

ECONOMIA  
ITALIANA

Fondata da Mario Arcelli

Le sfide  
dell'economia  
digitale  
2019/1

 LUISS

CASMEF Centro Arcelli  
per gli Studi Monetari e Finanziari

UNIVERSITÀ CATTOLICA del Sacro Cuore  
CESPEM

Centro Studi di Politica economica  
e monetaria "Mario Arcelli"

# Economia Italiana

Fondata da Mario Arcelli

## COMITATO SCIENTIFICO

*(Editorial board)*

### CO-EDITORS

GIUSEPPE DE ARCANGELIS - Sapienza, Università di Roma

ENRICO GIOVANNINI - Università di Roma "Tor Vergata"

FABIANO SCHIVARDI - LUISS Guido Carli

### MEMBRI DEL COMITATO *(Associate Editors)*

LORENZO CODOGNO

London School of Economics and Political Science

FRANCESCO NUCCI

Sapienza, Università di Roma

GIUSEPPE DI TARANTO,

LUISS Guido Carli

ANTONIO ORTOLANI

AIDC

STEFANO FANTACONE

Centro Europa Ricerche

ALESSANDRO PANDIMIGLIO

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

GIOVANNI FARESE

Università Europea di Roma

PAOLA PROFETA

Università Bocconi

PAOLO GIORDANI

LUISS Guido Carli

PIETRO REICHLIN

LUISS Guido Carli

MARCO MAZZOLI

Università degli Studi di Genova

MARCO SPALLONE

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

ANDREA MONTANINO

Atlantic Council

FRANCESCO TIMPANO

UNIVERSITA' CATTOLICA del Sacro Cuore

SALVATORE NISTICÒ

Sapienza, Università di Roma

GIOVANNA VALLANTI

LUISS Guido Carli

DIRETTORE RESPONSABILE: GIOVANNI PARRILLO

---

## ADVISORY BOARD

### PRESIDENTE

PAOLO GUERRIERI - SAPIENZA, UNIVERSITÀ DI ROMA

### CONSIGLIO

FEDERICO ARCELLI, Center for International Governance Innovation

RICCARDO BARBIERI, Tesoro

CARLO COTTARELLI, Università Cattolica del Sacro Cuore

SERGIO DE NARDIS, Ufficio parlamentare di bilancio

GIORGIO DI GIORGIO, Editrice Minerva Bancaria

ANDREA FERRARI, AIDC

EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia

LUCA GENTILE, British American Tobacco Italia

VLADIMIRO GIACCHÈ, Centro Europa Ricerche

MAURO MICILLO, Banca IMI

STEFANO MICOSI, Assonime

ROBERTO MONDUCCI, ISTAT

LUCA PETRONI, DELOITTE

BENIAMINO QUINTIERI, SACE

CLAUDIO TORCELLAN, Oliver Wyman

ALBERTO TOSTI, Sara Assicurazioni

# Economia italiana

Fondata da Mario Arcelli



numero 1/2019

Pubblicazione quadrimestrale

Roma

# ECONOMIA ITALIANA

Rivista quadrimestrale fondata nel 1979 da Mario Arcelli

DIRETTORE RESPONSABILE

**Giovanni Parrillo**, Editrice Minerva Bancaria

COMITATO DI REDAZIONE

**Simona D'Amico** (*coordinamento editoriale*),

**Natasha Rovo**,

**Guido Traficante**,

**Ugo Zannini**.

*(Pubblicità inferiore al 70%)*

Autorizzazione Tribunale di Roma n. 43/1991

ISSN: 0392-775X

Gli articoli firmati o siglati rispecchiano soltanto il pensiero dell'Autore e non impegnano la Direzione della Rivista.

I *saggi* della parte monografica sono a invito o pervengono a seguito di call for papers e sono valutati dall'editor del numero.

I *contributi* vengono valutati anonimamente da due referee individuati dagli editor o dai membri del Comitato Scientifico.

Le *rubriche* sono sottoposte al vaglio della direzione/redazione.

**[www.economiaitaliana.org](http://www.economiaitaliana.org)**

---

## **Editrice Minerva Bancaria srl**

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma  
redazione@economiaitaliana.org

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.  
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa  
Massimo, 29 - 00161 - Roma -  
Fax +39 06 83700502  
amministr@editriceminervabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

# Sommario

## Le sfide dell'economia digitale

### **EDITORIALE**

- 5 Dove ci porterà l'economia digitale?  
Stefano Fantacone

### **SAGGI**

- 13 “With a little help from my friends”: quale politica della concorrenza per l'economia digitale?  
Andrea Pezzoli
- 39 Economia digitale e produttività: errori di misurazione e fattori idiosincratici. Il caso italiano  
Giuseppe Cinquegrana
- 65 Tassazione di impresa ed economia digitale  
Loredana Carpentieri, Stefano Micossi, Paola Parascandolo

### **CONTRIBUTI**

- 97 Franco Modigliani: il primo economista keynesiano contemporaneo  
Giuseppe Ciccarone, Giovanni Di Bartolomeo

## **CONTRIBUTI - SEZIONE GIOVANI**

- 127 La valutazione dell'impatto di "Industria 4.0" nel manifatturiero italiano  
Martina Capuano

### **RUBRICHE**

- 145 Come cambia la forza lavoro nei settori  
Alberto Navarra
- 151 Come cambierà la forza lavoro nell'industria bancaria  
Claudio Torcellan
- 159 Allungare la vita media del debito pubblico per ridurre le emissioni annue  
Maria Valentina Bresciani, Lorenzo Forni, Simone Passeri

# Allungare la vita media del debito pubblico per ridurre le emissioni annue

**Maria Valentina Bresciani** <sup>○</sup>

**Lorenzo Forni** <sup>◇</sup>

**Simone Passeri** <sup>\*</sup>

*L'elevato livello del debito pubblico italiano costituisce il principale elemento di vulnerabilità per l'economia nazionale. Il perseguimento di un obiettivo di diminuzione del rapporto debito/PIL, realizzabile attraverso un miglioramento del saldo di bilancio e misure di sostegno alla crescita potenziale, costituisce una condizione necessaria per dissipare, o quantomeno mitigare, l'incertezza degli investitori esteri e domestici circa la sua sostenibilità. Al contempo, sulla falsariga di quanto stanno facendo altri paesi UEM, una strategia di allungamento della vita media residua dello stock di bond governativi potrebbe contribuire su un orizzonte di medio periodo ad attenuare il rischio connesso al rifinanziamento dei titoli in scadenza e al finanziamento dei nuovi fabbisogni. Sbilanciando le emissioni di titoli sul segmento a medio-lungo termine, si potrebbe ridurre le emissioni lorde annue e aumentare la prevedibilità della spesa per interessi, rendendo inoltre più certa la liquidità sul mercato dei titoli di Stato. L'obiettivo di questo lavoro è quantificare il costo di due possibili strategie di allungamento del debito pubblico italiano rispetto a uno scenario di base in cui le emissioni e la vita media dello stock di titoli vengono mantenute pressoché invariate.*

---

○ Prometeia Associazione - mariavalentina.bresciani@prometeia.com

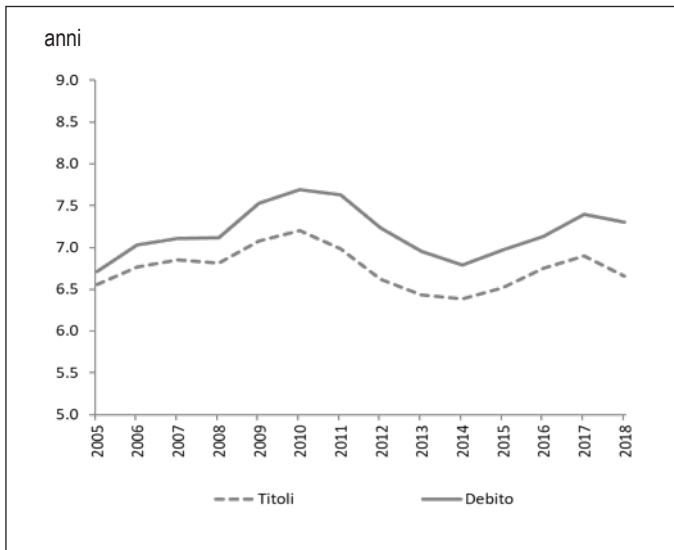
◇ Università di Padova, Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali "Marco Fanno"; Prometeia Associazione - lorenzo.forni@prometeia.com

\* Prometeia Associazione - simone.passeri@prometeia.com

## Introduzione

Il peso elevato del debito pubblico italiano, il terzo più alto in rapporto al PIL tra i paesi avanzati dopo Giappone e Grecia, colloca il Paese in una condizione di sorvegliato speciale all'interno del contesto normativo europeo e di mercato. Gli anni più recenti hanno però evidenziato incoraggianti elementi di discontinuità nella gestione del debito pubblico: la dinamica crescente del rapporto debito/PIL ha registrato un forte rallentamento (la sua crescita cumulata dal 2013 al 2017 è stata di appena 2.2pp, da 129% a 131.2%) e le favorevoli condizioni di finanziamento originate dal Quantitative Easing (QE), all'interno di un ristabilito clima di fiducia, hanno permesso di adottare una politica di emissioni orientata al controllo del rischio di tasso di interesse e del rischio di rifinanziamento.

Figura 1 – Vita media residua



Fonte: Banca d'Italia e MEF

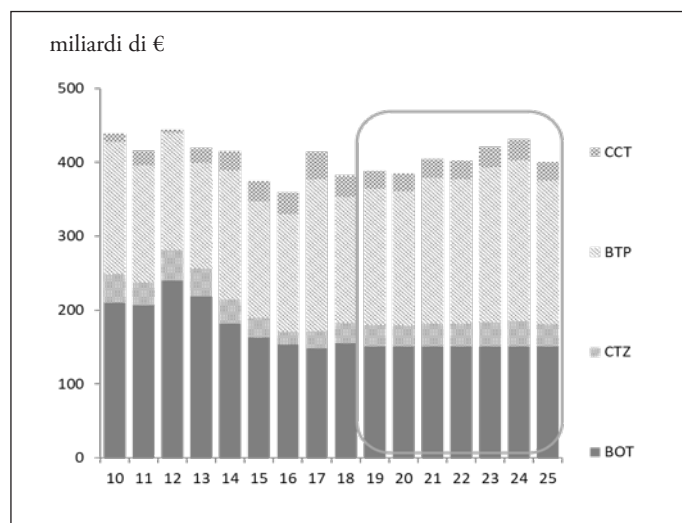
Note: I dati per il 2018 si riferiscono a settembre



In particolare, tra il 2014 e il 2017, la riduzione delle emissioni di titoli a più breve durata e l'aumento del peso della raccolta sul segmento a medio-lungo termine hanno permesso una risalita della vita media residua del debito a 7.3 anni (contro il minimo di 6.8 nell'estate del 2014) e della componente titoli a 6.7 anni rispetto ai 6.2 toccati durante la crisi (Fig.1). I dati trimestrali del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) segnalano, inoltre, un aumento della quota di titoli a reddito fisso e una più omogenea distribuzione delle scadenze, ottenuta anche attraverso il ricorso a una serie di operazioni di concambio.

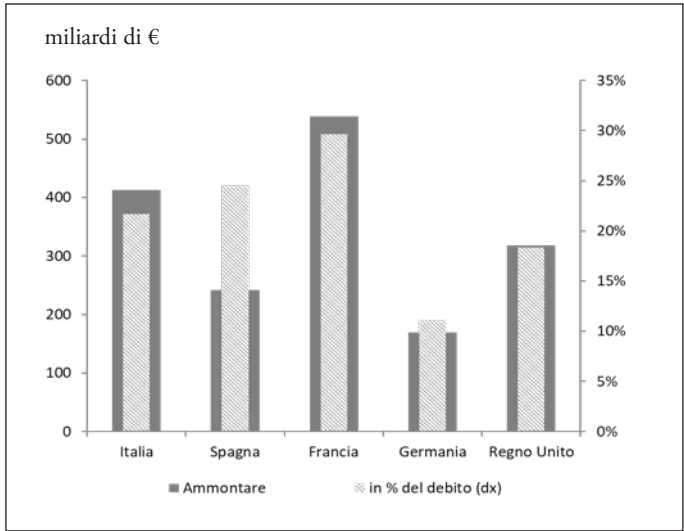
Questa gestione prudente del debito ha consentito di alleviare i principali rischi a esso connessi, tuttavia, alla luce dei recenti sviluppi relativi al deterioramento delle prospettive di crescita nell'UEM e al quadro politico-economico nazionale, la questione del debito pubblico è tornata quanto mai preminente, con nuove tensioni sul mercato dei titoli di stato italiani. A segnalarlo, tra le altre cose, l'inversione di tendenza nella vita media del debito e dello stock di titoli registrata nel corso dell'ultimo anno (Fig.1).

Figura 2 – Emissioni lorde: storia e previsione



Fonte: Elaborazione Prometeia su dati Banca d'Italia

Figura 3 – Emissione lorde a confronto, 2017



Fonte: MEF, Tesoro pubblico, AFT, Finanzagentur, DMO

La figura 2, che riporta le stime sul volume annuo di emissioni per i prossimi anni sotto un'ipotesi di vita media residua costante, ci mostra che il finanziamento dei titoli in scadenza e dei disavanzi di bilancio stimati richiederà collocamenti attorno ai 400 miliardi di euro l'anno, un ammontare elevato, soprattutto se rapportato all'attività di raccolta da parte degli altri principali paesi europei (Fig.3)<sup>1</sup>.

Su questo ingente volumi di collocamenti gravano, poi, alcuni elementi di novità rispetto agli anni scorsi che potrebbero rendere il rifinanziamento più difficoltoso. Innanzitutto, nei prossimi anni le emissioni italiane dovranno fare i conti con il venire meno del vigoroso sostegno alla domanda di titoli garantito dalla Banca Centrale Europea (BCE) a partire da marzo 2015 attraverso il Public Sector Purchase Programme (PSPP). La BCE ha annunciato l'azzeramento degli acquisti netti di titoli di Stato dal 2019, impegnandosi però al riacquisto dei titoli in bilancio che giungeranno in scadenza, stimati

1 Tra i paesi rappresentati, la sola Francia ha un ammontare di emissioni superiore all'Italia sia in volume che in percentuale del debito, tuttavia questo risultato è influenzato dalle emissioni di titoli a 3 mesi, i quali sono soggetti a ripetuti rollover nel corso di uno stesso anno.

in circa 30-35 miliardi di euro per anno con riferimento all'Italia. Rimane poi il nodo dei cospicui volumi di titoli pubblici italiani detenuti dalle banche nazionali. Oltre al rischio di una variazione nella normativa che penalizzi tali esposizioni, la loro detenzione limita la disponibilità ad ulteriori acquisti da parte di questi soggetti, continuando altresì a costituire un ostacolo al progredire del processo di completamento della unione bancaria europea.

## Le ipotesi

Stanti le premesse, l'obiettivo che questa nota si propone è avviare una riflessione circa la possibilità di attuare una decisa strategia di riduzione delle emissioni annue al fine di mitigare il rischio di rifinanziamento mediante un allungamento delle scadenze dei titoli. L'idea è nata in un contesto di mercato che appariva particolarmente favorevole alla realizzazione di una simile politica di gestione del debito: un costo del debito ai minimi storici e un lento percorso di rialzo dei tassi previsto per gli anni a venire. Una prima versione preliminare è stata presentata in una Nota di Lavoro Prometeia<sup>2</sup> e riassunta in un articolo su [lavoce.info](http://lavoce.info) del 27 febbraio 2018.

Il più elevato livello attuale dei rendimenti sui titoli italiani, ribassatisi solo parzialmente dopo il raggiungimento di un accordo tra governo e Commissione Europea, rende il contesto odierno sicuramente meno favorevole alla realizzazione di una strategia di allungamento rispetto al momento in cui l'idea è sorta, tuttavia rimane a nostro avviso utile quantificare il costo di una possibile azione di politica economica che riduca la necessità di ricorso al mercato per il finanziamento del debito.

Il nostro scenario di base ipotizza che la vita media residua dello stock di titoli resti costante, attorno a 6.7 anni. L'ammontare di BOT resta invariato nel tempo, mentre il profilo delle emissioni diverse dai BOT, rappresentato in figura 4a, è coerente con la composizione delle emissioni al 2017 e con le "Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico – Anno 2018", con un leggero sovrappeso dei CTZ a 2 anni per avviare alla stazionarietà del livello di BOT.

Tale scenario viene confrontato con due strategie di allungamento:

---

2 "Allungare la vita media del debito pubblico per ridurre le emissioni annue" (2017), disponibile al link: <https://www.prometeia.it/ricerca/note-di-lavoro/archivio>.

1. la **strategia 1** prevede anch'essa che i BOT restino costanti in volume, mentre i collocamenti al netto dei BOT (rinnovi di scadenze a medio-lungo termine e finanziamento dei nuovi fabbisogni) seguono uno schema orientato all'intensificazione delle emissioni di BTP a 10 15 e 30 anni (Fig.4b).
2. la **strategia 2** prevede una riduzione annua dei BOT a 1 anno per 10 miliardi dal 2019 al 2022 (per un totale di 40 miliardi), rifinanziati, al pari dei titoli a medio-lungo termine in scadenza e ai titoli per la copertura dei nuovi disavanzi, sempre conformemente allo schema riportato nella figura 4b.

Figura 4a – **Composizione delle emissioni al netto dei BOT**

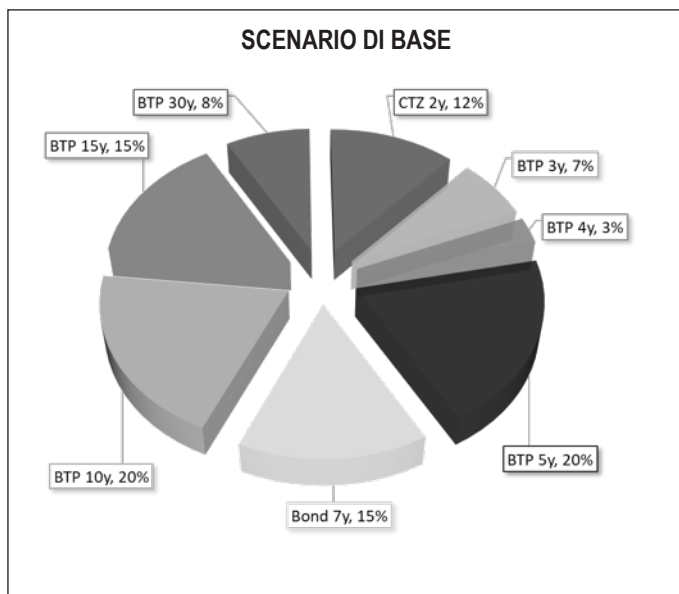
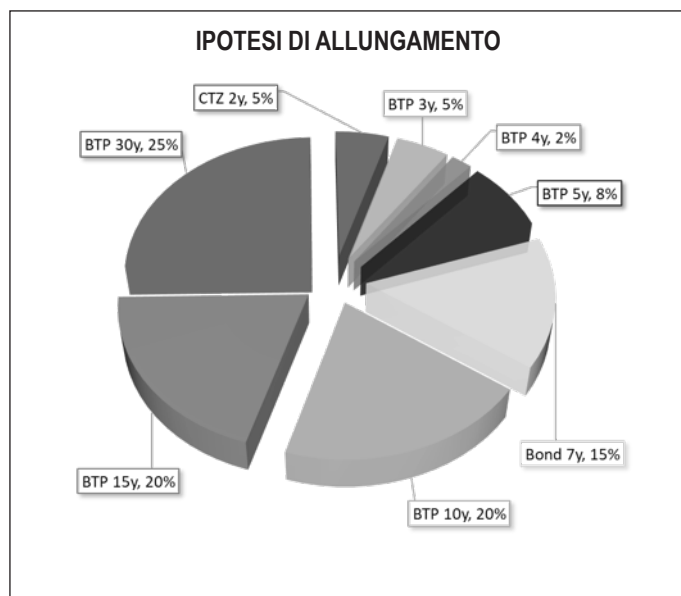


Figura 4b – Composizione delle emissioni al netto dei BOT

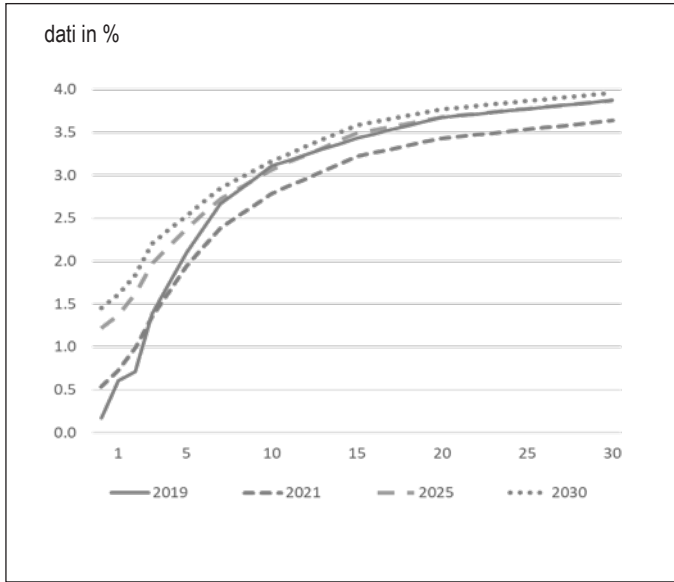


Con la prima strategia di allungamento, la vita media residua dello stock di titoli raggiunge al 2025 quasi i 9 anni (oltre 2 anni in più dell'attuale vita media residua), mantenendosi, poi, più o meno stabile su questo livello. La strategia 2, in cui si sostituisce anche una parte dei BOT con titoli a medio-lungo termine, permette un allungamento della vita media residua sino a 10 anni.

Il calcolo dei costi avviene sulla base delle previsioni Prometeia circa l'evoluzione della curva dei tassi governativi e del fabbisogno pubblico nazionale. Tali previsioni inglobano le ipotesi sul quadro economico internazionale, sull'intonazione della politica monetaria da parte della BCE e della Fed e sulle politiche di bilancio nazionali.

Come si evince dalla figura 5, rispetto al livello medio dei tassi per l'anno in corso, nel 2020 e nel 2021 è prevista una diminuzione per un massimo di 30pb sulle scadenze medio-lunghe, mentre aumentano i rendimenti sulle scadenze a breve termine. Dal 2022 i tassi torneranno a salire, raggiungendo i valori odierni nel 2025 per poi restare più o meno stabili.

Figura 5 – Struttura per scadenze della curva governativa



Fonte: Elaborazione Prometeia

Note: Per ciascuna scadenza il tasso corrispondente è pari alla media annua

In questo esercizio le previsioni sulla curva governativa sono prese esogenamente, non incorporano cioè alcun meccanismo endogeno in forza del quale una diversa composizione dell’offerta di titoli da parte del Tesoro potrebbe far variare l’inclinazione della curva dei tassi. Assumiamo, cioè, che la curva dei tassi non aumenti in inclinazione o in livello in risposta a maggiori quote di emissioni di titoli a lungo termine. A parziale giustificazione di questa ipotesi vi è il riscontro che nelle aste degli ultimi anni per il collocamento di BTP a lunga scadenza, il *cover ratio*, calcolato come rapporto tra l’importo richiesto e l’importo assegnato, mostra spesso un’ampia disponibilità degli investitori a acquistare, ai tassi prevalenti sul mercato, molti più titoli di quelli effettivamente emessi. Inoltre, poiché un allungamento delle scadenze potrebbe avere un effetto positivo sulla percezione del rischio di liquidità, riducendo il premio al rischio sui titoli a più lunga scadenza, quest’effetto potrebbe controbilanciare lo *steepening* della curva potenzialmente provocato dall’aumento dell’offerta di titoli a lungo termine.

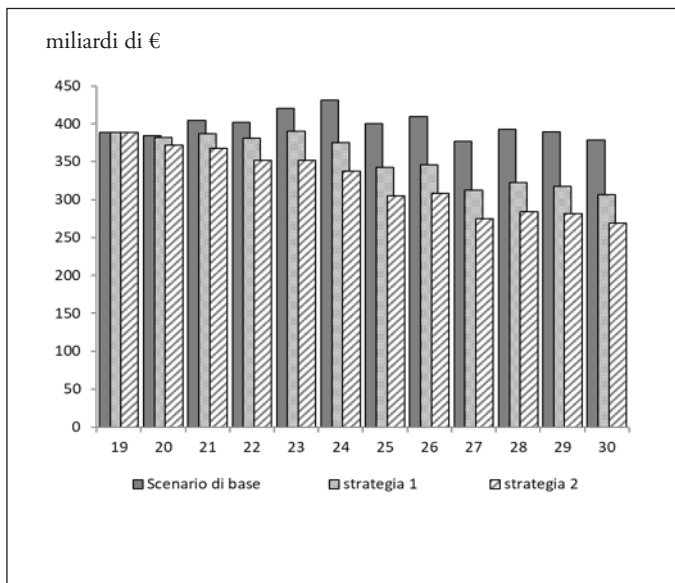
Un’ulteriore precisazione è legata al fabbisogno pubblico: lo stock totale di

titoli è uguale nei tre scenari, ovvero il disavanzo non ingloba il maggior costo dell'allungamento, il quale, quindi, non viene coperto attraverso maggiore deficit, bensì attraverso minori spese e/o maggiori entrate.

## Le emissioni annue

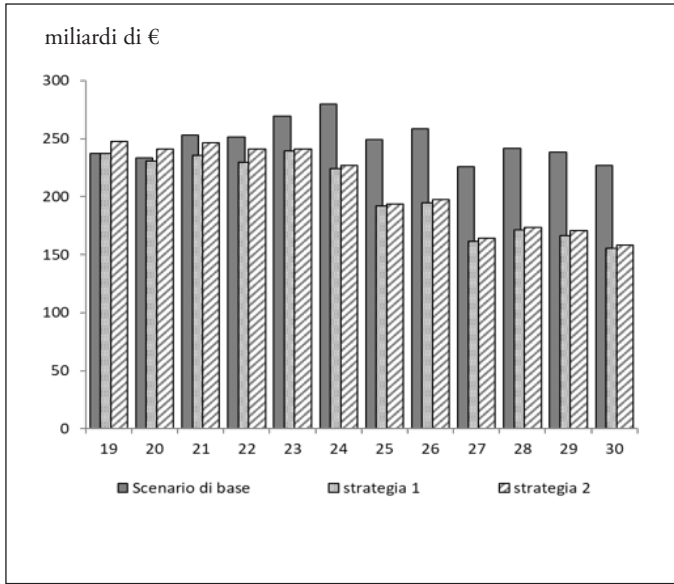
La figura 6a mostra come cambia il volume complessivo di emissioni annue tra lo scenario di base e le due strategie di allungamento ipotizzate. Nel 2025 la strategia 1 garantirebbe una riduzione delle emissioni per 58 miliardi di euro, che diventano quasi 70 miliardi dal 2027. A turnover completato, si avrebbero mediamente 315 miliardi di emissioni contro 380 miliardi, quasi il 20% in meno. La strategia 2, invece, prevedendo la sostituzione di 40 miliardi di euro di BOT tra il 2019 e il 2022, permetterebbe di abbattere le emissioni lorde annue rispetto allo scenario di base in modo più deciso, con ben 96 miliardi in meno nel 2025 e circa 110 dal 2027. In tal caso le emissioni si stabilizzano sui 275 miliardi, alleggerendo i 380 miliardi della baseline del 25-30%.

Figura 6a – Emissione lorde annue totali



Fonte: Elaborazione Prometeia su dati Banca d'Italia

Figura 6b – Emissioni lorde annue al netto dei BOT



Fonte: Elaborazione Prometeia su dati Banca d'Italia

La stessa comparazione tra volumi di emissioni nei tre scenari può essere utilmente effettuata escludendo i BOT, il cui rifinanziamento risulta di più agevole realizzazione anche in situazioni di stress, spostando così l'enfasi del lavoro sui titoli a medio-lungo termine. Sempre tenendo come riferimento il 2027, cioè quando il *turnover* dello stock di titoli attualmente in essere sarà quasi completamente avvenuto, si osserva che le emissioni annue di titoli diversi da BOT oscilleranno attorno ai 160 miliardi di euro in ambo le strategie di allungamento, in media circa 65-70 miliardi in meno rispetto allo scenario di base, equivalente ad una riduzione del 30% (Fig.6b).

## I costi

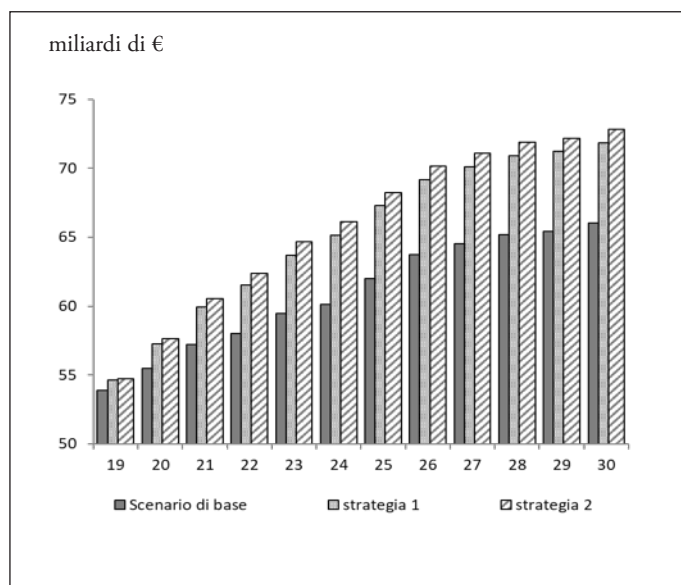
L'esercizio illustrato considera il solo stock di titoli, che, pur rappresentando la componente preponderante del debito pubblico italiano, non lo esaurisce del tutto (a fine 2017 costituiva l'84%). Ciò implica che anche gli interessi



di seguito riportati non costituiscono l'intero costo del debito ma solo la parte riferibile allo stock di titoli.

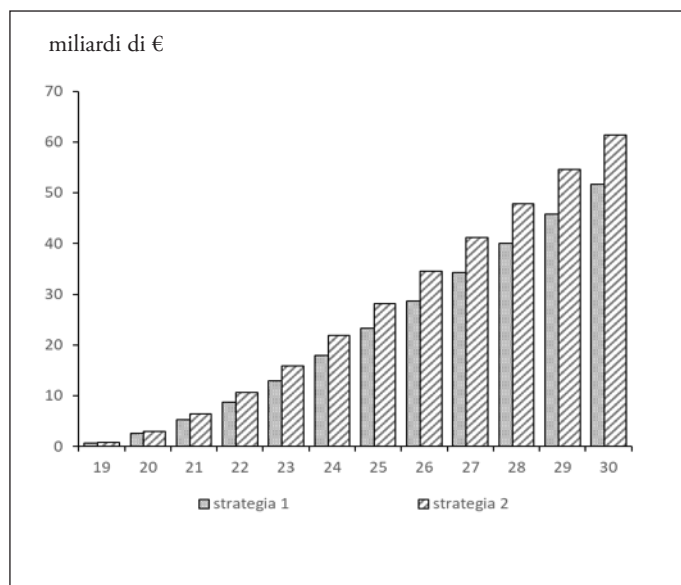
I risultati evidenziano che l'allungamento delle scadenze dello stock di titoli comporta un costo aggiuntivo in termini di spesa per interessi che va allargandosi al materializzarsi del processo di allungamento. In particolare, la strategia 1 prevede un maggior esborso per interessi rispetto allo scenario di base per 0.7 miliardi di euro nel 2019 (da 53.9 a 54.6, Fig.7), 5.3 miliardi nel 2025 e 5.8 nel 2030. Il costo cumulato ammonta a 23.3 miliardi nel 2025 e a 51.7 nel 2030 (Fig. 8). La strategia 2, garantendo un allungamento maggiore, è evidentemente più costosa, seppur con un volume di emissioni a medio-lungo termine superiore alla prima strategia avendo sostituito BOT con titoli aventi durata all'emissione tra 2 e 30 anni. Rispetto allo scenario di base il maggior costo è di 0.8 miliardi di euro nel 2019, 6.3 nel 2025, 6.8 nel 2030. Cumulativamente, si quantificano costi per 28.2 miliardi nel 2025 e ben 61.4 nel 2030.

Figura 7 – Spesa annua per interessi



Fonte: Elaborazione Prometeia

Figura 8 – Differenza cumulata di interessi rispetto allo scenario di base



Fonte: Elaborazione Prometeia

A turnover pressoché avvenuto, quantifichiamo dunque un costo annuo dell'allungamento nell'ordine dello 0.3-0.4% di PIL per anno. Il costo risulta di per sé rilevante e, date le attuali previsioni sulla curva dei tassi e non assumendo alcun effetto benefico dell'allungamento sul livello dei rendimenti, il finanziamento di questa operazione implicherebbe la sottrazione di una importante quantità di risorse alle necessarie misure di welfare e di sostegno agli investimenti.

Questi risultati, infatti, vanno contestualizzati all'interno di una economia caratterizzata da un elevato rapporto debito/PIL e in cui, dopo anni di forte calo del tasso medio ponderato all'emissione (3.61% nel 2011, 0.68% nel 2017), questo ha ripreso a salire (1.07 a fine 2018, Fonte: MEF). Nelle nostre previsioni, inoltre, è prevista una dinamica dei tassi che spinge verso l'alto la spesa per interessi anche nello scenario di base, nel quale si passa dai 53.9 miliardi di euro previsti nel 2019 ai 62 del 2025 e ai 66 del 2030 (Fig.7).<sup>3</sup> Ciò

<sup>3</sup> Il maggior costo è dovuto altresì all'aumento dello stock di titoli per via dei disavanzi annui ipotizzati.

significa che potrebbe dunque non esserci nel bilancio pubblico uno spazio di ulteriori 5-6 miliardi annui da destinare a spesa per interessi.

I risultati appena descritti contrastano con quanto ottenuto nella prima versione di questa analisi, sebbene essi non siano perfettamente comparabili per via della diversa configurazione dello scenario di base e della strategia di allungamento. Al di là dei numeri, però, ciò che è interessante sottolineare è che nella precedente analisi il costo aggiuntivo rimaneva pressoché stabile nel tempo nonostante l'allungamento progredisse. Ciò poiché, in un contesto di tassi ancora molto bassi e previsioni di rialzo gradualmente ma rilevanti, la riduzione delle emissioni annue consentiva il cosiddetto *lock-in* dei tassi, ovvero l'allungamento consentiva di pagare tassi bassi per periodi più lunghi di tempo, evitando il rifinanziamento con frequenza maggiore e a tassi via via crescenti. Così facendo, si otteneva rispetto allo scenario di base un risparmio che andava a compensare il maggior costo di spostarsi gradualmente verso scadenze maggiori lungo la curva dei rendimenti.

Allo stato attuale, invece, come già introdotto con la figura 5, il livello dei tassi risulta già elevato. Per i prossimi due anni è previsto in lieve diminuzione, mentre a seguire è atteso che torni sugli attuali livelli. Una dinamica della curva governativa così moderata fa sì che l'effetto positivo di *lock-in* di tassi più bassi attraverso emissioni con scadenze più lunghe venga meno.

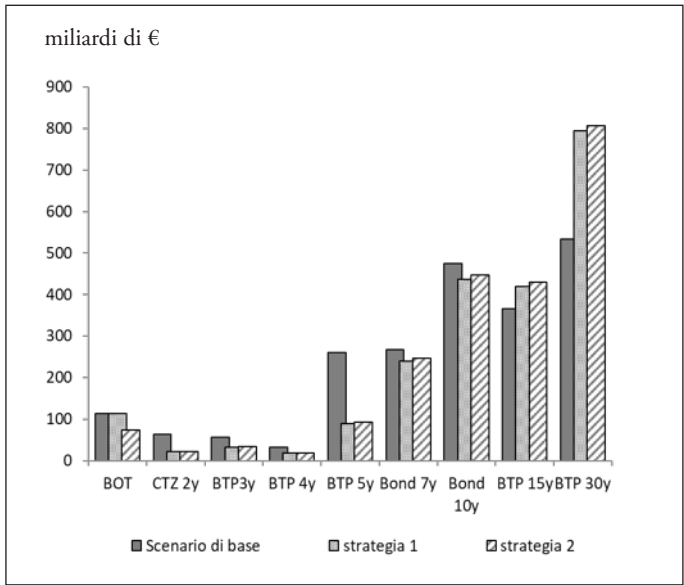
## Questioni aperte

La fattibilità delle due strategie ipotizzate richiede infine considerazioni ulteriori e diverse rispetto alla sola analisi dei costi.

In merito all'ipotesi riguardante la composizione delle emissioni di medio-lungo termine si impone una riflessione. È vero, come anticipato, che la domanda per BTP a lunga scadenza sia stata vivace negli ultimi anni, tuttavia l'acuirsi dell'incertezza gravante sul debito pubblico sollecita l'interrogativo del perché gli investitori dovrebbero acquistare titoli a lungo termine, la cui detenzione sarebbe maggiormente penalizzata dall'aumento dei tassi a causa della loro maggiore durata finanziaria (*duration*). Esistono investitori che, per via delle caratteristiche delle loro passività (vedasi fondi pensione o assicurazioni), sono poco sensibili al rischio di mercato in quanto interessati al flusso

cedolare che l'obbligazione periodicamente garantisce e, quindi, orientati a tenere il titolo sino a scadenza, tuttavia, in presenza di un maggior rischio default e/o di ridenominazione, anche tali investitori sarebbero sicuramente riluttanti nell'accrescere la loro esposizione rispetto alla situazione attuale. La figura 9 segnala che le due strategie di allungamento prevedono al 2025 circa 420 miliardi di euro di titoli a 15 anni (circa 60 in più rispetto allo scenario di base) e 800 miliardi di titoli a 30 anni (oltre 260 in più), mentre tutte le altre tipologie diminuirebbero, in particolare i BTP a 5 anni (-170 miliardi).

Figura 9 – Composizione al 2025 dello stock di titoli, per durata all'emissione



Fonte: Elaborazione Prometeia

Rispetto a questo risultato occorre, quindi, menzionare il fatto che un'offerta di titoli fortemente orientata verso il lungo periodo, oltre a poter incidere sull'irripidimento della curva dei rendimenti, potrebbe non essere neutrale neanche dal punto di vista della composizione del debito per detentori. Come si nota guardando ai risultati dei collocamenti di BTP a 20, 30 e 50 anni, la domanda per tali titoli proviene soprattutto dall'estero (in media attorno al 60%, con un massimo dell'83% per il BTP a 50 anni emesso il 4 ottobre del

2016) e in particolare da *fund manager*. L'implicazione di informazioni simili potrebbe essere che allungando le scadenze possa venire a formarsi una base di investitori più volatile, cioè con maggiore propensione e rapidità di fuga in caso di deterioramento della fiducia sulla sostenibilità dei nostri conti. I considerevoli deflussi degli operatori esteri dal mercato dei titoli di stato italiani nella seconda parte del 2018 sono emblematici in tal senso.

Per quanto riguarda, infine, l'ipotesi di sostituzione dei BOT introdotta nella strategia 2, essa sarebbe di più semplice attuazione in fasi espansive del ciclo. Infatti, nelle fasi deboli, le banche e gli altri operatori finanziari accrescono la loro domanda di BOT, costituendo essi una forma di titolo rifugio sicuro e liquido da sostituire all'erogazione di prestiti rischiosi a favore dell'economia reale e a titoli a più lunga durata. Ad ogni modo, come abbiamo avuto modo di premettere, il problema del rifinanziamento dei titoli non è tanto legato ai BOT, la cui riduzione non è quindi decisiva nell'esercizio, quanto ai titoli a medio e lungo termine.

## Conclusioni

L'esercizio svolto ha la finalità illustrativa di valutare il costo di una strategia di allungamento della vita media del debito pubblico italiano volta a ridurre l'ingente volume di emissioni annue. Due sono i principali risultati che possiamo trarre da questa analisi.

Il primo è che, a turnover avvenuto, le strategie ipotizzate di allungamento delle scadenze dei titoli di Stato permettono una riduzione delle emissioni lorde annue del 17-19% (attorno ai 65 miliardi di euro, strategia 1) e del 27-29% (quasi 110 miliardi, strategia 2), con la vita media che sale dagli attuali 6.7 anni rispettivamente a 9 e a 10 anni. Le emissioni diverse da BOT passano dai circa 230 miliardi dello scenario di base ai 160-170 delle due strategie di allungamento (-30% circa).

Il secondo risultato è che una tale riduzione del emissioni annue potrebbe essere conseguita ad un costo che ammonta a regime a circa 5-6 miliardi annui, corrispondenti allo 0.3-0.4% del PIL. Cumulando gli interessi aggiuntivi annui, si calcola che nel 2025, a sei anni dall'inizio dell'implementazione della strategia, le risorse impiegate a tal fine ammonterebbero a 23.3 miliardi

nel caso in cui fosse attuata la strategia 1 e 28.2 nel caso della strategia 2 (circa 1.3% e 1.6% del PIL italiano annuo).

Prima di commentare in definitiva i risultati, si rammenta che quest'esercizio non tiene conto dei possibili effetti di retroazione sui rendimenti che questa strategia potrebbe produrre né di altri effetti di ordine macroeconomico che, in forza della strategia o meno, potrebbero materializzarsi. Ad ogni modo, sulla base dei risultati ottenuti si può concludere che, alle attuali condizioni di mercato e data l'evoluzione dei tassi prevista nel nostro scenario, l'attuazione di una simile strategia potrebbe apparire vincolata dalla onerosità dell'operazione a carico del bilancio pubblico (a regime 5-6 miliardi annui) e dalle evidenti difficoltà di reperire risorse nello spazio già ristretto delle finanze italiane. D'altra parte, come si appurava nella versione precedente di questa analisi, in un contesto di bassi tassi di interesse e di lento ma sostanziale rialzo in previsione, il risparmio derivante dal *lock-in* dei tassi farebbe dell'allungamento delle scadenze un'utile politica di gestione del debito.

## PARTNER ISTITUZIONALI



## BUSINESS PARTNER



## SOSTENITORI

Acquirente Unico

Assonebb

Cassa Nazionale del Notariato

CNPADC

Kuwait Petroleum Italia

Mercer

Natixis IM

OASI

Pfizer

SACE

Salini - Impregilo

Sisal

Per attivare un nuovo abbonamento  
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 36725 UBI Banca  
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA  
IBAN IT 47L 03111 03233 000 0000 36725

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

**amministrazione@editriceminervabancaria.it**

## Condizioni di abbonamento ordinario per il 2019

	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria</b> bimestrale	<b>Economia Italiana</b> quadrimestrale	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria</b> + <b>Economia Italiana</b>
Canone Annuo Italia	<b>€ 100,00</b> causale: MBI19	<b>€ 50,00</b> causale: EII19	<b>€ 130,00</b> causale: MBEII19
Canone Annuo Estero	<b>€ 145,00</b> causale: MBE19	<b>€ 75,00</b> causale: EIE19	<b>€ 180,00</b> causale: MBEIE19
Abbonamento WEB	<b>€ 60,00</b> causale: MBW19	<b>€ 30,00</b> causale: EIW19	<b>€ 75,00</b> causale: MBEIW19

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00**

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00**

## Publicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

---

Editrice Minerva Bancaria  
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti



## ECONOMIA ITALIANA 2019/1

### Le sfide dell'economia digitale

*"Data is the new fuel, the new money"* (The Economist, 2017) e, in effetti, la rivoluzione digitale è la grande trasformazione economica che stiamo vivendo, con impatti planetari sulla produttività e la distribuzione del reddito, sulla tassazione delle imprese, sulla concorrenza e sull'occupazione. Come osserva **Stefano Fantacone**, *guest editor* di questo numero, la rivoluzione digitale pone cambiamenti profondi sia nella domanda che nell'offerta. Permettendo di confrontare i prezzi di ogni singolo bene "le piattaforme digitali hanno avvicinato come non mai il sistema economico alla configurazione ideale del banditore walrasiano". D'altro canto, come ricorda **Andrea Pezzoli**, chi gestisce le piattaforme digitali crea "un baratto, in cui il consumatore offre come mezzo di scambio i propri dati", il cui esito sembra a tutto vantaggio dei gestori. "I Big Data e i 'mercati senza prezzo' sollevano questioni che si trovano a metà tra antitrust e tutela della privacy ... per una politica antitrust efficace diviene sempre più necessario l'aiuto della strumentazione propria della tutela del consumatore e della protezione dei dati e di un welfare 'amico' della concorrenza". **Giuseppe Cinquegrana** analizza il legame fra i cali di produttività del lavoro negli ultimi vent'anni e i problemi di misurazione nei conti nazionali dei prezzi dei beni e servizi a contenuto tecnologico. Il ritardo italiano nell'introduzione di tecnologie digitali per imprese, famiglie e le istituzioni pubbliche pesa sulla produttività del Paese. Inoltre, le stime indicano come alla crescita più recente della dotazione digitale non stia corrispondendo alcun significativo impulso sulla produttività. Di fronte alla globalizzazione, **Loredana Carpentieri, Stefano Micossi e Paola Parascandolo** si chiedono se la *Corporate Income Tax* sia ancora un modello efficiente di tassazione delle imprese. Le attività sono diventate globali, digitali e immateriali, mentre i sistemi fiscali sono rimasti quelli progettati un secolo fa. All'interno dell'Unione europea la crisi della *Corporate Income Tax* ha assunto dimensioni ancora più significative per la combinazione con le regole di libera circolazione dei capitali. Per limitarne i principali effetti negativi le istituzioni europee cercano da quasi un quarantennio forme di coordinamento/armonizzazione che non hanno generato i risultati sperati. Una soluzione radicale, anche se complessa, potrebbe essere la sostituzione dell'imposta sul reddito con una *Cash Flow Tax*. Arricchiscono il numero le rubriche di **Alberto Navarra** e **Claudio Torcellan** sugli impatti della digitalizzazione sul mercato del lavoro e sulle banche in particolare e il contributo di **Martina Capuano** sugli effetti di Industria 4.0.

ECONOMIA ITALIANA nasce nel 1979 per approfondire e allargare il dibattito sui nodi strutturali e i problemi dell'economia italiana, anche al fine di elaborare adeguate proposte strategiche e di *policy*. L'Editrice Minerva Bancaria si impegna a riprendere questa sfida e a fare di Economia Italiana il più vivace e aperto strumento di dialogo e riflessione tra accademici, *policy makers* ed esponenti di rilievo dei diversi settori produttivi del Paese.