

Debito pubblico e tassi di interesse a lungo termine: una relazione pericolosa

Emanuele Baldacci

ISTAT

Roma

baldacci@istat.it

In questi ultimi mesi il tema della sostenibilità dei debiti sovrani è tornato prepotentemente al centro dell'agenda politica. La manifestazione più evidente delle tensioni che hanno interessato i mercati dei titoli di Stato è l'ampliarsi del divario tra i tassi di interesse a lungo termine su questi titoli e quelli di un emittente sovrano considerato *risk free*. Questo divario, detto *spread*, è cresciuto in modo accentuato per le economie della cosiddetta "periferia" dell'euro in contrapposizione alle economie *core*.

L'aumento dello *spread* ha inizialmente toccato solo le economie più a rischio di *default*, tra cui la Grecia, l'Irlanda e il Portogallo. In una seconda fase, tuttavia, l'incertezza dei mercati ha creato tensioni anche sui mercati dei titoli pubblici di paesi con fondamentali più solidi, come l'Italia.

Si può (si poteva) prevedere l'aumento degli *spread* e dei tassi di interesse sui titoli pubblici a partire dalla conoscenza (o da una stima previsionale) dei fondamentali economici di un paese ed in particolare quelli della sua finanza pubblica?

Partiamo da alcune semplici definizioni. Cosa misurano i tassi di interesse sui titoli pubblici emessi da un paese? Gli studi econometrici (Baldacci e Kumar, 2010; Afonso e Rault, 2010) indicano che ci sono molti fattori che spiegano l'evoluzione del prezzo dei titoli pubblici e quindi il loro rendimento. In termini generali, il rendimento dell'obbligazione compensa il risparmiatore dal rischio che l'emittente sovrano non possa (o non voglia) ripagare il prestito al momento della sua scadenza: questo rischio *default* è quanto viene colto dalla misura dello *spread* tra tassi di interesse di un sovrano rispetto ad un *benchmark* considerato a rischio di *default* vicino allo zero (in genere gli Stati Uniti o la Germania).

I tassi di interesse sui titoli tengono poi conto anche di altri fattori: tra questi i principali sono il rischio di un deprezzamento del tasso di cambio che abbatterebbe il valore in valuta diversa da quella dell'emittente del prestito restituito a scadenza, la probabilità che in caso di *default* una parte del prestito venga comunque restituita ed il costo del

denaro (legato alle aspettative di inflazione) che è tipicamente espresso dai tassi di interesse a breve termine.

I principali e più sorprendenti risultati di questi studi sono che le condizioni di finanza pubblica dell'economia emittente contano solo in parte nella determinazione dei rendimenti (Baldacci *et al.*, 2011a,b). Questo può sembrare sorprendente. Se il debito pubblico di una economia è molto elevato, il suo avanzo primario (il saldo tra le entrate fiscali e le spese al netto degli interessi sul debito) basso o negativo e la sua crescita economica lenta, il paese in esame avrà più difficoltà a rimborsare il prestito ottenuto.

In realtà, i fattori esterni all'economia del paese possono contare per più della metà della variazione degli *spread* di rischio del credito sovrano. In particolare, le condizioni dei mercati finanziari e quelle dell'economia globale sono molto importanti e a volte più importanti di quelle dei fondamentali del paese. Questo avviene perché quando c'è avversione a rischio sui mercati finanziari gli investitori abbandonano i titoli pubblici come *asset* e si rivolgono ad altri strumenti, provocando una caduta dei prezzi ed un innalzamento dei rendimenti.

Tuttavia le cose sono più complicate: quando i mercati sono avversi al rischio, perché c'è incertezza sulle condizioni dell'economia o sono nel mezzo di una crisi lunga e difficile di cui non si intravede la fine come quella attuale, tendono a penalizzare di più i titoli di quelle economie che hanno fondamentali meno forti, maggiori rischi politici, più elevate difficoltà a tenere sotto controllo l'inflazione (anche solo nel passato) ed istituzioni di mercato più deboli (ad esempio una tendenza allo scarso controllo dei conti pubblici per effetto di regole di bilancio non sufficientemente ferme o poco applicate).

In particolare la relazione tra tassi di interesse sui titoli pubblici e rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo è fortemente non lineare e questa discontinuità è molto accentuata in fasi

di incertezza di mercato, come evidenziano le ricerche su insiemi ampi di economie utilizzando serie storiche dei tassi di interesse e degli spread e modelli causali che utilizzano come determinanti i fattori discussi sopra (Baldacci *et al.*, 2008).

La forte non linearità della risposta dei tassi sui titoli pubblici a peggioramenti della percezione dei rischi globali è confermato da numerosi studi effettuati negli ultimi mesi sulla base di dati relativi al periodo successivo all'avvio della crisi finanziaria (Caceres *et al.*, 2010). Inoltre, i mercati tendono a considerare altri fattori tra cui il principale sono i potenziali *spillover* dei rischi da un paese ad un altro. Se due economie sono molto integrate finanziariamente e commercialmente questa trasmissione del rischio può essere particolarmente alta: questo spiega perché un peggioramento del rischio del credito nell'area euro ha effetti sul rendimento dei titoli pubblici in Europa dell'Est. Le analisi econometriche degli spread di rischio del credito sovrano che utilizzano dati ad alta frequenza ci mostrano che queste correlazioni dovute alla trasmissione dei rischi si sono intensificate dopo l'inizio della crisi finanziaria globale: è l'altra faccia della globalizzazione che facilita scambi commerciali e finanziari quando l'economia cresce ma rende tutti più interconnessi anche nella cattiva sorte: questi rischi sono paradossalmente maggiori per le economie più forti proprio perché maggiormente integrate nell'economia mondiale: un dato che non era stato ben evidenziato dalla letteratura teorica e che è stato possibile quantificare solo grazie agli studi recenti in ambito internazionale (in particolare quelli effettuati dalle organizzazioni finanziarie internazionali, come il Fondo monetario internazionale, che hanno portato ad una ridefinizione della sorveglianza di questa istituzione sulle economie mondiali passando da una logica bilaterale a quella multilaterale).

Ma avendo chiari tutti questi nuovi risultati si sarebbe potuto stimare che i rendimenti dei titoli pubblici sarebbero cresciuti così tanto per un paese come l'Italia?

La risposta è affermativa. Se si utilizzano le elasticità dei tassi di interesse sui titoli pubblici alla variazione del rapporto tra debito e prodotto interno lordo stimate tenendo conto dei meccanismi di trasmissione dei rischi e delle non linearità tra fondamentali dell'economia (in particolare il livello del debito e la crescita economica), debolezza delle istituzioni di mercato e di quelle che regolano la finanza pubblica e rischi finanziari globali, si arriva a livelli degli spread vicini a quelli attuali per l'Italia dati i fondamentali della finanza pubblica, l'esposizione dell'Italia ai rischi di *spillover* e le condizioni finanziarie globali.

Questo risultato però ci indica anche la via di uscita: ridurre i rischi politici, rafforzare le istituzioni di finanza pubblica e ridurre il livello del debito attraverso un ampio avanzo primario con politiche che favoriscano la crescita economica può dare risultati più che proporzionali nell'attuale quadro di turbolenza dei mercati finanziari globali: una "window of opportunity" da non perdere.

Riferimenti bibliografici

- Afonso A., Rault C., (2010), Long-Run Determinants of Sovereign Yields, *CEifo Working Paper Series No. 3155*.
- Baldacci E., Kumar M. S., (2010), Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields, *IMF Working Paper WP/10/184*.
- Baldacci E., Dell'Erba S., Poghosyan T., (2011a), Spatial Spillovers in Emerging Market Spreads, *IMF Working Paper WP/11/221*.
- Baldacci E., Gupta S., Mati A. (2008), Is it (Still) Mostly Fiscal? Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets, *IMF Working Paper WP/08/259*.
- Baldacci E., Petrova I., Belhocine N., Dobrescu G., Mazraani S., (2011b), Assessing Fiscal Stress, *IMF Working Paper WP/11/100*.
- Caceres C., Guzzo V., Segoviano M., (2010), Sovereign Spreads: Global Risk Aversion, Contagion or Fundamentals?, *IMF Working Paper WP/10/120*.