

Pigs o Piigs: dove sta l'Italia?

di Carmelo Parelo

Introduzione

E' un dato di fatto che la crisi innescata dal debito sovrano della Grecia ha suscitato preoccupazioni per l'esistenza stessa dell'Unione Monetaria Europea. La forte ondata di speculazione che si è abbattuta su tutte le economie periferiche dell'Unione ha infatti palesato tutti i limiti di un sistema monetario zoppo e ha indotto tutti gli stati della Zona Euro a rivedere i propri bilanci pubblici con l'obiettivo di riportare in equilibrio, il più breve tempo possibile, i propri fondamentali macroeconomici.

In questo contesto, i timori di un pericoloso effetto domino sui conti di altri paesi periferici europei hanno spinto Bruxelles a delineare una piattaforma di aiuti, sostenuta da BCE e FMI, utile come scialuppa di salvataggio in caso di ulteriori attacchi ai debiti sovrani. Le ultime dichiarazioni di Sarkozy e Merkel fanno pensare che, con buona probabilità, sarà la Spagna la prima nazione a servirsene.

A rendere ancora più fosco il quadro, lo scorso 4 giugno è arrivato l'*outing* del Governo ungherese che segnala come il paese magiaro si trovi anch'esso in una situazione economica "molto grave", talmente grave che eventuali voci di un default non sarebbero affatto un'esagerazione. In analogia a quanto accaduto ad Atene, anche stavolta la colpa di tutto viene attribuita al Governo uscente, reo, secondo le parole del portavoce del Premier Viktor Orban, di aver agito "alla greca" manipolando i numeri e mentendo sullo stato dell'economia. Un altro segnale di "malapolitica" in salsa europea, insomma, che i mercati internazionali hanno però deciso di snobbare, avviandosi verso una fase di stabilizzazione delle contrattazioni che, dopo quasi tre mesi di forti turbolenze azionarie e valutarie, dovrebbe riportare il sereno nelle borse del vecchio continente.

Tuttavia che l'euro sia adesso al riparo dagli attacchi della speculazione è tutt'altro che sicuro. L'ultima parola in merito ai destini dell'euro spetta alla BCE e tutto dipende dall'efficacia con cui, nel medio periodo, si riuscirà a mettere al sicuro il debito sovrano degli stati dell'unione e garantire all'economia reale un sentiero di crescita bilanciata al riparo dell'inflazione. Lo scenario rimane quindi incerto e fortemente condizionato dagli elevati deficit degli stati. Tutto quello che si può fare è provare a tirare le somme di quanto avvenuto in questi ultimi tre mesi dal punto di vista del cosiddetto "rischio paese" e vedere se è possibile parlare di *winner* in un momento in cui tanti perdono.

PIGS o PIIGS: l'andamento degli spreads

Da quando la crisi dei debiti sovrani ha cominciato a riempire le pagine dei giornali, gli stati cosiddetti "periferici" sono stati oggetto di una forte ondata di vendite che ha reso più complicato e costoso il rifinanziamento del debito in scadenza. Per altri stati dell'Unione, invece, il rendimento complessivo dei propri titoli di stato ha avuto una traiettoria inversa, facendo registrare un miglioramento rispetto agli standard pre-crisi. Per l'Italia, questi tre mesi di tensione hanno avuto impatti contrastanti dal punto di vista del rischio paese, spaccando l'opinione pubblica tra chi la

vorrebbe totalmente compromessa dal punto di vista finanziario e rientrante all'interno dei paesi deboli dell'unione – i cosiddetti PIIGS¹ –, e chi invece la vedrebbe come un caso a parte a metà strada tra i paesi virtuosi dell'Eurozona e quelli appartenenti all'area PIGS.

Ammesso che sia possibile raggruppare economie diverse tra loro sotto un'unica etichetta, per potere inquadrare il caso italiano è necessario identificare degli indicatori capaci, attraverso un opportuno confronto, di avvicinare l'economia italiana ad un gruppo di economie piuttosto che ad un altro. La finanza contemporanea è solitamente incline a misurare il rischio finanziario delle obbligazioni di stato attraverso la lettura di due indicatori: 1) il differenziale del tasso di rendimento dei titoli decennali rispetto al bund tedesco, altrimenti noto come *spread*; 2) il prezzo dei CDS (*Credit Default Swap*) a 5 anni sul debito sovrano dei Governi.

Prima di entrare nel dettaglio dei numeri, è meglio spendere due righe sul funzionamento di questi due indicatori e sulla loro interpretazione. Lo *spread* indica la differenza di rendimento di un titolo di stato governativo rispetto ad un titolo governativo di pari durata. La prassi finanziaria in genere si concentra sui titoli di stato decennali e considera come benchmark il rendimento del bund tedesco. I differenziali vengono riportati in punti base e sono una misura indiretta del cosiddetto premio per il rischio richiesto dai mercati ai Governi per finanziare il loro debito in scadenza. Un aumento dello *spread* di uno stato va quindi interpretato come un segnale di maggiore rischiosità dell'investimento in obbligazioni emesse dallo stato in questione e viceversa.

Tabella 1: andamento spread dei titoli decennali rispetto al bund tedesco.

	Valori all'11 giugno		Variazione				
	Rendimento	Spread	1 sett.	2 sett.	1 mese	2 mesi	3 mesi
Austria	3,10	54	-14	-27	12	18	21
Belgio	3,36	80	-12	31	36	37	28
Finlandia	2,85	29	2	6	11	7	16
Francia	3,03	47	4	20	21	17	16
Grecia	2,56	577	4	69	34	158	270
Irlanda	8,33	269	13	48	90	120	149
Italia	5,25	148	-19	5	43	69	70
Olanda	4,04	29	-4	8	9	6	2
Portogallo	2,85	277	5	68	69	139	174
Spagna	5,33	203	1	49	81	128	134

Fonte: Thompson-Reuters.

I CDS su un debito sovrano sono invece dei contratti derivati (in particolare uno *swap*) che hanno la funzione di permettere al compratore di coprirsi dal rischio di insolvenza di un paese. La loro negoziazione avviene nei cosiddetti mercati OTC (dall'inglese *over-the-counter*) e la loro durata standard è in genere non superiore ai cinque anni.² Come le normali assicurazioni, anche i CDS

¹ PIIGS è un acronimo che include le iniziali di Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, con cui i giornalisti anglofoni chiamano alcune economie dell'Eurozona caratterizzate da quadri macroeconomici e di finanza pubblica poco stabili e soggetti ad attacchi speculativi. In genere quando ci si riferisce ai PIIGS ci si riferisce alle cosiddette economie periferiche, ossia quelle economie notoriamente considerate il ventre molle dell'Unione Monetaria Europea. Quando tra i paesi periferici si aggiunge anche l'iniziale dell'Italia, l'acronimo si allunga diventando PIIGS.

² I mercati OTC (dall'inglese *over-the-counter*) sono dei mercati non regolamentati non soggetti al normale controllo degli organi di vigilanza del mercato borsistico.

sovrani prevedono il pagamento di un premio periodico (detto *periodic fee*) da parte del compratore che obbliga il venditore a rimborsare l'intero valore delle obbligazioni possedute dal venditore in caso di default da parte dello stato sovrano che ha emesso i titoli. Oltre che a finalità di copertura, i CDS sovrani vengono spessissimo acquistati con finalità speculative a causa della sensibilità delle loro quotazioni alle variazioni del rating di un paese e alla possibilità che il mercato offre agli speculatori di poterli acquistare allo scoperto.

La tab.1 riassume l'andamento degli *spread* per la UE12 (escluso il Lussemburgo) su un arco temporale che va dal 12 marzo all'11 giugno 2010. Il quadro che emerge ritrae un'Europa spaccata in due. Da un lato troviamo i PIGS, i cui rispettivi *spread* registrano, in questi tre mesi di tensione, aumenti che superano abbondantemente i 100 punti base. Dall'altro, a parte l'Italia, troviamo le rimanenti cinque economie dell'Unione – Austria, Belgio, Finlandia, Francia e Olanda – il cui allontanamento rispetto alla Germania resta nell'ordine dei 30 punti base. L'Italia con uno *spread* di 148 punti base ed una variazione su base trimestrale di 70 punti, si trova in una posizione intermedia ma a pochi punti di distanza dai PIGS.

La posizione dell'Italia

Per il nostro Paese la tabella riassume una situazione di progressivo peggioramento del grado di fiducia dei mercati nei confronti del nostro debito sovrano; sfiducia che ha toccato l'apice proprio nel corso della settimana dell'11 giugno, quanto il differenziale rispetto al bund tedesco del BTP decennale è arrivato a toccare i 180 punti base, il valore più alto da quando esiste l'euro.

Per capire meglio il significato di questo dato è necessario analizzare più dettagliatamente la dinamica degli *spreads* in modo tale da capire quanta parte dell'aumento dei 70 punti base dell'Italia è dovuta al calo del tasso di rendimento del bund e quanta parte è invece dovuta a fattori di rischio di natura diversa dal *flight to quality*³, specifici al nostro paese. Un modo per fare ciò è quello di ricalcolare gli *spreads* supponendo che il rendimento del bund non vari nel tempo. Questo esercizio consente di calcolare un indicatore in grado di correggere gli *spreads* dai movimenti dovuti al *flight-to quality* verso i titoli tedeschi.⁴ Un valore negativo di questo *spread* dovrebbe far registrare un calo del premio per il rischio richiesto dal mercato e viceversa.

La tab. 2 presenta i risultati di questo esercizio.

³ Il *flight-to-quality* è una strategia di diversificazione del rischio in base alla quale gli investitori trasferiscono i propri capitali da titoli ritenuti ad alto rischio verso altre forme di investimento ritenute più sicure. L'insorgere di una strategia di *flight-to-quality* è in genere causata dall'insorgere di una inattesa fase di incertezza finanziaria ed è guidata dal bisogno degli investitori di cautelarsi in presenza di una fase sfavorevole del mercato che non necessariamente coinvolge un paese in particolare.

⁴ Lungo tutta la serie il bund decennale ha infatti fatto registrare una riduzione complessiva di 61 punti base. Questo andamento, dovuto ad operazioni di riassetto della qualità dei portafogli internazionali, ha ovviamente contribuito ad aumentare gli *spreads* di tutte le economie dell'unione, comprese quelle di paesi storicamente considerati solidi dal punto di vista della finanza pubblica come Francia e Olanda.

Tabella 2: Calcolo del premio del premio per il rischio specifico per paese

Scomposizione della variazione complessiva degli spread			
	Premio per il rischio	f-t-q verso la Germania	Totale
Austria	-40	61	21
Belgio	-33	61	28
Finlandia	-45	61	16
Francia	-45	61	16
Grecia	209	61	270
Irlanda	88	61	149
Italia	9	61	70
Olanda	-59	61	2
Portogallo	113	61	174
Spagna	73	61	134

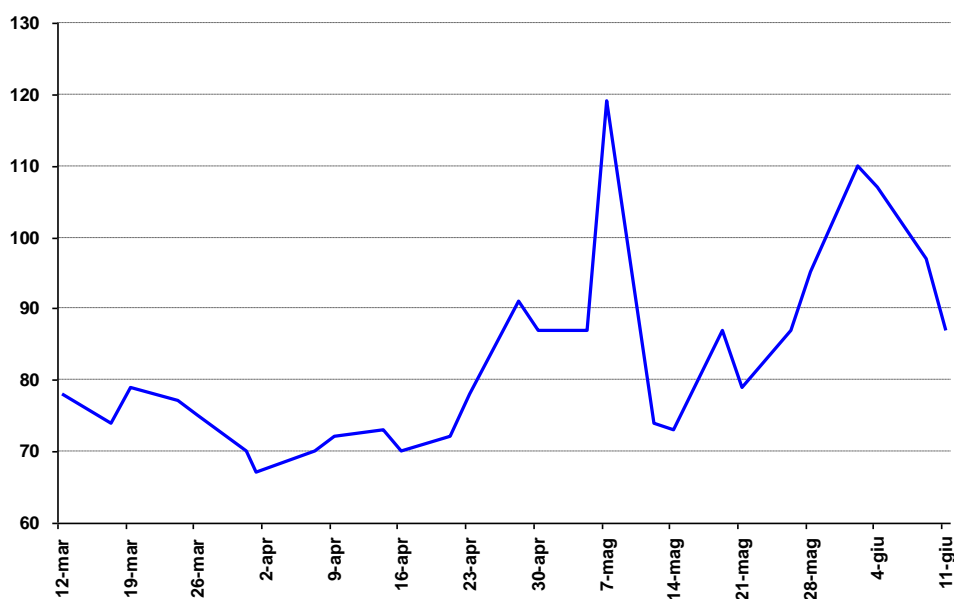
Fonte: Elaborazioni Nens su dati Thompson-Reuters.

La prima colonna distingue in maniera chiara i paesi considerati finanziariamente “buoni” – Austria, Belgio, Finlandia, Francia e Olanda –, da quelli considerati “cattivi” – PIGS più l’Italia, confermando, anche dal punto di vista finanziario, una netta dicotomia all’interno della UE12. A parità di rendimento del Bund, i “buoni” dell’unione presentano una generalizzata contrazione del rendimento dei propri decennali. Ciò significa che al momento dello scoppio della crisi greca, i mercati hanno sostanzialmente dato fiducia a questi paesi facendoli rientrare, insieme a Germania e Stati Uniti, nei propri piani di diversificazione del rischio.

Per i “cattivi”, l’allargarsi dei differenziali di rendimento dei PIGS è la naturale conseguenza della fase di diversificazione del rischio che ha indotto gli investitori a reindirizzare i propri capitali verso assets più sicuri e lontano dai titoli di quei paesi sostanzialmente deboli dal punto di vista macroeconomico e di finanza pubblica. Per Grecia, Spagna e Portogallo, la bocciatura dei mercati è dovuta sia all’enorme rapporto deficit-PIL con cui queste economie viaggiano da ormai un anno, sia a fattori di natura privatistica specifici dei singoli paesi, come, ad esempio, la bolla immobiliare, l’eccessivo debito privato e l’elevata fragilità patrimoniale delle casse di risparmio in Spagna; la bassa propensione a risparmiare e le disarmanti prospettive di crescita di Grecia e Portogallo.

Per l’Italia, il basso valore riportato dalla prima colonna della tab. 1 cela, in realtà, un andamento altalenante del rischio specifico del nostro Paese. Come è possibile vedere dal grafico riportato dalla fig. 1, l’andamento dello spread corretto dell’Italia mostra una fase di forte tensione in corrispondenza dell’ultimo mese della serie, tensione che è poi rientrata proprio sul finire della settimana dell’11 giugno grazie ad una massiccia fase di acquisto proveniente dall’Italia.

Figura 1: andamento dell' spread corretto dell'Italia



Fonte: Elaborazione Nens su dati Thompson-Reuters.

Tuttavia, a parte le indiscrezioni e le voci di corridoio su un eventuale intervento dei palazzi romani in difesa del prezzo dei BTP⁵, è probabile che a far oscillare i rendimenti dei nostri titoli di stato siano state sia le cattive notizie circa il forte indebitamento pubblico dell'Italia - recentemente ai massimi storici in corrispondenza di 1.812,8 miliardi di euro -, sia le buone notizie che provengono dal basso indebitamento del settore privato e dalla ripresa dell'export che, grazie anche alla rapida discesa dell'euro nei confronti di dollaro e yen, stanno ridando ossigeno all'economia reale.

Insomma, i mercati sembrano scettici nei confronti dell'Italia. E questo sentimento di diffuso scetticismo nei confronti del debito sovrano delle economie periferiche è confermato dall'andamento dei prezzi del CDS sovrani a 5 anni degli stati maggiormente toccati nell'*affaire* Grecia (vedi tab. 3).

Tabella 3: Prezzo dei CDS sovrani a 5 anni.

	Valori 15 giu		Variazione	
	prezzo	var. risp. a ieri	1 sett.	1 mese
Germania	41	3	-7	-8
Francia	85	2	-14	9
Italia	190	9	-59	49
Portogallo	302	16	-52	22
Grecia	784	30	-11	118
Irlanda (*)	259	-	-7	96
Spagna	233	18	-38	42

Fonte: www.markit.it. (*) Per l'Irlanda il dato riportato è quello del 9 giugno.

⁵ Per un approfondimento si veda l'articolo di Superbonus "Lo strano andamento dei Btp" su *il Fatto Quotidiano* del 10 giugno

Conclusione

In conclusione, per l'Italia il quadro che emerge è quello di un'economia "sorvegliata speciale", più proiettata verso i PIGS che verso gli stati forti della UE. Con molta probabilità gran parte della fiducia futura dei mercati verso l'Italia dipenderà dalla capacità con cui il Governo sarà in grado di mantenere gli impegni presi in sede di manovra correttiva in tema di evasione fiscale e mantenimento del gettito. Certo un maggiore impegno sul fronte della crescita economica sarebbe stato più che bene accetto da parte degli investitori, se non altro perché avrebbe contribuito a segnalare in maniera inoppugnabile la volontà di intraprendere quelle riforme economiche – liberalizzazioni, flessibilizzazione del mercato dei prodotti, incentivazione della ricerca, ecc. – che tanti indicano come cruciali per il futuro del Paese.