

DEBITO PUBBLICO, DALL'INCUBO AL SORPASSO SULLA FRANCIA

Cannata era dirigente al Mef nella crisi del 2011. Gli anni '80 senza freni, il risanamento, i conti di Parigi ora più pesanti. La nascita degli Usa esempio unico di debito comune fra Stati. Il tentativo europeo (parziale) con Next Generation Eu

GIUSEPPE ARRIGHETTI

Il debito pubblico italiano, come risulta dai dati pubblicati da Banca d'Italia, a maggio 2025 era pari a poco più di 3mila miliardi di euro: per la precisione 3.053, contro i 3.063 di aprile. Una tabella del ministero dell'Economia e delle Finanze (Mef) spiega che di questi, quasi 2.600 miliardi, quindi una quota molto ampia, corrispondono a titoli di Stato in circolazione al 31 luglio 2025.

Pochi giorni fa, il dipartimento del Tesoro ha pubblicato il «Rapporto sul debito pubblico 2024», analisi statistica che indica gli obiettivi di gestione del debito e analizza l'andamento del mercato dei titoli di Stato italiani nel contesto internazionale. Mentre i nomi con cui vengono chiamate le nuove emissioni, grazie a efficaci operazioni di comunicazione, sono entrati nella nostra quotidianità (accanto ai classici Btp e Bot, hanno fatto breccia i Btp Italia, i Btp Valore, ma ci sono anche i Btp Green, i Btp Futura e i Btp €i indicizzati all'inflazione europea), rimangono ostici i meccanismi che regolano questo mercato cui sono legate a doppio filo leggi di bilancio, tasse e servizi pubblici.

Matematica e statistica, macroeconomia e finanza, insieme a capacità di mediazione e dialogo costante con tutti gli interlocutori, sono gli strumenti a cui deve attingere Maria Cannata, oggi presidente di MTS S.p.A. (società mercato dei titoli di Stato), dopo una lunga esperienza al ministero dell'Economia e delle Finanze: vi entrò nel 1980, tra il 1997 e il 1999 gestì la transizione all'euro del debito italiano e dalla fine del 2000 a gennaio 2018 è stata dirigente generale del debito pubblico.

«Nel mio lavoro – esordisce – ho dovuto gestire cicli economici divergenti in condizioni di mercato spesso complesse. Vivevo con il calendario delle aste dei titoli costantemente aperto sulla mia scrivania: per ogni scadenza, bisognava monitorare attentamente il mercato secondario e il comportamento degli intermediari (soprattutto le banche specialiste, formalmente impegnate a sottoscrivere i titoli di Stato in asta) e, in caso di emissioni su titoli particolari (le cosiddette emissioni sindacate), individuare le banche che venivano incaricate di trovare gli investitori, valutare quali ricadute avrebbe avuto un decimo di percentuale in più o in meno sul debito del nostro Stato in un'ottica di lungo periodo. Oltre a questo, era importante mantenere un dialogo costante con i partner interna-

zionali e con i grandi investitori istituzionali di tutto il mondo».

Ma il debito pubblico italiano non è detenuto in gran parte dagli italiani?

«Se si intendono i piccoli risparmiatori, direi proprio di no: il mercato retail infatti detiene una quota minoritaria di titoli di Stato, che si aggira oggi fra il 10 e il 15% del totale. Il resto è in mano a investitori istituzionali come fondi, assicurazioni e banche. Tra l'altro, quando i tassi di interesse erano vicini allo zero o addirittura negativi, tra il 2016 e il 2022, il retail ne deteneva ancora di meno, il 5% scarso; soltanto negli ultimi due o tre anni, i titoli destinati ai cittadini, come appunto il Btp Italia, il Btp Valore, il Btp Futura, hanno ricominciato a pesare sensibilmente sul totale delle emissioni dei titoli di Stato che, ricordiamo, rappresentano l'80% del debito pubblico italiano; il resto, per arrivare ai 3mila miliardi attuali, è rappresentato da mutui e altre passività».

Come funzionano le aste, alle quali partecipano solo gli intermediari autorizzati?

«A metà e a fine mese si tengono due cicli di aste e tutto si svolge in pochi minuti: la mattina del giorno indicato il sistema informatico della Banca d'Italia raccoglie gli ordini d'acquisto delle banche interessate che, solitamente, iniziano a esporre i prezzi quando manca mez-

z'ora al cut-off, cioè alla chiusura, ma i minuti che contano sono gli ultimi cinque o al massimo gli ultimi dieci. È in questo lasso di tempo che si forma il prezzo di aggiudicazione dei titoli in asta, fissato dal Mef a un livello ritenuto congruo, sulla base di una scheda di domanda che elenca le richieste pervenute in ordine decrescente di prezzo, fino alla copertura dell'importo massimo offerto, annunciato nei giorni precedenti».

Poi cosa avviene?

«Succede che le banche partecipanti non si tengono i titoli in portafoglio, ma li rivendono ai propri clienti, che possono essere fondi di investimento, assicurazioni e anche il mercato retail. Ricordiamoci infatti che dopo la grande crisi finanziaria mondiale del 2008, sono entrate in vigore delle regole internazionali di gestione del rischio bancario molto stringenti, riassunte con l'etichetta Basilea III, che impongono agli istituti di credito limiti sulla quantità di titoli che possono detenere, sulla base del loro patrimonio e di altri parametri. E se, ad esempio, vogliono andare oltre un certo quantitativo di titoli, devono aumentare i



Monete da un euro. L'uscita dallo Sme nel 1992 fu un punto di rottura, l'Italia vi rientrò nel 1996 ARCHIVIO

propri accantonamenti di capitale in modo da bilanciare il rischio».

Qual è stato l'andamento del debito pubblico italiano dal dopoguerra ad oggi?

«Dagli anni '50 all'inizio degli anni '80 è cresciuto in maniera graduale e costante: aumentava in termini assoluti, ma in rapporto al Pil si aggirava sempre attorno al 60%. Nel corso degli anni '80 venne registrata una forte accelerazione dovuta a due fattori: un'inflazione molto alta, con i titoli a breve scadenza che la rincorrevano, e un fabbisogno di spesa pubblica volutamente non controllato. Negli anni '90, il rapporto debito/Pil supera il 120% e scattano le prime misure di austerità, come la revisione del sistema pensionistico varata dal governo Amato. Accanto a queste, il piano di privatizzazioni e l'impegno molto significativo per ricondurre i conti pubblici all'interno dei parametri richiesti per entrare nell'Area euro fin dal 1999, hanno aiutato a ridurre il debito pubblico italiano in rapporto al Pil, che ha toccato il suo minimo nel 2007, proprio alla vigilia della grande crisi finanziaria mondiale. Ricordo però che i primi problemi con i mutui subprime si avvertirono già nell'estate 2007. Nel 2008 il

fallimento della Lehman Brothers innescò il processo di allargamento dello spread tra i Btp italiani e i Bund tedeschi. La crescita economica in Italia restava debole e fiacca e, nonostante i conti pubblici fossero risanati, il denominatore (cioè il Pil) stagnava. Dopo lo scoppio della crisi del debito greco, se ne accorsero le agenzie di rating, che tra maggio e giugno 2011 iniziarono a declassare il nostro Paese, e ricordiamo bene che quello fu l'inizio di un incubo, anche se, ripeto, il debito aveva ricominciato a salire dopo il 2007, mentre il 2011 ce lo ricorderemo come l'anno della grave crisi del debito sovrano italiano».

È stato quello il momento più difficile?

«Che ho vissuto personalmente e professionalmente sì, ma anche l'uscita dell'Italia dal Sistema monetario europeo il 17 settembre 1992 rappresentò un momento di rottura: la spesa per interessi compì un balzo in avanti, anche perché il debito era per il 75% rappresentato da titoli a breve scadenza o a tasso variabile, con cedole indicizzate ai tassi a breve. Da quella crisi se ne uscì con le misure di austerità di cui parlavamo prima e con una nuova politica di emissione che privilegiava i titoli a tasso fisso

a lunga scadenza, cosicché l'Italia nel 1996 poté rientrare nello Sme e, grazie alla drastica riduzione del disavanzo, adottare fin da subito l'euro. Da allora il sistema ha sempre tenuto e assicurato la quotazione dei titoli di Stato in ogni situazione di mercato».

Più è alto il tasso che lo Stato italiano riconosce all'acquirente, più il titolo è vantaggioso per chi lo compra e meno per chi lo emette. Perché il debito pubblico italiano non è calato neppure negli anni in cui i tassi di interesse erano negativi?

«Perché in quegli anni è calata sì la spesa sostenuta per pagare gli interessi dei nuovi titoli in emissione, ma non sul debito precedentemente accumulato. Inoltre, il Quantitative Easing ha fatto scendere i tassi di interesse dei titoli italiani in terreno negativo solo nel segmento a breve termine, sotto i cinque anni, e per un periodo di tempo molto inferiore alla Germania, per via dello spread. Ogni anno nel nostro Paese si emettono titoli di Stato per un valore di oltre 400 miliardi di euro; di questi, 150 sono con scadenza breve. Tutto il resto, che ha scadenze più lunghe, ha beneficiato di tassi bassi, ma senza riuscire a compensare completamente quanto precedentemente emesso a tassi più elevati».

A luglio, si è verificato un sorpasso storico: i titoli di Stato italiani sono stati ritenuti più sicuri di quelli francesi. Tradotto, i titoli francesi avevano un rendimento più alto dei nostri. Cosa è successo?

«Anche il governo Meloni ha mantenuto l'impegno di tenere sotto controllo i conti pubblici e la spesa per interessi, a parte l'immediato post Covid, non è mai aumentata. In Francia invece il fabbisogno è in aumento già da diverso tempo e così il valore assoluto del debito pubblico francese ha superato quello italiano. In rapporto al Pil, è ancora migliore quello transalpino, ma in termini assoluti siamo scesi dal podio».

Quindi quali sono i Paesi più indebitati al mondo oggi?

«In valore assoluto: Stati Uniti, Giappone, Francia. L'Italia è quarta».

Ecco, gli Stati Uniti. Di recente ha ricordato che l'unico esempio nella storia di un debito pubblico condiviso volontariamente fra Stati diversi è dato dalla confederazione delle tredici ex colonie inglesi da cui nacque gli Usa. Cosa avvenne?

«I tredici Stati dell'Unione, dopo la costosa guerra di indipendenza, si resero conto che per poter rifinanziare il debito contratto e continuare ad avere credito in futuro, avrebbero dovuto emettere debito comune. La Virginia, l'unico di quei tredici Stati a non avere debito, era riluttante ma alla fine si piegò alla richiesta delle altre dodici ex colonie e insieme i tredici Stati emisero titoli di Stato comuni; in cambio, la Virginia ottenne che la capitale venisse spostata da Philadelphia a Washington. In Italia, per l'unificazione del 1861, il processo fu molto diverso: semplicemente, il nuovo Regno d'Italia si assunse il debito degli Stati pre-unitari che andava man mano ad assorbire. Quello americano rimane l'unico esempio nella storia di emissione di debito comune vero e proprio».

Ci arriverà mai l'Europa?

«È una questione squisitamente politica. Dal punto di vista tecnico, posso dire che il tentativo fatto dall'Unione europea con l'emissione dei titoli per sostenere il Next Generation Eu è quello più vicino al concetto di debito comune. I bond collegati a questo intervento oggi in circolazione ammontano a poco più di 655 miliardi di euro, ma il mercato non li assimila ai tradizionali "titoli di Stato" di un debito sovrano, sostanzialmente perché non ne è previsto il rinnovo. La stessa Commissione europea li ha definiti una "misura temporanea" e per questo motivo sono difficilmente inquadrabili come "debito comune dell'Unione europea».