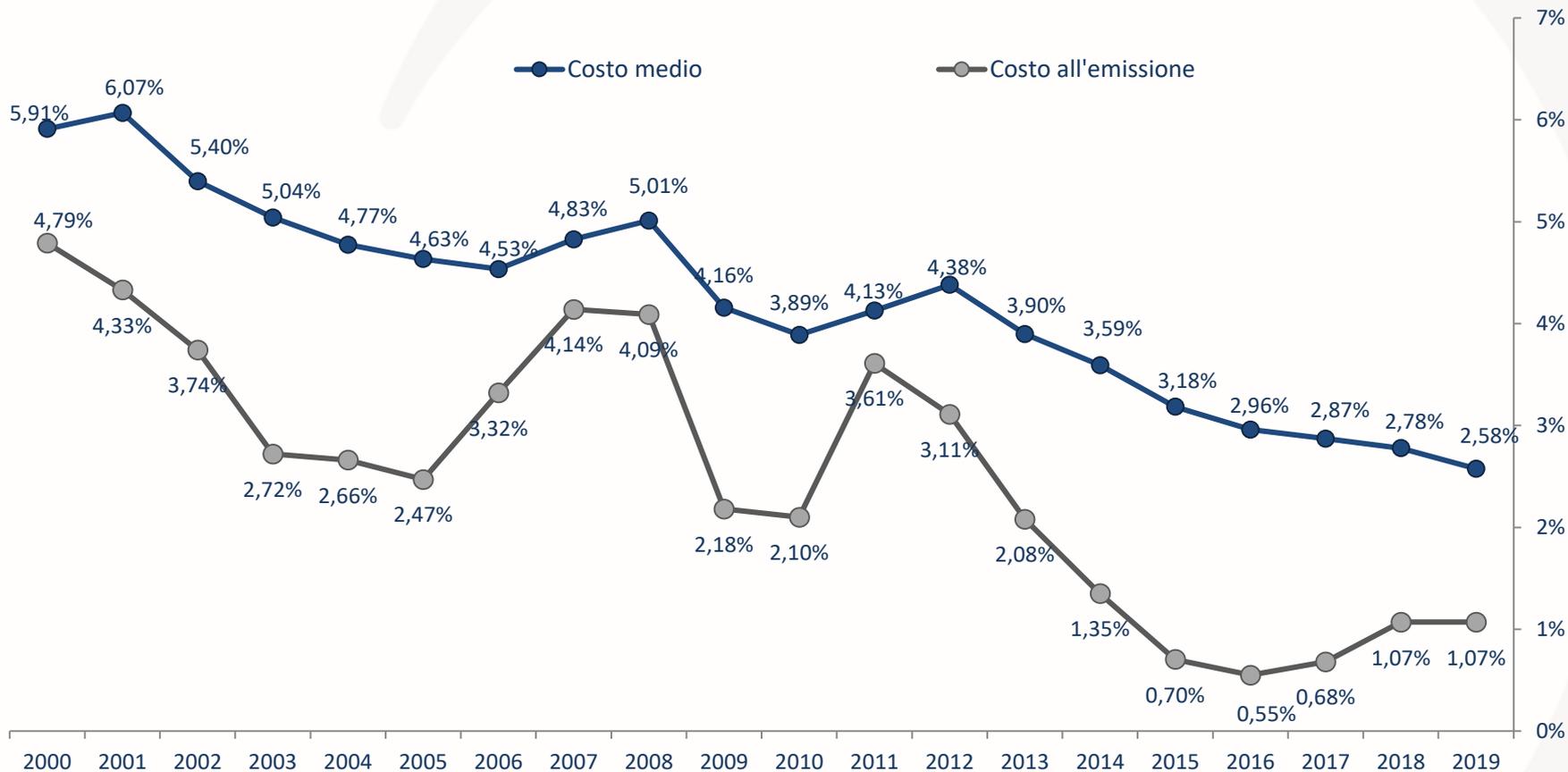
# Gestione del debito: focus sui rischi di breve periodo

- A causa di andamenti molto differenziati nel tempo delle condizioni sul mercato secondario, la gestione nel breve periodo si focalizza sull'obiettivo di minimizzare l'impatto di questi andamenti sul funzionamento del meccanismo primario/secondario.
- Il focus si concentra principalmente su:
  - Volumi dei titoli in scadenza su un orizzonte di 1-2 anni
  - Condizioni di volatilità del mercato con impatti sulla liquidità degli scambi e la forma della curva dei rendimenti
  - Dislocazioni presenti sulla curva dei rendimenti e sul mercato pronti c/termine
- I principali strumenti utilizzati sono:
  - Fine tuning della politica di emissione
  - Concambi e buyback
  - Rimodulazione incentive per i Primary Dealers
  - Gestione della liquidità con bilanciamento costi e rischi

## Ma quali sono i costi di questa gestione del debito?

- Tenere alte vita media, durata finanziaria e ARP ovviamente ha un costo, misurato dalla pendenza della curva dei rendimenti
- Inoltre questa politica di gestione tende a ritardare gli effetti positivi sul bilancio dello Stato derivanti dall'abbassamento dei tassi di mercato (paper Codogno, pag. 44-46)
- Vero ma...
  - Sui tassi italiani il rischio di credito (lo spread ...) pesa in modo significativo. Questa componente non è correlata positivamente con la crescita economica, anzi tendenzialmente c'è una qualche correlazione inversa. Quindi la vita/duration/ARP alte hanno consentito di ridurre le fluttuazioni dello snow-ball [i-g] rendendolo in un certo senso meno "pro-ciclico", riducendo rischi di spirali negative tra tassi e debito/PIL
  - Gli investitori (soprattutto internazionali) e le ADR sono molto focalizzate su quanto il bilancio dello Stato è esposto ai rischi tramite il debito. Non è quantificabile, ma fortemente probabile, che spread/tassi sul debito italiano sarebbero stati in media più alti negli stessi anni con una durata finanziaria inferiore.

# Andamento costo medio e costo marginale dei titoli di Stato



Source: MEF, ISTAT

2019 Interest Expenditure provisional data (update DEF 2019)



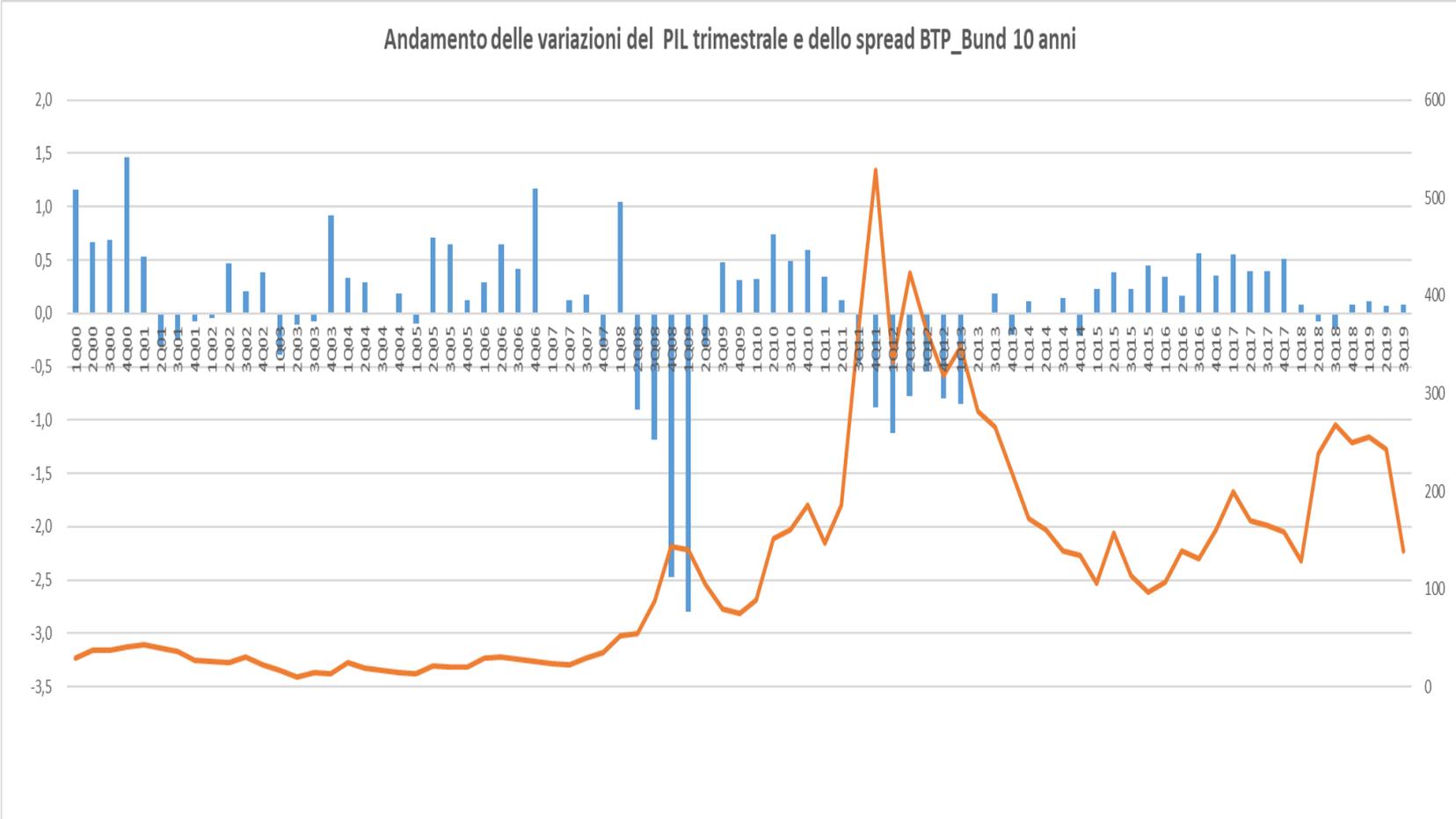
# La pendenza della curva dei rendimenti è stata quasi sempre elevata



Source: MTS, BBG



# Spread e crescita economica: relazione tendenzialmente inversa



Source: MTS, BBG, ISTAT

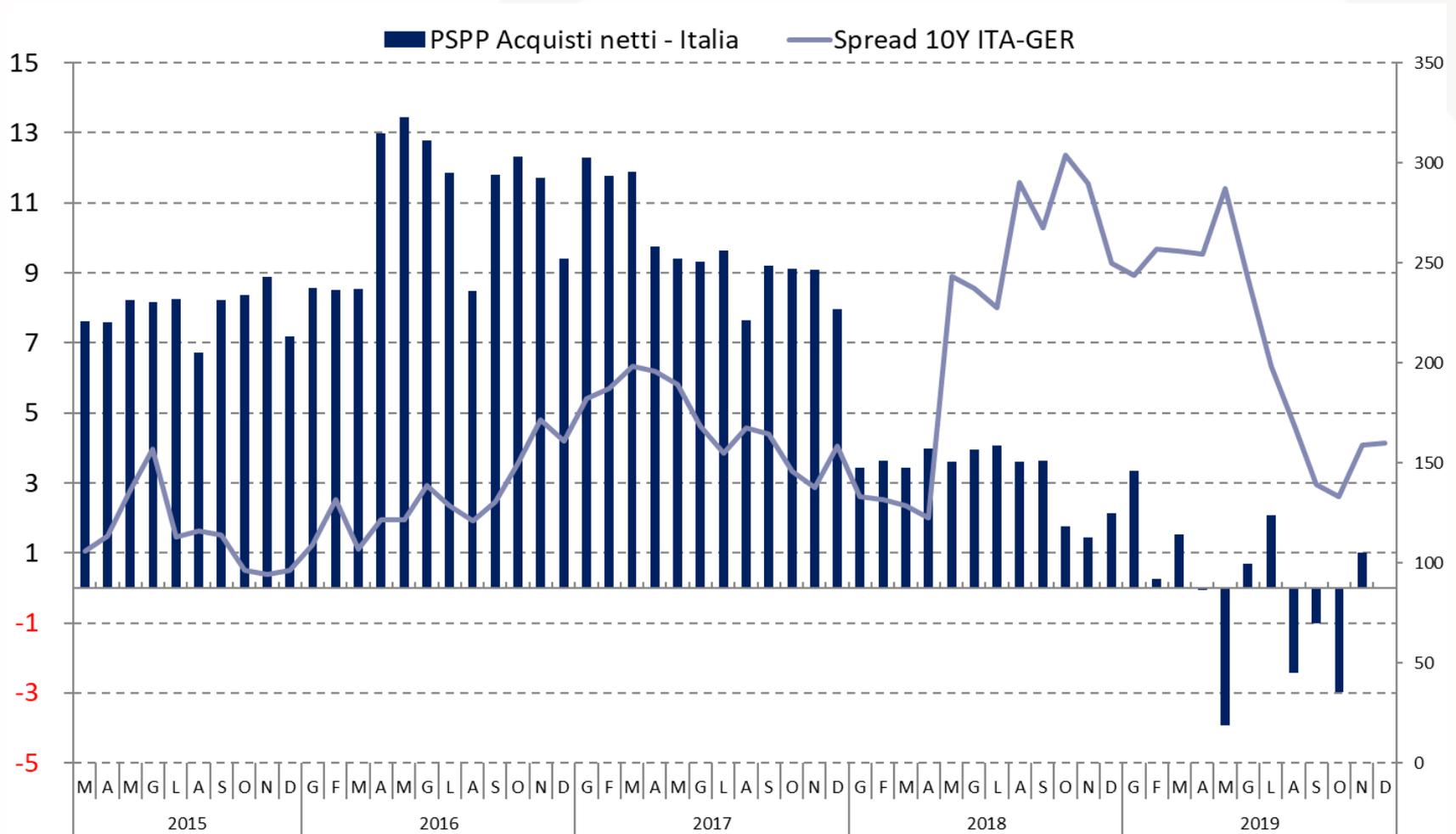
# Impatto sulla gestione del debito di alcune proposte per la creazione del *safe asset* europeo

- La necessità di un *safe asset* in Europa è fuori discussione ma come arrivarci è certamente controverso
- La proposta del paper di Giudice (E-Bonds) si basa su una modifica del livello di seniority dei titoli di debito nazionali rispetto ai prestiti del veicolo europeo (o solo delle nuove emissioni). Il saldo netto tra benefici e costi della proposta per i singoli stati è difficile da stimare, ma vi sono alcune considerazioni (tra le numerose possibili) da avanzare:
  - Impatto rilevante sui debiti nazionali derivante da cambio del rating; diventa cruciale il livello di rating prima dell'applicazione della proposta. Possibili effetti non lineari (seniority)
  - Se il cambio di seniority avviene solo sulle nuove emissioni di debito nazionale si determina una segmentazione tra titoli nazionali in circolazione e nuovi titoli nazionali: impatto su liquidità e funzionamento del mercato può essere molto rilevante anche per effetto dei nuovi E-bond in circolazione se percepiti come più liquidi dei debiti nazionali (crowding out and segmentation)
  - Gli E-bond sarebbero effettivamente *safe*? Sono effettivamente immuni da possibili *spill-over* derivanti dai crisi dei debiti nazionali? La seniority dei prestiti è sufficiente? (actual safety)

# Luoghi comuni su cui riflettere

- Alla stessa stregua del paper di Panizza che mette in guardia circa soluzioni facili per la risoluzione del problema del debito pubblico, basate su assunzioni spesso prive di fondamento, nel dibattito pubblico sul debito italiano si leggono e si ascoltano valutazioni/considerazioni che necessiterebbero di maggiore approfondimento
- Esempi:
  - Quantificazione del rischio di ridenominazione
    - Aveva senso fino a ottobre 2019 usare i due soli bond in dollari allora circolanti?
    - Ha senso usare il CDS Italia in dollari format 2003?
  - L'impatto delle CACS introdotte nel 2013 nella zona euro
    - C'è stato un impatto sulla performance di mercato dei titoli con CACS rispetto ai titoli senza?
  - Quantitative easing e spread
    - E' vero che più il QE aumenta e più lo spread si riduce?

# Non c'è relazione diretta tra dimensione degli acquisti e spread



Source: MTS, BBG, ECB





Dipartimento  
del Tesoro

[www.debitopubblico.it](http://www.debitopubblico.it)

[www.mef.gov.it](http://www.mef.gov.it)



Dipartimento  
del Tesoro