BUSSOLA & TIMONE

# LA STRADA DEI TITOLI PERPETUI

di **Giovanni Tria**
e **Pasquale Lucio Scandizzo**

—*a pag. 2*

# VERSO LA STRADA DEI TITOLI PERPETUI

> L'appetibilità dei titoli «Trill» dipenderebbe anche dal suo legame con la futura evoluzione dell'economia

> Lo strumento di elezione per contrastare l'instabilità finanziaria è l'emissione di titoli perpetui indicizzati al Pil nominale

di **Giovanni Tria**
e **Pasquale Lucio Scandizzo***

L'impatto del Recovery Fund e di qualunque altra azione di finanziamento degli investimenti pubblici in Italia dipende anzitutto dalla capacità di rimuovere gli ostacoli strutturali alla programmazione e implementazione di piani e progetti. L'abbondanza di risorse finanziarie non risolve il problema dell'ormai persistente disallineamento tra stanziamenti e realizzazioni. Essa, al contrario, può creare incentivi perversi per spendere comunque le risorse disponibili selezionando progetti inefficienti o inutili. I fondi europei previsti per aiutare la ripresa delle economie europee sono inoltre per gran parte prestiti a condizioni vantaggiose, ma che si aggiungono al debito pubblico aumentandone l'onere complessivo, pur riducendone i costi medi. Non si tratta quindi di un pasto gratis. Se non impiegato in modo produttivo, esso graverà come un costo netto (ossia non controbilanciato da sufficienti benefici) sulle prossime generazioni. Il rischio è che questo debito addizionale, se non impiegato per investimenti addizionali rispetto a quelli già programmati, creerà solo lo spazio per nuova spesa corrente. Essendo il denaro fungibile, il vincolo di uso del prestito europeo rischia di essere facilmente eluso.

Il debito, in ogni caso, lieviterebbe, e ancor di più se questi prestiti fossero utilizzati con successo in tempi brevi, anche se in questo caso potremmo aspettarci un incremento parallelo del Pil di dimensioni superiori e quindi una riduzione del rapporto debito/Pil. Il fatto positivo della riduzione del costo medio del debito è che rende il debito stesso più sostenibile per ciò che riguarda l'onere del servizio, ma non riduce l'esposizione delle finanze pubbliche al rischio del suo rinnovo futuro in condizioni di mercato mutate, cioè in presenza di un rialzo futuro dei tassi di interesse. Vi è quindi uno specifico rischio di "rollover" cioè di capacità di rinnovo del debito a scadenza, se non a condizioni di mercato non sostenibili. Si tratta di un rischio che è tanto maggiore quanto più l'aumento assoluto del debito implica l'aumento futuro delle emissioni annuali di rinnovo alle nuove condizioni. La considerazione di questo rischio specifico deve tener conto delle politiche espansive rese necessarie dalla pandemia, con la conseguenza che è probabile un aumento esponenziale del debito pubblico globale. Ciò rende il rischio sul debito sovrano ormai un rischio sistemico che fa sì che le economie di tutti i Paesi risultino indissolubilmente legate sia nelle fasi negative del ciclo, sia rispetto ai sempre più frequenti shock simmetrici dovuti a imprevedibili "cigni neri".

La ragione principale del rischio sovrano è dovuta al fatto che il debito pubblico è costituito da obbligazioni che richiedono pagamenti indipendenti dalla performance economica del Paese, sicché gli shock negativi sull'economia sono aggravati dalla necessità di mantenere un flusso di pagamenti costanti. Questo è il contrario di quanto avviene per i lavoratori e per le imprese che sono protetti dagli shock negativi attraverso i cosiddetti stabilizzatori automatici (Cig, tasse, trasferimenti ecc.) e tende a destabilizzare le finanze pubbliche, aggravandone nel tempo la dipendenza dal debito.

Lo strumento di elezione per contrastare la instabilità finanziaria dei governi, e il relativo incremento del rischio sovrano nazionale e globale, è la emissione di titoli "perpetui" indicizzati al Pil nominale, una forma di "azionariato" pubblico già proposta dal premio Nobel Robert Shiller all'inizio degli anni 90 e ora all'attenzione di molti governi e delle agenzie multilaterali, quali Fmi e Banca Mondiale.

I titoli indicizzati al Pil sono parte di una categoria di innovazioni finanziarie potenzialmente molto vasta, costituita dai cosiddetti "contingent bonds", una denominazione che potrebbe tradursi come "titoli aleatori". Si tratta di obbligazioni che pagano una cedola che varia a seconda che si verifichino o meno specifici eventi la cui probabilità è a priori ignota e che funzionano quindi come stabilizzatori dell'economia globale. Fanno parte di questa categoria, per esempio, i cosiddetti "catastrophy bonds", che ricevono pagamenti in tempi normali, ma sottostanno a perdite se si verificano terremoti o altre "catastrofi" predeterminate. I "pandemic bonds", che hanno raggiunto qualche notorietà a causa della corrente pandemia, sono anche parte di questo gruppo di titoli.

I titoli proposti da Robert Shiller sono l'esempio più semplice della classe delle obbligazioni indicizzate al Pil e identificate con il nome di "Trill", perché caratterizzate da una cedola pari a un trilionesimo del Pil nominale di una Nazione.

Un titolo perpetuo della varietà Trill rappresenterebbe per i governi



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DI MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

una forma di assicurazione sul rischio sovrano perché ridurrebbe l'impatto potenziale di risultati economici negativi nazionali o globali. In altri termini, gli interessi pagati su questi titoli rappresenterebbero una quota fissa del Pil e al tempo stesso verrebbe eliminato il rischio di rinnovo. La convenienza di lungo periodo per le finanze pubbliche dipenderebbe dall'evoluzione dei tassi di interesse di mercato e dal tasso di crescita del Pil, ma converrebbe pagare un premio al sottoscrittore perché si assumerebbe il rischio corrispondente. Il valore di questi titoli per i sottoscrittori dipenderebbe positivamente dalla loro aspettativa sull'incremento del Pil nominale nel lungo termine e, negativamente, dalla variabilità nel tempo di tale incremento. Ma la convenienza è data dal fatto che la rendita di questi titoli manterrebbe il valore relativo nel lungo periodo rispetto al reddito medio del paese in termini di potere d'acquisto. L'appetibilità per gli investitori dipenderebbe quindi non solo dal valore attuale del rendimento medio, ma anche dal suo legame con l'evoluzione futura dell'economia.

In un momento in cui i rendimenti dei BTp sono particolarmente bassi, ma il rischio futuro per lo Stato emittente è crescente, appare conveniente prendere in considerazione una progressiva diversificazione della composizione del debito in direzione di questo tipo di titoli che riducono il rischio futuro, offrendo in cambio agli investitori un premio di rendimento attuale. D'altra parte, gli investitori possono essere attratti da un titolo legato alla crescita futura che consente una significativa diversificazione dei portafogli in un momento in cui cresce l'incertezza e, allo stesso tempo, le prospettive sono di progressiva risalita, sia in termini di crescita reale sia di inflazione, rispetto alla crisi attuale. Raggiunta una soglia minima di diversificazione, è ragionevole anche aspettarsi che i mercati coglierebbero la riduzione del rischio sovrano traducendola in una riduzione dello spread a parità di stock di debito con un ulteriore effetto positivo in termini di stabilizzazione delle aspettative.

**Economista*

© RIPRODUZIONE RISERVATA

ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DI MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE