

L'impatto della riduzione dello spread sulla spesa per interessi

Il miglioramento delle prospettive di finanza pubblica registrato negli ultimi mesi è legato in modo significativo alla riduzione della spesa per interessi rispetto a quanto stimato nella prima parte dell'anno. La Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) 2019, infatti, prevede una spesa per interessi della pubblica Amministrazione che nel prossimo triennio calerebbe progressivamente – rispetto ai 61,3 miliardi del 2019 – fino a raggiungere i 56,5 miliardi nel 2022. In tale anno, rispetto alle stime del Documento di economia e finanza (DEF) la spesa per interessi sarebbe inferiore di 17,2 miliardi (tab. 1). Concentrandosi sui soli titoli di Stato domestici (che rappresentano circa oltre l'80 per cento del debito lordo complessivo della PA), la minore spesa per interessi rispetto al DEF si aggirerebbe intorno ai 15 miliardi, sempre nel 2022¹.

Il modello di previsione della spesa per interessi utilizzato dall'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) – che considera la sola spesa associata a titoli di Stato domestici – presenta stime simili a quelle della NADEF e del DEF a partire dalle stesse ipotesi circa l'evoluzione dei tassi d'interesse adottate dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) nei due documenti di programmazione². Le differenze tra le stime MEF e UPB sono imputabili principalmente alle ipotesi sulla composizione delle emissioni future³, sulla previsione degli indici di inflazione italiana ed europea e su quella del tasso Euribor, e sull'evoluzione del fabbisogno di cassa del Settore statale.

¹ La restante quota di spesa per interessi riguarda i titoli emessi nei mercati non domestici, i Buoni postali fruttiferi di competenza del Ministero dell'Economia e delle Finanze, i mutui a carico dello Stato erogati dalla Cassa depositi e prestiti, i Conti di Tesoreria intestati ad enti non facenti parte delle Amministrazioni pubbliche, quali la Cassa depositi e prestiti (c/c n.29814) e la spesa per interessi relativa alle Amministrazioni locali e agli Enti di previdenza.

² Tali ipotesi si basano sulle curve *forward* implicite negli andamenti di mercato registrati nelle settimane immediatamente precedenti alla stima.

³ Per ulteriori dettagli, si veda Ufficio parlamentare di bilancio (2017), "Il modello UPB di analisi e previsione della spesa per interessi", *Nota di lavoro n. 3*, ottobre.

Tab. 1 – Spesa per interessi: previsioni MEF
(milioni di euro)

	2019	2020	2021	2022
NADEF 2019 programmatico, di cui:	61.316	59.246	57.856	56.477
<i>Titoli di Stato domestici</i>	51.337	49.305	48.724	48.014
DEF 2019 programmatico, di cui:	63.983	65.974	69.676	73.700
<i>Titoli di Stato domestici</i>	52.203	54.712	58.857	63.070
Differenza NADEF 2019 - DEF 2019, di cui:	-2.667	-6.728	-11.820	-17.223
<i>Titoli di Stato domestici</i>	-866	-5.407	-10.133	-15.056

Fonte: MEF.

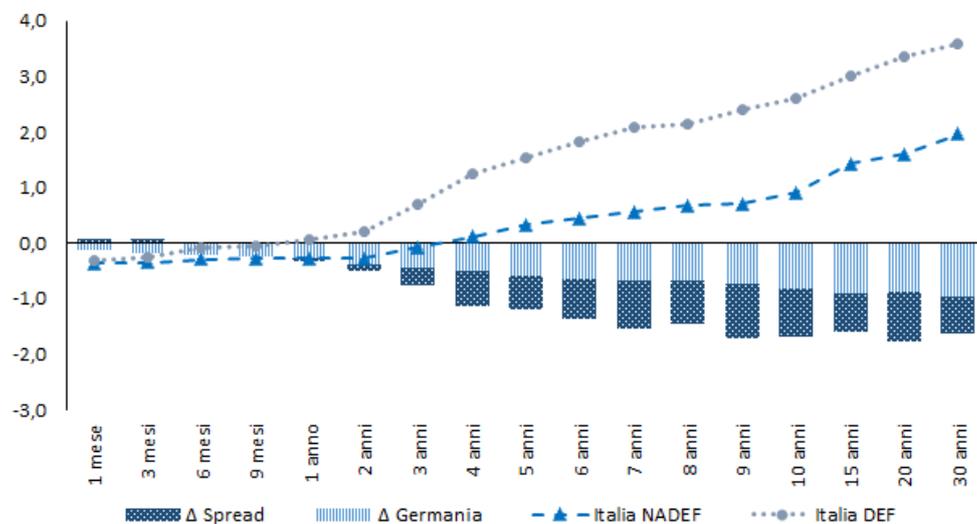
La significativa riduzione della stima della spesa per interessi a distanza di sei mesi è da attribuire in parte a una discesa generalizzata dei tassi d'interesse – in questa nota misurata dalla variazione dei rendimenti tedeschi e, in misura minore, dalla variazione dell'Euribor limitatamente alla quota di titoli a esso indicizzati -- e in parte alla riduzione del rischio-paese associato all'Italia -- in questa nota misurato dallo *spread* tra i rendimenti a termine italiani e quelli tedeschi.

Per avere un'idea del peso relativo delle due componenti, la figura 1 mostra le due curve dei rendimenti *spot* relative ai titoli di Stato italiani corrispondenti agli andamenti medi di mercato nelle settimane immediatamente precedenti l'elaborazione delle previsioni del DEF e della NADEF⁴, e scompone la distanza tra esse nelle due componenti: (i) la variazione registrata, tra DEF e NADEF, dai rendimenti dei titoli di Stato tedeschi con analoga scadenza e (ii) la variazione registrata, nello stesso periodo, dal differenziale di rendimento tra titoli di Stato italiani e tedeschi. Come mostrato dalla figura, mentre per le scadenze più brevi il calo dei tassi italiani è da imputare alla componente della discesa generalizzata dei tassi, per scadenze più elevate la componente dovuta alla riduzione dello *spread* è più significativa e in media appare spiegare circa la metà della riduzione dei tassi italiani.

Per una stima dei risparmi da ricondurre a ciascun fattore, utilizzando il modello UPB, sono stati costruiti due scenari alternativi relativamente all'evoluzione dei tassi d'interesse e della relativa spesa per interessi sui titoli di Stato italiani rispetto allo scenario di riferimento (*baseline*), rappresentato dalla previsione formulata sulla base dei tassi registrati tra la fine di agosto e l'inizio di settembre usata per la valutazione dello scenario di finanza pubblica della NADEF.

⁴ Per il DEF si mostrano i rendimenti medi registrati nel periodo dal 04 all'8 marzo 2019, mentre per la NADEF i rendimenti medi registrati dal 30 agosto al 04 settembre 2019.

Fig. 1 – Curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani nel DEF e nella NADEF 2019 (punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

Nello scenario che intende cogliere l’impatto della riduzione generalizzata dei tassi d’interesse, le curve *forward* alternative per l’Italia vengono calcolate aggiungendo ai rendimenti italiani a termine stimati a settembre il valore assoluto della variazione registrata tra marzo e settembre dalle curve a termine relative ai titoli tedeschi. Analogamente, il secondo scenario si ricava aggiungendo alla curva dei rendimenti a termine dei titoli di Stato italiani utilizzata nello scenario di riferimento il valore assoluto della variazione dello *spread* tra le curve *forward* italiane e tedesche registrata tra marzo e settembre.

Il risultato di questo esercizio è che alla riduzione dello *spread* tra marzo e settembre si può attribuire quasi la metà della riduzione della spesa per interessi sui titoli di Stato tra il DEF e la NADEF (tab. 2). In particolare, per quanto riguarda il 2022 (anno in cui la stima di tale riduzione avrebbe raggiunto circa 15,6 miliardi secondo il modello UPB), l’impatto del minore *spread* nei due documenti sarebbe stato pari a quasi 7,2 miliardi (di cui 180 milioni circa relativi a interessi su titoli emessi tra aprile e agosto 2019⁵). Un valore leggermente più alto può essere attribuito alla riduzione generalizzata dei tassi di interesse, in cui si considera sia la variazione dei rendimenti tedeschi (che contribuisce per circa 7,3 miliardi) sia la variazione dell’Euribor (che incide per circa 400 milioni).

⁵ Il risparmio complessivamente riconducibile al calo dei tassi d’interesse sulle emissioni avvenute dal 1° aprile al 31 agosto 2019 (ovvero nel periodo intercorso tra la formulazione delle previsioni contenute nel DEF e nella NADEF) è stimato in circa 470 milioni l’anno dal 2020 al 2022. Tale importo è stato calcolato al di fuori del modello UPB, ipotizzando, per ciascun titolo effettivamente emesso, un rendimento pari a quello che un titolo di durata corrispondente avrebbe avuto in base alla curva utilizzata per le previsioni DEF. Per isolare la componente relativa alla sola riduzione del rischio-paese, il rendimento applicato a ciascun titolo per ciascuna scadenza è stato definito sommando al rendimento di aggiudicazione effettivo il valore assoluto della variazione dello *spread* osservata tra aprile e il mese di emissione.

Tab. 2 – Spesa per interessi: previsioni UPB, solo titoli di Stato domestici
(milioni di euro)

	2019	2020	2021	2022
Delta previsione UPB Settembre - Aprile 2019	-456	-5.560	-10.426	-15.625
di cui:				
<i>Variazione generale dei tassi</i>	-297	-2.491	-5.079	-7.705
<i>Variazione spread</i>	-121	-2.200	-4.766	-7.184
<i>Residuo (variazione ipotesi inflazione, fabbisogno e composizione emissioni)</i>	-38	-870	-580	-736

Fonte: elaborazioni su dati MEF, Banca d'Italia e Refinitiv.

Per quanto riguarda la parte residuale della differenza, è importante tenere presente che le previsioni effettuate per i due documenti di programmazione risentono, sebbene in proporzioni minori, anche di altre variabili – diverse dai tassi di interesse – sottostanti i due scenari (tra cui le diverse previsioni di inflazione italiana ed europea che influenzano l'indicizzazione dei rendimenti legati a tali parametri, le diverse previsioni del fabbisogno, e le diverse ipotesi su volumi e composizione delle emissioni).

Infine, cumulativamente per il periodo 2019-2022 la riduzione di spesa per interessi sui titoli di Stato stimata tra il DEF e la NADEF è dovuta per circa 15,6 miliardi alla caduta generalizzata dei tassi, per circa 14,3 miliardi al calo dello *spread* e per circa 2,2 miliardi alla componente residuale descritta precedentemente.