

4 gennaio 2021

Il Sole **24 ORE**

EMERGENZA COVID

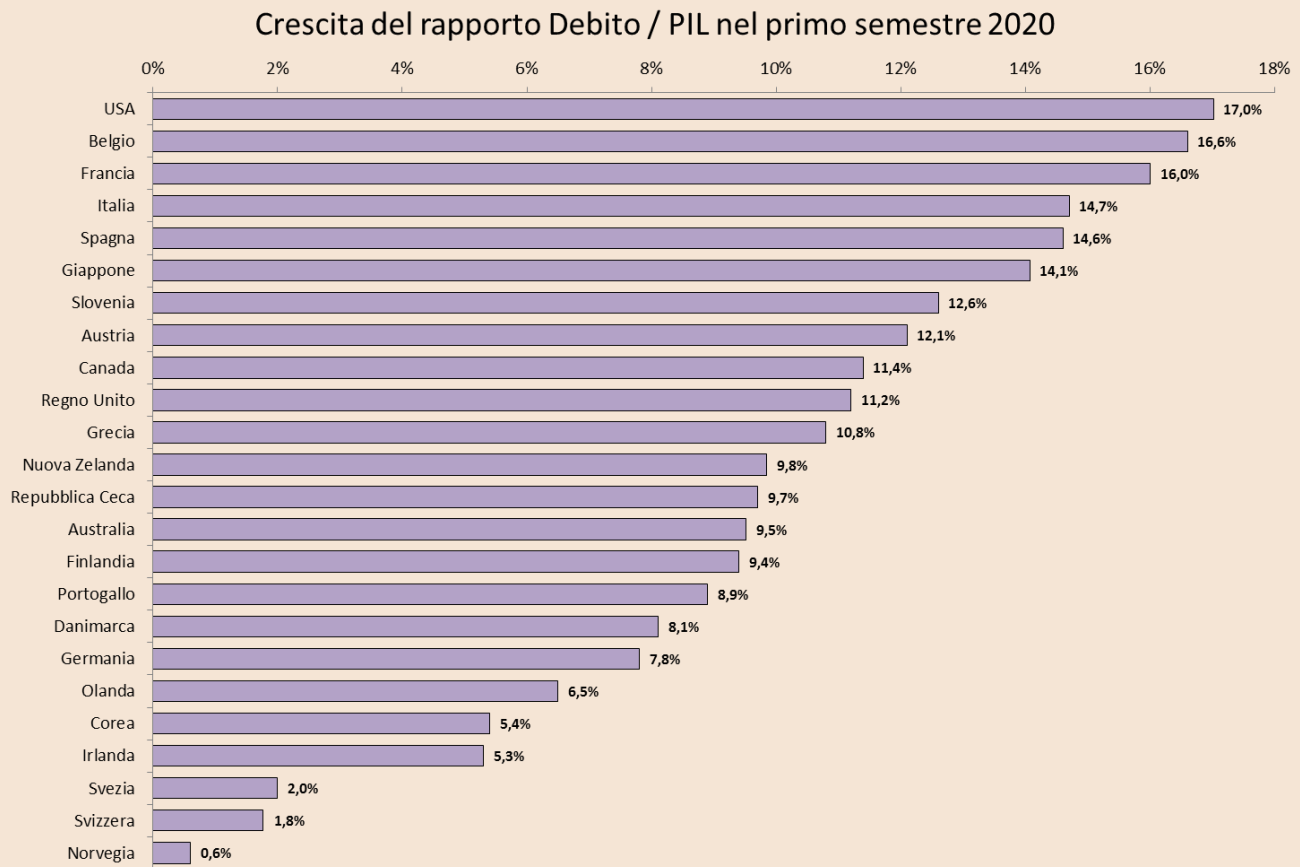
LA NAZIONALIZZAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO DIVENTA UN FENOMENO GLOBALE

di Marcello Minenna

Come da attese, il 2020 chiuderà con una crescita senza precedenti degli *stock* di debito pubblico. Quasi tutti i Paesi industrializzati hanno registrato crescite a doppia cifra dei *deficit* pubblici ed il ritmo di indebitamento nell'ultimo trimestre - con il peggioramento drastico del quadro macro-economico globale - è apparso accelerare ulteriormente.

I dati consolidati relativi al primo semestre (cfr. Figura 1) evidenziano un incremento del rapporto Debito/PIL proporzionalmente più forte in grandi economie, probabilmente in grado di mobilitare più risorse nel collocamento di nuovo debito governativo ed incrementi più contenuti in piccole economie aperte, spesso in grado di attingere a forme diversificate di finanziamento (ad es. per la Norvegia il fondo di investimenti sovrano dei proventi petroliferi). Plausibilmente gioca un ruolo rilevante anche la minore riduzione del PIL osservata in economie che hanno adottato misure meno drastiche di contenimento dell'epidemia (Svezia, Svizzera).

Figura 1



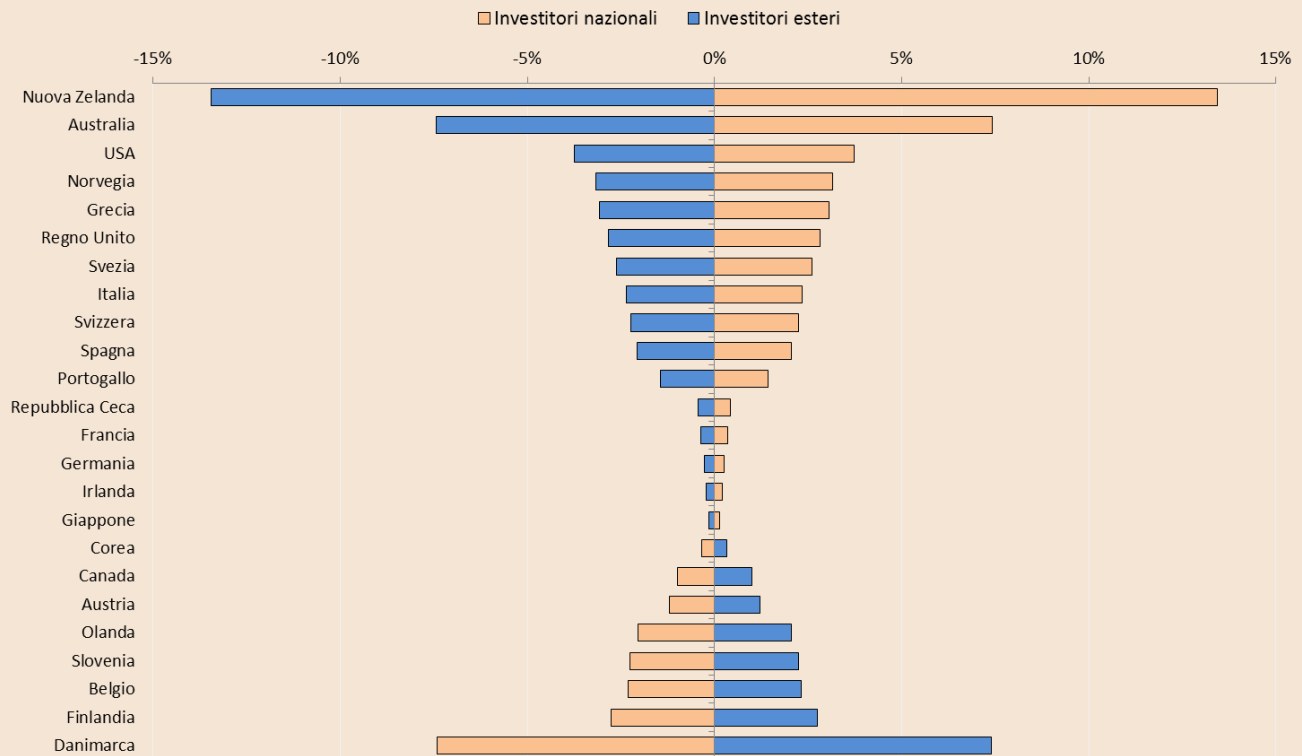
Fonte: Fondo Monetario Internazionale

A chi è stato collocato tutto questo nuovo debito? Si tratta di una domanda legittima, a cui è possibile rispondere attraverso l'utilizzo di un database omogeneo del Fondo Monetario Internazionale (FMI) che consente di avere una prospettiva globale sul debito governativo detenuto dalle banche e da altri soggetti.

I dati riescono a tracciare un quadro piuttosto chiaro su come lo *shock* pandemico abbia modificato la ripartizione del debito pubblico tra i settori dell'economia globale. Una prima conclusione che si può trarre è che in generale il debito pubblico è diventato più nazionalizzato (cfr. Figura 2). In altri termini, sono stati i settori domestici ad assorbire gran parte delle nuove emissioni, mentre si è ridotta piuttosto uniformemente l'incidenza degli investitori esteri.

Figura 2

Variazione nelle quote di detenzione del debito governativo - I° semestre 2020



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

La nazionalizzazione del debito appare più forte in economie tradizionalmente liberiste, come Australia e Nuova Zelanda che potevano contare su una base di investitori esteri piuttosto consistente. La scelta di utilizzare strumenti radicali come *lockdown* severissimi per il contenimento dell'epidemia ha richiesto un supporto eccezionale all'economia, che è stato evidentemente assorbito dagli investitori domestici. Non sorprende che gli indici di nazionalizzazione del debito siano cresciuti anche nelle grandi economie dell'area Euro, dove si era già sperimentato questo fenomeno dopo lo *shock* dovuto alla crisi di fiducia sui debiti sovrani del 2011-2012.

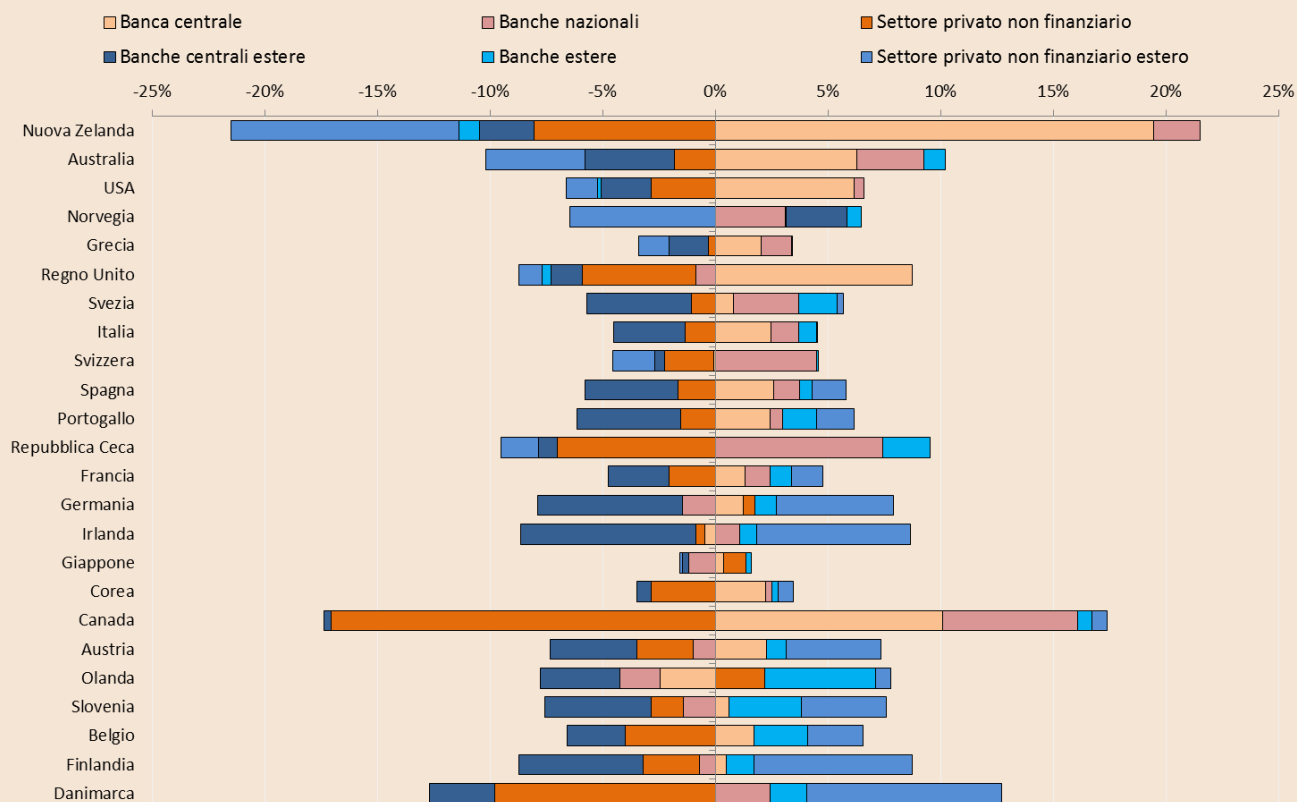
È particolarmente interessante osservare la minoranza di casi in cui si è manifestato il fenomeno opposto, cioè una crescita della base di investitori internazionali in un momento di fortissima avversione al rischio a livello globale. Si tratta di Paesi che hanno accumulato comunque un'eccezionale

quantità di debito in breve tempo (ad es. il Belgio, o l’Austria) ma sono riusciti ad accrescere le quote collocate all’estero. La circostanza che si tratti di economie relativamente piccole restringe la possibilità di ampliare oltre una certa soglia il coinvolgimento degli investitori nazionali, ma per capire meglio è necessario ampliare il dettaglio di analisi.

La distinzione tra mercato domestico/estero impedisce infatti di cogliere l’incidenza delle variazioni intra-settoriali, che invece diventano visibili nel momento in cui distinguiamo tra settore ufficiale (banche centrali, istituzioni sovranazionali), settore finanziario (banche ed intermediari finanziari) e settore privato non finanziario. La Figura 3 riporta la decomposizione completa delle variazioni nelle quote di detenzione del debito governativo nei primi 6 mesi del 2020.

Figura 3

Variazione nelle quote di detenzione del debito governativo - 1° semestre 2020



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

La crescita delle quote detenute dalle banche centrali nazionali rappresenta il fenomeno dominante che emerge dai dati (barre gialle); in particolare è possibile notare come siano pochissimi i Paesi che non vedano una crescita del peso della banca centrale in questo periodo.

Per Nuova Zelanda e Regno Unito si nota un disimpegno di tutte le categorie di investitori ad eccezione della banca centrale, che *de facto* si è fatta carico di finanziare il collocamento del nuovo debito. Per l'area Euro si nota ovviamente un incremento positivo della quota della Banca Centrale Europea, giustificabile dall'avvio del nuovo programma pandemico di acquisto titoli (PEPP - *Pandemic Emergency Purchase Programme*). La variazione è però proporzionalmente contenuta, indicando un coinvolgimento bilanciato di altre categorie di investitori, in particolare i sistemi bancari nazionali.

Le banche nazionali infatti (barre rosa) sembrano generalmente seguire l'orientamento della banca centrale; se aumenta la quota dell'istituto centrale, quasi sempre anche le banche commerciali accrescono la quota in portafoglio di debito governativo.

È evidente anche il fenomeno di disimpegno del settore privato non finanziario domestico (barre arancioni), sensibile ad un clima di forte avversione al rischio. La riduzione del peso di questa categoria di investitori è trasversale a tutte le economie industrializzate ed è stata incentivata dal varo di massicci programmi di acquisto di *assets* da parte delle banche centrali. In alcuni casi (come quello del Canada) il disinvestimento da parte del settore privato non finanziario domestico è talmente forte da compensare completamente la crescita delle quote della banca centrale e delle banche commerciali. In questo caso non si osservano dinamiche di nazionalizzazione/internazionalizzazione del debito ma una radicale riallocazione delle quote all'interno del mercato domestico.

Il settore istituzionale estero (banche centrali e istituzioni sovranazionali, barre blu scuro) ha ridotto in maniera uniforme la presenza sui mercati internazionali del debito governativo; questo fenomeno è ovviamente

speculare alla maggiore focalizzazione delle banche centrali sui mercati nazionali. Quando anche le banche commerciali (barre celesti) e le imprese non finanziarie estere (barre viola) riducono proporzionalmente i propri acquisti (come nel caso di Nuova Zelanda, Australia, USA e Grecia) abbiamo i casi più eclatanti di nazionalizzazione del debito pubblico.

Ma non è sempre così. In altre situazioni (ad es. Irlanda, Germania e Paesi *core* dell'area Euro) prevalgono i ribilanciamenti tra settori esteri. Il defilamento delle banche centrali viene cioè compensato da un maggiore attivismo di banche commerciali e *corporations* non finanziarie, attratte verosimilmente dal ruolo di *safe haven* dei titoli governativi in un momento turbolento dei mercati. Questi afflussi di capitali sono il motivo per cui questi Paesi non hanno sperimentato una nazionalizzazione del debito ma al contrario un maggiore coinvolgimento degli investitori esteri.

In definitiva emerge abbastanza chiaramente che "chi" ha permesso una veloce espansione del debito governativo nei primi 6 mesi del 2020 è rappresentato dalla coppia: banca centrale nazionale/ sistema bancario nazionale, con prevalenza del soggetto istituzionale. La Figura 4 conferma che incremento del rapporto debito / PIL e maggiore coinvolgimento del sistema bancario vanno di pari passo (quasi tutti i Paesi sono nel quadrante a destra). Più il Paese si colloca a destra nel grafico, maggiore è la nazionalizzazione del debito registrata.

Non c'è in generale una relazione forte tra nazionalizzazione del debito e velocità di incremento dello stesso, perché come abbiamo visto intervengono altri fattori come lo *status* di *safe haven* a complicare il quadro. In situazioni specifiche (Olanda, Giappone) questi fattori sono talmente forti da invertire il segno della relazione: questi Paesi pertanto hanno emesso più debito, ma lo hanno collocato prevalentemente all'estero.

Figura 4

Crescita del rapporto Debito / PIL nel primo semestre 2020 e della detenzione del debito governativo da parte del sistema bancario nazionale (inclusivo di banca centrale)



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

In una prospettiva più ampia occorrerebbe rivalutare il fenomeno di nazionalizzazione del debito, interpretato in passato durante la crisi dell'area Euro come uno "stigma" per economie fragili, indegne di fiducia e non più in grado di attrarre capitali dall'estero. La crisi pandemica mostra come si tratti in realtà di un legittimo strumento di *policy* per la gestione di momenti di emergenza, che anche Paesi tradizionalmente "virtuosi" e fedeli a politiche ortodosse non hanno avuto remore ad utilizzare.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali