



ACCADEMIA NAZIONALE DEI LINCEI

Allegato 2 – La speculazione sugli spread e i rischi di crisi del debito pubblico *

La risposta europea alla crisi economia e finanziaria causata dall'epidemia Covid-19, ad oggi, si fonda largamente sull'incremento dei debiti pubblici nazionali. Anche misure di cooperazione all'interno della UE, ad esempio il programma SURE o la nuova linea di credito del MES, prevedono che la Commissione o un fondo ad hoc emettano titoli sui mercati per reperire risorse che verrebbero prestate agli Stati: per gli Stati che vi ricorreranno si avrà dunque anche in questi casi un ulteriore aumento del debito pubblico, sebbene non tramite l'emissione di titoli scambiati nei mercati finanziari. Dunque, la sostenibilità del debito, o di converso il rischio di una crisi del debito, tornano di piena attualità.

Nella storia del debito pubblico, per una lunga fase iniziale il controllo della politica fiscale era affidato agli stati nazionali; le emissioni potevano essere sottoscritte dal pubblico ma potevano anche essere fatte sottoscrivere dalla banca centrale, trasformando il disavanzo pubblico in emissione di moneta. In questa situazione praticamente non poteva esistere crisi del debito, se non nel caso in cui il debito fosse emesso in una moneta diversa da quella nazionale e fosse sottoscritto da emittenti esteri. Segue, in Italia come in altri paesi, una fase in cui il divorzio tra banca centrale e governo impone a quest'ultimo di finanziare sul mercato i propri disavanzi di bilancio; può accadere che per ottenere la sottoscrizione dei titoli del debito pubblico sia necessario offrire rendimenti elevati, quindi con un aumento dei costi di finanziamento che può favorire una crescita esplosiva della quota del debito pubblico sul PIL.

Da almeno un paio di decenni, infine, siamo entrati in una terza fase in cui la gestione del debito pubblico, come di tutti i titoli finanziari, dipende più dalla speculazione finanziaria che dalla disponibilità di una base di risparmiatori-sottoscrittori. I risparmi vengono dati in gestione a istituzioni finanziarie, che (anche tramite strumenti derivati, senza necessità di possedere direttamente quote del debito) speculano sull'andamento delle quotazioni; le aspettative di brevissimo periodo assumono così un'importanza cruciale nella determinazione dei rendimenti, e quindi del costo (e della stessa possibilità) del rifinanziamento continuamente necessario dei titoli in scadenza, anche a debito pubblico invariato. In questo contesto, per via della regolazione "leggera" o spesso inesistente, l'instabilità cresce, e con essa i rischi di crisi finanziarie improvvise.

I rischi di crisi finanziaria presentano vari aspetti. In primo luogo, è sempre attuale il problema dello spread sui titoli del debito pubblico di paesi diversi all'interno di un'area

valutaria come l'euro, con il rischio di una sua disgregazione. Vi è poi il problema della solidità delle istituzioni finanziarie: il fallimento della Lehmann ha scatenato la crisi mondiale nel 2008, cosa avverrebbe ora se fallisse una banca europea di grandi dimensioni? Infine, vi è il problema della trasmissione delle tensioni finanziarie sull'economia reale, con il calo degli investimenti per via della difficoltà di finanziarli e dell'aumento dell'avversione all'incertezza, e il rischio di fallimento per crisi di liquidità di imprese pur se solventi.

Le tensioni sullo spread sono considerate un indicatore del rischio di crisi del debito pubblico del paese considerato. Anche se questo viene spesso dato per scontato, in realtà l'innovazione non è di poco conto: anziché considerare il valore del debito, ad esempio in rapporto alla popolazione o al reddito del paese, si considera oggi il prezzo di mercato dei titoli di questo debito. Questo significa che la misura di rischiosità del debito cambia di secondo in secondo, anche se il debito non cambia affatto, e che la percezione di tale rischiosità diviene, soprattutto nelle fasi di tensione sui mercati, più importante delle stesse variabili macroeconomiche e finanziarie. Accade così che il rischio di una crisi del debito non sia legato esclusivamente, e forse nemmeno primariamente, alle dimensioni del debito pubblico: il Giappone, che ha un debito ben più ampio dell'Italia, non ha problemi di rifinanziamento, neppure a tassi bassissimi.

I rischi derivano dal modo in cui è stato costruito l'euro, con una gestione centralizzata della politica monetaria (affidata alla Banca Centrale Europea) ma con politiche fiscali disgiunte e debiti pubblici nazionali, pur se denominati nella moneta unica. In realtà, di questi rischi nessuno si è accorto fino a quando non è esploso il caso della Grecia, d'improvviso e dopo vari anni di spread sostanzialmente pari a zero, cioè fino a quando la speculazione finanziaria internazionale non ha colto nella struttura imperfetta della costruzione dell'euro una facile fonte di occasioni di guadagno (laddove non era più disponibile la possibilità di speculare sui tassi di cambio tra le valute europee).

Inoltre, la natura repentina e violenta degli aumenti di spread che si sono verificati in varie occasioni è dipesa dalla finanziarizzazione dell'economia: la speculazione ha utilizzato i CDS, un contratto derivato che permette di 'scommettere' sul default di un paese, che varia di prezzo in modo continuo, permettendo così di speculare non sull'effettivo verificarsi di un default ma sull'aumento o diminuzione della sua probabilità stimata dal mercato. Questo vale anche se tale probabilità è considerata bassa: ad esempio, un aumento del rischio di default dal 2% al 4%, secondo la stima soggettiva del mercato, permette allo speculatore che ha acquistato il CDS un guadagno anche del 100%. Per via dell'arbitraggio, le variazioni di prezzo dei CDS vengono trasferite sui rendimenti dei titoli del debito pubblico. Questo, però, ha conseguenze sull'economia reale: quando lo spread (cioè la differenza di rendimento tra i titoli del paese considerato e quelli del paese di riferimento, oggi la Germania) aumenta, i più elevati rendimenti costituiscono un aggravio di costo per le finanze pubbliche, che fra l'altro si trasmette in qualche misura anche alle passività private, peggiorando la competitività delle banche e delle imprese del paese colpito rispetto al paese di riferimento. Quest'ultima conseguenza ha generato tensioni politiche e, nei momenti di crisi, persino istituzionali, tra gli Stati membri.

Inoltre, un aumento significativo dello spread può innescare un meccanismo di aspettative autorealizzantesi: l'aumento dei costi di rifinanziamento del debito pubblico rende più probabile un default, generando un ulteriore aumento dello spread, fino a rendere insostenibile il costo del debito pubblico stesso. (Ad esempio, un aumento di 500 punti base dello spread comporta per un paese con un debito pubblico pari al 100% del PIL un aggravio del costo per gli interessi pari – se persiste nel lungo periodo – al 5% del PIL; nel caso della Grecia, lo spread aveva toccato i 1700 punti base.) Durante la crisi dei debiti sovrani, la BCE ha esplicitamente considerato quest'ultimo problema, alla luce del fatto che l'aumento eccessivo dello spread potrebbe comportare costi talmente alti in alcuni paesi da rendere sostanziale il rischio di un'uscita di questi paesi dall'area dell'euro. Per contrastare e, di fatto, prevenire questo tipo di speculazione auto-realizzantesi la BCE ha creato nel 2012 il programma OMT, tramite cui si è dichiarata pronta ad acquistare titoli del debito pubblico a breve termine di qualsiasi specifico paese, senza limiti.

Ad oggi, però, rimane aperto il problema dei differenziali di costo del debito dovuti alla valutazione del mercato della rischiosità del debito stesso, sulla base dei cosiddetti "fondamentali", cioè variabili che si può fondatamente ritenere siano rilevanti nella valutazione. Di fatto, l'operatività della BCE nelle sue operazioni di politica monetaria si basa largamente sulle valutazioni di mercato dei titoli, in particolare con un ruolo esplicito per il *rating* assegnato delle tre principali agenzie internazionali. Da questo dipende la disponibilità della BCE ad acquistare titoli con le sue operazioni di *quantitative easing*, da cui la Grecia è stata finora esclusa per via del *rating* "spazzatura" dei titoli del suo debito pubblico, così come il grado in cui la BCE accetta titoli in garanzia nei prestiti che fa alle banche: generalmente non accettando titoli spazzatura e imponendo uno sconto (cosiddetto *haircut*) sul valore dei titoli, in misura proporzionale al loro *rating*.

Dunque, la valutazione sull'opportunità di tornare alla situazione precedente la crisi dei debiti sovrani, in cui gli spread erano virtualmente zero, dipende largamente dall'opinione riguardo l'efficienza dei mercati finanziari (incluse le agenzie di rating) e il grado in cui i prezzi dei titoli riflettono costantemente e correttamente il valore appropriato delle attività finanziarie. Con la crisi dovuta al Covid-19, la Federal Reserve ha acquistato grandi volumi di titoli spazzatura; senza ancora arrivare a questo, la BCE ha accettato di includere da subito i titoli greci nel suo principale programma di stimolo, e ha poi chiarito che "limiti auto-imposti", come ad esempio il rating dei titoli che accetta in garanzia dalle banche, potranno essere rimossi o ignorati durante la crisi. Non si è, però, spinta fino all'acquisto di notevoli quantità di titoli spazzatura, e in un recente contributo il suo capo economista ha ribadito che obiettivo della BCE è limitare le variazioni degli spread che non riflettono cambiamenti nei fondamentali ("non-fundamental volatility in spreads").¹ Dunque, per il momento non è previsto il ritorno alla situazione precedente la crisi finanziaria globale del 2008.

Il simultaneo calo dei redditi e della produzione seguito all'epidemia ha già prodotto ondate speculative nei mercati finanziari, tanto più forti nei momenti in cui più inadeguate sono

¹ L'intervento è disponibile all'indirizzo

<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200501~a2d8f514a0.en.html>

apparso le prospettive di una risposta comunitaria. La difesa comunque non è stata assoluta: con una tattica comune di fronte alla forza d'urto di cui può disporre la speculazione, lo spread è stato lasciato salire, fluttuando in concomitanza con l'intensità del confronto tra i governi dei paesi europei che hanno chiesto l'emissione di bond europei e quelli che vi si sono opposti. Il monito in sostanza è chiaro: *nessun paese europeo ha più una piena sovranità sulla propria politica fiscale*. Si tratta di un vincolo che può essere considerato ingiusto, ma di cui occorre tenere conto.

La BCE ha adottato nell'immediato interventi diretti a evitare crisi di liquidità tra le istituzioni finanziarie, mentre resta aperto il problema di assicurare la diffusione microeconomica, tra le imprese, della liquidità necessaria a superare il periodo di crisi. Ad esso, come si è accennato, i paesi della UE stanno facendo fronte individualmente, tramite garanzie sui prestiti bancari alle imprese. Almeno in parte, comunque, la maggiore liquidità creata dalla BCE (come quella creata dalla Federal Reserve statunitense e dalle banche centrali degli altri maggiori paesi) resta disponibile per operazioni di speculazione finanziaria. In assenza di una revisione delle regole dell'area dell'euro, resta aperto il *drammatico problema di come evitare che l'esplosione di debito pubblico già in atto generi una crisi quando tornerà in vigore il Patto di stabilità, dopo la fine dell'epidemia (prevedibilmente a fine 2021)*.

Roma, 9 maggio 2020

* Allegato 2 del documento "La crisi Covid e la possibile svolta per l'Unione Europea" della Commissione Covid-19