

Anno X (2020)  
Gennaio – Aprile  
Fascicolo 1

ISSN 2281 - 4531

# **IL DIRITTO DEGLI AFFARI**

**RIVISTA QUADRIMESTRALE**

DIRETTA DA  
BRUNO INZITARI

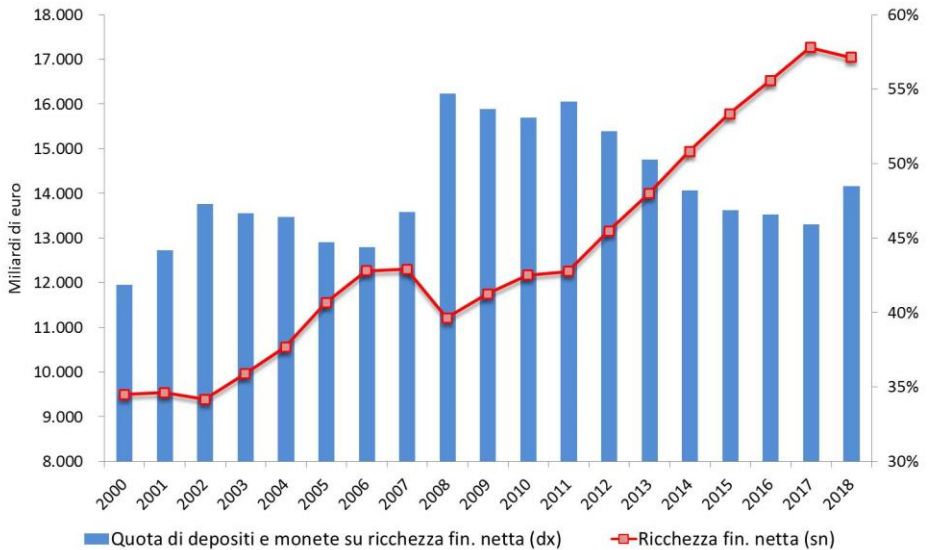


## TITOLI DI STATO PER I PICCOLI RISPARMIATORI: ALLE GIUSTE CONDIZIONI SI PUÒ FARE

MARCELLO MINENNA  
*Economista*

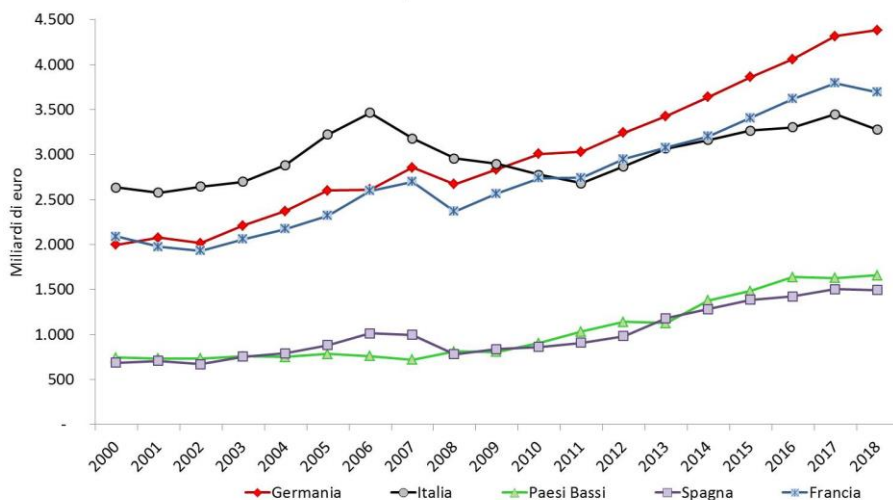
Il risparmio finanziario privato rappresenta un punto di forza dell'Eurozona. A parte una temporanea flessione tra il 2007 e il 2008, negli ultimi vent'anni la ricchezza finanziaria netta delle famiglie europee è quasi raddoppiata.

La ricchezza finanziaria delle famiglie europee: 2000-2018



Rispetto ai primi anni di vita della moneta unica si è modificato il contributo relativo dei singoli Stati: fino al 2008 l'Italia era in testa e sopravanzava di diverse centinaia di miliardi persino la Francia e la Germania, mentre negli anni successivi questo orientamento è cambiato. Oggi gli italiani sono terzi, preceduti dai francesi (secondi) e, soprattutto, dai tedeschi posizionati sul gradino più alto del podio. Un primato che rispecchia la tesaurizzazione dei massicci afflussi di capitale verso la Germania in contropartita dell'enorme surplus commerciale tedesco reso possibile anche da una valuta debole rispetto ai suoi fondamentali macroeconomici e dalle disfunzioni architetture dell'unione monetaria.

### Andamento della ricchezza finanziaria netta delle famiglie in alcuni paesi dell'Eurozona



Includendo gli altri paesi dell'area euro, la ricchezza finanziaria netta delle famiglie ammonta a € 17.000 miliardi, di cui circa € 8.300 sotto forma di disponibilità liquide (contante e depositi). Se ogni governo riuscisse a raccogliere il 10%-15% del rispettivo aggregato nazionale tramite emissioni speciali di titoli riservate agli investitori al dettaglio (*retail*) residenti nei propri confini, si potrebbe recuperare una larga parte dei 1.000-1.500 miliardi di euro necessari a sostenere l'economia europea pesantemente colpita dalle infauste conseguenze del Coronavirus.

Un contributo-chiave al successo di questo progetto di mobilitazione del risparmio privato dei cittadini europei potrebbe venire dal coinvolgimento della BCE e, più in generale, dell'Eurosistema per un'efficiente gestione del rischio di liquidità. Gli orizzonti temporali delle persone fisiche sono tipicamente più brevi e meno flessibili rispetto a quelli delle istituzioni monetarie e finanziarie; specialmente se si tratta di individui in età avanzata che spesso sono quelli con maggiori risparmi. Ciò si ripercuote sulla tollerabilità di prestiti a lunga scadenza: poco adatti a un pensionato di 70-80 anni, ma potenzialmente compatibili con l'orizzonte temporale delle autorità monetarie e con la loro capacità di trasformazione delle scadenze.

Su queste basi si può ipotizzare uno schema a tre attori: risparmiatori, Stati ed Eurosistema. Gli Stati si finanziano fuori mercato con obbligazioni *retail* a breve-medio termine (da 6 mesi a 3 anni) e inalienabili, ma che incorporano un'opzione di rimborso anticipato a condizioni certe in modo

da minimizzare il grado di illiquidità sopportato dai cittadini-investitori. In parallelo, ciascuna Banca Centrale Nazionale (BCN) – finanziata dalla BCE secondo lo stesso meccanismo dei programmi di acquisto titoli – potrebbe rilevare dal proprio governo la quota di prestiti *retail* che viene rimborsata anticipatamente previo allungamento delle scadenze. Una sorta di *swap* di *maturities* con l’obiettivo di internalizzare nell’ambito dei partecipanti all’Eurosistema la maggior parte del rischio di liquidità degli Stati.

Il principale vantaggio di questo schema risiede nella capacità di attingere senza eccessive penalizzazioni alla ricchezza finanziaria privata delle famiglie, limitando al contempo l’impegno richiesto alla BCE e all’intero Eurosistema rispetto a soluzioni *standard* di monetizzazione del *deficit* precluse dai Trattati.

Il coinvolgimento della BCE rappresenta la soluzione più semplice ed immediata per operare in affiancamento agli Stati e ai cittadini nella progettualità sopra descritta, in ragione della rapidità d’intervento, della sovranità monetaria esclusiva e, non ultimo, del comprovato protagonismo nelle iniziative che hanno saputo preservare nel tempo la resilienza dell’Eurozona.

In alternativa, si potrebbe comunque ipotizzare un ruolo attivo di altre istituzioni europee, a partire dal Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), per il quale già in passato ho proposto, con alcuni economisti, la graduale trasformazione in un garante sovranazionale dei debiti pubblici degli Stati membri all’interno di una cornice legale idonea a minimizzare il rischio di comportamenti opportunistici (*moral hazard*).

I benefici di un’azione congiunta e coordinata a livello europeo per la sollecitazione delle disponibilità liquide dei privati sarebbero molteplici in termini di dimensioni e costi della raccolta, necessariamente influenzati dallo *standing* del debitore/garante di ultima istanza. L’accesso a un nuovo canale di finanziamento potrebbe altresì contribuire ad allentare la pressione sui governi nazionali in maggiore difficoltà, con un effetto di retroazione positiva sui rendimenti di mercato. Inoltre, nell’ipotesi di coinvolgimento dell’Eurosistema, la soluzione prospettata replicherebbe la prassi di assunzione dei rischi (*risk taking*) collaudata in anni di *Quantitative Easing* (QE) dove le BCN utilizzano i fondi presi a prestito dalla BCE per comprare titoli emessi dai rispettivi governi e assumono nel proprio bilancio il relativo rischio di perdita senza dividerlo col resto dell’Eurosistema. L’aderenza a questa consolidata operatività renderebbe poco fondate eventuali obiezioni di non conformità ai trattati sollevate dai paesi *core*, offrendo peraltro anche a questi ultimi un canale accessorio di finanziamento pubblico e la connessa possibilità di un più efficiente impiego della liquidità spesso inutilmente ferma nei conti correnti.

Qualora, nonostante l'architettura ipotizzata in termini di assunzione e ripartizione dei rischi, in sede europea non si riuscisse a convergere sull'adozione della proposta di obbligazioni sovrane destinate al *retail* (di seguito anche *Retail-Targeted-Sovereign-Bonds* o RTSB), sarebbe comunque opportuno valutarne la fattibilità a livello nazionale.

A differenza delle realtà anglo-sassoni, nei paesi dell'Europa continentale famiglie e individui hanno conservato nel tempo una propensione al risparmio relativamente elevata; persino la crisi finanziaria globale non ha scalfito lo zoccolo duro del risparmio privato europeo in quanto alla riduzione del reddito disponibile si è accompagnato un aumento generalizzato dell'avversione al rischio che ha preservato la predilezione per il risparmio "precauzionale" rispetto ai consumi.

Questo fenomeno riguarda anche i paesi c.d. periferici, come l'Italia e la Spagna, e rende oggi ragionevolmente percorribile la strada dei RTSB per reperire almeno parte dello straordinario fabbisogno di liquidità che serve per affrontare l'emergenza economica epocale causata dall'epidemia.

Nel caso dell'Italia, stime autorevoli prevedono per il 2020 un calo del PIL tra il 9,1% e l'11,6%; il debito pubblico potrebbe superare il 150% del PIL e il tasso di disoccupazione la soglia 20%, mentre la perdita di gettito per l'erario ammonta già a € 26 miliardi. Numeri drammatici che rinfocolano le preoccupazioni per la sostenibilità del debito e fanno nuovamente dell'Italia un osservato speciale dei mercati con la continua minaccia di attacchi speculativi.

Dall'esterno sinora è stata ancora una volta la BCE a darci un aiuto concreto nell'ambito dei suoi programmi di acquisto titoli. Si può stimare che entro fine anno il supporto della BCE per il nostro paese sarà tra i 170 e i 250 miliardi di euro. Tuttavia, si tratta di un importo capace di coprire a stento il rifinanziamento del debito in scadenza (circa € 240 miliardi da qui a dicembre), mentre ne servono più o meno altrettanti per scongiurare il tracollo della nostra economia.

In questo difficile contesto la proposta dei RTSB offre una soluzione per valorizzare con prudenza e intelligenza la preziosa risorsa rappresentata dal risparmio privato degli italiani. Il governo potrebbe lanciare offerte pubbliche di vendita di obbligazioni a breve-medio termine riservate al *retail* in modo da risultare attrattive per i tanti cittadini che sinora hanno privilegiato forme di risparmio molto liquide e che sarebbero magari disposti a rinunciare per un periodo relativamente limitato a tale liquidità in cambio di una congrua remunerazione.

Diversamente dai comuni titoli governativi, queste obbligazioni non potrebbero essere vendute a terzi prima della scadenza, ma – in assenza di un impegno della BCE o del MES – sarebbe lo Stato ad offrire ai sottoscrittori

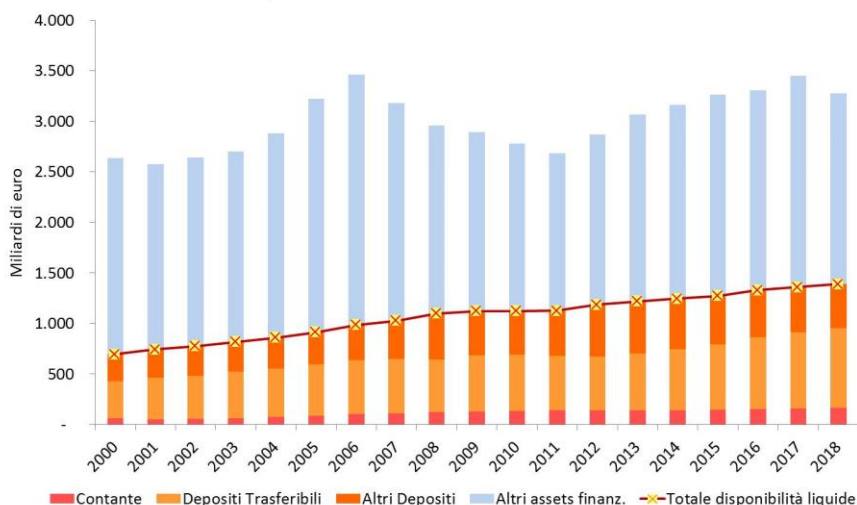
la possibilità di ottenere il rimborso anticipato durante finestre temporali chiuse e con regole di *pricing* deterministiche o, in alternativa, su base continuativa ma con incentivi, anche di tipo fiscale, legati alla conservazione dell'investimento in analogia a quanto previsto per i Buoni Fruttiferi Postali.

L'adesione all'offerta da parte di una vasta platea di risparmiatori potrebbe essere stimolata incorporando nei rendimenti corrisposti ai sottoscrittori un premio di liquidità rispetto alle corrispondenti scadenze osservate, alla data di emissione, sulla curva *sovereign* di mercato dell'Italia. A titolo puramente esemplificativo, si potrebbe prevedere una maggiorazione di 20 punti base per i titoli a 6 mesi, 40 punti base per quelli a 1 anno, e così via. Considerato anche che spesso le emissioni da parte di soggetti *corporate* a parità di durata sono più rischiose e comunque scarsamente liquide, poche decine di punti base potrebbero essere sufficienti. Si verrebbe così a creare una nuova struttura a termine 'retail' dei rendimenti governativi, segmentata rispetto a quella di mercato e senza possibilità di arbitraggio tenuto conto del vincolo di inalienabilità.

Per evitare pericolosi spiazzamenti su altri *assets* finanziari domestici (azioni, fondi ma anche obbligazioni compresi i titoli di Stato standard), si potrebbe stabilire che l'investimento in RTSB possa essere finanziato solo attingendo alle disponibilità liquide dei singoli individui e, possibilmente, prevedendo anche alcuni limiti a tutela dei risparmiatori. Ad esempio in termini di lotto minimo di sottoscrizione sufficientemente basso (e.g. 1.000 euro a persona e relativi multipli) unitamente a un limite in termini di percentuale massima investibile in RTSB rispetto al patrimonio finanziario complessivo di ciascun individuo.

Secondo i dati Eurostat, a fine 2018 la ricchezza finanziaria netta degli italiani era di circa € 3.300 miliardi, di cui il 42% (pari a € 1.390 miliardi) rappresentato da disponibilità liquide.

### Composizione della liquidità delle famiglie italiane e incidenza rispetto alla ricchezza finanziaria netta totale



Immaginando di rastrellarne il 10% tramite RTSB potremmo coprire tra il 50% e il 75% del fabbisogno straordinario di risorse causato dal Covid-19.

A questo si aggiungerebbe il potente segnale positivo per i mercati e per i partner europei sulla resilienza dell'Italia favorendo l'afflusso di capitali verso il nostro paese, il ridimensionamento del premio al rischio sovrano e la posizione negoziale del nostro governo nelle trattative con Bruxelles.

In un momento in cui l'unico lato positivo dell'emergenza sanitaria sembra essere un rinnovato senso di responsabilità e di coesione, l'Italia e gli italiani hanno il dovere e l'opportunità di fare squadra e di essere un esempio virtuoso per gli altri paesi.

Il risparmio delle famiglie – bene costituzionalmente tutelato – può aiutarci a fare la differenza attraverso soluzioni capaci di coniugare al meglio le esigenze dei singoli e le necessità dello Stato. Vale dunque la pena di esplorare la strada di obbligazioni *retail* con un profilo di rischio-rendimento-liquidità sufficientemente equo, sicuramente preferibili ad alternative più penalizzanti (come prestiti irredimibili a tassi molto bassi se non nulli), o addirittura traumatiche ed invasive, come la patrimoniale.

----

**Abstract**

#### GOVERNMENT BONDS FOR RETAIL INVESTORS

L'Autore si interroga sulla praticabilità di emissioni speciali di titoli riservate agli investitori al dettaglio, con l'obiettivo di sostenere l'economia europea colpita dalle conseguenze dell'emergenza sanitaria dovuta al Coronavirus.

\*\*\*

*The Author evaluates the feasibility of the emission of bonds for retail investors, with the aim to sustain the European economy affected by the health emergency connected with Covid-19.*

-----