



NOTA DAL CSC

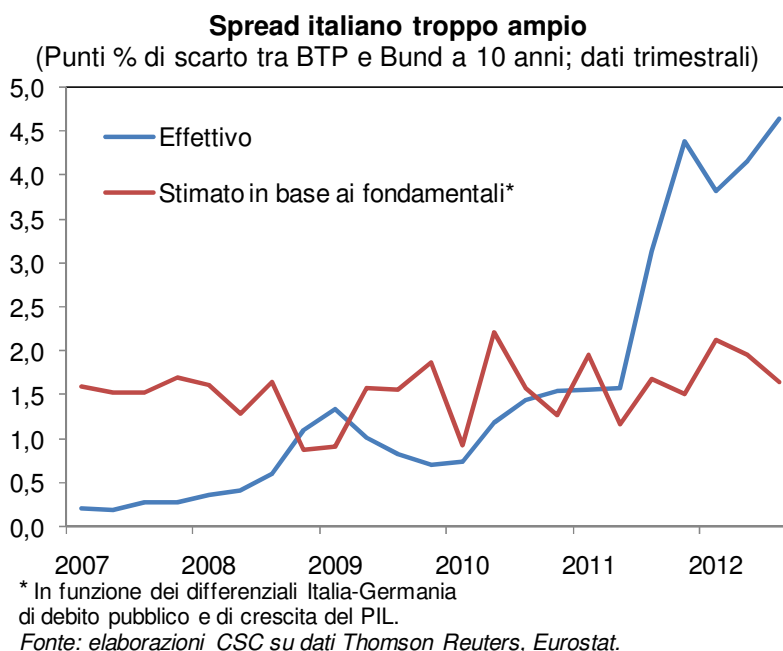
Spread: l'Italia paga oltre 300 punti più del dovuto. Unico rimedio: uno scudo impugnato dalla BCE

Luca Paolazzi e Ciro Rapacciuolo

L'incertezza sul futuro dell'euro e la sfiducia nella capacità dei governi dell'Eurozona di gestire la crisi spingono gli spread molto oltre i livelli giustificati dai fondamentali economici. Il CSC stima per l'Italia oltre 300 punti base di differenziale aggiuntivo tra i rendimenti del BTP e del Bund decennali: a tanto ammonta l'eccesso di spread rispetto ai 164 punti attualmente riconducibili ai divari tra Italia e Germania nel debito pubblico e nella crescita economica. Tale eccesso si ripercuote sul costo del denaro pagato da famiglie, imprese e banche, accentua considerevolmente il credit crunch e, provocando la nuova e violenta recessione in atto, infligge gravosi e controproducenti costi economici, sociali e politici. Il maggiore spread causa, secondo i calcoli del CSC, perdite pari allo 0,9% del PIL e a 144mila posti di lavoro e maggiori oneri per interessi pari a 12,4 miliardi a carico del bilancio pubblico, 12,1 miliardi sui conti delle famiglie e 23,7 su quelli delle imprese. Le perdite di prodotto e occupazione abbattano il potenziale di crescita futura, vanificando parte degli sforzi effettuati con le politiche di risanamento e di riforma strutturale e minando il consenso a favore di quelle stesse politiche di riforme e risanamento, che nell'immediato impongono inevitabili sacrifici al Paese. I sacrifici, invece di essere premiati con l'abbassamento dei tassi di interesse, sono accentuati punitivamente proprio dall'andamento stesso dello spread, lasciato in balia degli effetti-contagio tra paesi in difficoltà e delle indecisioni e degli errori imputabili alle autorità europee. Tutto ciò fa montare il risentimento anti-europeo e lo spread perde così anche quella funzione di disciplina politica che inizialmente aveva ben agito. Lo scudo anti-spread è l'unico rimedio efficace. Ma va profondamente ridisegnato rispetto alla versione attuale, assegnandogli molte più risorse (idealmente dovrebbero essere illimitate) e attribuendone la gestione discrezionale e unilaterale alla BCE, che vigila sul rispetto dei programmi di stabilità concordati con la Commissione europea. Così possono essere premiati i comportamenti virtuosi e sanzionati, attraverso la caduta della protezione dello scudo eventualmente decisa dalla BCE, quelli opportunistici e devianti. La BCE deve rendere conto delle sue decisioni al Parlamento europeo e in questo modo evita di assumersi improprie responsabilità politiche, facendo cadere l'accusa di vuoto di democrazia. Lo scudo ridisegnato costituirebbe il primo concreto e deciso passo verso il perfezionamento dell'Unione politica europea già contenuta in essenza nella moneta unica.

Spread: 300 punti di troppo. Lo spread tra titoli di stato italiani e tedeschi è molto più alto di quello che i fondamentali giustificano. I fondamentali economici sono sintetizzati dai divari tra Italia e Germania nel livello del debito pubblico (in rapporto al PIL) e nel tasso di crescita dell'economia¹. Cioè, nel grado di esposizione debitoria pubblica e nella capacità di aumentare la creazione di reddito (la quale è funzione della competitività), che sono le principali misure della sostenibilità del debito pubblico stesso, assieme appunto al tasso di interesse pagato su quel debito. Sulle determinanti di quest'ultimo torneremo più avanti. Secondo le stime del CSC, nel terzo trimestre del 2012 i fondamentali economici danno ragione di uno spread di 164 punti, contro i 495 quotati il 16 luglio. I 164 punti sono in linea con la media (155 punti) che gli stessi fondamentali avrebbero giustificato dall'inizio del 2007 in poi, in sostanza

nell'intero arco della crisi. Durante questo periodo lo spread-fondamentale ha oscillato attorno a tale media, senza alcuna precisa linea di tendenza, mentre lo spread effettivo ha avuto un andamento ascendente, partendo dai 20 punti base di inizio 2007 e impennandosi nel secondo trimestre 2011 (Grafico A)².



Uno spread penalizzante. Essendo i titoli di Stato il punto di riferimento per l'intero sistema finanziario dell'Italia, il loro eccessivo rendimento condiziona l'offerta e la domanda di credito (bancario e non) e penalizza così domanda interna e capacità di

¹ Il CSC ha testato anche altre variabili da cui potrebbe dipendere lo spread. Per esempio, il divario tra i due paesi nel deficit pubblico, che non è però risultato statisticamente significativo, una volta incluso il debito nell'equazione. La variazione della quota di titoli sovrani detenuta, per ciascun paese, dagli investitori esteri può in teoria essere un'ulteriore variabile esplicativa dello spread; tuttavia, non sono disponibili dati disaggregati per la Germania e la serie storica per l'Italia, utilizzata da sola, non è risultata significativa. Per la descrizione del metodo utilizzato nella stima econometrica dello spread fondamentale si veda il riquadro in ultima pagina.

² Sul punto si veda anche Carlo Cottarelli, *Aggiustamento fiscale e crescita nell'area dell'euro*, intervento al seminario CSC su *La lunga crisi: ultima chiamata per l'Europa*, Roma, 28 giugno 2012.

generare reddito dell'Italia e quindi la stessa sostenibilità del debito pubblico e il successo delle manovre di risanamento. Nel 2013 l'innalzamento dell'intera struttura dei tassi di interesse causato dall'eccessivo spread provoca, secondo i calcoli del CSC, maggiore spesa per interessi pari a 12,4 miliardi sul bilancio pubblico, 23,7 miliardi a carico delle imprese e 12,1 miliardi sui bilanci delle famiglie. Tutte risorse che sono sottratte alla domanda e che quindi penalizzano la crescita.

Infatti, il CSC stima che la normalizzazione dello spread condurrebbe, grazie anche a una maggior fiducia, in tre anni a uno 0,9% di maggior PIL, un +3,7% negli investimenti e a uno 0,6% di consumi aggiuntivi³, con 144mila posti di lavoro in più. Il deficit pubblico sarebbe di 2,4 punti di PIL inferiore e il debito pubblico di 6,9 punti di PIL. Stime che appaiono prudenti, perché non incorporano appieno il venir meno della fase acuta del *credit crunch*.

Alla base di queste simulazioni c'è l'ipotesi ragionevole che la chiusura della forbice avvenga in entrambe le direzioni, con un aumento dei tassi tedeschi, ora schiacciati verso il basso dalla fuga degli investitori verso titoli ritenuti più sicuri, e una riduzione di quelli italiani⁴. La distribuzione della riduzione è un terzo di aumento dei tassi tedeschi e due terzi di riduzione dei tassi italiani. Una distribuzione che allineerebbe la curva dei tassi sui titoli tedeschi alle condizioni macroeconomiche (politica monetaria espansiva, stagnazione se non recessione e assenza di aspettative inflazionistiche).

La riduzione dello spread, oltre a consentire un più rapido rientro sia del deficit sia del debito pubblici, darebbe il tempo alle riforme di dispiegare la loro piena efficacia in termini di maggior dinamismo dell'economia e scongiurerebbe la distruzione di base produttiva, garantendo quindi la sostenibilità sociale ed economica del risanamento negli anni futuri. Innescando una spirale positiva non solo economica ma anche politica: i virtuosi vengono premiati, i sacrifici vengono percepiti dai cittadini come meritevoli di essere compiuti perché portano benefici e l'Europa sarebbe vista come una maestra severa ma benevola, che costringe a fare ciò che si deve per il proprio bene.

Le ragioni di uno spread tanto elevato. Perché il differenziale è più elevato? Lo spread dipende da numerosi fattori, tra cui i principali sono: la politica monetaria (quando la banca

³ Il minore effetto espansivo sui consumi, di tassi di interesse più bassi, è spiegato dal fatto che minori tassi significano anche minore reddito per quelle famiglie che hanno in portafoglio titoli sovrani italiani.

⁴ La fuga verso i titoli tedeschi appare irrazionale, giacché la disintegrazione dell'euro porterebbe a tali perdite patrimoniali e reddituali nella stessa Germania da renderla insolvente.

centrale riduce i tassi di interesse, normalmente si abbassa tutta la curva dei rendimenti e il guadagno in termini di sostenibilità delle finanze pubbliche è maggiore per i paesi ad alto debito), le aspettative di inflazione nei singoli paesi (minori sono, migliore l'andamento atteso della competitività e della crescita economica futura), l'appetito per il rischio degli investitori (quando è alto, scendono i tassi sui titoli emessi dai debitori più esposti) e il grado di incertezza politica nei singoli paesi (maggioranze poco coese e non determinate a perseguire le riforme fanno salire lo spread). Attualmente, la politica monetaria seguita dalla BCE è estremamente espansiva, le aspettative inflazionistiche sono basse, altissima è l'avversione al rischio e grande è l'interrogativo su quale sarà il risultato delle elezioni politiche italiane del 2013 in termini di maggioranza parlamentare e di proseguimento della linea di rigore riformista impostata dal Governo Monti. L'avversione al rischio è stata accresciuta dal modo in cui è stata gestita la crisi nell'Eurozona sia da parte della collegialità del Consiglio europeo sia da parte dei singoli stati. La mala gestione collegiale ha prodotto ritardi e titubanze negli interventi, in particolare influenzando l'ammontare delle risorse messe a disposizione del fondo battezzato "salva-stati". Mai nome fu, peraltro, più infelice, giacché in realtà quel fondo serve a preservare l'unità monetaria e a rendere concreta la sua irreversibilità; quindi andrebbe chiamato fondo "salva-euro". Appellativo che, da un lato, ai mercati meglio suonerebbe come vero impegno politico alla salvaguardia dell'euro e, dall'altro, smorzerebbe le tendenze nazionalistiche nelle opinioni pubbliche. Inoltre, la mala gestione collegiale si è arricchita di errori che hanno accresciuto il contagio e diffusi i timori di dissolvimento dell'Unione monetaria⁵. Due spiccano: la ristrutturazione del debito pubblico greco a danno dei privati (che ha indotto gli investitori a considerare come più probabili analoghe operazioni su altri debiti pubblici) e i criteri stabiliti dalla European Banking Association (EBA) per la determinazione dei requisiti di capitale delle banche. Questi criteri implicitamente sottintendono che i titoli dei debiti pubblici non siano necessariamente onorati alla scadenza, ottenendo così due perniciosi risultati: accelerare la riduzione della leva da parte delle banche e rafforzare i dubbi degli investitori sulla solidità dei debiti pubblici.

Lo spread come bastone politico. Nella collegialità della gestione europea si è teso a usare lo spread come elemento di disciplina politica per costringere i governi a rispettare

⁵ Un altro modo di vedere la questione della tenuta dell'Eurozona è quello di considerare che i paesi membri sono indebitati "in moneta estera". In particolare, il singolo paese non ha la possibilità di finanziare il deficit pubblico stampando moneta e creando così inflazione e ciò accresce il rischio di insolvenza.

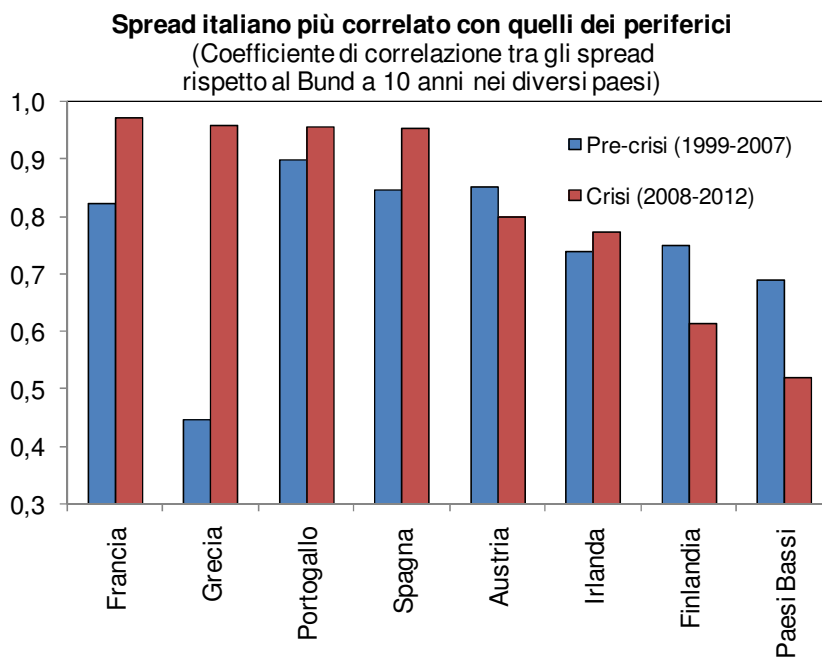
gli impegni europei, data la scarsa efficacia che nel tempo ha dimostrato di avere il Patto di stabilità. Tuttavia, il bastone dello spread si sta sempre più rivelando come rozzo. Da un lato, perché sfugge al controllo della politica; quest'ultima, essendo condizionata dagli umori elettorali nazionali, non è più capace di re-ingabbiare lo spread, con dichiarazioni convincenti, per quelle nazioni che hanno dimostrato di rispettare gli impegni presi, come ha fatto l'Italia con il Governo Monti⁶. Dall'altro, perché risente degli effetti di contagio, che agiscono allentando il legame del merito di credito di ciascun paese con le sue condizioni fondamentali e rendendo tale merito sempre più dipendente dalle notizie che vengono dagli altri paesi.

In tale contesto è stato capovolto il modo in cui si forma la valutazione dei mercati: manovre aggiuntive di riduzione del deficit sono considerate adesso guardando alle loro ripercussioni recessive e quindi all'insostenibilità economica e sociale delle politiche di risanamento (un punto su cui si tornerà dopo). In ciò i mercati non sono affatto irrazionali né malati di eccesso di speculazione, ma sono guidati dalle aspettative di dissolvimento dell'euro che sono state

alimentate dalla politica europea proprio attraverso le scelte compiute nell'ultimo biennio per gestire la crisi.

Per inciso, la funzione di disciplina politica dello spread rende contemporaneamente inutili, dannosi e tardivi i voti espressi dalle agenzie di rating. Inutili,

perché lo spread contiene già il giudizio dei mercati, che è quello che conta. Dannosi, perché mettono un ulteriore carico, condizionando le scelte allocative degli intermediari



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

⁶ Peraltro gli elettori tedeschi, spesso mal guidati da leader politici, mass-media ed economisti influenti, non vedono che la solidarietà verso gli altri è nel loro stesso interesse economico.

finanziari (che devono sottostare a rigide regole che inglobano gli spread). Tardivi, perché registrano un peggioramento della sostenibilità dei debiti pubblici già sancito dai mercati.

La prova del contagio. Il contagio è dimostrato dal netto cambiamento della correlazione tra gli spread sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine di ciascun paese rispetto ai Bund tedeschi, che prima della crisi si muovevano coralmente in tutta la zona euro, mentre dal 2008 in poi procedono insieme in due gruppi distinti: da un lato gli spread dei paesi *core* e dall'altro quelli dei paesi periferici (Grafico B). Il contagio riflesso negli spread trasmette da una nazione all'altra le cattive notizie politico-economiche che riguardano il singolo paese. Esempiare ed esemplificativo è il caso spagnolo-italiano, i livelli dei cui spread si sono rincorsi, compiendo uno scalino all'insù ogni qualvolta da una o dall'altra delle due economie giungevano novità negative. Così, ad esempio, è stato quando la Spagna ha annunciato di essere fuori linea con i target di finanza pubblica o quando i dati congiunturali italiani hanno rivelato una recessione più profonda (Grafico C).

Spread e cattive notizie si rimbalzano da paese a paese
(Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Gli errori nazionali. Le cattive notizie originate in ciascuno Stato rimandano agli errori di condotta nazionali. Limitandoci al caso dell'Italia, molto forte è stato l'impatto nella primavera-estate 2011 sullo spread della vaghezza circa gli interventi che avrebbero dovuto consentire di raggiungere il pareggio di bilancio nel 2014 prima e, a maggior ragione, nel 2013 poi. Oggi, invece, grava l'incertezza sulla prosecuzione delle politiche di riforma e risanamento intraprese dal Governo Monti dopo la fine della legislatura, nella primavera del 2013, giacché non c'è partito politico da cui non si levino, pur essendo ancora lontane le elezioni, prese di distanza o addirittura dichiarazioni di intenti di profonde modifiche delle misure che il Parlamento ha da poco approvato, proprio in funzione del posizionamento elettorale. Per non parlare dell'indeterminatezza, stando alla legge elettorale attuale, ai sondaggi e agli schieramenti immaginabili, di quale maggioranza potrà emergere da quelle elezioni. Questa incertezza certamente pesa sullo spread e, tuttavia, rimane nel regno del processo alle intenzioni che potrebbero essere smontate se le politiche adottate dal Governo Monti dispiegassero più rapidamente i benefici, proprio attraverso un consistente riallineamento degli spread ai fondamentali. Questa considerazione suona a riprova del fatto che lo spread, lasciato alla determinazione dei soli mercati, è ormai fallimentare e fuori controllo anche sul piano politico⁷.

Uno spread pilotato dallo scudo. Oggi si è instaurata nei mercati la convenzione, ben poggiata su quanto insegnano i manuali di macroeconomia, secondo la quale le manovre di risanamento dei conti pubblici, perseguite simultaneamente da tutti i paesi appartenenti a un'area che è economicamente estremamente integrata come quella dell'euro e in presenza di un'ampia capacità produttiva inutilizzata, si avvitano con la recessione e siano quindi inefficaci, oltre a peggiorare la sostenibilità sociale e politica, proprio perché hanno effetti depressivi sulla domanda, sull'occupazione e sul reddito⁸. Dunque, allontanano dal raggiungimento dell'equilibrio delle finanze pubbliche e perciò i mercati non le premiano con una diminuzione dello spread ma tendono anzi ad ampliarlo di fronte ad annunci di nuove misure di restrizione dei conti pubblici, facendo così ampliare il differenziale,

⁷ Lo ha sottolineato Peter Bofinger, dell'università di Wuerzburg e uno dei cinque saggi del governo federale tedesco; si veda *Roma ha ragione, serve uno scudo europeo contro la speculazione*, intervista apparsa sul Corriere della Sera del 13 luglio 2012.

⁸ Secondo John M. Keynes le decisioni di investimento nei mercati finanziari sono guidate da convenzioni (*The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, Cambridge, UK), le quali variano nel tempo e possono essere influenzate da salde linee della politica economica; spetta perciò alla politica agire per sradicare aspettative razionali, perché basate sull'osservazione degli eventi degli ultimi due anni, di dissolvimento dell'euro. Sull'effetto pro-ciclico delle manovre restrittive si veda Alessandro Fontana, Luca Paolazzi, Lorena Scaperrotta, Nota CSC n.3/12, *Politiche espansive per uscire dalla crisi*, giugno 2012.

anziché ridurlo. Questa convenzione può essere mutata solo con un diverso approccio al risanamento dei conti pubblici da parte della collegialità dei governi europei; un approccio che miri al pareggio nel lungo andare, senza far venire meno nell'immediato il sostegno alla domanda aggregata. Inoltre, per ripristinare la corretta funzione disciplinatrice degli spread occorre che essa sia sottratta all'esclusiva determinazione dei mercati, grazie all'azione dello scudo anti-spread.

Ma nell'assetto attuale⁹ e, peggio ancora, negli intendimenti di alcuni paesi membri dell'euro, lo scudo non funzionerebbe perché con risorse troppo limitate e perché da azionare a richiesta del paese che ritiene di averne bisogno¹⁰. All'opposto, l'ammontare delle risorse assegnate allo scudo va molto accresciuto, come minimo usando quelle messe a disposizione attualmente in funzione di assicurazione contro eventuali perdite della BCE che agisce da agente allo scudo stesso; con tale leva, secondo stime della Banca d'Italia, il suo potenziale di fuoco salirebbe a duemila miliardi, con una sufficiente capacità di dissuasione¹¹. Meglio ancora se le risorse fossero illimitate. Inoltre, lo scudo dovrebbe essere alzato, per premiare i paesi virtuosi, e tenuto basso o abbassato, per punire i comportamenti opportunistici, a discrezione delle stesse autorità europee, in particolare della stessa BCE¹².

Si può obiettare che ciò esporrebbe la BCE a una responsabilità politica che non le compete e accrescerebbe il vuoto di democrazia di cui soffrono oggi le istituzioni europee. In realtà, la BCE deve rendere conto del suo operato al Parlamento europeo, che è democraticamente eletto.

⁹ Secondo fonti comunitarie, i dettagli tecnici per il funzionamento dello scudo anti-spread sono stati ormai definiti. Questo sarebbe lo schema operativo: il paese interessato fa richiesta all'Eurogruppo, la BCE valuta se esistono "circostanze eccezionali" sui mercati, si verifica se il paese rispetta il programma di stabilità concordato con l'Europa, la Commissione prepara il *memorandum of understanding* senza ulteriori condizioni, EFSF e BCE definiscono ammontare e scadenze degli interventi, infine la BCE opera sui mercati acquistando titoli come agente dell'EFSF. Commissione e BCE controllano il rispetto del *memorandum* da parte del paese, l'Eurogruppo decide ogni mese se proseguire o meno le operazioni.

¹⁰ Alcuni paesi richiedono che lo scudo entri in azione solo condizionatamente all'assunzione di ulteriori impegni, in violazione a quanto emerso dal vertice del Consiglio europeo del 28-29 giugno. Applicata all'Italia, una tale ipotesi segnerebbe una grave sconfitta per il Governo Monti, che in pochi mesi sta realizzando ciò che non era stato fatto per anni, e accrescerebbe il consenso elettorale tra quanti hanno ostacolato il suo operato o lo hanno approvato *oborto collo*, spalancando la strada a una campagna elettorale all'insegna della negazione delle misure fin qui prese.

¹¹ Secondo quanto dichiarato dal Governatore Ignazio Visco al Corriere della Sera dell'8 luglio 2012. Peraltro, "l'accorta gestione delle operazioni di cui è capace la Banca centrale potrebbe perfino permettere di realizzare guadagni", come ha osservato Giangiacomo Nardozzi (*L'iniezione di ottimismo necessaria*, Corriere della Sera, 11 luglio 2012). Ma l'ECOFIN del 9 luglio ha per ora escluso questa possibilità.

¹² Si veda a tale proposito Franco Bruni, *La solidarietà che può servire all'Italia*, La Stampa, 11 luglio 2012.

Così congegnato non solo lo scudo verrebbe eretto a difesa dell'euro e delle politiche nazionali coerenti con la cessione di sovranità che l'adesione all'euro già comporta, ma aggiungerebbe un ulteriore tassello al mosaico dell'unità politica di cui la moneta unica è espressione incompiuta¹³.

Come stimare lo spread-fondamentale tra Italia e Germania?

Per stimare il valore dello spread tra Italia e Germania nei rendimenti dei titoli di stato decennali giustificato dai fondamentali economici delle due economie è stata utilizzata una regressione su dati trimestrali a partire dal primo trimestre 1999. Nell'equazione lo spread effettivo è la variabile dipendente. Le due variabili indipendenti sono i divari tra Italia e Germania nei livelli dei debiti pubblici (in % dei rispettivi PIL) e nella crescita del PIL (in termini reali). Queste due variabili sono state selezionate perché in grado di sintetizzare le diverse determinanti della sostenibilità dei conti pubblici e quindi dello spread; la selezione è stata fatta seguendo un processo *general to specific*, ovvero partendo dalla specificazione più ampia possibile in termini di variabili indipendenti e cancellando man mano gli indicatori che si sono rivelati statisticamente non significativi.

La regressione ha stimato coerentemente con le attese un coefficiente positivo per il divario di debito pubblico e un coefficiente negativo per il divario di crescita, entrambi significativi. Moltiplicando i valori assunti delle due variabili indipendenti per i rispettivi coefficienti stimati si ottiene il valore dello spread spiegato dai fondamentali economici. Come atteso, la tradizionale misura utilizzata per valutare una regressione, l'R-quadro, risulta bassa proprio perché nella parte finale del periodo, dal 2011 in poi, i fondamentali economici non sono più in grado di spiegare lo spread effettivo.

¹³ Su questo punto si veda Lorenzo Bini Smaghi, *Greek exit will be an economic and political nightmare*, Financial Times del 15 giugno 2012, edizione on-line. Sull'ineludibilità dell'unione monetaria varata nel 1999 si veda Barry Eichengreen, *La crisi europea? Ha già dieci anni*, Il Sole-24 Ore, 13 luglio 2012.