

18 agosto 2019

SERVIZIO | L'ANALISI

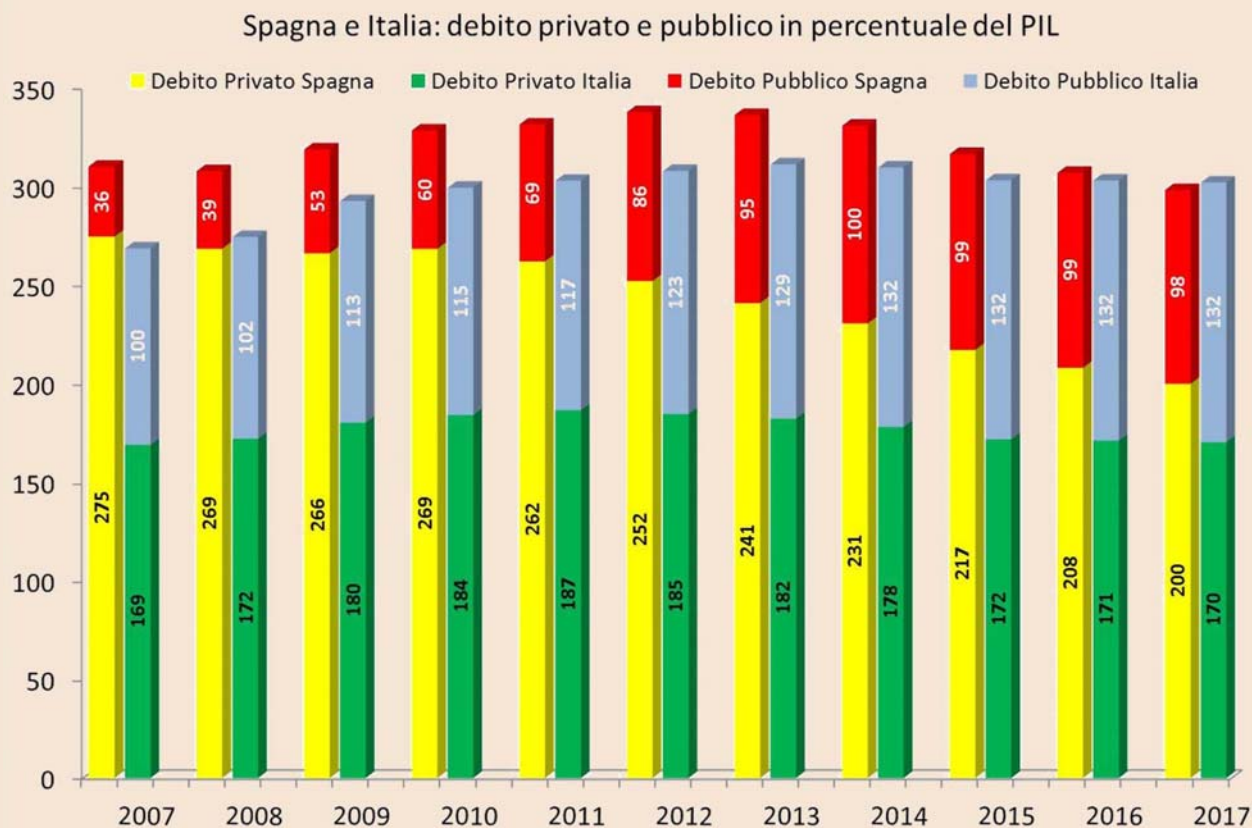
ITALIA E SPAGNA ALL'ESAME DELLO SPREAD

DAL RISCHIO-SOVRANO AL RISCHIO-SOVRANISMO

di Marcello Minenna

All'indomani della crisi, Italia e Spagna, i due paesi più importanti della periferia dell'Eurozona, hanno mostrato un andamento simile del premio per il rischio (spread) chiesto dal mercato per finanziare il loro debito pubblico rispetto a quello tedesco.

Un motivo può essere ricercato nelle regole fiscali europee, nel legame tra debito privato (soprattutto se bancario) e debito pubblico e nella circostanza che il totale di queste due voci rispetto al PIL consentiva dei termini di paragone. Infatti, in Spagna il 75% del debito complessivo era rappresentato dalla componente privata e solo il 25% dai titoli di Stato (BONOS), mentre in Italia la situazione era più bilanciata, con i titoli di Stato (BTP) intorno al 40% del debito totale del paese e proiettati in un trend di crescente incidenza come poi difatti è accaduto.



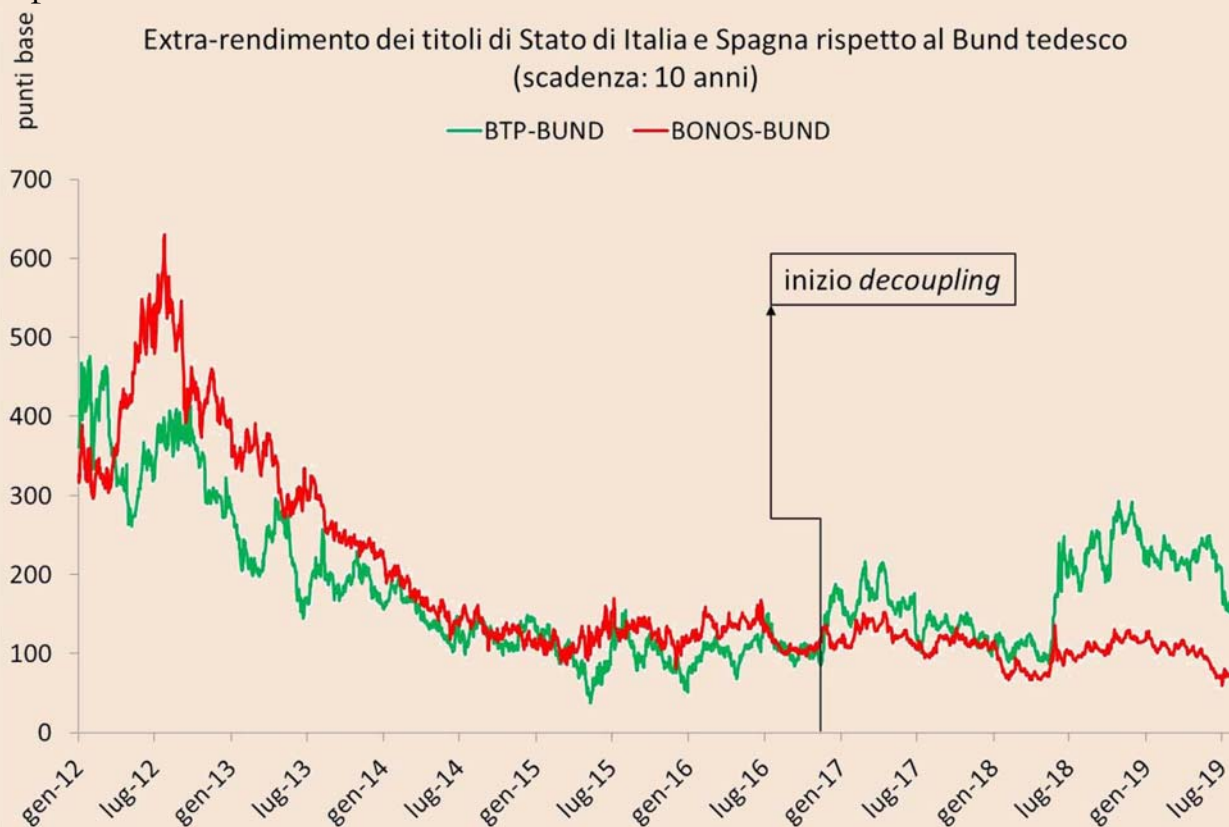
In altri termini gli operatori di mercato – visto il quadro normativo e di disciplina dei rischi – partivano dal presupposto che una crisi del debito privato sarebbe stata affrontata attraverso una sussidiarietà da parte del settore pubblico e viceversa.

Ed effettivamente così è stato: la grave crisi del settore bancario spagnolo del 2012 ha visto interventi della BCE e del Fondo Salva-Stati (ESM) che negli anni si sono traslati in un incremento di circa 25 punti del rapporto debito pubblico/PIL; in Italia invece, con il sostegno dei prestiti triennali della BCE (LTRO), il sistema bancario ha comprato titoli di Stato per oltre 200 miliardi di euro.

Non è un caso quindi che i due spread (cioè il differenziale di rendimento tra BTP e Bund per l'Italia e quello tra BONOS e Bund per la Spagna) abbiano mostrato andamenti abbastanza allineati per diversi anni.

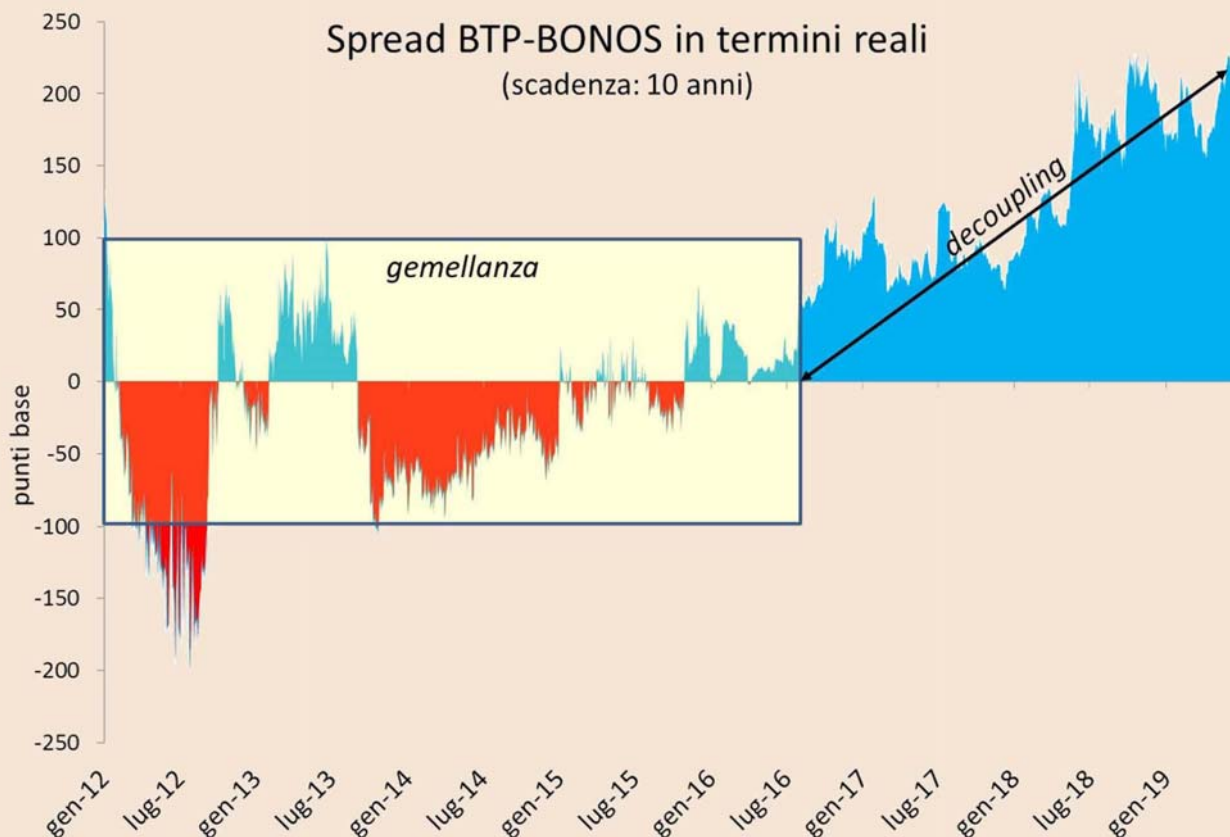
La situazione è però cambiata a partire da fine 2016 e ormai i due spread sono essenzialmente disallineati (decoupling). A differenza dei BTP, i

BONOS hanno oggi il privilegio di “offrire” ai loro sottoscrittori rendimenti negativi fino a 7 anni di scadenza e per gli investitori professionali non sono più titoli periferici bensì titoli semi-core, avvicinandosi così ai titoli di Stato dei paesi core, cioè Bund e OAT (i titoli di Stato francesi). Questi ultimi presentano ormai rendimenti negativi rispettivamente fino a 30 e 10 anni.



Queste dinamiche si apprezzano ancora meglio esaminando l’andamento dello spread in termini reali, cioè il differenziale tra BTP (o BONOS) e Bund al netto delle dinamiche inflattive nei rispettivi paesi. Come ho avuto modo di illustrare in un recente lavoro, nella nostra area valutaria l’inflazione è una variabile esogena rispetto al rischio sovrano in quanto la banca centrale non ha la possibilità di monetizzare il deficit pubblico su richiesta dei governi. Ne discende che – considerato che diversi livelli di inflazione erodono nel tempo il valore del debito in maniera differente – un’analisi più accurata della dinamica dei rischi sovrani va depurata dal rischio di inflazione.

In questa prospettiva, e per apprezzare meglio l'andamento dei rischi differenziali tra Italia e Spagna, si riporta direttamente lo spread BTP-BONOS in termini reali (la sottrazione per il rendimento del Bund è infatti comune a entrambi gli spread).



A conferma di questa rappresentazione grafica vi è il supporto di analisi statistiche, che mostrano come dall'ultimo trimestre 2016 vi sia stato un break nella relazione strutturale tra i rendimenti reali del BTP e quelli del BONOS. Fino ad allora, infatti, le due serie storiche erano fortemente correlate con una relazione di dipendenza lineare superiore al 90%, mentre da allora in poi questa relazione è venuta meno. Tradotto: la gemellanza Italia-Spagna sparisce.

Sul piano finanziario il nuovo regime post settembre 2016 trova una chiave di lettura alla luce delle decisioni di policy europee che si sono susseguite negli anni che hanno aumentato il focus sul nostro paese ed alimentato una deriva sovranista non apprezzata dai mercati.

Innanzitutto un inasprimento in senso sanzionatorio delle regole e della vigilanza europea sulla disciplina dei conti pubblici che non ha trovato un corrispondente nelle regole e nell'enforcement su altri squilibri macroeconomici pur formalmente controllati dalla UE – come ad esempio quelli derivanti dagli eccessi di debito privato o di avanzo commerciale – e che ha messo l'Italia sotto una lente d'ingrandimento rispetto agli altri paesi membri.

In secondo luogo l'entrata in vigore delle nuove regole per la disciplina del sistema bancario. Il burden sharing e poi il bail-in hanno ridotto la possibilità d'intervento da parte dei governi nazionali a supporto delle proprie banche in crisi. Peraltro, per l'Italia questo nuovo assetto normativo è intervenuto dopo che al sistema bancario era stato chiesto un enorme sforzo di investimento nei titoli di Stato domestici (nazionalizzazione del debito pubblico). L'irrigidimento delle regole ha riguardato anche il trattamento via via più severo dei crediti deteriorati – in termini di accantonamenti precauzionali e di stimolo alla rapida dismissione di queste esposizioni – da ritenersi quasi un'ossessione regolamentare se paragonato alla sostanziale indifferenza dell'Europa rispetto ai rischi della finanza strutturata assai presente in tutte le banche dei principali paesi membri ad eccezione dell'Italia. La nuova disciplina ha esasperato gli effetti negativi e pro-ciclici del circolo vizioso banche-Stati e aumentato la potenza dei riflettori puntati sull'Italia che, a differenza degli altri paesi intervenuti a sostegno dei rispettivi sistemi bancari per svariate centinaia di miliardi, aveva deciso di non agire.

In terzo luogo c'è stata l'esplosione del credito della Bundesbank fino a 1000 miliardi di euro su Target2 (cioè il sistema dei pagamenti interbancari transfrontalieri dell'Europa), un credito che risulta essenzialmente equi-ripartito verso Italia e Spagna e indicativo di quanti rischi siano stati segregati in questi due paesi. Questo incredibile controvalore è infatti da mettere in relazione al Quantitative Easing ed alla sua architettura

finanziaria priva di condivisione dei rischi (risk-sharing), determinato dal fatto che l'acquisto dei titoli di Stato è stato affidato alle Banche Centrali Nazionali e non direttamente alla BCE. Una dinamica finanziaria che ha riportato in auge tra gli economisti la dialettica sulla tenuta dell'Eurozona e tra gli esponenti dei governi quella su quali ulteriori misure porre in essere per segregare i rischi nei vari paesi membri, vista come unica ricetta percorribile per ridurre i rischi complessivi nell'area valutaria. Ricetta che però per l'Italia non ha funzionato come si evince dall'andamento dello spread reale tra BTP e Bund che oggi è molto vicino ai livelli raggiunti durante il picco della crisi. Pertanto, nonostante l'equi-ripartizione del debito contabile Target2 tra le banche centrali d'Italia e Spagna, gli operatori di mercato danno però una ponderazione diversa e peggiore dei rischi al nostro paese.

Spread BTP-Bund in termini reali
(scadenza: 10 anni)



Tutto ciò non è stato evidentemente privo di effetti e ha spinto gli investitori a cercare di immunizzarsi dal rischio di ridenominazione dei debiti pubblici in una nuova valuta nazionale.

Questa prospettiva e la valutazione dei rischi effettuata dai mercati – attraverso il prezzo scambiato su alcuni prodotti derivati (credit-default-swap o CDS) che misurano il rischio sovrano nelle sue varie dimensioni – consentono di ricostruire nel tempo la dinamica dell'andamento comparato dei rendimenti di BTP e BONOS in termini reali, sopra illustrata in termini di spread.

Riepilogando, durante la crisi e nei primi anni successivi, i due rendimenti sono stati piuttosto allineati, e spesso quello del BTP è stato inferiore in quanto il rapporto tra debito complessivo e PIL era migliore per l'Italia. A partire dall'estate del 2012 e fino a quasi tutto il 2016 il salvataggio del sistema bancario spagnolo da parte delle istituzioni europee con graduale traslazione sul debito pubblico iberico ed i nuovi indirizzi di policy in termini di rischi decisi dall'Euro-burocrazia hanno tuttavia avviato la Spagna – alla luce della nuova regolamentazione – ad essere valutata in una posizione finanziaria più solida rispetto all'Italia. Non a caso il 2016 è l'anno decisivo: il leverage complessivo dell'Italia raggiunge quello iberico per poi sorpassarlo l'anno successivo.

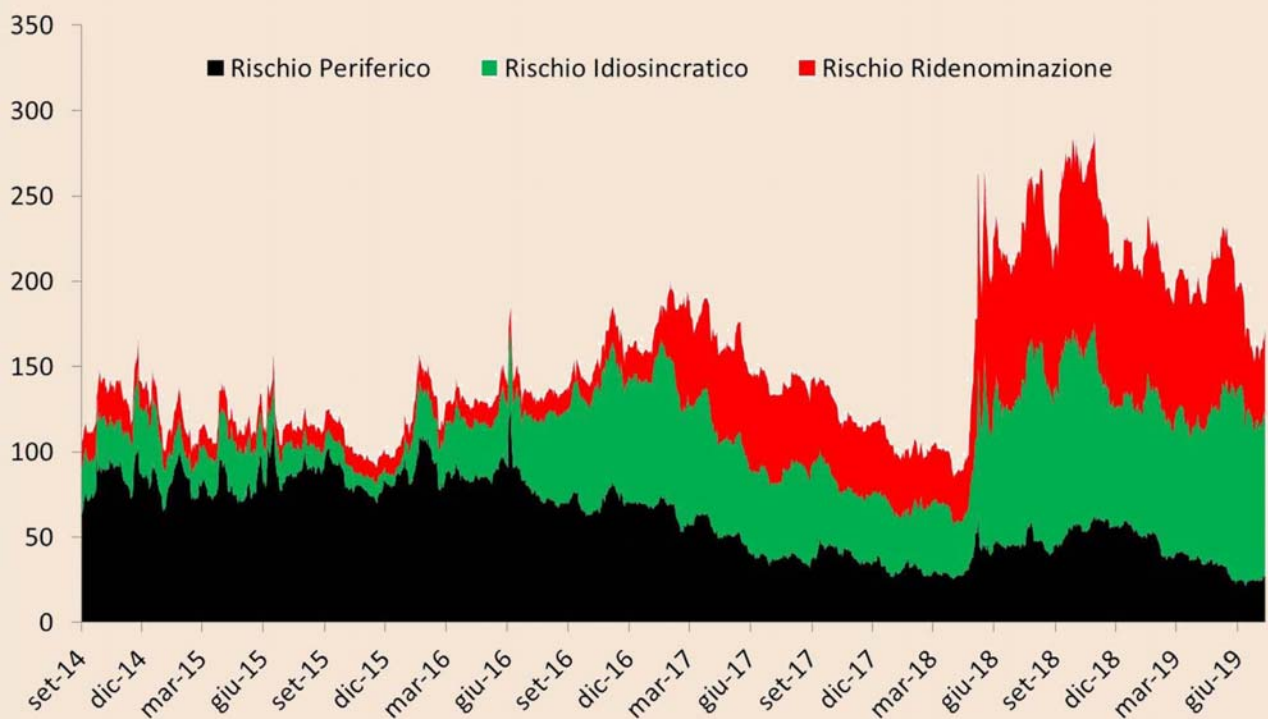
A questo si aggiunge che a partire dal 2016 in Italia la crescente instabilità politica si è unita ad un atteggiamento maggiormente critico verso le regole europee che ha contribuito ad ottenere spazi di manovra fiscale che purtroppo non hanno rilanciato l'economia del Paese in quanto sono stati utilizzati in prevalenza per finanziare spesa corrente e non investimenti.

Utilizzando le quotazioni di mercato dei CDS è inoltre possibile scomporre il rischio sovrano dell'Italia in tre componenti. Una prima componente rappresenta il rischio derivante dall'appartenenza alla periferia di un'area valutaria non ottimale e che non applica il risk-sharing; si tratta di un rischio aspecifico che l'Italia condivide con la Spagna e che appare ridimensionato negli anni tenuto conto delle criticità emergenti sulle altre dimensioni. Una seconda componente è invece tipica del rischio dell'economia italiana: la sua rilevanza è via via cresciuta nel tempo e riflette

la valutazione dei mercati delle decisioni di politica economica nazionale e del quadro regolamentare europeo sempre più stringente; il peggioramento ovviamente viene mitigato dalla circostanza che gli operatori finanziari valutano positivamente la grande capacità di reazione alla crisi da parte della nostra industria manifatturiera (fatta di piccole e medie imprese ad elevata flessibilità e capacità di innovazione) e l'elevato livello di risparmio privato che chiede solo uno spazio nobile per mobilitarsi. Una terza componente del rischio-Italia – che è arrivata ad assumere un ruolo assai rilevante – è la percezione di un “rischio-sovrano” derivante da un circolo vizioso che parte dai timori degli investitori per le possibili conseguenze di un'Italexit (uscita dall'euro e ridenominazione del debito pubblico in lire). Questi timori vengono alimentati dalla crescente insofferenza della politica nazionale verso i dictat europei che, a loro volta, diventando più severi, aumentano il premio al rischio sui nostri titoli di Stato e, quindi, le probabilità di un simile scenario.

Scomposizione CDS sovrano Italia

(scadenza: 5 anni)



Queste considerazioni offrono importanti spunti per intervenire efficacemente a supporto dell'economia italiana e creare valore per l'intera Eurozona. Come ho più volte evidenziato, serve un piano di investimenti pubblici che modernizzi il paese e che tramite un sistema di garanzie a prezzi di mercato avvicini anche il risparmio privato e i fondi previdenziali alla realizzazione di investimenti infrastrutturali. Un veicolo pubblico che dovrebbe operare in una rinnovata cornice di regole e controlli europei in materia di appalti e di contenzioso così da non ripetere gli errori del passato in tema di opere pubbliche e da tranquillizzare gli altri paesi membri in termini di accountability. L'obiettivo sarebbe di mobilitare svariate decine di miliardi di euro per trasformare il Sud dell'Italia nella più moderna area logistica dell'Eurasia in grado di intercettare l'enorme traffico commerciale ed energetico che passa per il Mediterraneo, come suggerito non molto tempo fa da Michele Buono in uno dei suoi reportage. Una simile modernizzazione consentirebbe tra l'altro di incrementare la leva turistica così da valorizzare finalmente l'incredibile patrimonio artistico del nostro paese. In fondo fare del Sud dell'Italia il più grande cantiere del Sud dell'Europa vuol dire anche offrire un margine di manovra in più al tema dei flussi migratori che potrebbero essere utilmente impiegati nella modernizzazione infrastrutturale del Paese.

I margini di manovra in Europa ci sono dato che Bruxelles ha fatto chiare aperture sulla spesa pubblica in conto capitale perché, dati i moltiplicatori particolarmente elevati di questa voce di spesa, stimolerebbe sensibilmente la crescita economica. E non mancano validi "ingegneri" pronti a riavviare la costruzione degli Stati Uniti dell'Eurozona sulla base di queste e di altre progettualità. Ciò che serve ora è un forte mandato politico.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna