

5 gennaio 2020

**Il Sole** **24 ORE**

SERVIZIO | L'ANALISI

# **ALL'ITALIA SERVE UN'AGENZIA DEL DEBITO PUBBLICO COME QUELLA TEDESCA**

di Marcello Minenna

La polemica sulla riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità ha riportato in auge il tema della vulnerabilità del debito sovrano dell'Italia alla speculazione avversa dei mercati. Un tema che inevitabilmente evoca l'autunno caldo del 2011 quando gli investitori realizzarono grossi profitti scommettendo contro i nostri titoli di Stato.

Per molti quell'episodio – come pure quelli minori che si sono verificati di tanto in tanto dopo il 2011 – va imputato all'elevato rapporto debito/PIL del nostro paese. Sebbene questo sia un dato di fatto innegabile, va tuttavia ricordato che tale dato costituisce da tempo una caratteristica strutturale dell'Italia, con cui però prima della crisi abbiamo convissuto in modo sostanzialmente pacifico.

Il vero problema, portato alla luce dalla crisi, è che l'adesione alla moneta unica, la connessa perdita di sovranità monetaria nazionale e l'assenza di un prestatore di ultima istanza (lender of last resort) nell'Eurozona – stante il divieto di finanziamento monetario dei deficit dei governi membri sancito dallo statuto della BCE – hanno come conseguenza assai pernicioso il fatto che i governi diventino ostaggio dei mercati finanziari. Una conseguenza che già prima dell'avvio dell'euro era chiara a molti economisti, come Wynne Godley quando osservava icasticamente che il finanziamento esclusivo della spesa pubblica sui mercati, in competizione con

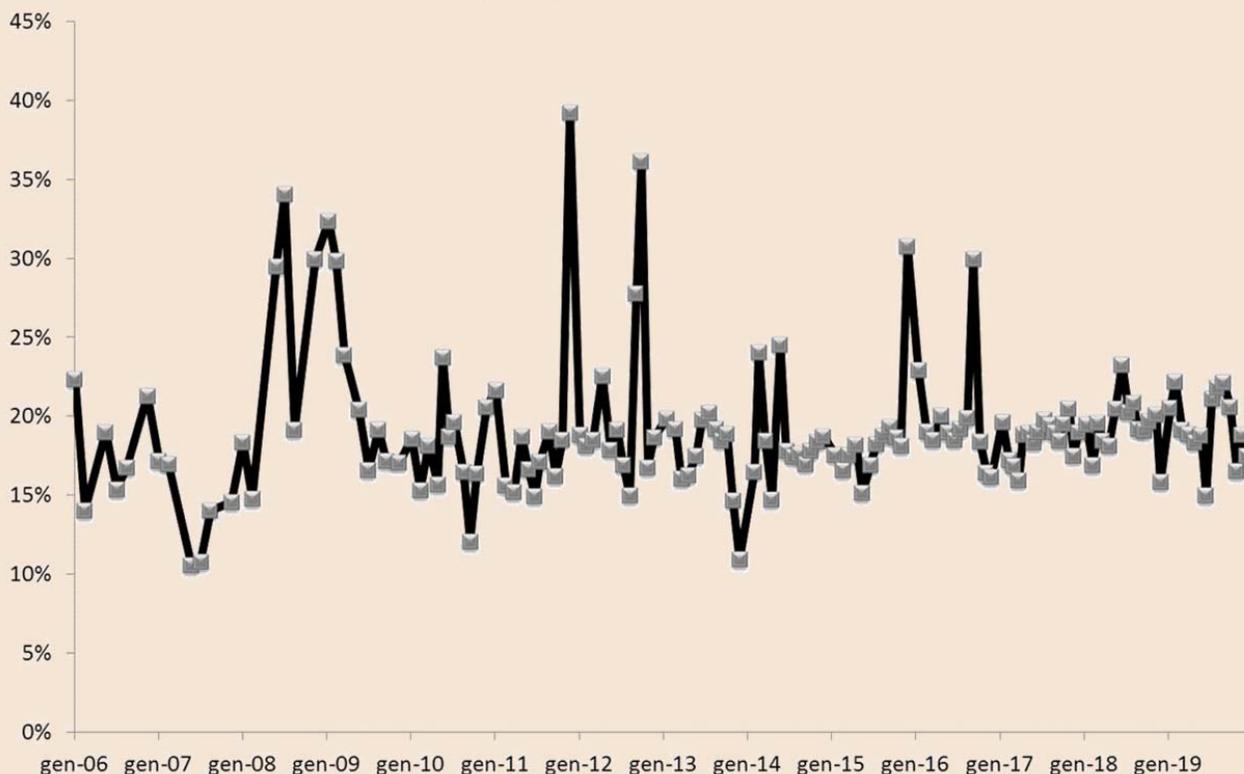
le aziende private, può diventare eccessivamente oneroso o addirittura impossibile, in particolare in condizioni di emergenza estrema.

Si tratta di un assetto che, come ho più volte evidenziato anche su queste pagine, può essere sanato solo con la condivisione dei rischi (risk-sharing) tra i paesi dell'area euro da inserire in un percorso che preveda una effettiva unione bancaria, un bilancio europeo a due cifre ed una politica fiscale perlomeno coordinata. Mentre si lavora per raggiungere simili obiettivi, a mio avviso vi sono delle iniziative che il nostro paese può intraprendere subito e in modo del tutto autonomo per mitigare la propria vulnerabilità agli “umori” dei mercati. L'idea è quella di creare un'agenzia del debito alle dirette dipendenze del Ministero dell'Economia e delle Finanze incaricata di occuparsi della gestione a 360 gradi del debito pubblico italiano, a partire dalle aste di titoli di Stato ma non solo.

In Germania un'agenzia analoga esiste sin dal 2000: si chiama Finanzagentur ed opera come società di servizi finanziari esclusivamente in nome e per conto del Ministero delle Finanze. Essa fornisce servizi connessi all'emissione di titoli di Stato, all'uso di strumenti derivati, al monitoraggio e alla gestione dei rischi del debito con l'obiettivo prioritario di garantire in ogni momento la solvibilità del governo federale tedesco e di mantenere più bassa possibile la spesa per interessi sul debito.

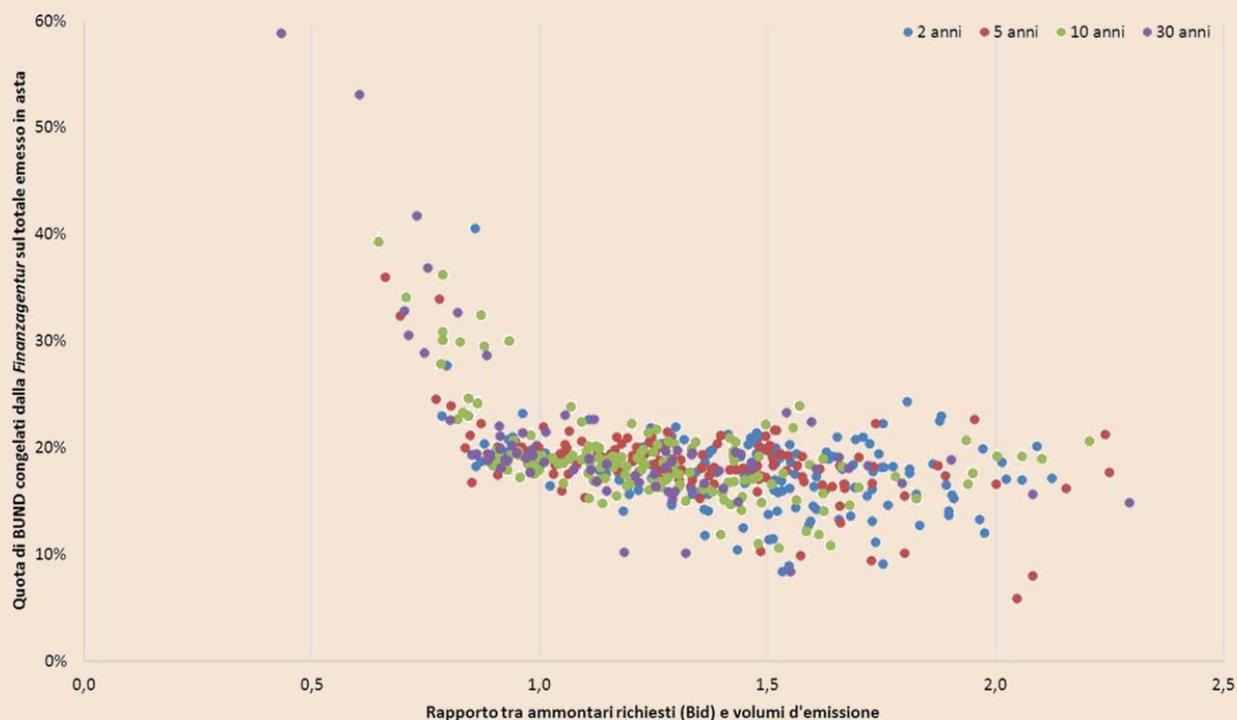
In sede d'asta la Finanzagentur trattiene una quota variabile dell'ammontare di titoli emessi (c.d. retention quote) dando incarico alla Bundesbank di prendere in custodia questi titoli per successive operazioni sul mercato secondario. Questa operatività interessa in media il 20% delle obbligazioni offerte in asta anche se in varie occasioni la quota dei titoli trattenuti è stata significativamente superiore: ad esempio, in un'asta di Bund decennali di fine novembre 2011 – quindi in piena crisi dei debiti sovrani dell'Eurozona – la Finanzagentur ha congelato temporaneamente il 40% dell'ammontare offerto.

Quota trattenuta dalla Finanzagentur (tramite Bundesbank) sulle emissioni di Bund a 10 anni



Formalmente né la Finanzagentur né la Bundesbank (che opera come suo braccio operativo) acquistano titoli sul primario ma si limitano a trattenerli. Di fatto, tuttavia è chiaro che l'operatività descritta ha un effetto distensivo sui risultati delle aste e sui tassi d'interesse che si formano sul mercato primario nonché, indirettamente, su quello secondario dei titoli di Stato tedeschi. In pratica la retention funge da ammortizzatore preventivo di eventuali shock limitando l'effetto negativo dell'eventuale scarso gradimento degli specialisti (ossia le banche autorizzate a comprare in asta) nei confronti di una data emissione. Una conferma empirica in tal senso si ha confrontando il rapporto tra ammontare richiesto (bid) e ammontare emesso con la quota di titoli trattenuti dall'agenzia: infatti, quando la domanda è carente (bid/volume emissione inferiore a 1), la quota di titoli trattenuti sale ben oltre la media del 20% dell'emissione assolvendo una funzione sostanzialmente compensativa.

## Relazione tra domanda sul primario e quota di bund trattenuti dall'agenzia del debito pubblica tedesca



L'imprevedibilità degli interventi della Finanzagentur in sede d'asta così come l'aleatorietà della tempistica di "smaltimento" dei titoli di stato sul mercato da parte della Bundesbank rendono peraltro difficili comportamenti opportunistici e coordinati degli specialisti per spuntare redditività più elevate.

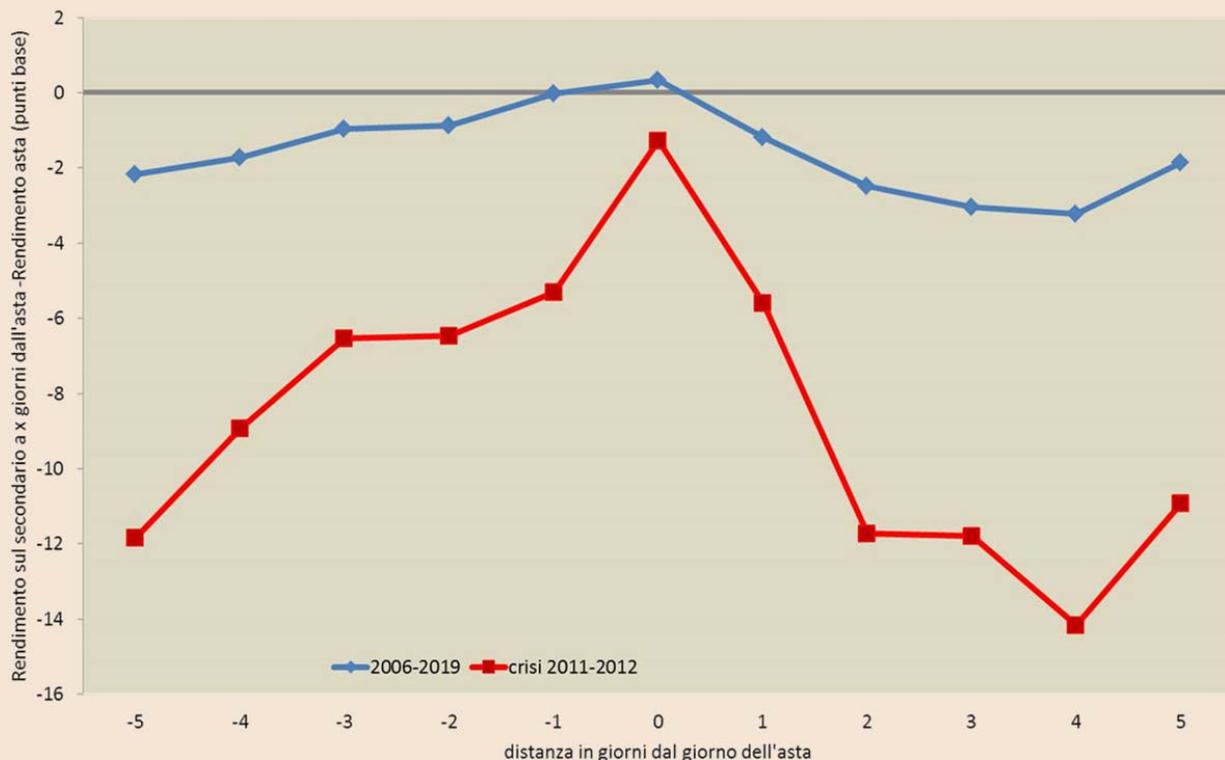
Ovviamente le differenze tra le aste dei titoli di Stato italiani e tedeschi non dipendono solo dalla presenza o meno dell'agenzia del debito ma anche da numerosi altri fattori tra cui la diversa micro-struttura dei due mercati primari. È noto, ad esempio, che in Germania si usa il meccanismo dell'asta competitiva che permette di assegnare i titoli offerti a prezzi diversi, mentre in Italia si usa quello dell'asta marginale che comporta l'assegnazione di tutti i titoli allo stesso prezzo a tutti gli offerenti (peraltro quello più basso e, quindi, meno conveniente per lo Stato).

Senza contare il diverso merito di credito dei due paesi che implica l'assunzione di un diverso rischio di stoccaggio (inventory risk) da parte degli specialisti che sottoscrivono in asta Bund piuttosto che BTP, specialmente in momenti di tensione sui mercati. Minore è il merito di credito, maggiore è il rischio di stoccaggio e, quindi, anche il premio al rischio richiesto dagli stessi specialisti che contribuisce a far salire i rendimenti e non solo sul mercato primario.

Uno studio BCE del 2013 ha analizzato l'effetto delle aste in Italia e Germania sui rendimenti che si formano sul mercato secondario dei titoli di Stato dei due paesi riscontrando per l'Italia un ciclo delle aste (auction cycle), vale a dire un fenomeno tale per cui i tassi di interesse sul secondario salirebbero nei giorni immediatamente precedenti l'asta per poi scendere in quelli immediatamente successivi. Graficamente il pattern appena descritto assume la forma di una V rovesciata. Il fenomeno, particolarmente pronunciato negli anni della crisi nel nostro paese, è invece assai più modesto in Germania.

Lo studio della BCE esamina solo i rendimenti osservati sul mercato secondario; ma ripetendo l'analisi sui differenziali di rendimento tra mercato secondario e mercato primario in prossimità del giorno dell'asta dei BTP a 10 anni si riscontra ugualmente un pattern a V invertita. In condizioni normali, il pattern ha un'ampiezza contenuta, nell'ordine di 2-3 punti base. Ma in momenti di turbolenza, l'ampiezza della V rovesciata aumenta, segnalando significative variazioni dei tassi d'interesse concentrate nell'arco di pochissimi giorni. In particolare, restringendo l'analisi al periodo di maggiore criticità (maggio 2011-dicembre 2012), si osserva che nei cinque giorni prima dell'asta i rendimenti decennali sono saliti in media di oltre 10 punti base per poi riassorbire tale escursione rialzista nei due giorni immediatamente successivi all'asta medesima. Inoltre, nel periodo considerato i valori della V rovesciata sono tutti negativi, il che indica che i rendimenti sul secondario sono stati costantemente inferiori a quello pagato in asta dallo Stato italiano.

Movimenti dei rendimenti sui BTP a 10 anni in prossimità delle aste



Nel caso della Germania, la forma a V invertita è meno pronunciata e nel periodo di crisi considerato risulta circoscritta solo alla stretta prossimità dell'asta.

Movimenti dei rendimenti sui BUND a 10 anni in prossimità delle aste



Le differenti dinamiche mostrate da Italia e Germania derivano dal concorso di più fattori tra cui, come detto, i diversi sistemi d'asta e il diverso inventory risk dei Bund rispetto ai BTP. Fatti questi caveat, resta comunque il fatto che la pratica della retention ha un indiscutibile effetto di calmieramento sul comportamento dei rendimenti dei Bund in prossimità delle aste con beneficio per il governo federale in termini di minori oneri finanziari sul debito e per la stabilità del mercato secondario. In altri termini, anche se ufficialmente la retention serve solo ad appianare la liquidità quando c'è tensione su un certo titolo, essa permette al governo tedesco di finanziarsi con una ridotta esposizione agli "umori" dei mercati, contenendo le fluttuazioni avverse dei tassi d'interesse e, quindi, risparmiando denaro.

Tornando all'Italia, è ragionevole ritenere che, oltre al premio per il rischio di stoccaggio, i movimenti nei tassi d'interesse sui BTP registrati sul secondario in prossimità delle aste durante il periodo di crisi incorporassero anche una componente di natura speculativa (seppur difficilmente quantificabile) da parte degli operatori istituzionali intenzionati a realizzare un profitto dalle informazioni rilevanti in loro possesso, come ad esempio date e volumi delle emissioni.

Un'agenzia del debito pubblico à la tedesca sarebbe un deterrente efficace per una simile operatività speculativa contro i titoli di Stato italiani e più in generale uno strumento per migliorare l'efficienza dell'intero apparato di emissione e gestione del debito pubblico. Forte della minore vulnerabilità ai mercati finanziari, il Ministero dell'Economia e delle Finanze affronterebbe le aste con maggiore serenità e il governo potrebbe conseguire stabilmente risparmi di interessi sul debito, specialmente nei momenti di particolare turbolenza. Una stima approssimativa e prudentiale permette di identificare un risparmio annuale di spesa minimo di 250 milioni di euro.

Sempre ispirandosi alla Finanzagentur, l'agenzia del debito dovrebbe anche occuparsi di tutte le attività legate al monitoraggio e alla gestione dei rischi del

debito pubblico italiano, incluso il portafoglio derivati dello Stato la cui performance deludente da oltre un decennio contribuisce negativamente per circa quattro miliardi di euro l'anno ai saldi di finanza pubblica, senza parlare della pesante ipoteca futura rappresentata dai quasi 40 miliardi di euro di valore di mercato (mark-to-market) negativo. Le competenze in materia permetterebbero altresì all'agenzia di operare quale risk manager anche per conto degli enti locali che volessero chiudere le loro posizioni in derivati o appaltarne la gestione a un soggetto terzo ma che resterebbe comunque nel perimetro delle istituzioni pubbliche.

Infine, con l'esperienza maturata nel tempo l'agenzia potrebbe anche formulare al Ministero proposte per la revisione e ottimizzazione dell'intero sistema di funzionamento delle aste (dai requisiti minimi di sottoscrizione dei dealers alle condizioni di acquisto nei giorni immediatamente successivi all'asta), sempre nell'ottica di rendere più efficiente la gestione del debito e ridurre i costi. Una volta tanto guardare a come funzionano le cose in Germania potrebbe tornarci utile.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna