



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in

Economia Aziendale

**GLI EFFETTI MACROECONOMICI
DELLO SPREAD SUI TITOLI DI STATO**

**MACROECONOMIC EFFECTS OF THE
SPREAD ON GOVERNMENT BONDS**

Relatore:

Prof. Alberto Russo

Rapporto Finale di:

Diego Fioravanti

Anno Accademico 2018/2019

Indice

Introduzione	p.4
Capitolo 1 - Il debito pubblico	p.5
1.1 Le caratteristiche del debito pubblico	p.5
1.2 La storia del debito pubblico italiano	p.6
1.3 I fattori che incidono sull'andamento e la stabilità del debito pubblico	p.10
1.4 Debito, avanzo primario e spesa per interessi	p.14
Capitolo 2 - Lo spread sui titoli di Stato	p.16
2.1 Cos'è lo spread	p.16
2.2 Andamento storico dello spread	p.16
2.3 Scomposizione dello spread in rischio default, e rischio uscita dalla moneta unica	p.19
Capitolo 3 - Gli effetti dell'aumento dello spread	p.21
3.1 Effetti dell'aumento dello spread sul PIL	p.21
3.2 Effetti dell'aumento dello spread e della moneta unica sulla competitività delle imprese e sulla bilancia dei pagamenti	p.22

3.3 Effetti dell'aumento dello spread sulle banche e sulle assicurazioni	p.24
3.4 Effetti dell'aumento dello spread sui tassi dei mutui e sul mercato immobiliare	p.27
Capitolo 4 - soluzioni al problema del debito	p.29
4.1 Austerità o politiche fiscali espansive?	p.29
4.2 Il ripudio del debito	p.30
4.3 L'Uscita dall'euro	p.32
Conclusioni	p.35
Bibliografia	p.36
Sitografia	p.37

INTRODUZIONE

In seguito alla crisi del 2008 quasi tutti gli stati europei sono stati costretti a ricorrere all'aumento del debito pubblico per sostenere l'economia, e sono andati a “sforare” in maniera consistente i parametri minimi che si erano stabiliti per aderire alla moneta unica con l'accordo di Maastricht, sia in termini di deficit che di rapporto debito/Pil. Questi debiti ora pesano sul futuro finanziario di molti stati. La Grecia ne ha già pagato le conseguenze, mentre gli altri paesi periferici (Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda) si sono salvati in extremis grazie alle politiche accomodanti della BCE. Appare comunque evidente come l'Unione Europea viaggi a 2 velocità. I titoli dei paesi “core” (Germania e Francia) sono il punto di riferimento in termini di sicurezza mentre quelli dei “paesi periferici” sembrano essere sempre meno appetibili come dimostrato dagli spread con il Bund . Le improvvise oscillazioni dello spread e il ristretto margine di manovra causato dall'alto debito pubblico costituiscono oggi per la classe politica uno dei problemi principali da risolvere, soprattutto nei paesi con un alto debito e bassa crescita economica come l'Italia.

CAPITOLO 1 - IL DEBITO PUBBLICO

1.1 LE CARATTERISTICHE DEL DEBITO PUBBLICO

Il debito pubblico può essere definito in maniera approssimativa come la somma degli avanzi e disavanzi di bilancio generati da uno Stato nel corso degli anni. Possiamo tuttavia trovare una definizione più rigorosa del debito in una nota pubblicata sul sito del Ministero dell'economia e delle finanze: “Il debito pubblico è pari al valore nominale di tutte le passività lorde consolidate delle amministrazioni pubbliche (amministrazioni centrali, enti locali e istituti previdenziali pubblici). Il debito è costituito da biglietti , monete e depositi, titoli diversi dalle azioni - esclusi gli strumenti finanziari derivati – e prestiti, secondo le definizioni del sec 2010.”¹

Per quanto riguarda il debito pubblico italiano, esso ammonta a circa 2.322 miliardi di euro² con un rapporto debito/Pil del 132,2%³. Lo stock di debito italiano, è costituito (vedi Fig. I.1) , principalmente da titoli di Stato a medio-lungo termine (79,93%) e a breve termine (4,84%) aventi una maturity media pari

1 C. Cottarelli, *Il Macigno*. Milano, Giangiacomo Feltrinelli Editore, 2016, p.12

2 AA.VV. , *Rapporto sul debito pubblico 2018*, Ministero dell'economia e delle finanze, 2019, p.55

3 Ivi , p. 56

a 82,44 mesi (dato di Giugno 2018)⁴ ed emessi ad un tasso di interesse medio del 2,77% (dato di Dicembre 2017)⁵.

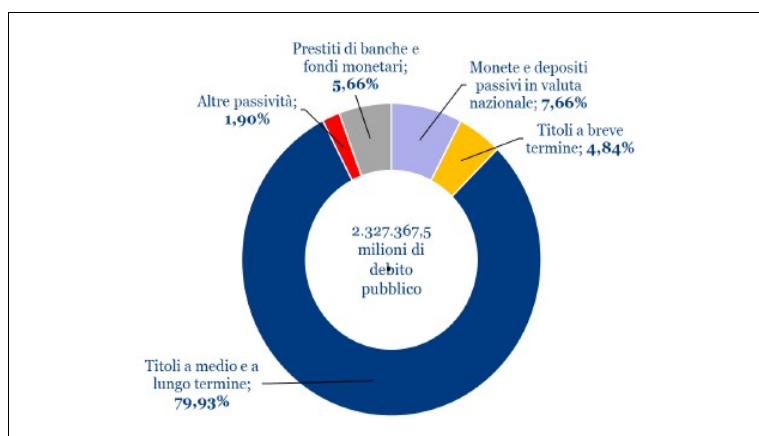


Fig. I.1: Composizione del debito pubblico italiano a maggio 2018⁶

I maggiori creditori dello Stato italiano sono gli operatori finanziari con sede in Italia, i quali detengono il 65,1% del debito . I soggetti residenti all'estero ne detengono il 29,4%, mentre è in mano a settori non finanziari e con sede/residenza in Italia solo il 5,6% del totale.⁷

1.2 LA STORIA DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

Il debito pubblico era già esistente alla nascita del Regno d'Italia, tanto che i dati della sua serie storica sono disponibili già a partire dal 1861. “Il Regno d'Italia

4 AA.VV., La fine del Quantitative Easing della BCE: quali impatti sul debito pubblico e sul sistema bancario, The European House Ambrosetti, 2018, p.38

5 Ivi , p. 41

6 Ivi , p .34

7 AA.VV, Eurostat news release 102/2019 - 21 June 2019, Eurostat, 2019

iniziò la sua vita con un debito piuttosto basso, intorno al 40 per cento del Pil, ma poi il debito iniziò a crescere [...] sfiorando [...] il 130 per cento del Pil verso la fine del secolo[...] Inizia poi una discesa fino a un minimo del 77 per cento del Pil prima della Grande Guerra. Ma con il conflitto bellico il debito esplose, sfiorando un picco storico del 160% nel 1920. La discesa successiva viene interrotta dalla Seconda Guerra Mondiale, in cui però il debito sale solo al 100% del Pil. L'inflazione nel secondo dopoguerra erode il valore del debito pubblico, che crolla sotto il 20% del Pil nel 1947”⁸ . Il debito si mantiene poi, su livelli molto bassi fino alla fine degli anni Sessanta, toccando un minimo nel 1963-1964. “Fino almeno al 1965 tutta la legislazione sul bilancio si era mossa interpretando l'Art.81 della Costituzione nel senso del pieno rispetto del principio di pareggio.”⁹ Nel 1966 però la Corte costituzionale riconobbe la possibilità di ricorrere all'emissione di prestiti anche per la copertura finanziaria di leggi ordinarie. Questo nuovo principio diede il via ad una nuova fase di aumento del debito tanto che “ il debito italiano compì un altro balzo in avanti, non trascurabile, e nel 1972 si era già indirizzato verso il 50% del Pil”¹⁰. Durante gli anni 70 il debito continuò a crescere, nonostante l'alta inflazione che faceva da freno. Si verificò inoltre che lo Stato iniziò a ridurre la durata delle emissioni dei titoli, puntando sulle emissioni

8 C. Cottarelli, *Il Macigno*. Milano, Giangiacomo Feltrinelli Editore, 2016, pp. 13-14

9 L. Tedoldi, *il conto degli errori*, Bari, Gius. Laterza & Figli, 2015, posizione 593

10 Ivi, posizione 466

di breve periodo (BOT) che passarono dal 10% del totale del debito di inizio decennio a circa un terzo dello stesso nel 1982 . Questa politica se da un lato favorì l'afflusso dei capitali privati, specie dei piccoli risparmiatori, dall'altro risultò piuttosto avventata dal punto di vista della sostenibilità del debito, in quanto lo Stato si trovava a dover costantemente ricercare nuovi investitori per rifinanziare i titoli in scadenza. Ai problemi legati alla durata del debito si aggiunsero anche quelli legati al tentativo di ridurre l'inflazione, divenuta all'inizio degli anni 80 un vero e proprio problema. Al fine di rendere maggiormente credibile la politica monetaria, “Governo e Banca d'Italia, decidono il cosiddetto divorzio. Lo promuove Beniamino Andreatta, all'epoca ministro del Tesoro: la Banca d'Italia chiude il rubinetto, riducendo gli acquisti di titoli di Stato.”¹¹ Dato che i titoli non venduti in asta non vengono più riacquistati dalla Banca d'Italia, lo Stato italiano al fine di piazzare tutti i titoli necessari a rifinanziare il debito ora è costretto ad aumentare i tassi di interesse. Quindi, a causa della maggior spesa per interessi e della riduzione del tasso di inflazione, il debito inizia a crescere vertiginosamente fino a superare alla fine degli anni Ottanta, il 100% del Pil. In questo periodo le famiglie italiane diventano i maggiori sottoscrittori dei titoli di Stato italiani con una quota pari a circa il 60% del totale. Gli anni 90 sono caratterizzati dal tentativo di ridurre il debito, ricorrendo al taglio della spesa

11 C. Cottarelli, Il Macigno. Milano, Giangiacomo Feltrinelli Editore, 2016, p.23

pubblica e all'aumento della tasse. Questa politica risulta particolarmente efficace tanto che “il deficit scende sotto al 3 per cento ed il deficit primario diventa un surplus (le entrate eccedono le spese al netto degli interessi) che raggiunge il 5 per cento del Pil in media dal 1996 al 2000”.¹² In questo decennio si verifica inoltre un vero e proprio cambio dei soggetti detentori dei titoli di Stato italiani, infatti le famiglie italiane cedono il passo agli investitori stranieri e agli istituti di credito: “Gli investitori esteri, in generale, passarono dal 15% del '91 al 20% circa del 1996, al 38% del 1999, costituendo insieme agli istituti di credito italiani quasi l'80% dei detentori di titoli del debito italiano.”¹³

Ad inizio millennio con l'entrata nell'euro, la situazione migliora grazie alla riduzione dei tassi di interesse sul debito ed alla loro convergenza con quelli degli altri paesi europei. Tuttavia, i governi che si susseguono (prima di centro sinistra e poi il governo Berlusconi), invece di proseguire l'azione di risanamento intrapresa a fine anni 90, colgono l'occasione, per adottare politiche maggiormente espansive. Questa porta quindi l'Italia ad avere nel 2007, alla vigilia della crisi mondiale del 2008-2009, un debito di circa il 100% del Pil. La crisi è piuttosto violenta e l'Italia non è in grado di sostenere l'economia a causa dell'alto debito. La caduta del Pil reale e l'aumento dei tassi di interesse, con il picco toccato nel

12 C. Cottarelli, *Il Macigno*. Milano, Gianniacomo Feltrinelli Editore, 2016, p.24

13 L. Tedoldi, *Il conto degli errori*, Bari, Gius. Laterza & Figli, 2015, posizione 3889-3893

2011, generano un nuovo aumento del debito che arriverà a superare il 130% del Pil. Le acque si calmano solo grazie all'intervento della Banca Centrale Europea la quale corre ai ripari per salvare i paesi in difficoltà (Grecia, Portogallo e Irlanda), immettendo nel mercato moltissima liquidità attraverso il cosiddetto Quantitative Easing, cioè l'acquisto di titoli del debito pubblico. L'effetto di queste politiche ci porta alla situazione attuale in cui il debito dei maggiori paesi europei risulta essere piuttosto elevato, ma comunque sostenibile visto che i tassi di interesse, a livello mondiale, risultano essere addirittura negativi per oltre 10 mila miliardi di dollari di titoli di Stato.¹⁴

1.3 I FATTORI CHE INCIDONO SULL'ANDAMENTO E LA STABILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO

La variazione del debito pubblico, può essere calcolata utilizzando la seguente equazione:

$$B(t+1) - B(t) = (r(t) - g(t)) B(t) + D(t)$$

¹⁴ V. Lops, La paura dei tassi negativi, più di 10 mila miliardi di bond sottozero in circolazione, 28 Marzo 2019, Articolo pubblicato su << Il sole 24 ore >> https://www.ilsole24ore.com/art/la-paura-tassi-negativi-piu-10mila-miliardi-bond-sottozero-circolazione-ABiDgUiB?refresh_ce=1;

dove $B(t)$ è il debito pubblico alla fine del periodo t , $D(t)$ è il disavanzo primario nello stesso periodo, entrambi in proporzione al Pil; $r(t)$ e $g(t)$ sono rispettivamente l'interesse nominale e il tasso di crescita nominale".¹⁵

Come si può constatare la variazione di debito dipende dal differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita del Pil, dallo stock di debito esistente e dal disavanzo prodotto dallo Stato nell'arco dell'anno. In particolare, un ruolo cruciale nel determinare la variazione del debito potrebbe essere quello svolto dal differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita, infatti se supponiamo il bilancio dello Stato in pareggio ($D=0$), con $r-g>0$ il debito tende a crescere mentre con $r-g<0$ il debito tende a diminuire. Riuscire quindi a mantenere questo parametro al di sotto dello zero, significherebbe erodere il debito senza dover avere un avanzo primario. Purtroppo però l'andamento di questo differenziale non è direttamente sotto il controllo del Governo in quanto soggetto agli influssi di molteplici fattori. Inoltre stabilire se il differenziale $r-g$ sia generalmente positivo o negativo non è semplice, infatti come è possibile vedere anche graficamente dalla figura I.2, "la deviazione standard di $r - g$ è molto ampia. Statisticamente, questo significa che è impossibile fare inferenze sul fatto che $r - g$ sia negativo o

15 C. Wyplosz, Un economista nel paese delle meraviglie, 18 Giugno 2019, Articolo pubblicato su <<Lavoce.info>><https://www.lavoce.info/archives/59731/un-economista-nel-paese-delle-meraviglie/>

positivo come “norma”.¹⁶ Il disavanzo $D(t)$ invece come specificato meglio nel paragrafo successivo, risulta essere controllabile e la sua gestione è certamente un fattore fondamentale nel determinare l'andamento del debito;

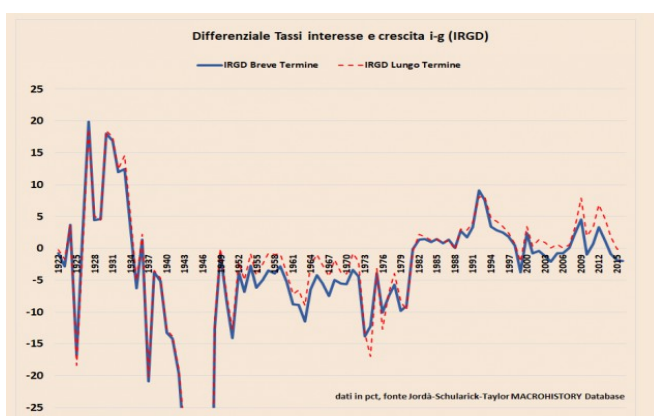


Fig. I.2 : andamento del differenziale “r-g” per l'Italia¹⁷

E' da notare poi, come esistano alcuni fattori che pur non comparando direttamente nella formula utilizzata per il calcolo della variazione del debito, risultano anch'essi in grado di produrre importanti effetti sullo stesso. Tra questi i principali sono: il tasso di inflazione, la stabilità e l'affidabilità del Governo, la duration dei titoli e la composizione dei creditori .

Il tasso di inflazione incide su alcuni parametri della formula: sul tasso r che è uguale a tasso di interesse reale + tasso di inflazione e sul tasso g che è dato dal

¹⁶ C. Wyplosz, Un economista nel paese delle meraviglie, 18 Giugno 2019, Articolo pubblicato su <<Lavoce.info>><https://www.lavoce.info/archives/59731/un-economista-nel-paese-delle-meraviglie/>

¹⁷ F. Lenzi, Ci sono limiti al debito pubblico? (e come provare ad abbassarlo), 24 Aprile 2018, Articolo pubblicato su << il sole 24 ore>> , <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2018/04/24/debito-pubblico-senza-limiti/>

tasso di crescita reale + il tasso di inflazione e quindi indirettamente anche sul denominatore del rapporto debito/Pil. Possiamo quindi andare a vedere in che modo una variazione del tasso di inflazione abbia effetti sul debito facendo però una precisazione: il tasso di interesse sul debito utilizzato nella formula viene considerato come unico su tutto lo stock del debito, mentre in realtà esso non è costante, ma varia in base alle condizioni a cui erano stati emessi i titoli negli anni precedenti. Il tasso attuale incide quindi solo sulla quota rifinanziata del debito in scadenza e sul finanziamento degli interessi e dell'eventuale disavanzo annuale. Questo comporta che mentre gli effetti dell'inflazione sul tasso r riguardano solo una parte del debito, quelli su g e quindi sul denominatore del rapporto debito/Pil, riguardano invece tutto lo stock di debito. Per queste ragioni, un aumento dell'inflazione tenderà a far diminuire il rapporto debito/Pil. Viceversa una riduzione dell'inflazione genererà esattamente l'effetto inverso, facendo aumentare il debito.

La stabilità e l'affidabilità del Governo incidono sulla fiducia che hanno gli investitori sul fatto che lo Stato riesca a ripagare il proprio debito, è evidente che quando un Governo viene ritenuto inaffidabile o instabile gli investitori sono meno propensi a concedere prestiti con la conseguenza che per piazzare il proprio stock di titoli lo Stato dovrà concedere un tasso di interesse r più alto. Anche la durata dei titoli rappresenta un fattore di potenziale instabilità del debito in quanto

quando è troppo breve costringe lo Stato a doversi rifinanziare spesso e in maniera massiccia, subendo così in modo eccessivo l'eventuale aumento dei tassi dovuto a periodi di crisi di fiducia da parte degli investitori. La nazionalità dei creditori, quando si parla di stabilità del debito, risulta anch'essa molto importante, infatti se i creditori sono prevalentemente esteri il debito risulta essere meno stabile. Ciò accade essenzialmente per due ragioni: per prima cosa, il rischio che lo Stato decida di non pagare e ripudiare il debito è maggiore, in quanto gran parte delle conseguenze negative avverrebbe lontano dal proprio paese; in secondo luogo i soldi spesi per interessi vanno a finire all'estero anziché restare all'interno della nazione e quindi non vanno ad incrementare la capacità di spesa dei residenti e conseguentemente non generano effetti positivi sul Pil. Il debito del Giappone ad esempio è altissimo, ma risulta sostenibile proprio grazie al fatto che gran parte dei creditori sono soggetti residenti.

1.4 DEBITO, AVANZO PRIMARIO E SPESA PER INTERESSI

Se escludiamo gli effetti del differenziale r-g di cui abbiamo parlato nel paragrafo precedente, i quali a causa dell'alta variabilità che li caratterizza, risultano significativi nel breve termine, ma piuttosto trascurabili nel lungo periodo, risulta evidente che “la variazione in ogni istante di tempo del debito pubblico dipende da due componenti: (dis)avanzo primario (spesa meno tasse) e spesa per interessi

“¹⁸. La spesa per interessi non è sotto il controllo del Governo, dal momento che il tasso di interesse a cui si finanzia lo Stato è dato dalla somma tra il tasso di riferimento, stabilito nel caso Italiano dalla Banca Centrale Europea, e il premio per il rischio, stabilito dal mercato.

L'avanzo primario invece è un parametro che risulta essere effettivamente sotto il controllo del Governo . Infatti lo Stato ha la possibilità di modificarlo, agendo sulle tasse e sul livello della spesa pubblica. Un avanzo primario positivo, comporta benefici sia nel breve termine grazie alla riduzione del debito, sia nel lungo periodo, in quanto si ridurrà anche la spesa per interessi degli anni successivi. Ovviamente lo Stato nel cercare di conseguire avanzi positivi deve tenere conto anche delle conseguenze sull'andamento dell'economia, per evitare effetti recessivi sul Pil, i quali potrebbero vanificare gli effetti positivi di questa politica di risanamento.

18 T. Monacelli, Il debito pubblico non si azzerà per magia, 17/05/2019, Articolo pubblicato su <<Lavoce.info>> <https://www.lavoce.info/archives/59124/il-debito-pubblico-non-si-azzeraper-magia/>

CAPITOLO 2 - LO SPREAD SUI TITOLI DI STATO

2.1 COS'È LO SPREAD

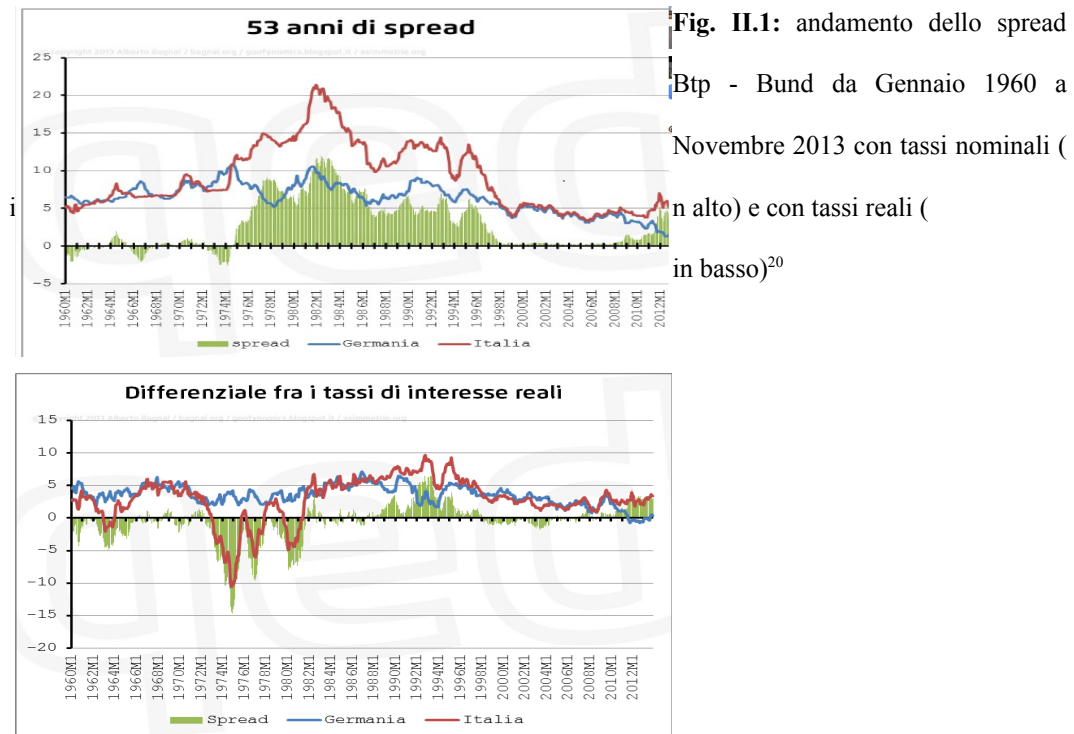
“Spread è un termine inglese che ha vari significati: a noi interessa il significato di scarto o differenza. In particolare ci interessa la differenza, o spread, fra il rendimento dei titoli di Stato italiani (o di altri paesi) e quello degli analoghi titoli tedeschi”¹⁹. La misurazione dello spread avviene in punti base; ogni punto base corrisponde ad una differenza dello 0,01% tra i due tassi di interesse. La scelta dei titoli tedeschi non è affatto casuale, ma è dovuta al fatto che l'andamento dei tassi di interesse dei Bund tedeschi è quello più simile al tasso di riferimento privo di rischio per l'intera area euro (OIS). Considerato quindi che i titoli sia italiani che tedeschi sono emessi in euro e quindi hanno lo stesso livello di rischio valutario, risulta evidente come lo spread Btp-Bund costituisca un chiaro indicatore del rischio di insolvenza da parte dello Stato italiano.

2.2 ANDAMENTO STORICO DELLO SPREAD

L'attenzione allo spread Btp – Bund è un fenomeno decisamente recente e inizia a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008. In realtà lo spread esisteva già molto prima, ed in passato aveva toccato valori decisamente più alti rispetto a quelli che

¹⁹ AA.VV, Lo spread: cos'è e quali conseguenze ha sulla nostra vita- Università del Sacro Cuore , Osservatorio CPI, osservatorio conti pubblici italiani , p.2

attualmente sembrano spaventare i mercati finanziari.



Osservando il primo grafico della figura II.1 si vede come a fine anni 70 e negli 80 lo spread abbia raggiunto livelli altissimi anche oltre i 1000 punti base , tuttavia ciò non costituiva un problema, infatti essendo i due debiti in valute diverse ed essendoci quindi due banche centrali diverse , la Banca d'Italia risolveva il problema con politiche di aumento dell'inflazione; quindi se andiamo a vedere il secondo grafico della figura 3, notiamo che i tassi di interesse reali erano in alcuni anni addirittura negativi. A fine anni 90 , con la nascita della

²⁰ AA.VV. , 53 anni di spread, 06/01/2014, Articolo pubblicato su <<Goofynomics>> <http://goofynomics.blogspot.com/2014/01/53-anni-di-spread.html>

Banca Centrale Europea e l'introduzione della moneta unica, viene meno la possibilità di ricorrere a politiche monetarie differenziate da parte dei paesi dell'area euro, tuttavia lo spread rispetto al Bund diminuisce per tutti i paesi dell'Unione, in quanto si crea nei mercati la convinzione che con l'unione monetaria i titoli di Stato dei vari paesi “potranno essere considerati assimilabili e quindi prezzati in maniera quasi identica”²¹. Dal 2001 al 2007 i tassi di interesse dei titoli dell'eurozona restano pressoché identici a quelli tedeschi. La crisi del 2007-2008 segna un vero e proprio punto di svolta, infatti ci si inizia a rendere conto che ognuno dei paesi dell'eurozona ha un livello di rischio differente. Lo spread dei vari paesi dell'Unione rispetto al Bund inizia così ad aumentare. Vista l'impossibilità di ricorrere a politiche inflazionistiche per ridurre il tasso di interesse reale (La BCE ha tra gli obiettivi mantenere il tasso di inflazione su livelli di poco inferiori al 2%), i paesi con un alto livello di debito come l'Italia vanno in difficoltà. Lo spread Btp–Bund tocca un picco nel Novembre del 2011 raggiungendo i 574 punti base e continua, nonostante le riforme attuate dal governo Monti, a mantenersi su livelli elevati anche nel periodo successivo. Sarà poi l'intervento della BCE a permettere di ridurre i tassi di interesse e lo spread grazie alle misure di “Quantitative Easing” volte all'acquisto dei titoli di Stato dei paesi dell'Unione.

21 M. Minenna, *La moneta incompiuta*. Roma, Ediesse, 2016, p.116

2.3 SCOMPOSIZIONE DELLO SPREAD IN RISCHIO DEFAULT, E

RISCHIO USCITA DALLA MONETA UNICA

Al fine di stabilire a quanto ammonti il rischio che uno Stato faccia default e quindi non paghi il proprio debito è possibile andare a vedere il valore di alcuni particolari derivati chiamati Credit Default Swap (CDS). I CDS “consentono di acquisire (e vendere) protezione sul rischio di default di un emittente senza dovere per forza essere titolari dell'attività sottostante. In parole semplici, l'acquirente di un CDS ottiene un'assicurazione contro il default dell'emittente in cambio del pagamento di un premio periodico. Se tutto va per il meglio l'acquirente del CDS paga soltanto i premi e non riceve nulla fino all'estinzione del contratto; se invece l'emittente va in default, il venditore del CDS deve risarcire l'acquirente con una somma che copra l'intero valore del titolo, o una sua considerevole parte”²². Attualmente sono scambiati due CDS sull'Italia, il primo copre solo dal rischio di default, il secondo copre invece anche il rischio che l'Italia esca dall'euro (“Italexit”) e di conseguenza ripaghi il proprio debito in Lire. Dato che il venditore di un CDS si espone ad un rischio risulta logico pensare che ad un premio maggiore pagato dall'acquirente corrisponda un rischio altrettanto maggiore. Pertanto il secondo CDS risulta avere un costo maggiore, la cui differenza rispetto al primo corrisponde esattamente al premio per il rischio di

²² M. Minenna, *La moneta incompiuta*. Roma, Ediesse, 2016, p.45

uscita dalla moneta unica dell'Italia. Preso atto che l'andamento del costo del secondo CDS è pressoché uguale a quello dello spread Btp–Bund, possiamo constatare che quest'ultimo può essere scisso in due componenti: il rischio percepito di un possibile default dello Stato italiano e il rischio percepito di “Italexit”.

CAPITOLO 3 - GLI EFFETTI DELL'AUMENTO DELLO SPREAD

3.1 EFFETTI DELL'AUMENTO DELLO SPREAD SUL PIL

Quando parliamo di un aumento dello spread intendiamo in genere che ad aumentare è il tasso di interesse dei titoli italiani, tuttavia trattandosi di un differenziale esso potrebbe anche aumentare in seguito di una riduzione dei tassi dei titoli tedeschi. Risulta evidente che taluni effetti come l'aumento della spesa per interessi accadono solo nel primo caso. Nel caso degli effetti sul Pil questo aspetto risulta fondamentale, infatti essi si manifestano principalmente nel primo caso. L'aumento del tasso di interesse pagato sui titoli italiani genera inevitabilmente un aumento della spesa per interessi. Lo Stato ha due opzioni per affrontare l'accaduto:

- 1) aumento delle tasse o riduzione delle spese;
- 2) finanziare la spesa in più con altro debito;

nel primo caso l'effetto sul Pil è immediato, in quanto una stretta fiscale tende a far rallentare l'economia. Nel secondo caso invece bisogna considerare alcune cose: anzitutto questa opzione è possibile solo se il debito precedentemente accumulato non è troppo elevato altrimenti si rischia un crisi di fiducia, e di conseguenza un ulteriore aumento dello spread; inoltre questa politica porta ad un aumento del debito che una volta superata una certa soglia risulta avere degli

effetti recessivi sul Pil come sostenuto in uno studio degli economisti Manmohan S. Kumar e Jaejoon Woo²³.

Preso quindi atto che una contrazione della crescita del Pil risulta in entrambi i casi difficilmente evitabile, è interessante quantificare l'ammontare di questi effetti. “Scrive a questo proposito il governatore della Banca d’Italia, Ignazio Visco, nelle Considerazioni finali alla Relazione annuale del 31 maggio: 'Si stima che a parità di altre condizioni, e senza tenere conto degli effetti negativi sulla fiducia di famiglie e imprese, rendimenti delle obbligazioni pubbliche di 100 punti base più alti determinino una riduzione del prodotto dello 0,7 per cento nell’arco di tre anni’”²⁴

3.2 EFFETTI DELL'AUMENTO DELLO SPREAD E DELLA MONETA UNICA SULLA COMPETITIVITÀ DELLE IMPRESE E SULLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La competitività delle imprese è molto influenzata dalle variazioni dello spread. Un aumento dello stesso, incide infatti sulla politica fiscale, generando la necessita di imporre maggiori tasse o di effettuare tagli agli investimenti da parte

23 M.S. Kumar, J.Woo, IFM Working Paper WP/10/174, International Monetary Fund, 2010

24 R. Hamaui, Lo spread è una tassa occulta. Ma gli Italiani l'hanno capito?, Articolo pubblicato su <<Lavoce.info>> <https://www.lavoce.info/archives/59565/lo-spread-e-una-tassa-occulta-ma-gli-italiani-lhanno-capito/>

dello Stato per pagare i maggiori interessi dovuti. Inoltre anche se lo Stato per evitare strette fiscali decidesse di finanziare gli interessi ricorrendo al deficit, si genererebbe comunque un maggior debito e “un debito pubblico elevato tenderà a rendere più difficile per l'impresa prendere a prestito, perché una quota maggiore dei risparmi disponibili all'economia sarà assorbita dal debito pubblico”²⁵. I tassi risulteranno quindi a parità di altre condizioni più elevati rispetto a quelli di un'impresa tedesca, con la conseguenza di minori investimenti da parte delle aziende italiane e successiva perdita di competitività da un punto di vista commerciale. Analizzando la bilancia commerciale dei vari paesi appare evidente come questa differenza di competitività tra i paesi della zona euro sia sfociata in un aumento del surplus della bilancia commerciale tedesca “che è cresciuto stabilmente fino a superare ampiamente il 6% del Pil dal 2005 in poi”²⁶. Questa situazione, che porta verso i paesi con uno spread minore ed in particolare verso la Germania ingenti risorse economiche e tende ad impoverire i paesi periferici, risulta molto difficile da modificare a causa della moneta unica e della scarsa mobilità del lavoro. Infatti una nazione con bilancia commerciale in deficit risolverebbe il problema semplicemente svalutando la propria moneta, ma ciò non è possibile in quanto sia Italia che Germania hanno la stessa valuta. L'altra

25 C. Cottarelli, *Il Macigno*. Milano, Giangiaco Feltrinelli Editore, 2016, p.46

26 M. Minenna, *La moneta incompiuta*. Roma, Ediesse, 2016, p.189

soluzione sarebbe un riequilibrio tramite la mobilità del lavoro: i disoccupati delle zone meno floride economicamente potrebbero spostarsi nelle zone più ricche, come accade tra gli stati appartenenti agli USA, tuttavia anche questa soluzione, quando si parla di Europa, appare di difficile applicazione poiché all'interno dell'Unione Europea esistono ostacoli evidenti alla mobilità del lavoro, tra cui certamente l'aspetto linguistico è uno dei principali.

3.3 EFFETTI DELL'AUMENTO DELLO SPREAD SULLE BANCHE E SULLE ASSICURAZIONI

Le banche e le assicurazioni sono i maggiori detentori dei titoli di Stato italiani, pertanto esse risultano particolarmente esposte alle variazioni dei tassi di interesse sul debito pubblico. Infatti dal momento che i titoli di Stato sono delle obbligazioni, un aumento dei tassi dei nuovi titoli emessi comporta un calo nella quotazione di mercato dei titoli già in circolazione che qualora venduti genererebbero una perdita per le società assicurative / banche detentrici. E' interessante notare che le banche e le assicurazioni iscrivono in bilancio i titoli determinandone il valore in base all'orizzonte temporale dell'investimento, quindi i titoli che si prevede di vendere prima della scadenza vengono valutati in base al valore di mercato, mentre quelli che si intende mantenere fino a scadenza vengono valutati in base al valore nominale. Pertanto la perdita di valore legata

all'aumento dello spread viene considerata nello stato patrimoniale solo per la parte riguardante gli investimenti di breve periodo, con il rischio che qualora lo spread aumenti Banche e Assicurazioni possano apparire da un punto di vista patrimoniale più solide di quanto in realtà esse siano.

Altro lato dolente di un aumento dello spread è legato al fatto che quasi tutte le banche si finanziano emettendo proprie obbligazioni, e “dato che i titoli di Stato rappresentano oggi circa il 10 per cento dell'attivo delle banche”²⁷, risulta inevitabile che se aumenta il rischio di default dello Stato Italiano, aumenta anche quello delle banche che gli hanno prestato i soldi. Di conseguenza un aumento dello spread fa aumentare i tassi di interesse delle obbligazioni bancarie.

Le difficoltà di finanziamento da parte del sistema bancario italiano dovute ad un aumento dello spread non si esauriscono con il discorso legato alle obbligazioni, ma riguardano, cosa probabilmente molto più significativa, anche il mercato del credito interbancario ed in particolare il mercato “Repo”, cioè il mercato in cui le banche si concedono prestiti a breve termine con a garanzia un collaterale, rappresentato in genere da titoli di Stato. All'interno di questo mercato non tutti i titoli hanno lo stesso valore come garanzia, infatti quelli con spread più basso, se dati a garanzia permettono di ottenere in prestito quasi il valore nominale del

27 AA.VV, Lo spread: cos'è e quali conseguenze ha sulla nostra vita- Università del Sacro Cuore, Osservatorio CPI, osservatorio conti pubblici italiani, p. 6

titolo mentre quelli con spread maggiore consentono di ottenere importi minori. Oltre a ciò, visto che è possibile riutilizzare gli stessi titoli per più operazioni di finanziamento, accade che i Bund tedeschi, in quanto considerati maggiormente sicuri, vengano riutilizzati un numero di volte maggiore rispetto agli altri titoli. Un aumento dello spread con il Bund pertanto comporta che se le banche sono in possesso di molti titoli di Stato domestici, come accade in Italia e negli altri paesi periferici dell'eurozona, dovranno sostenere un costo di rifinanziamento interbancario maggiore, con il rischio, come accaduto in Grecia, di arrivare a non avere più collateralizzati disponibili da fornire come garanzia.

In contrapposizione alla discriminazione dei titoli dei paesi meno virtuosi accade che “ i titoli governativi tedeschi e francesi diventano dunque una sorta di 'valuta pregiata' che le banche si contendono a suon di sconti e premi nelle operazioni di *reverse Repo*, in cui l'operazione viene vista nell'ottica del 'prestito di titoli' in cambio di una garanzia monetaria”²⁸

Questa differenza di appetibilità dei titoli tedeschi e francesi rispetto alle altre emissioni dei paesi dell'eurozona, si riscontra anche nelle aste dei nuovi titoli, tanto da generare una pressione al ribasso dei tassi dei Bund e dei titoli francesi e una pressione al rialzo dei tassi dei titoli dei paesi periferici. Come si può constatare si viene perciò a creare un circolo vizioso molto pericoloso, infatti uno

28 M. Minenna, *La moneta incompiuta*. Roma, Ediesse, 2016, p.262 -263

spread maggiore comporta una riduzione del valore del titolo come garanzia nelle transazioni Repo; questa riduzione comporta una minor appetibilità del titolo e di conseguenza un quantitativo minore di banche interessate all'acquisto nelle successive aste di titoli di nuova emissione ed un inevitabile ulteriore aumento dello spread.

3.4 EFFETTI DELL'AUMENTO DELLO SPREAD SUI TASSI DEI MUTUI E SUL MERCATO IMMOBILIARE

Per quanto riguarda gli effetti sui mutui di un aumento dello spread dobbiamo innanzitutto distinguere tra mutui già esistenti e nuovi mutui. Sui primi non si riscontrano effetti di nessun genere, infatti “quelli a tasso fisso già stipulati sono, per definizione, invulnerabili alle dinamiche dei tassi di interesse e dei mercati; quelli a tasso variabile sono agganciati prevalentemente all’andamento del tasso interbancario Euribor, le cui oscillazioni non influenzano e non sono influenzate dallo spread”²⁹ ; il discorso invece risulta essere diverso per quanto riguarda la stipula dei nuovi mutui. Infatti dato che come visto nel paragrafo precedente uno spread alto causa un aumento dei costi di finanziamento alle banche, questo si rifletterà, come si evince dal grafico in figura III.1 sui tassi dei nuovi prestiti

29 G. Ardito, M.L. Janiri , Ma chi ha detto che lo spread non influisce sui mutui?, Articolo pubblicato su <<Lavoce.info>> <https://www.lavoce.info/archives/56243/ma-chi-ha-detto-che-lo-spread-non-influisce-sui-mutui/>

concessi attraverso un aumento del margine applicato rispetto ai tassi di riferimento.

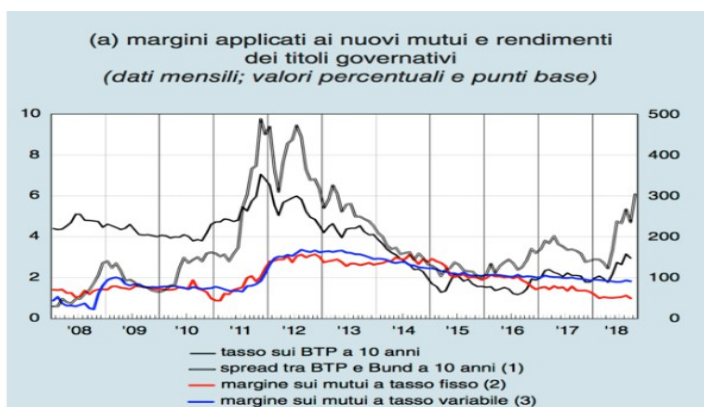


Fig. III.1 margine sui nuovi mutui e rendimenti dei titoli governativi³⁰

Fonte: Banca d'Italia e Thomson Reuters Datastream (Rapporto sulla stabilità finanziaria)

E' necessario comunque constatare che l'aumento dei margini sui mutui avviene solamente in caso di aumenti dello spread prolungati come nel periodo 2011-2012 e risulta essere piuttosto modesto, pertanto l'effetto sul mercato immobiliare pur essendoci, difficilmente risulterà particolarmente importante.

30 G. Ardito, M.L. Janiri, Ma chi ha detto che lo spread non influisce sui mutui?, Articolo pubblicato su <<Lavoce.info>> <https://www.lavoce.info/archives/56243/ma-chi-ha-detto-che-lo-spread-non-influisce-sui-mutui/>

CAPITOLO 4 - SOLUZIONI AL PROBLEMA DEL DEBITO

4.1 AUSTERITÀ O POLITICHE FISCALI ESPANSIVE?

Tra le possibili soluzioni al problema del debito rivestono particolare importanza quelle legate alle politiche fiscali, cioè l'austerità e le politiche espansive. La prima punta ad agire sul numeratore del rapporto debito/Pil, mentre le seconde hanno come scopo quello di agire sul denominatore.

L'austerità in genere è piuttosto malvista, specie da chi analizza il problema in un'ottica di breve periodo. Infatti un aumento delle tasse o taglio della spesa tende a generare un calo del Pil e di conseguenza una riduzione del gettito che nel breve periodo può vanificare anche completamente l'effetto di riduzione del deficit inizialmente previsto. Tuttavia in ottica di lungo periodo questa politica risulta in grado di ottenere i risultati sperati. “Chiariamo con un esempio. Prendiamo un paese che ha un debito pubblico di 1300 euro e un Pil di 1000 euro (il rapporto tra i due è del 130%, vicino a quello italiano) e , per semplicità di calcolo un bilancio in pareggio e un Pil costante. [...] Supponiamo di tagliare la spesa permanentemente di 20 euro e che questo riduca il Pil di pari ammontare [...], ipotizziamo ora che l'aliquota media di tassazione del Pil sia del 40 per cento [...]. In questo caso, quando il Pil scende, le tasse calano di 8 euro (20 per 0,4). Il deficit quindi si riduce di 12 euro (20 di minori spese meno 8 di minori entrate) [...] Visto il surplus di bilancio il debito si ridurrà di 12 euro scendendo a 1288

euro. Ma rispetto al Pil, il debito aumenta al 131,4 per cento (1288 diviso per 980) [...]. Vediamo cosa succede l'anno dopo: il surplus resta a 12 euro e il debito si riduce ulteriormente di 12 euro (a 1276 euro). Visto che non si stringe ulteriormente la politica fiscale il Pil resta costante a 980 euro [...]. Il rapporto tra debito e Pil scende quindi al 130,2 per cento (1276 diviso 980). L'anno dopo, per lo stesso meccanismo, scenderà al 129,0 per cento e continuerà a scendere negli anni seguenti.”³¹ Risulta evidente quindi che, in un ottica di lungo periodo, una politica di moderata austerità risulta efficace ed in linea con l'obiettivo da raggiungere.

Per contro, con una politica fiscale espansiva accade esattamente l'inverso, cioè si ottiene una riduzione immediata del rapporto debito/Pil nel primo anno per via dell'aumento del Pil e quindi del gettito fiscale; negli anni successivi invece si assiste ad un aumento del rapporto debito/Pil, in quanto il Pil continuerà a mantenersi sullo stesso livello, mentre il deficit contribuirà ogni anno ad aumentare il valore del debito.

4.2 IL RIPUDIO DEL DEBITO

Tra le varie ipotesi che circolano in ambito politico sulle possibili soluzioni al problema del debito pubblico, ha una certa rilevanza quella del “ripudio” o

31 C. Cottarelli, *Il Macigno*. Milano, Giangiaco Feltrinelli Editore, 2016, p.118 - 119

ristrutturazione del debito. Per “ripudio” o ristrutturazione si intende una modifica delle condizioni stabilite al momento dell'emissione, quindi può trattarsi di misure blande, come la modifica delle date di scadenza dei titoli o la modifica dei tassi di interesse, o di misure maggiormente drastiche come un taglio parziale o addirittura totale del valore nominale dei titoli. Pur essendo una soluzione che piace, perché risanerebbe la situazione in tempi brevissimi, evitando anni di politiche di austerità, essa genererebbe inevitabilmente alcune conseguenze negative tutt'altro che trascurabili:

- *perdita di reputazione.* Una volta che non si restituisce un prestito diventerà maggiormente difficile trovare credito, chi ci presta i soldi vorrà quantomeno un tasso di interesse maggiorato, visto che chi non ha pagato una volta, potrebbe farlo di nuovo;
- *effetti negativi sull'economia domestica.* La ristrutturazione del debito ha effetto su tutti i possessori dei titoli di Stato, quindi mentre per i titoli detenuti da soggetti esteri, specialmente fuori dall'area euro, le conseguenze si sposterebbero altrove con scarse ripercussioni per l'Italia, non è possibile dire la stessa cosa per quanto riguarda i titoli in possesso di soggetti residenti nel nostro paese. A farne le spese sarebbero il sistema bancario assicurativo e i privati in possesso di tali titoli. In particolare l'effetto sulle banche potrebbe risultare molto consistente, in quanto una

loro perdita di capitalizzazione le metterebbe in condizioni di dover ridurre le emissioni di prestiti con conseguenze decisamente marcate sull'andamento del Pil.

- *Effetti sui paesi euro.* Dato che il debito italiano in valore assoluto risulta essere molto elevato e per una buona parte detenuto dai paesi europei, non si può non considerare gli effetti recessivi che avrebbe una ristrutturazione dello stesso sui paesi dell'area euro. Una recessione nei paesi euro infatti si propagherebbe anche al nostro paese, per via degli intensi rapporti economico commerciali attualmente in essere.

Preso quindi atto delle conseguenze possiamo concludere che si tratta di una soluzione decisamente di difficile applicazione.

4.3 L'USCITA DALL'EURO

L'idea di un'uscita dall'euro seppur secondo molti considerata impraticabile, trova appoggio su dichiarazioni contro l'euro fatte da ben sei premi nobel per l'economia (James Mirrless, Christopher Pissarides, Paul Krugman, Joseph Stiglitz, Amartya Sen, Milton Friedman) riportate in un un articolo del sole 24 ore del 2013.³² Pertanto risulta difficile non considerare l'ipotesi, infatti uscire dalla

³² <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-12-17/i-sei-premi-nobel-contro-euro-mirrless-italia-dovrebbe-uscire-ora-123855.shtml?uuid=ABsusak#navigation>

moneta unica presenterebbe certamente una serie di vantaggi non di poco conto. Innanzitutto permetterebbe attraverso l'inflazione di poter ridurre il debito; in secondo luogo renderebbe possibile utilizzare la politica monetaria senza doversi adattare alle esigenze degli altri paesi europei e quindi basandosi esclusivamente sullo stato della propria economia. Infine permetterebbe attraverso la svalutazione della nuova Lira di migliorare la competitività delle imprese, in particolare sul fronte delle esportazioni.

Tuttavia nonostante le buone argomentazioni il discorso non è affatto semplice. C'è infatti da tenere conto che l'inflazione può tranquillamente essere assimilata a una sorta di tassa visto che va a ridurre il valore reale di rimborso dei titoli in circolazione, causando quindi una perdita per i soggetti detentori dei titoli, non dissimile da quella che si avrebbe in caso di ristrutturazione del debito. In termini di andamento dell'economia quindi questa perdita genererebbe certamente effetti recessivi sul Pil. Oltre a ciò bisognerebbe considerare anche molti altri aspetti, alcuni dei quali anche di difficile valutazione, come l'aumento dei prezzi delle materie prime acquistate dall'estero, le maggiori difficoltà negli scambi commerciali con paesi dell'area euro a causa della diversa moneta (ad esempio costi di copertura del rischio di cambio da parte delle imprese) e molti altri ancora. Volendo trovare una stima dei costi derivanti dall'uscita dall'euro si riscontra che “l'unico studio pubblicato è quello di una banca svizzera ... che

concludeva che i costi sarebbero stati elevatissimi in termini di Pil (dell'ordine del 40-50 per cento)³³. Visto lo scarso numero di studi a riguardo e viste le opinioni divergenti tra i vari economisti appare decisamente difficile dire se l'uscita dall'euro potrebbe essere una buona soluzione. Resta comunque il fatto che stando ai sondaggi, “l'euro è ancora sostenuto dal 60 per cento della popolazione italiana”³⁴.

33 C. Cottarelli, *Il Macigno*. Milano, Giangiacomo Feltrinelli Editore, 2016, p.71

34 C. Cottarelli, *Il Macigno*. Milano, Giangiacomo Feltrinelli Editore, 2016, p.72

CONCLUSIONI

Nonostante il contesto di tassi bassi, in molti casi anche inferiori allo zero , dovuto all'intervento della Banca Centrale Europea con le politiche di Quantitative Easing, le difficoltà legate al possibile aumento dello spread sono oggi più che mai fonte di preoccupazione per l'Italia e per gli stati appartenenti all'Unione Europea. Infatti un aumento del livello dei tassi rischierebbe di generare conseguenze molto gravi per l'economia sia dei singoli paesi maggiormente indebitati che dell'intera Unione Europea. Per smorzare questi rischi l'unica soluzione appare quella di provvedere a ridurre il debito pubblico, in particolare in quei paesi che sembrano prossimi a raggiungere o che forse hanno già raggiunto livelli dello stesso insostenibili. Le ipotesi per risolvere il problema sono varie, ma ad un'analisi approfondita, probabilmente la scelta più efficace è quella che piace di meno, cioè l'austerità. Adottare politiche di moderata austerità per periodi piuttosto prolungati e con una certa costanza renderebbe effettivamente possibile ridurre il debito e trasformerebbe le variazioni degli spread in qualcosa di meno pericoloso e letale. Tuttavia questa scelta richiederebbe qualche sacrificio e moltissima costanza e coerenza da parte dei governi i quali dovrebbero allungare l'orizzonte temporale di riferimento delle proprie scelte politiche guardando, al contrario di come spesso accade, oltre la durata della loro legislatura.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV, Eurostat news release 102/2019 – 21 June 2019, Eurostat, 2019
- AA.VV., La fine del Quantitative Easing della BCE: quali impatti sul debito pubblico e sul sistema bancario, The European House Ambrosetti, 2018, pp. 126;
- AA.VV, Lo spread: cos'è e quali conseguenze ha sulla nostra vita - Università del Sacro Cuore , Osservatorio CPI, osservatorio conti pubblici italiani, pp. 12
- AA.VV. , Rapporto sul debito pubblico 2018, Ministero dell'economia e delle finanze, 2019, pp.120;
- COTTARELLI C. Il macigno. Perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene. Milano, Giangiacomo Feltrinelli Editore (2016) seconda edizione, pp. 175;
- KUMAR M. S. , WOO J. , IFM Working Paper WP/10/174, Public Debt and Growth, International Monetary Fund, 2010, p. 47
- MINENNA M. La moneta incompiuta. Il futuro dell'Euro e le soluzioni per l'Eurozona, Roma, Ediesse (2016), seconda edizione , pp. 619
- TEDOLDI L. Il conto degli errori. Stato e debito pubblico in Italia, Gius. Laterza & Figli (2015) edizione digitale;

SITOGRAFIA

- Il sole 24 ore , <https://www.ilsole24ore.com/>
- Lavoce.info, <https://www.lavoce.info/>
- Goofynomics, <http://goofynomics.blogspot.com/>