

Lo spread, tra mito e realtà

di Giuseppe Sersale

	ULTIMO	VAR
Italia	243,978	7,429
Spagna	102,595	1,99
Francia	33,825	1,529
Belgio	39,573	1,1
GB	91,671	0,452
USA	251,617	-3,921

La fiammata di volatilità su titoli di stato e borsa italiani ha riportato alla ribalta i temi dello spread e dell'impatto che le turbolenze finanziarie hanno sulla situazione economica e politica. L'ampia diffusione dei social network e la loro tendenza all'exasperazione dei concetti, hanno favorito la circolazione di variopinti contributi sul tema: lo spread è un pretesto usato dall'establishment per cercare di perpetuare il proprio controllo sul paese"; "Lo spread è un ricatto dei mercati all'Italia per costringerla ad adeguarsi al volere dell'Europa, e in particolare, della Germania"; "Lo spread non è un problema perché il suo livello è determinato dalla BCE attraverso il suo programma di acquisti di titoli di stato".

E' bene sfatare alcuni di questi miti. Con la parola spread, si indica il differenziale di rendimento tra i titoli obbligazionari di due diversi emittenti, in questo caso, tra i Bund tedeschi e i BTP. Di spread BUND/BTP se ne possono calcolare diversi, uno per ogni scadenza, ma tipicamente ci si riferisce allo spread tra titoli decennali, un po' per la loro natura di benchmark (riferimento) di rendimento, un po' per la maggior volatilità rispetto ad altre scadenze (i mercati cercano sempre qualcosa di negoziabile).

Il significato dello spread è semplice: indica il premio, in termini di rendimento, che la comunità degli investitori richiede per investire in un emittente (come l'Italia), ritenuto più rischioso rispetto all'emittente considerato più solido (la Germania). Quando, per un qualsiasi motivo, il mercato percepisce un aumento del rischio nel detenere BTP, lo spread sale, e viceversa. Come tutte le variabili finanziarie, lo spread, oltre a essere un indicatore, è uno strumento di trading. In altre parole, gli operatori se lo scambiano, cercando di trarne profitto.

Lo spread ha effetti sul ciclo economico?

Variazioni anche significative dello spread possono avere effetti trascurabili sul ciclo economico se sono di durata limitata, mentre generano un impatto considerevole in caso di periodi estesi ovvero di entità abnormi. Gli effetti dello spread su un'economia sono troppo complessi perché un modello possa catturarli con una benché minima precisione. Un rialzo ampio e duraturo dello spread impatterà sul costo di finanziamento di una banca in proporzione alla sua solidità: le banche più sane vedranno il loro costo della loro raccolta salire e saliranno anche le condizioni offerte alla clientela mentre scenderà anche la capacità di prestare. Quelle meno solide avranno l'accesso al mercato dei capitali seriamente compromesso e soffriranno una crisi di liquidità. Le banche estere saranno meno impattate, ma richiederanno un margine superiore alla clientela italiana, per il maggior rischio Paese.

Che effetto ha lo spread sul mercato immobiliare?

Se lo spread si deteriora a tal punto da causare un inasprimento significativo delle condizioni di credito, ciò genererà un impatto sul settore immobiliare: meno acquirenti, discesa dei prezzi, con effetti sia sul reddito disponibile dei cittadini, sia sui bilanci bancari (calo di valore delle garanzie), e conseguente ulteriore deterioramento del costo del denaro. Stesso discorso vale per le aziende. Questi sviluppi possono avere un effetto di ritorno sullo spread, attraverso un numero infinito di canali (deterioramento delle finanze pubbliche, rallentamento ciclico, fuga di capitali dal paese).

A che livello lo spread diventa effettivamente preoccupante?

Uno spread pari a 200 basis point (bps, centesimi di punto percentuale) era tutto sommato un buon segno nel febbraio 2014, poiché era a 300 sette mesi prima e a 540 nel 2013. I 205 bps nella primavera del 2016, avevano prodotto un po' di nervosismo, perché erano saliti di 100 bps in sei mesi. L'approdo a 205 del 25 maggio scorso ha avuto tutt'altra gravità: è salito di 70 punti in due settimane e ne ha fatti altri 70 in due sedute. Il tasso Btp a 2 anni era rimasto sotto lo 0.1% per tutto il 2017. La scorsa settimana ha superato il 2.5%, salendo dell'1.8% in una sola seduta. Il maggior livello di allarme rispetto al 2017 era pienamente giustificato: era la tendenza ad essere preoccupante.

Lo spread è un'arma politica?

Ogni governo cerca di attribuirsi i meriti delle congiunture positive e di scaricare sugli altri la colpa di quelle negative. E' così anche con lo spread. I mercati di per sé, non sono né buoni né cattivi. Idealmente, la loro funzione sarebbe di allocare le risorse in modo efficiente. Poiché l'obiettivo è il profitto, l'investitore finanzia le attività solide e abbandona quelle inefficienti e improduttive. A questa attitudine spietata dei mercati vengono applicate dalle autorità una larga gamma di correttivi (Sussidi, sgravi, incentivi e vari altri metodi) anche per attenuare i costi sociali dell'eliminazione delle realtà che non hanno più motivo di esistere. Con i loro difetti, mercati e speculazione costituiscono comunque un mezzo estremamente efficace e flessibile per fare incontrare risparmio e domanda di capitale. Come tutti i creditori, i mercati tengono d'occhio i debitori e puniscono quelli che ai loro occhi hanno comportamenti poco virtuosi. Poi esiste la speculazione, intesa come la ricerca di disallineamenti tra prezzo e valore di un'attività, per produrre profitti finanziari. Quando gli investitori prendono di mira i BTP, causandone il crollo con le loro vendite torrenziali, si condanna quest'attività al nono girone dell'Inferno. Eppure il giudizio cambia se la speculazione compra ingenti quantità di BTP utilizzando i finanziamenti di ammontare illimitato, a tasso zero, offerti allo scopo dalla BCE.

Con l'allargamento dello spread, i mercati hanno segnalato che non gradiscono l'allocazione delle risorse implicita nel programma di governo. E' la loro opinione, non un assioma. Tuttavia, dopo aver preso da loro a prestito oltre 2300 miliardi di euro, i debitori ne devono tenere conto. Il che non vuol dire accettare supinamente il loro giudizio. Ma inveire contro la presunta dittatura dei mercati è sterile. Chiunque faccia un investimento finanziario non accetterà mai, in luogo delle spiegazioni, autoproclami di sovranità da parte del prenditore.

Uguualmente, non è corretto identificare il mercato con gli investitori istituzionali esteri. Se è certo che questi hanno venduto in massa, durante la crisi, è altrettanto evidente che gli investitori italiani non hanno comprato. Quando lo stato depresso dell'economia europea e le misure di politica monetaria attuate dalla BCE hanno fatto sì che i mercati si comportassero nello stesso modo con l'Euro, nessuno ha fiutato, perché faceva comodo, in quanto si recuperava competitività.

Lo spread non è un'invenzione dell'establishment, ma una delle variabili finanziarie che misurano la salute delle finanze pubbliche e il gradimento degli investitori per il debito. La sua importanza non va esagerata nel breve ma nemmeno sottovalutata nel medio periodo. I mercati non hanno un'etica e non ricattano nessuno. La loro funzione è selezionare gli investimenti e finanziare quelli più produttivi. E' una funzione che va regolata e guidata, ma non rigettata.