

Il Punto n° 195

Debito pubblico e Titoli di stato.

- 1) Consiglio UE di dicembre, dal giugno 2013 prima di poter ottenere l'aiuto del "meccanismo europeo di stabilità finanziaria", un paese considerato insolvente dovrà ristrutturare il debito con il "contributo" dei sottoscrittori privati.
- 2) Dati quantitativi.

Di Mauro Novelli 11-1-2011

SOMMARIO

1) CONSIGLIO EUROPEO DEL 16 E 17 DICEMBRE 2010. CONCLUSIONI.....	2
1.a) IL "RISCHIO PAESE".	3
2) DEBITO PUBBLICO E TITOLI DI STATO. ALCUNI DATI QUANTITATIVI.....	5
2.a) COMPOSIZIONE DEL MONTE TITOLI DI STATO ITALIANI	5
2.b) INTERESSI PAGATI	6
2.c) TITOLI IN SCADENZA PER ANNO E PER TIPOLOGIA	7
2.d) DETENTORI	7

1) CONSIGLIO EUROPEO DEL 16 E 17 DICEMBRE 2010. CONCLUSIONI

Il documento inviato alle delegazioni finanziarie dei paesi UE circa le conclusioni del Consiglio europeo del 16 e 17 dicembre 2010 è passato quasi inosservato.

Gli osservatori hanno concentrato la loro attenzione quasi esclusivamente sulla istituzione del fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) - iniziativa di "sostegno di emergenza"- posto in essere per fornire una pronta assistenza, in termini di liquidità, agli stati in difficoltà.

Poca attenzione è stata dedicata al "meccanismo europeo di stabilità" che è in fase di concretizzazione e le cui procedure (probabilmente definite nel prossimo Consiglio EU di primavera) entreranno in vigore a metà 2013 (occorrerà modificare il Trattato). L' intervento di questo "meccanismo" è subordinato alla adozione di rigorosi programmi di aggiustamento delle politiche economiche da parte degli stati interessati. Soprattutto, detto aiuto deve essere preceduto da una iniziativa che lo stato insolvente dovrà porre in essere negoziando con i detentori dei titoli un piano globale di ristrutturazione contrattando, con i creditori privati, sospensione, proroga di scadenze, riduzione del tasso di interesse e/o haircut 1.

La nota conclusiva prevede, inoltre, l'introduzione di "clausole di azione di classe". Occorrerà verificarne significati ed applicabilità in termini di recepimento nazionale

Del documento conclusivo riportiamo la parte che interessa direttamente i sottoscrittori dei titoli del debito pubblico (Allegato II, pagg. 8-9-10).

CONSIGLIO EUROPEO - Bruxelles, 17 dicembre 2010. NOTA DI TRASMISSIONE

del: Segretariato generale del Consiglio alle: Delegazioni

Oggetto: CONSIGLIO EUROPEO 16-17 DICEMBRE 2010. CONCLUSIONI

Si allegano per le delegazioni le conclusioni del Consiglio europeo (16-17 dic.2010).

[...]

In particolare, il fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) è stato istituito per fornire un'assistenza rapida ed efficace in termini di liquidità, insieme al meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria e al Fondo monetario internazionale, sulla base di programmi rigorosi di aggiustamento delle politiche economiche e di bilancio che lo Stato membro interessato dovrà attuare per assicurare la sostenibilità del debito.

Il 28-29 ottobre il Consiglio europeo ha convenuto della necessità di istituire un meccanismo permanente di gestione delle crisi per salvaguardare la stabilità finanziaria dell'intera zona euro. I ministri dell'Eurogruppo hanno convenuto che il meccanismo europeo di stabilità sia basato sul fondo europeo di stabilità finanziaria e sia in grado di fornire pacchetti di assistenza finanziaria agli Stati membri della zona euro secondo criteri di rigorosa condizionalità, conformemente alle regole dell'attuale FESF.

Il meccanismo europeo di stabilità integrerà il nuovo quadro di governance economica rafforzata che si prefigge una sorveglianza economica efficace e severa, incentrata sulla prevenzione in modo da ridurre sensibilmente il rischio di una nuova crisi in futuro.

Si adegueranno le regole per prevedere la partecipazione dei creditori del settore privato in base a valutazioni caso per caso, in linea con le politiche dell'FMI. In tutti i casi, per proteggere il denaro dei contribuenti e segnalare inequivocabilmente ai creditori del settore privato che le loro pretese sono subordinate a quelle del settore pubblico, il prestito del meccanismo europeo di stabilità fruirà di uno status di creditore privilegiato, secondo solo a quello dell'FMI.

L'assistenza ad uno Stato membro della zona euro poggerà su un programma rigoroso di aggiustamento economico e di bilancio e su un'analisi scrupolosa della sostenibilità del debito a cura della Commissione europea e dell'FMI di concerto con la BCE.

Su queste basi i ministri dell'Eurogruppo decideranno all'unanimità in merito all'assistenza.

Per i paesi considerati solvibili in seguito all'analisi di sostenibilità del debito condotta dalla Commissione e dall'FMI di concerto con la BCE, i creditori del settore privato saranno incoraggiati a mantenere le rispettive esposizioni secondo le norme internazionali e pienamente in linea con le prassi dell'FMI. Nell'eventualità inattesa che un paese risulti insolvente, lo Stato membro deve negoziare un piano globale di ristrutturazione con i propri creditori privati, in linea

1 In finanza per "haircut" si intende la commissione imposta da chi ha fornito il prestito alla controparte ed applicata al "collateral". Detta commissione è direttamente proporzionale al rischio che il fornitore del prestito ritiene di dover affrontare nell'operazione. Il "collateral", nella forma di strumento finanziario o di denaro contante, è una sorta di pegno costituito da valori mobiliari o immobiliari che il debitore deposita a garanzia di un prestito. Ha lo scopo di fornire alle banche, ai fondi, alle assicurazioni, quella garanzia del buon fine delle operazioni in essere e di quelle future nei confronti delle proprie controparti di mercato, slegando di fatto il rischio dei propri investimenti da valutazioni legate al rischio di controparte.

con le prassi dell'FMI al fine di ripristinare la sostenibilità del debito. Se è possibile pervenire alla sostenibilità del debito grazie a queste misure, il meccanismo europeo di stabilità può fornire un sostegno di liquidità.

Per agevolare questo processo, clausole di azione collettiva (CAC) standardizzate e identiche, in modo da tutelare la liquidità dei mercati, saranno inserite tra le modalità e condizioni di emissione di tutte le nuove obbligazioni di Stato della zona euro a partire dal giugno 2013. Le suddette clausole saranno coerenti con quelle comuni nel diritto del Regno Unito e degli Stati Uniti conformemente alla relazione del G10 sulle CAC, comprese clausole di aggregazione che consentano a tutti i titoli di debito emessi da uno Stato membro di essere considerati insieme nelle negoziazioni.

Ciò consentirà ai creditori di prendere una decisione a maggioranza qualificata su una modifica giuridicamente vincolante dei termini di pagamento (sospensione, proroga della maturità, riduzione del tasso di interesse e/o haircut).

Gli Stati membri si adopereranno per prorogare i termini di scadenza delle loro nuove emissioni di obbligazioni a medio termine per evitare picchi di rifinanziamento.

L'efficacia globale di questo quadro sarà valutata nel 2016 dalla Commissione di concerto con la BCE.

Ribadiamo che la partecipazione del settore privato a queste modalità e condizioni non sarà effettiva prima del secondo semestre 2013.

[....]

[\[Vai al documento completo\]](#)

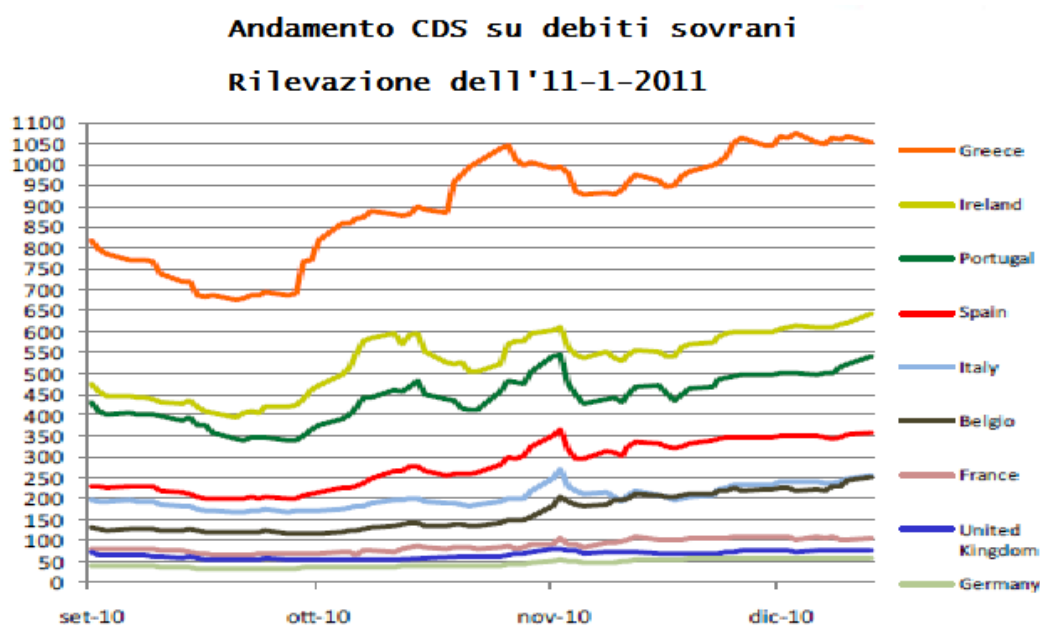
1.a) IL “RISCHIO PAESE”.

Per la valutazione del “rischio paese” fino ad un paio di anni fa si faceva ricorso al rating fornito da Moody's, Standard & Poor's, Fitch. Dopo la verifica della loro scarsa affidabilità in occasione della crisi in atto (forniscono voti ricavati da documenti consegnati dagli enti esaminati), si è passati a considerare l'andamento dei CDS relativi, che comunque risentono anche dei rating.

Possiamo definire i Credit Default Swaps (CDS) come il premio che il creditore deve pagare per assicurarsi contro il rischio di fallimento del debitore.

Nel caso dei debiti di stati sovrani il valore del CDS fornisce un parametro per la sovraremunerazione che un paese deve assicurare ai suoi creditori affinché costoro siano invogliati ad acquistarne i titoli del debito pubblico. Più è alto, quindi, il rischio paese, più alto sarà il livello dei CDS, maggiore sarà il tasso di rendimento che occorrerà applicare ai titoli del debito pubblico perché gli investitori continuino ad acquistarli.

Riportiamo l'andamento dei CDS di alcuni paesi UE.



La CMA (www.cmavision.com) pubblica periodicamente un report sui rischi dei debiti sovrani in 65 paesi. Considera, tra le altre variabili, l'entità del debito pubblico, il livello dei CDS rispettivi e perviene ad un indice definito CPD, una percentuale che valuta la "Complessiva probabilità di default".

In TAB. 1 riportiamo il report pubblicato il 7-1-2011, relativo all'ultimo trimestre del 2010. Dei 65 paesi monitorati, l'Italia è al 12° posto con il 19,3 % di probabilità di default. Il report precedente ci collocava al 23° posto.

TAB. 1 - CPD (COMPLESSIVA PROBABILITA' DI DEFAULT) E CDS A 5 ANNI DI 65 PAESI.

Ultimo trimestre del 2010. Fonte CMA (www.cmavision.com)

In rosso le nazioni che rivestono interesse per una comparazione con l'Italia

NAZIONE	CPD (%)	CDS (bps) 5 ANNI Mid			
1. Greece	58.8%	1026.5	33. Morocco	8.5%	125.2
2. Venezuela	51.4%	1009.6	34. Thailand	8.5%	98.5
3. Ireland	41.2%	619.2	35. Tunisia (Proxy)	8.2%	119.7
4. Portugal	35.9%	497.3	36. South Korea	8.1%	93.9
5. Argentina	35.4%	602.4	37. Israel	7.9%	114.7
6. Ukraine	30.6%	509.5	38. Colombia	7.8%	113.0
7. Spain	26.7%	347.7	39. Peru	7.8%	113.0
8. Dubai	25.5%	417.6	40. Mexico	7.8%	112.8
9. Hungary	23.6%	378.0	41. Brazil	7.6%	110.8
10. Iraq	23.1%	366.1	42. Slovakia	7.1%	82.3
11. Vietnam	19.4%	299.6	43. Panama	6.9%	99.5
12. Italy	19.3%	238.0	44. Slovenia	6.7%	76.9
13. Iceland	19.2%	265.0	45. Estonia	6.5%	93.1
14. Lebanon	19.2%	298.1	46. Abu Dhabi	6.5%	93.8
15. Romania	18.7%	290.2	47. UK	6.4%	73.7
16. Belgium	17.9%	219.8	48. Japan	6.4%	72.3
17. Latvia	17.3%	266.1	49. Malaysia	6.4%	72.7
18. Croatia	16.8%	256.0	50. Czech Republic	6.3%	91.1
19. Lithuania	16.4%	251.2	51. Qatar	6.1%	88.5
20. Bulgaria	16.2%	247.2	52. China	6.0%	67.8
21. Egypt	15.7%	238.0	53. Chile	5.9%	84.1
22. India (Proxy)	13.5%	159.8	54. Netherlands	5.5%	62.8
23. Bahrain	12.3%	183.9	55. New Zealand	5.3%	60.9
24. Kazakhstan	12.0%	178.0	56. Saudi Arabia	5.2%	75.4
25. Russia	10.0%	145.5	57. Germany	5.2%	59.1
26. Poland	9.8%	143.9	58. Australia	4.4%	50.1
27. Turkey	9.6%	140.0	59. Denmark	4.0%	45.9
28. France	9.2%	107.3	60. Hong Kong	3.9%	44.7
29. Indonesia	8.9%	128.4	61. USA	3.6%	41.5
30. Philippines	8.7%	125.6	62. Switzerland	3.6%	40.7
31. Austria	8.6%	100.6	63. Sweden	3.0%	34.3
32. South Africa	8.6%	124.3	64. Finland	3.0%	33.6
			65. Norway	2.1%	23.2

2) DEBITO PUBBLICO E TITOLI DI STATO. ALCUNI DATI QUANTITATIVI.

Ricordiamo che novembre 2010 (ultima rilevazione di Bankitalia di gennaio 2011), il nostro debito pubblico ha raggiunto l'entità più alta di tutti i tempi: 1.869,924 miliardi euro.

Ne riportiamo l'andamento dal 2005, con l'ammontare dei titoli di stato emessi a sua copertura parziale.

TAB. 2 - DEBITO PUBBLICO E TITOLI DEL DEBITO PUBBLICO DAL 2005

(Fonte: Bankitalia Suppl.ti ai Boll.ni statistici "Finanza pubblica") (Ns. elaborazione. Miliardi di euro)

	TOTALE DEBITO DELLE AMM.NI PUBBLICHE	TITOLI DI STATO	
		AMMONTARE	COPERTURA DEL DEBITO
Dicembre 2005	1.510,826	1.246,785	82,5 %
Dicembre 2006	1.582,009	1.286,099	81,3 %
Dicembre 2007	1.598,975	1.317,929	82,4 %
Dicembre 2008	1.663,637	1.383,836	83,2 %
Dicembre 2009	1.760,765	1.470,157	83,5 %
2010			
Gennaio 2010	1.788.134		
Marzo 2010	1.797,653		
Luglio 2010	1.838,296		
Ottobre 2010	1.867,398		
Novembre 2010	1.869,924	1548,422	82,8 %

2.a) COMPOSIZIONE DEL MONTE TITOLI DI STATO ITALIANI

Per quanto riguarda la composizione dei titoli di stato, va rimarcata la tendenza del debitore (lo Stato italiano, appunto) a ridurre il monte titoli a tasso variabile (CCT). In parallelo, sta crescendo la massa di BTP (tasso fisso) in circolazione. In cinque anni (2006-2010) il Tesoro ha ridotto del 33,3 per cento i CCT in circolazione, ed aumentato dell'11,7 per cento i BTP. Tale tendenza fa ritenere che il MEF (come del resto tutti gli analisti finanziari) ipotizzi per il futuro una crescita dei tassi correnti, andamento che aggraverebbe l'esborso per interessi pagati sui CCT. In effetti, l'andamento dell'euribor è in crescita. Se l'andamento dei tassi di mercato sarà confermato, i detentori di CCT vedranno migliorare la remunerazione dei loro investimenti.

In TAB. 3 riportiamo la composizione del monte titoli di stato da dicembre 2005 a novembre 2010.

TAB. 3 - COMPOSIZIONE DEL MONTE TITOLI DI STATO ITALIANO 2006-2010
In miliardi di euro. Fonte MEF Dip.to del Tesoro

	12-2005	10-2006	10-2007	10-2008	10-2009	10-2010	11-2010	VARIAZIONE 11-2010/12-2005
BOT	9,71	10,47	10,56	12,08	11,02	9,27	9,22	
CTZ	3,56	3,41	3,24	4,32	4,95	4,49	4,62	
CCT	16,38	15,95	14,56	13,57	10,82	10,41	10,92	CCT - 33,3 %
BTP	62,96	63,76	64,63	64,69	68,46	70,48	70,36	BTP + 11,7 %
ESTERO in €	5,14	5,52	5,89	5,15	4,64	4,79	4,83	

2.b) INTERESSI PAGATI

L'Istat fornisce i dati relativi ai principali aggregati di finanza pubblica, elaborando dati di Bankitalia e, per la previsione 2010, quelli del MEF. Da rilevare che le ipotesi 2010 del MEF sono già superate. A meno che il gettito fiscale di novembre non abbia permesso un recupero sul debito pubblico, anche la previsione del monte interessi (76,317 mld di euro) dovrebbe essere superata.

TAB. 4 - DEBITO PUBBLICO. INTERESSI RICONOSCIUTI

Monte interessi in miliardi di euro. Tassi in percentuale.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 provvisorio	2010 previsione
Monte Interessi		71,519	68,514	65,753	64,549	68,578	77,126	81,161	71,288	76,317
Tasso medio sui titoli di stato	4,33 %	3,74 %	2,72 %	2,66 %	2,47 %	3,32 %	4,14 %	4,09 %	2,18 %	

Poiché i detentori non residenti superano il 53 per cento, dobbiamo rilevare che circa 40 miliardi del monte interessi emigra remunerando investitori stranieri. Con l'aggravante che la quasi totalità di questi (residenti in paesi "white list") non paga imposte allo stato italiano, come invece fanno i detentori domestici versando il 12,5 per cento degli interessi al fisco.

Gli ultimi mesi del 2010 hanno visto crescere i tassi correnti. Dopo aver raggiunto il valore di 1,045 a fine ottobre, da qualche settimana l'Euribor a tre mesi è tornato all'1 per cento.

E' comunque univoca, tra gli analisti finanziari, la previsione di tassi in crescita, soprattutto per quei paesi colpiti dalla speculazione contro l'euro ed in difficoltà nel collocare nuovi titoli di stato. Questi paesi devono offrire titoli con tassi di interesse crescenti, in grado di annullare il rischio paese.

Se si prende come pietra di paragone il rendimento del bund decennale tedesco, questi sono gli spread che i paesi (mediterranei) devono applicare per rendere competitivi sul mercato i loro titoli del debito pubblico (TAB. 5).

**TAB. 5 - DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TRA I BOND DECENNALI
DEI PAESI EUROPEI E IL BUND TEDESCO**

Fonte: elaborazioni Sole 24 Ore online su dati di mercato

Titoli a 10 anni	Spread rispetto al Bund tedesco (in punti base)	Rendimento
Grecia	970	12,58 %
Irlanda	640	9,28 %
Portogallo	451	7,39 %
Spagna	269	5,57 %
Italia	195	4,83 %

Il 7 gennaio 2011, il Bund tedesco presentava un rendimento del 2,88%

2.c) TITOLI IN SCADENZA PER ANNO E PER TIPOLOGIA

Riportiamo (TAB. 6) le scadenze dei titoli di stato dal 2011 al 2041 così come fotografati dal Dipartimento del tesoro a ottobre 2010. A questi vanno aggiunti i titoli emessi negli ultimi 3 mesi dell'anno passato.

Nel 2011 dovremo rinnovare titoli per oltre 281 miliardi di euro.

TAB. 6 - TITOLI IN SCADENZA DAL 2011 AL 2041

Fonte MEF - Dipartimento del Tesoro (in miliardi di euro)
Aggiornamento: ottobre 2010 - Arrotondamento alla terza decimale.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Dal 2018 al 2041
Totale BOT	125,892							
Totale BTP	87,785	126,078	105,496	63,237	91,831	26,738	61,837	528,048
Totale CCT	30,048	26,428	14,260	27,072	12,650	15,730	8,053	
Totale CCTeu					14,146		6,858	
Totale CTZ	37,301	34,688						
TOTALE GENERALE	281,026	187,194	119,756	90,309	118,627	42,468	76,748	528,048

2.d) DETENTORI

A luglio 2010, nonostante la campagna speculativa mediatica mondiale, mirante a scoraggiare gli investimenti in euro attraverso il tentativo di minare la fiducia dei cittadini dei paesi europei nei confronti dei titoli di stato domestici e di altri paesi di Eurolandia, i detentori stranieri di nostri titoli del debito pubblico (pari, a luglio, a 1.526,694 miliardi di euro) sono tornati a crescere: il 53,3 per cento di essi (circa 814,212 mld di euro) è in mano a cittadini stranieri.

TAB. 7 - MONTE TITOLI DI STATO ITALIANI. DETENTORI

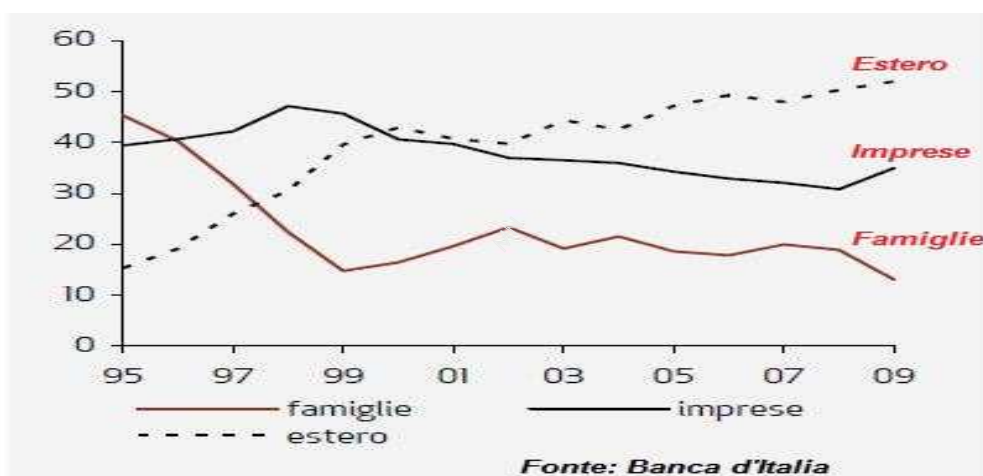
Anni 1991-1998-2005-2006-2007-2008-2009 e giugno 2010 - Valori percentuali sul monte titoli di stato
Fonte Supplementi al Boll.no statistico Bankitalia. Aggiornamento Suppl.to n°65 "Finanza pubblica" del 14-12-2010).

DETENTORI	1991	1998	2005	2006	2007	2008	2009	6-2010	7-2010
Domestici	94,01	70,88	46,69	47,25	49,04	45,65	49,09	47,60	46,7
Non residenti	5,99	29,12	53,31	52,75	50,96	54,35	50,91	52,40	53,3

Circa l'allocazione dei titoli di stato tra settori istituzionali, il grafico sottostante mostra il rapido declino nel loro acquisto da parte delle famiglie fino al 1999 (prodromi della bolla della new economy). Le imprese italiane mostrano invece una propensione quasi costante al loro acquisto.

Nel 2009, solo il 13 per cento dei titoli italiani era detenuto dalle famiglie, mentre le imprese italiane detenevano poco più del 34 per cento.

Ecco il grafico "per detentori" del monte titoli.



In particolare, a dicembre 2009, il Suppl. al Bollettino Statistico di Bankitalia n° 65 del 14 dic. 2010, ci informa che il monte titoli di stato (oltre 1.450 miliardi di euro, per un debito pubblico di 1.763 miliardi) detenuto da residenti, era in mano a:

TAB. 8 - DETENTORI DI TITOLI DI STATO. DISAGGREGAZIONE

Fonte Bankitalia. In miliardi di euro

	Miliardi di euro detenuti
Banca d'Italia	61,256
Banche e Ist. Finanziari e monetari	426,734
Altri residenti (famiglie, e soc. non finanziarie)	233,653
Detentori esteri	748,515

Per le famiglie, i conti finanziari di Banca d'Italia forniscono una interessante disaggregazione geografica circa la percentuale di famiglie che detengono risparmi investiti in titoli di stato (TAB. 9).

TAB. 9 - PERCENTUALE DI FAMIGLIE CHE DETENGONO TITOLI DI STATO.
ANNI 1991-2008 Fonte Banca d'Italia - Valori percentuali

ANNI	ITALIA	NORD	CENTRO	SUD
1991	23,2	33,5	21,2	9,2
1995	26,3	36,5	25,0	12,0
2000	11,9	18,3	9,9	4,0
2002	9,4	13,7	9,9	3,2
2004	7,5	11,4	7,9	1,5
2006	9,0	14,2	6,8	2,3
2008	9,7	16,0	5,2	3,0

Il "Bilancio demografico 2009" (Istat 7-6-2010) ci informa che, a fine 2009, le famiglie italiane erano 24.905.000, per 60.340.329 di cittadini.

Ne deriva (TAB. 10) che circa 2,4 milioni di famiglie, poco meno del 10 per cento del totale, hanno in portafoglio titoli di stato italiani (percentuali del 2008).

Tab. 10 - ABITANTI, NUMERO DI FAMIGLIE, FAMIGLIE DETENTRICI DI TITOLI DI STATO
Fonte Istat e Banca d'Italia - Nostra elaborazione.

	N° di Abitanti	Percentuale su totale Italia	N° di Famiglie	N° di famiglie detentrici di titoli di stato
Nord	27.388.312	45,6	12.019.168	1.923.067
Di cui...Nord-ovest	15.920.512	26,5	7.090.689	
Di cui...Nord-est	11.467.800	19,1	4.928.479	
Centro	11.813.036	19,7	4.932.120	256.470
Sud	20.819.448	34,7	7.953.754	238.613
Di cui...Isole	6.692.900	11,2	2.663.983	
ITALIA	60.020.796 (*)	100	24.905.042	2.418.150

(*) Oltre a 320 mila abitanti che vivono in convivenze anagrafiche (case di riposo, carceri, caserme, conventi, ecc.).

In conclusione, circa 2,4 milioni di famiglie (di cui il 79,5 per cento del Nord) dovranno tenere conto delle novità introdotte dalle decisioni del Consiglio europeo nella gestione del debito pubblico e, quindi, in quella dei titoli di stato.