

Allungare la vita media
del debito pubblico
per ridurre le emissioni annue

2017-02

ottobre 2017

autori:

Lorenzo Forni, Prometeia,
Università di Padova

lorenzo.forni@prometeia.com

lorenzo.forni@unipd.com

Simone Passeri, Prometeia

simone.passeri@prometeia.com

Le opinioni espresse in queste **Note di lavoro** sono degli autori e non rappresentano necessariamente quelle di Prometeia.

Le **Note di lavoro** si presentano come lavori preliminari e la loro diffusione ha l'obiettivo di stimolare la discussione su temi economici di attualità.

I lettori sono quindi invitati a tenere in considerazione il carattere provvisorio di queste pubblicazioni.

Lorenzo Forni
Direttore responsabile

Prometeia Associazione per le Previsioni Econometriche
Via G. Marconi 43, 40122 Bologna
tel. 051 648 091 1, fax 051 220 753
info@prometeia.com
www.prometeia.it

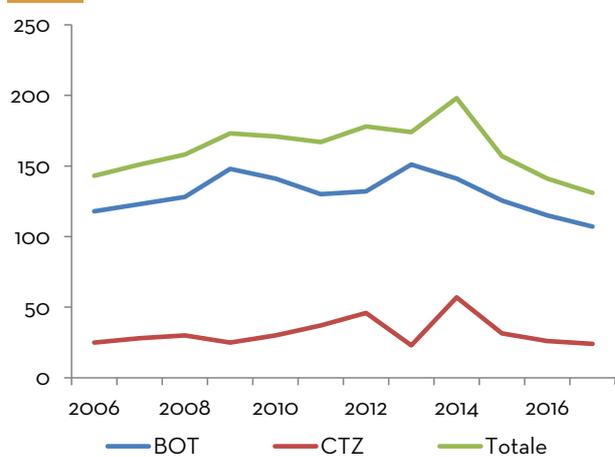
L'elevato livello del debito pubblico italiano suscita incertezza rispetto alla sua sostenibilità in caso di shock avversi, costituendo un ostacolo verso un maggiore risk sharing a livello europeo. La strada principale per dissipare queste incertezze è mettere il debito su un sentiero calante. Questo processo potrebbe beneficiare di un allungamento delle scadenze dei titoli che permetta di ridurre significativamente le emissioni lorde annue e dunque di rendere più certa la liquidità sul mercato dei titoli di Stato. L'obiettivo che questa nota si prepone è avviare una riflessione circa questa possibilità presentando alcune simulazioni preliminari. La scelta di procedere in modo deciso verso un ulteriore allungamento delle scadenze costituisce una scelta di politica economica che il prossimo governo potrebbe considerare all'interno di un piano di medio termine di riduzione del debito e protezione dai rischi. I benefici di una riduzione delle emissioni lorde annue potrebbero essere rilevanti in termini di prevedibilità della spesa per interessi e di percezione del rischio di liquidità sui titoli di Stato, mentre il costo appare essere contenuto.

Introduzione

Il peso elevato del debito pubblico e aspettative di crescita tra le più basse in Europa collocano l'Italia in una condizione di sorvegliato speciale all'interno dell'attuale panorama europeo. Sebbene segnali di ripresa non manchino e le nostre previsioni, in linea con MEF e OCSE, anticipino a partire dal 2018 un'inversione di tendenza per il rapporto debito/PIL, l'incertezza che connota il quadro politico nazionale e internazionale richiede di tenere comunque alta l'attenzione sul debito. Il suo livello elevato, insieme al fatto che rilevanti quote siano detenute dalle banche e da altri operatori finanziari nazionali, ostacola passi in avanti a livello europeo per completare la banking union e aumentare il grado di *risk sharing* tra i paesi.

Gli ultimi dati pubblicati da Banca d'Italia riportano a luglio 2017 un debito al picco di 2300 miliardi, tuttavia gli ultimi anni segnalano incoraggianti elementi di discontinuità nella sua gestione. La dinamica crescente del rapporto debito/PIL ha registrato un forte

Fig. 1 Evoluzione delle emissioni di BOT e CTZ



Fonte: Mef, "Le emissioni del Tesoro".

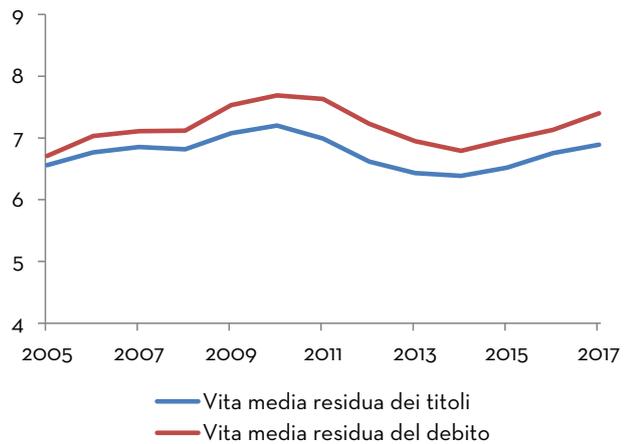
rallentamento (la crescita cumulata dal 2013 al 2016 è stata di soli 3 pp, da 129% a 132%) e le favorevoli condizioni di finanziamento originate dal QE, all'interno di un ristabilito clima di fiducia, hanno permesso al governo di adottare una politica di emissioni orientata al controllo del rischio di tasso di interesse e del rischio di rifinanziamento. Sono state infatti ridotte le emissioni di titoli a più breve durata (Fig.1), mentre è aumentato il peso della raccolta sul segmento a medio-lungo termine, permettendo così una risalita della vita media re-

sidua del debito a 7.4 anni (contro il minimo di 6.77 nell'estate del 2014) e della componente titoli a 6.89 anni rispetto ai 6.2 toccati durante la crisi (Fig.2). Inoltre i dati trimestrali MEF segnalano una più omogenea distribuzione delle scadenze, ottenuta anche attraverso operazioni di concambio, e un aumento della quota di titoli a reddito fisso.

Il sentiero intrapreso è certamente virtuoso, tuttavia si tratta di un processo lento e graduale in quanto il volume del debito è tale che l'incidenza delle nuove emissioni sulle caratteristiche dell'intero stock di titoli risulta moderata. Inoltre il timore che la maggior offerta di titoli a medio-lungo termine possa innescare uno *steepening* della curva dei tassi induce il governo a non forzare la mano nell'allungamento per non pregiudicare la convenienza dell'operazione.

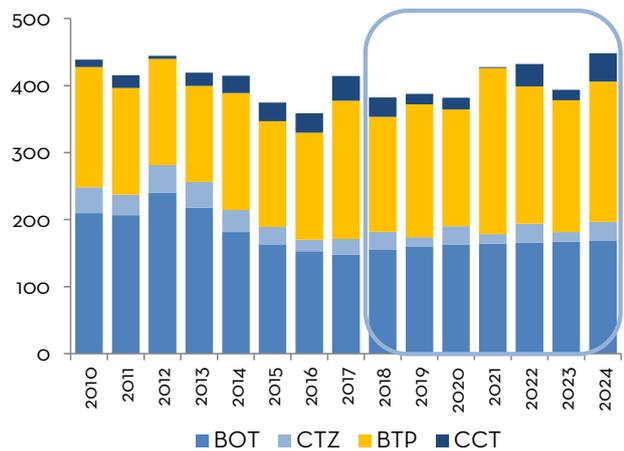
Tale gestione prudente del debito, che certamente ha consentito di mitigare i principali rischi a esso connessi, non ci esonera però dal guardare ancora con attenzione a tali rischi. La figura 3, che riporta le nostre stime¹ sul volume annuo di emissioni per i prossimi anni, ci mostra che il finanziamento dei titoli in scadenza e del deficit di bilancio richiederà collocamenti in media per 400 miliardi l'anno, un ammontare considerevole, soprattutto se rapportato alla meno intensa attività di raccolta da parte dei principali paesi europei (Fig.4). Sull'ingente volume di collocamenti grava poi l'ulteriore fattore di incertezza costituito dalla fase di *tapering* da parte della BCE.

Fig. 2 Evoluzione della vita media del debito e della componente titoli



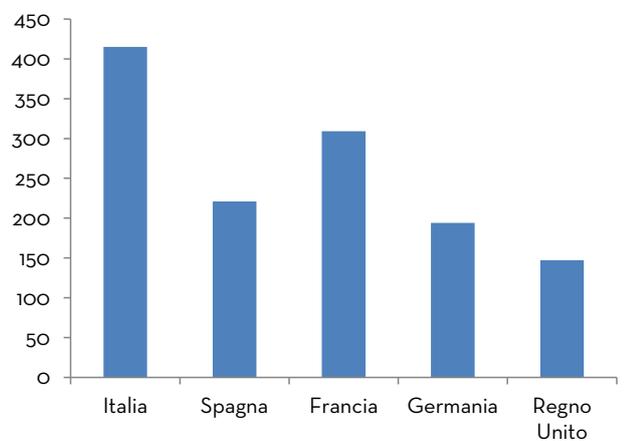
Fonte: Banca d'Italia e MEF.
Nota: i dati 2017 sono relativi a giugno.

Fig. 3 Emissioni lorde, 2016



Fonte: elaborazione Prometeia su dati Banca d'Italia.

Fig. 4 Emissioni lorde, 2016



Fonte: MEF, Tesoro público, AFT, Finanzagentur, DMO.

¹ Si tratta della nostra baseline. Le relative ipotesi sono riportate nel paragrafo seguente.

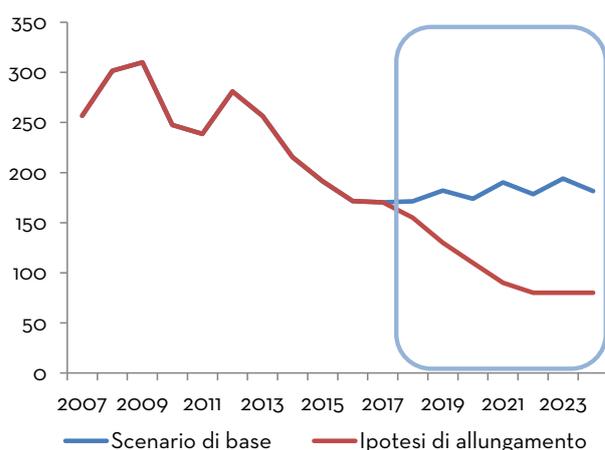
Le ipotesi

Alla luce di queste premesse l'obiettivo che questa nota si prepone è avviare una riflessione circa la possibilità di attuare una decisa strategia di abbattimento delle emissioni annue mediante un allungamento delle scadenze dei titoli. Se da un lato gli attuali tassi di interesse ai minimi storici e il lento percorso di rialzo che prevediamo per i prossimi anni conducono a ritenere il contesto odierno particolarmente favorevole alla realizzazione di una simile politica di gestione del debito, dall'altro non si può prescindere dal ragionare sui costi dell'operazione rispetto al nostro scenario di base.

Nella nostra baseline si ipotizza che i titoli in scadenza vengano rinnovati confermandone la durata originaria, mentre il finanziamento del nuovo fabbisogno è ripartito tra le diverse tipologie di titoli secondo l'attuale peso di ciascuna all'interno dell'intero stock di titoli (es. se i BTP3y costituiscono l' $x\%$ dello stock di titoli, allora l' $x\%$ del fabbisogno è finanziato attraverso BTP3y).

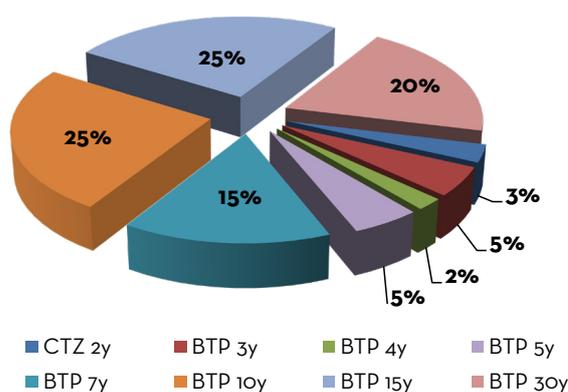
La strategia di allungamento ipotizzata prevede invece una progressiva riduzione delle

Fig. 5 La riduzione delle emissioni di BOT



emissioni di BOT, le quali scenderebbero dagli oltre 150 miliardi preventivati nel 2018 agli 80 miliardi del 2022. La figura 5 ci mostra che la gradualità di tale riduzione è stata pensata coerentemente con la tendenza avviata a partire dal 2013. Il rinnovo dei BOT non rappresenta il cuore del problema, considerato che il loro collocamento dovrebbe essere assicurato anche nelle fasi di stress più acuto, tuttavia la loro parziale sostituzione con titoli a più lunga durata sarebbe utile in quanto permetterebbe di abbattere considerevolmente il volume di emissioni annue senza dover attuare un forte allungamento delle scadenze. Nel valutare però questa ipotesi di riduzione dei BOT si dovrà tener conto delle necessità del sistema bancario di assorbimento di tale tipologia di titoli in particolare per finalità di gestione della liquidità. La seconda ipotesi prevede poi che le emissioni al netto dei BOT (quindi rinnovi di scadenze a medio-lungo termine, finanziamen-

Fig. 6 Lo schema delle emissioni al netto dei BOT



to dei nuovi fabbisogni e delle riduzioni ipotizzate di BOT) seguano uno schema orientato all'intensificazione delle emissioni di BTP a 10, 15 e 30 anni (Fig.6).

Con una strategia siffatta la vita media residua dello stock di titoli raggiunge quasi i 9 anni (circa 2 anni in più dell'attuale vita residua) al 2025 e nel nostro scenario si mantiene poi più o meno stabile su quel livello.

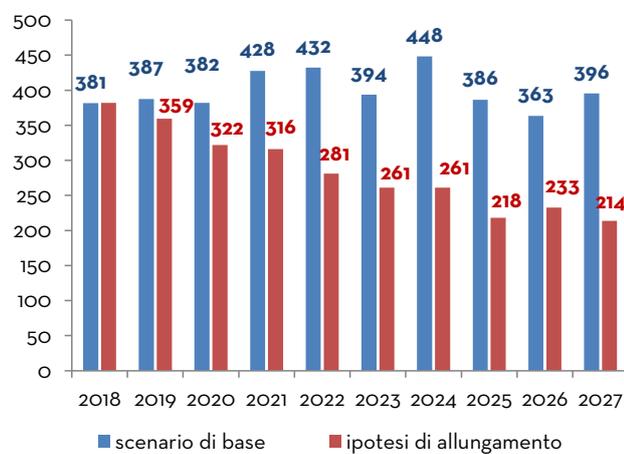
Infine il calcolo dei costi avviene sulla base delle previsioni Prometeia circa l'evoluzione della curva dei tassi governativi tra il 2018 e il 2024. Tali previsioni inglobano le nostre ipotesi sulla intonazione della politica monetaria dell'Eurozona per i prossimi anni. La Fed ha dato avvio alla fase di riduzione dell'attivo, mentre il percorso della BCE appare condizionato dall'andamento dell'inflazione e del cambio. Il momento di ridurre il bilancio arriverà anche in Europa ma non prima però che siano terminati gli acquisti e rialzati i tassi. Assumiamo che a partire dal gennaio 2018 gli acquisti della BCE si riducano e che si azzerino alla fine dell'anno. Nel frattempo l'Eurosistema continuerà a reinvestire i rimborsi dei titoli giunti a scadenza.

Le nostre stime prevedono che nel 2018, tra nuovi acquisti e rinnovi, la BCE comprerà circa 65 miliardi di titoli pubblici italiani, pari al 40% delle emissioni lorde stimate di titoli con durata all'emissione superiore ai 2 anni. Negli anni a venire invece gli acquisti ex novo si presumono terminati mentre i rinnovi saranno nell'ordine di 30/35 miliardi per anno. Nel proseguo della nota i due scenari che descrivono l'evoluzione delle emissioni lorde annue non tengono conto di questo contributo da parte della Banca d'Italia all'assorbimento dei titoli offerti sul primario, cioè rappresentano i volumi complessivi di emissioni e non soltanto i volumi di cui il mercato dovrebbe assicurare l'acquisto.

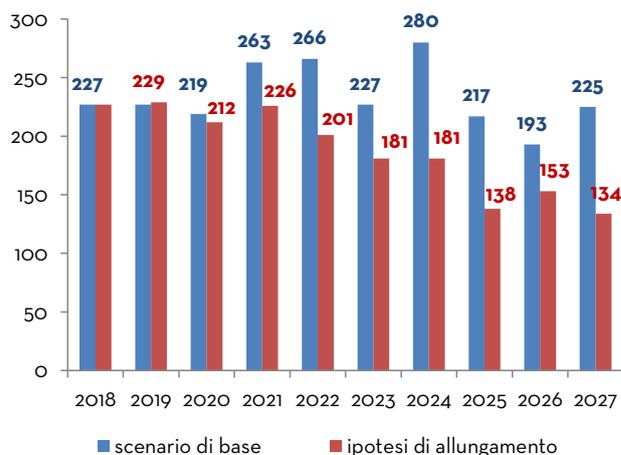
Le emissioni annue

Le figure 7 e 8 mostrano la notevole diminuzione di emissioni che il processo di allungamento ipotizzato consentirebbe di realizzare. Già nel 2022, a quattro anni dall'avvio della strategia, le emissioni complessive declinano di circa 150 miliardi rispetto alla baseline (Fig.7), con 65 miliardi in meno di emissioni diverse da BOT (Fig.8). Dal 2025 le emissioni lorde si normalizzano su un livello medio di 220 miliardi, oltre il 40% in meno dei volumi previsti nello scenario di base. Escludendo i BOT, dal 2025, quando il *turnover* dello stock

Fig. 7 Previsioni emissioni lorde annue



Fonte: elaborazione Prometeia su dati Banca d'Italia.

Fig. 8 Previsioni emissioni lorde annue al netto dei BOT

Fonte: elaborazione Prometeia su dati Banca d'Italia.

di titoli attualmente in essere sarà in gran parte avvenuto, le emissioni di titoli a medio lungo-termine oscilleranno attorno ai 150 miliardi, in media circa 80 miliardi in meno rispetto alla baseline.

I costi

A questo punto ciò che resta da chiedersi è quanto costerebbe realizzare l'allungamento descritto. Prima di illustrare i risultati ottenuti è opportuno fare due importanti precisazioni.

In primis le nostre stime di costo sono ottenute attraverso l'utilizzo delle previsioni Prometeia sull'evoluzione della *yield curve* governativa. Il nostro esercizio non ingloba però quel meccanismo endogeno in forza del quale una diversa composizione dell'offerta di titoli da parte del Tesoro potrebbe far variare l'inclinazione della curva dei tassi. In altre parole assumiamo che la curva dei tassi non aumenti in inclinazione o livello in risposta a maggiori quote di emissione di titoli a lungo termine. A parziale giustificazione della nostra ipotesi vi è dapprima il riscontro che nelle aste più recenti per il collocamento di BTP a lunga scadenza il *cover ratio*, calcolato come rapporto tra l'importo richiesto e l'importo assegnato, mostra spesso un'ampia disponibilità degli investitori a acquistare, ai tassi prevalenti sul mercato, molti più titoli di quelli che vengono effettivamente emessi. Inoltre un allungamento delle scadenze potrebbe avere un effetto positivo sulla percezione del rischio di liquidità andando così a ridurre il premio richiesto per tale rischio sui titoli a più lunga scadenza. Quest'effetto potrebbe indurre un appiattimento della curva, agendo dunque in verso contrario rispetto all'effetto di *steepening* potenzialmente provocato dall'aumento dell'offerta di titoli a lungo termine.

La seconda precisazione attiene invece al fatto che questo esercizio si riferisce al solo stock di titoli, che pur essendo la componente preponderante del debito pubblico italiano non è però esaustiva (a luglio 2017 costituiva l'84.7%). Ciò implica che anche gli interessi di seguito riportati non costituiscono l'intero costo del debito.

Venendo ai risultati, va premesso che, dopo anni di forte calo del tasso medio ponderato all'emissione (3,61% nel 2011, 0,55% nel 2016), per i prossimi anni è invece prevista una graduale risalita che spingerà verso l'alto la spesa per interessi anche nello scenario di base (linea blu in Fig. 9).

L'allungamento delle scadenze comporta ovviamente un ulteriore costo, tuttavia, diversamente da quanto ci si aspetterebbe, il divario nella spesa per interessi non va allargandosi al materializzarsi del processo di allungamento. La differenza di costo infatti

è di circa 3,7 miliardi nel primo e nel secondo anno, mentre oscilla attorno ai 5 miliardi negli anni successivi.

Il costo dell'allungamento risulta quindi contenuto e pressoché stabile. La ragione principale risiede nel fatto che la riduzione delle emissioni annue, così come garantita dalla strategia di allungamento, offre una parziale copertura dal graduale rialzo dei tassi che noi prevediamo. Allungare oggi può voler dire infatti garantirsi tassi bassi per un periodo più lungo di tempo; non farlo implica invece una più alta frequenza di rinnovi e quindi un rifinanziamento a tassi via via crescenti. Rispetto alla baseline, questa copertura implicita nell'allungamento garantisce dunque un risparmio di costo che va in buona parte a compensare il costo di spostarsi verso scadenze maggiori lungo la curva dei rendimenti. Inoltre vi è un altro fattore all'interno delle previsioni Prometeia che concorre a tener basso il costo dell'allungamento ed è il previsto appiattimento della yield curve: ad esempio il differenziale di rendimento tra un BTP7y

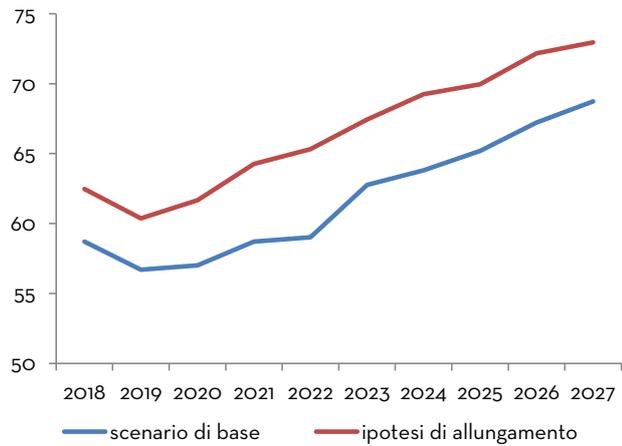
e un BTP10y, che si aggira oggi sui 60pb, è atteso nei prossimi anni sui 30pb. Tale circostanza rende il costo stimato dell'allungamento meno oneroso rispetto al caso di un parallel shift della yield curve.

Per concludere sui costi, l'onere dell'allungamento risultante in questo esercizio non sembra essere particolarmente gravoso (ferme restando le precisazioni fatte in premessa al paragrafo), tuttavia, in un contesto in cui il costo di finanziamento tornerà a salire, un ulteriore aggravio di 4/5 miliardi non passerebbe di certo inosservato.

Questioni aperte

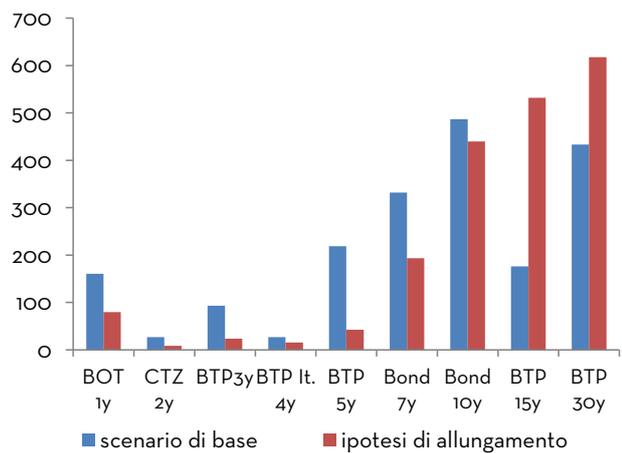
La fattibilità della strategia ipotizzata richiede poi valutazioni ulteriori e diverse rispetto alla sola analisi dei costi.

Fig. 9 Interessi sullo stock di titoli



Fonte: elaborazioni Prometeia.

Fig. 10 Stock di titoli in essere per durata all'emissione al 2027 (miliardi)



Fonte: elaborazioni Prometeia.

Partiamo dalla riduzione dei BOT: la nostra ipotesi prevede quasi un dimezzamento delle emissioni di BOT tra il 2018 e il 2023. I BOT sono una classe di titoli molto liquida come dimostra il fatto che circa 1/3 dei volumi scambiati sul mercato secondario (M.T.S) dei titoli di Stato italiani riguarda tale tipologia. Inoltre essi sono molto appetibili dal punto di vista di banche e fondi per finalità di natura regolamentare, soprattutto in fasi deboli del ciclo quando l'avversione al rischio diventa tale da incentivare la sostituzione di titoli a lunga durata con titoli a breve sicuri e liquidi. Basti pensare che, nonostante i tassi negativi degli ultimi anni, le aste dei BOT hanno sempre visto una buona partecipazione degli investitori. Le banche, in particolare, hanno trovato più conveniente pagare per investire in questi titoli sicuri e liquidi rispetto alla più onerosa soluzione di detenere riserve presso la BCE o a quella più rischiosa di erogare credito all'economia reale. Tuttavia, con il miglioramento delle previsioni economiche e del mercato immobiliare, la tendenza sta cambiando e i criteri di offerta del credito a famiglie e imprese stanno registrando un leggero allentamento. L'aumento delle erogazioni di credito, benché ancora debole rispetto alla media UEM, potrebbe sottendere un'uscita delle banche italiane dalle posizioni assunte su titoli rifugio quali BOT. Tale circostanza potrebbe essere favorevole alla nostra ipotesi di riduzione futura delle emissioni a breve termine. Tutte queste considerazioni invitano a porsi la domanda del se, quanto e quando sia possibile ridurre le odierne e cospicue emissioni di BOT.

Anche la seconda ipotesi, riguardante la composizione delle emissioni di medio-lungo termine, impone qualche riflessione. È vero, come anticipato, che la domanda per BTP a lunga scadenza sembra essere vivace, tuttavia è lecito chiedersi perché, in un contesto in cui l'aspettativa è che i tassi tornino a crescere, gli investitori dovrebbero acquistare oggi un titolo che presumibilmente domani varrà meno, a maggior ragione se si tratta di un titolo a lungo termine il cui prezzo è più reattivo alle variazioni dei tassi di interesse. La ragione potrebbe essere che esistono degli investitori che, per via delle caratteristiche delle loro passività (vedasi fondi pensioni o assicurazioni), sono poco sensibili alle quotazioni di breve periodo in quanto interessati esclusivamente al flusso cedolare che l'obbligazione periodicamente garantisce. Sono però questi investitori disposti ad acquistare un'ingente mole di titoli a lungo termine? La figura 10 segnala che, rispetto alla baseline, la strategia di allungamento prevede al 2027 oltre 350 miliardi in più di titoli a 15 anni e quasi 200 di titolo a 30 anni. Diminuiscono invece le altre tipologie.

Inoltre, bisogna considerare che un'offerta di titoli fortemente orientata verso il lungo periodo non può essere neutrale dal punto di vista della composizione del debito per detentori. Come si evince dai risultati dei collocamenti di BTP a 20, 30 e 50 anni, la domanda per tali titoli proviene soprattutto dall'estero (in media attorno al 60%, con un massimo dell'83% per il BTP a 50 anni emesso il 4 ottobre dello scorso anno) e in particolare da *fund manager*. L'implicazione di informazioni simili potrebbe essere che allungando le scadenze possa venire a formarsi una base di investitori più volatile, cioè con maggiore propensione e rapidità di fuga in caso di deterioramento della fiducia sulla sostenibilità dei nostri conti.

Conclusioni

Due risultati principali emergono dall'esercizio svolto. Il primo è che sarebbe sufficiente un ulteriore allungamento di circa due anni della vita media del debito per arrivare quasi a dimezzare le emissioni lorde annue. Questo in quanto la composizione del debito pubblico italiano si caratterizza per un ammontare elevato di titoli a brevissimo (BOT), la cui riduzione permetterebbe di per sé un significativo allungamento della vita media residua. Il secondo è che l'abbattimento del *rollover* annuo fa sì che il graduale rialzo dei tassi che noi prevediamo si riverberi su una proporzione minore del debito, mentre al contempo il maggior debito non scaduto, nella componente preponderante a tasso fisso, paghi un prezzo più basso determinato dai tassi passati. In altri termini il costo dell'allungamento è basso e stabile poiché, data la crescita prevista dei tassi, il minor volume di emissioni comporta un risparmio che compensa in larga parte il costo cumulato dell'allungamento.

Questo esercizio lascia inevase altre importanti questioni. Anzitutto bisogna domandarsi se esiste ed eventualmente qual è il volume di *rollover* che assicura una gestione ordinata delle emissioni anche in condizioni avverse di mercato: nel nostro esercizio le emissioni si stabilizzano su un ammontare di circa 220 miliardi (80 miliardi BOT e 140 il resto dei titoli): sono ancora troppi o possiamo invece permetterci di allungare meno? Il processo di estensione delle scadenze è stato gradualizzato compatibilmente con le possibilità di aggiustamento del mercato o è troppo invasivo? E infine, come anticipato, quanto aumenta (se aumenta) la pendenza della curva dei tassi quando si sbilancia l'offerta di titoli sul segmento a medio-lungo termine? Queste sono domande che richiedono ulteriori approfondimenti.