

## CONTI ITALIANI

MODELLO  
TEDESCO  
PER IL DEBITOdi **Marcello Minenna**

Una 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, per molti da imputare all'elevato rapporto debito/Pil, per altri all'adesione alla moneta unica e all'assenza di un prestatore di ultima istanza nell'Eurozona. Superando un'effimera ricerca della verità, un'Eurozona a rischi condivisi (risk-sharing) con un'effettiva

unione bancaria, un bilancio europeo a due cifre e una politica fiscale perlomeno coordinata sarebbe meno esposta ad attacchi speculativi.

L'Italia potrebbe subito e autonomamente intervenire per mitigare la propria vulnerabilità agli "umori" dei mercati costituendo un'agenzia del debito pubblico alle dirette dipendenze del ministero dell'Economia e delle Finanze. In Germania esiste sin dal 2000: la Finanzagentur.

—Continua a pagina 10

## CONTI DELLO STATO

## DEBITO PUBBLICO, MODELLO TEDESCO PER L'ITALIA

di **Marcello Minenna**

—Continua da pagina 1

Una società di servizi finanziari che fornisce servizi connessi all'emissione di titoli di Stato, all'uso di strumenti derivati, al monitoraggio e alla gestione dei rischi del debito pubblico. In sede d'asta, la *Finanzagentur* trattiene (*retention*) una quota variabile dell'ammontare di titoli emessi (anche il 30-40%) dando incarico alla Bundesbank di prenderli in custodia per successive operazioni sul secondario.

Tale operatività ha un effetto distensivo sui tassi d'interesse che si formano sul mercato primario e, indirettamente, su quello secondario dei titoli di Stato tedeschi.

L'imprevedibilità degli interventi della *Finanzagentur* in sede d'asta così come l'aleatorietà della tempistica di "small-

timento" dei titoli di stato sul mercato da parte della Bundesbank rende difficili comportamenti opportunistici e coordinati degli intermediari-specialisti per spuntare redditività più elevate.

Uno studio Bce del 2013 ha

confrontato l'evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato sul mercato secondario in prossimità delle aste in Italia e Germania rilevando per il nostro Paese un mercato andamento a V rovesciata; in altri termini, i tassi salgono prima dell'asta e poi scendono.

Estendendo l'analisi anche sul mercato primario il risultato non cambia e la sua rilevanza è collegata alla turbolenza dei mercati. Al picco della crisi 2011-2012 la crescita dei rendimenti decennali (descritta dalla V rovesciata) dei BTP è stata in media di oltre 10 punti base mentre un simile fenomeno non si rileva per i Bund.

Queste differenti dinamiche derivano anche da altri fattori tra cui i diversi sistemi d'asta e il diverso rischio di "stoccaggio" dei Bund rispetto ai BTP.

Un'agenzia del debito pubblico alla tedesca sarebbe un deterrente efficace per una simile operatività speculativa e più in generale uno strumento per migliorare l'efficienza dell'intero apparato di emissione e gestione del debito pubblico. Il ministero dell'Economia e delle Finanze affron-

terebbe le aste con maggiore serenità e il governo potrebbe conseguire stabilmente risparmi di interessi sul debito, specialmente nei momenti più turbolenti. Una stima prudente permette di identificare un risparmio annuale minimo di spesa di 250 milioni di euro.

Sempre ispirandosi alla *Finanzagentur*, l'agenzia del debito dovrebbe anche occuparsi delle attività di monitoraggio e 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 dell'enorme valore di mercato negativo di tale portafoglio



Peso:1-4%,10-21%

(circa 40 miliardi di euro).

Anche gli enti locali potrebbero chiedere all'Agenzia un supporto nella gestione dei rischi dei loro portafogli titoli e derivati.

Una volta tanto, guardare a come funzionano le cose in Germania potrebbe tornarci utile.

*Economista*

🐦@MarcelloMinenna

Un'agenzia del debito pubblico alla tedesca sarebbe un deterrente efficace contro la speculazione e uno strumento per migliorare l'efficienza dell'apparato di emissione e gestione del debito pubblico

### I rendimenti dei BTP decennali in prossimità delle aste

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

