



www.lavoce.info

## Conti Pubblici

# IL DEBITO COSTA SEMPRE MENO: FINO A QUANDO?

di [Angelo Baglioni](#) e [Luca Colombo](#) 22.09.2009

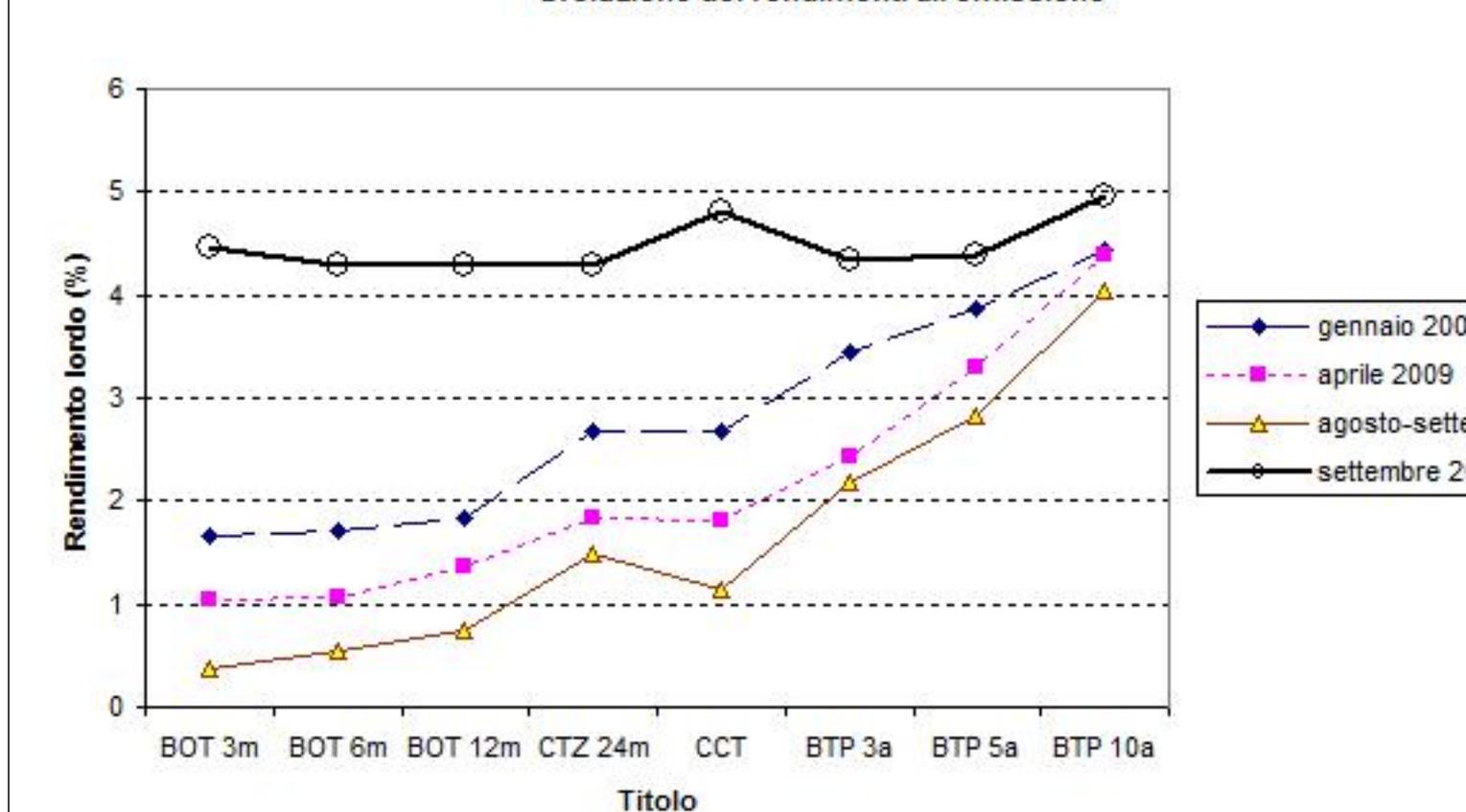
*A quanto ammonta il possibile risparmio per lo Stato derivante dal calo dei tassi d'interesse? La stima è di 11,8 miliardi: una cifra considerevole anche se da prendere con la dovuta cautela. In ogni caso, il Tesoro ha aumentato le emissioni di titoli pubblici e approfittato dei movimenti della curva dei tassi per diminuire il costo del debito. Si è esposto però alle conseguenze di una eventuale inversione della strategia di politica monetaria. E questo è il problema per il futuro: fino a quando dureranno liquidità abbondante e bassi tassi d'interesse?*

La **crisi finanziaria ed economica** internazionale ha avuto pesanti ripercussioni sui mercati monetari e di borsa, nonché sull'economia reale. Naturalmente ciò si è riflesso sull'andamento dei conti pubblici: l'operare degli stabilizzatori automatici e la variazione negativa dell'attività economica portano necessariamente a un aumento del fabbisogno in rapporto al Pil. Tuttavia, la crisi dei mercati finanziari ha prodotto effetti positivi per la **finanza pubblica**, consentendo allo Stato un considerevole **risparmio** sul servizio del debito. Ciò è stato reso possibile dalla evoluzione dei tassi d'interesse, che hanno mostrato una continua discesa a partire dall'autunno dello scorso anno. In precedenti due occasioni (la [più recente nel gennaio 2009](#)) *lavoce.info* ha provato a quantificare questo effetto. Ci sembra opportuno fornire un aggiornamento, data la significativa evoluzione della curva dei tassi rispetto al gennaio scorso.

## LA CURVA DEI TASSI

La figura più sotto riporta la curva per scadenze dei **tassi d'interesse lordi** all'emissione, rilevata in diverse date. Come si può osservare, nel settembre 2008 (a più di un anno dall'inizio della crisi finanziaria, ma prima del suo precipitare in seguito al fallimento di *Lehman Brothers*) la curva dei tassi era relativamente piatta e tutta compresa tra il 4 e il 5 per cento. Nei mesi successivi, si è progressivamente abbassata ed è divenuta molto più inclinata, grazie alla marcata riduzione dei tassi all'emissione sulle scadenze brevi e medie. I tassi sui Bot sono ormai **prossimi allo zero**, anzi addirittura negativi per i risparmiatori al dettaglio, che devono pagare la ritenuta fiscale e le commissioni bancarie.

## Evoluzione dei rendimenti all'emissione



La discesa dei tassi va ricondotta alla **politica monetaria** sempre più accomodante, che si è tradotta in una forte domanda di forme di investimento liquide da parte degli intermediari finanziari. Il nesso tra politica monetaria e finanziamento del debito pubblico è stretto ed [è stato già analizzato](#): la partecipazione alle aste di titoli pubblici da parte delle banche è stata massiccia e si è tradotta in un trasferimento al Tesoro della **liquidità** immessa dalla banca centrale. A ciò si è aggiunta la “fuga verso la qualità” dei risparmiatori, che ha premiato l’investimento sicuro in titoli di Stato. L’elevata domanda ha consentito al Tesoro di collocare ingenti quantitativi di titoli, nonostante le concomitanti **massicce emissioni** di altri Stati europei. Ciò è testimoniato dal *cover ratio* – rapporto tra importo richiesto e assegnato in asta – che si è sempre mantenuto nettamente sopra l’unità, con punte attorno a 2,5.

### QUANTO RISPARMIA LO STATO

Per quantificare il possibile risparmio per lo Stato derivante dal calo dei tassi d’interesse, abbiamo fatto un esercizio, i cui risultati sono riassunti nella tavola 1. Prendendo come punto di riferimento il **settembre 2008**, precedente all’inizio della fase espansiva della politica monetaria della Bce, abbiamo calcolato la differenza tra i tassi all’emissione in quel mese e nei primi nove mesi di quest’anno, sulla base dei risultati delle aste per ogni singola categoria di titoli. Lo *spread* così ottenuto è stato moltiplicato per l’ammontare di titoli emessi in asta, ottenendo così una stima del minore onere per interessi. Per il periodo ottobre-dicembre, lo *spread* calcolato in base agli ultimi tassi all’emissione disponibili è stato moltiplicato per i quantitativi di titoli in scadenza nello stesso periodo. L’esercizio fornisce un risultato interessante: sommando i numeri riportati nell’ultima riga della tavola, si ottiene un risparmio totale pari a **11,8 miliardi** di euro, di cui 9,2 riferibile al dato storico relativo ai primi nove mesi dell’anno. Si tratta di cifre considerevoli, anche se vanno prese con la dovuta cautela, a causa delle **ipotesi semplificatrici** implicitamente alla base dell’esercizio.

Tavola 1 - Risparmio di interessi stimato sulle emissioni lorde del 2009 (benchmark: settembre 2008)					
	gennaio-settembre 2009			ottobre-dicembre 2009	
TITOLO	emissioni lorde	risparmio per interessi	ammontare in scadenza	risparmio per interessi	
BOT flessibile	15,500.00	483.55	7,000.00	235.20	
BOT 3m	36,500.00	1,263.20	4,500.00	183.60	
BOT 6m	103,950.00	3,366.67	31,450.00	1,176.23	
BOT 12m	66,500.00	2,054.43	18,500.00	0.00	
CTZ 24m	29,162.00	691.11	11,701.00	327.63	
CCT	12,554.00	392.88	11,344.00	415.19	
BTP 3a	29,009.00	501.22			
BTP 5a	34,126.00	342.62			
BTP 10a	29,617.00	157.07	22,009.00	202.48	
BTP 15a	12,968.00	22.17			
BTP 30°	11,685.00	-13.99			
BTP reale 5a	0.00	0.00			
BTP reale 10a	7,013.00	-7.01			
BTP reale 15a	4,917.00	-18.12			
BTP reale 30a	550.00	-3.74			
RISPARMI O	394,051.00	9,232.07	106,504.00	2,540.33	

Dati in milioni di euro

È bene chiarire che la stima ottenuta non è la differenza di spesa per interessi tra un anno e l'altro (2008 - 2009). È una indicazione della minore spesa, attribuibile al calo dei tassi, date le emissioni di titoli pubblici, storiche e previste, nel 2009. Peraltro, le emissioni sono significativamente **umentate**, come si vede nella tavola 2, riferita al primo semestre: rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, l'incremento complessivo è stato di oltre il 10 per cento, concentrato in prevalenza sulle scadenze brevi e medie. Il Tesoro ha così approfittato dei movimenti della curva dei tassi. Allo stesso tempo, si è esposto alle conseguenze di una eventuale **inversione della strategia** di politica monetaria. E questo è il problema per il futuro: fino a quando durerà la "manna dal cielo" della liquidità abbondante e dei bassi tassi d'interesse?

Tavola 2 - Emissioni di titoli di Stato per tipologia			
TITOLO	I semestre 2009	I semestre 2008	Differenza
BOT flessibile	15,500	25,000	-9,500
BOT 3m	28,000	11,000	17,000
BOT 6m	75,450	67,295	8,155
BOT 12m	47,150	41,657	5,493
CTZ 24m	24,262	20,462	3,800
CCT	7,170	10,887	-3,717
BTP 3a	21,913	19,050	2,863

BTP 5a	26,033	20,150	5,883
BTP 10a	26,341	20,990	5,351
BTP 15a	7993	7,639	354
BTP 30a	5,934	4200	1,734
BTP reale 5a	0	4185	-4,185
BTP reale 10a	6167	5,650	517
BTP reale 15a	3700	2,445	1,255
BTP reale 30a	550	550	0
TOTALE	278,303	252,225	35,003
Dati in milioni di euro			
Emissioni off the run non considerate			

Infine, è bene ricordare i limiti del nostro esercizio. Anzitutto, il risparmio indicato non è concentrato tutto nel 2009: sarebbe così solo se i titoli considerati fossero stati emessi tutti all'inizio dell'anno, mentre le emissioni sono distribuite lungo i dodici mesi. Il dato ottenuto è quindi da interpretare come il risparmio ottenibile su base annua, ma non concentrato nello stesso **anno solare**. Inoltre, la stima non tiene conto del **prelievo fiscale** sugli interessi pagati dal Tesoro: ciò porta a una sovrastima del risparmio sulla spesa per interessi. Altre ipotesi sono la persistenza dei tassi sui livelli attuali e l'emissione di titoli dello stesso tipo e dello stesso ammontare di quelli in scadenza nel periodo ottobre-dicembre. Si noti però che quest'ultima ipotesi potrebbe causare una sottostima del risparmio possibile: se infatti il Tesoro persegue, come sembra emergere dai dati riportati nella tavola 2, attraverso una gestione attiva delle emissioni la **minimizzazione del costo del debito**, il risparmio ottenibile potrebbe essere addirittura maggiore di quello calcolato qui.