

IL SOLE 24 ORE - 9 MARZO 2013

Studio Bce: un +10% di debito spinge lo spread di 100 punti

di Maximilian Cellino

Quanto influisce davvero l'ingente debito pubblico italiano sullo spread fra BTp e Bund? Purtroppo per le nostre tasche non poco, poiché il rapporto fra debito e Pil – che la proposta rilanciata da Luigi Guiso e Guido Tabellini finirebbe per accrescere – è l'elemento che più di ogni altro determina la forbice dei tassi italiani e tedeschi. Dopotutto è comprensibile che gli investitori chiedano una maggiore remunerazione quando cresce il rischio riflesso dallo squilibrio dei conti pubblici. Gli anni meno recenti dimostrano però che il mercato non ha sempre ragionato in questo modo, ignorando a lungo i problemi delle finanze italiane.

Lo dimostra lo studio «The pricing of G7 sovereign bond spreads the times, they are a-changin» firmato da Antonello D'Agostino e Michael Ehrmann, e appena pubblicato dalla Bce. L'analisi – che come tutti i «working paper» non riflette necessariamente la visione dell'istituto di Francoforte – passa in rassegna le principali determinanti degli spread dei titoli sovrani dei sette «grandi». Fra liquidità, condizioni di mercato, bilancia commerciale, Pil e inflazione attesi, debito pubblico dell'Italia è infatti di gran lunga quest'ultimo l'elemento più influente dello spread nei confronti della Germania: a ogni aumento del 10% registrato da questa grandezza – sottolinea lo studio – il divario fra i rendimenti dei titoli pubblici dei due Paesi cresce di circa 100 punti base. Per fare un confronto, una variazione del fattore liquidità (cioè la quantità di titoli in circolazione) ha un impatto di 30 punti base, l'avversione al rischio (misurata dall'indice Vix) conta 45 punti e le altre variabili macro hanno effetti ancora più limitati.

L'aspetto più interessante, però, è che nel tempo l'importanza data dagli investitori a queste grandezze è variata in maniera sensibile. L'esempio più evidente è sempre quello del debito/Pil del nostro Paese: nella prima metà degli anni 90, caratterizzati dalla lunga marcia di avvicinamento all'euro, una variazione del 10% di questo rapporto si poteva tradurre in un impatto di 60 punti base sullo spread. Durante i primi anni 2000 invece l'effetto debito (così come la differenza di rendimento fra BTp e Bund) si è progressivamente azzerato. Solo dopo l'emergere della crisi finanziaria i conti pubblici sono tornati determinanti, ben più di prima.

Differenze così evidenti fanno sorgere il dubbio su quale sia il posizionamento corretto del mercato, che ha minimizzato il prezzo del rischio nei primi anni dell'unione monetaria per poi farlo esplodere negli ultimi tempi. Lo studio Bce non risolve la questione in modo analitico, individua però attorno a 200 punti base lo spread fra Italia e Germania compatibile con gli attuali fondamentali macro: la differenza rispetto ai valori di oggi sarebbe dovuta a una sorta di rischio di ridenominazione della valuta per i bond dell'Eurozona già sottolineato anche da Mario Draghi.

Un valore «corretto» per lo spread a quota 200 non è una novità: già a settembre un'analisi della Banca d'Italia indicava una cifra simile. Dà però l'idea del risparmio ottenibile se la tensione sui mercati calasse. E se l'Italia fosse in grado di risolvere in tempi brevi il rebus elettorale.