

LO SPREAD BTP - BUND: COME FUNZIONA E PERCHE' E' IMPORTANTE

(Lavoro svolto dai Gian Pablo Andrade Rivas e Matteo Maldis - 5 I SIA ITET Bassi di Lodi nell'ambito del corso di Economia aziendale del professor Fabio Banderali)

(Team Educazione Finanziaria AIFIRM a supporto: Marilena Cino, Evandro Menna, Andrea Tribellini)

1. COS'E' LO SPREAD BTP - BUND

Negli ultimi anni si è sentito molto parlare di spread e per questo è importante capire come funziona e come impatta sulla vita di imprese e consumatori. Lo spread è la differenza fra il rendimento di un titolo di Stato (ad esempio BTP) ed il titolo di un altro Paese (ad esempio BUND tedeschi); lo spread fra titoli italiani e tedeschi prende dunque il nome di spread BTP¹-BUND².

Lo spread BTP-BUND è calcolato tra i titoli con scadenza a 10 anni e il confronto con i BUND tedeschi è dovuto al fatto che questi ultimi sono un parametro di riferimento di titoli a basso rischio di credito e con rendimenti tra i più bassi in Europa. Questo perché il rapporto debito pubblico / PIL³ della Germania è sempre stato contenuto, inoltre il sistema economico è considerato solido e forte, e il governo politico stabile. In particolare, il rapporto debito pubblico / PIL rappresenta un indicatore fondamentale per valutare la sostenibilità del debito di un Paese rispetto alla sua capacità di generare ricchezza e pertanto gioca un ruolo determinante nella percezione del rischio da parte degli investitori.

Nel dettaglio, il rendimento di un titolo si determina considerando le cedole (interessi) e la differenza fra il valore di rimborso, ottenuto a scadenza, e il prezzo di acquisto al momento della sottoscrizione. La curva dei rendimenti rappresenta in valori percentuali il tasso di rendimento di titoli emessi da uno Stato sulle differenti scadenze. Qui sotto invece, è riportato l'andamento del rendimento del BTP italiano a dieci anni in un determinato intervallo di tempo (ultimi dieci anni).

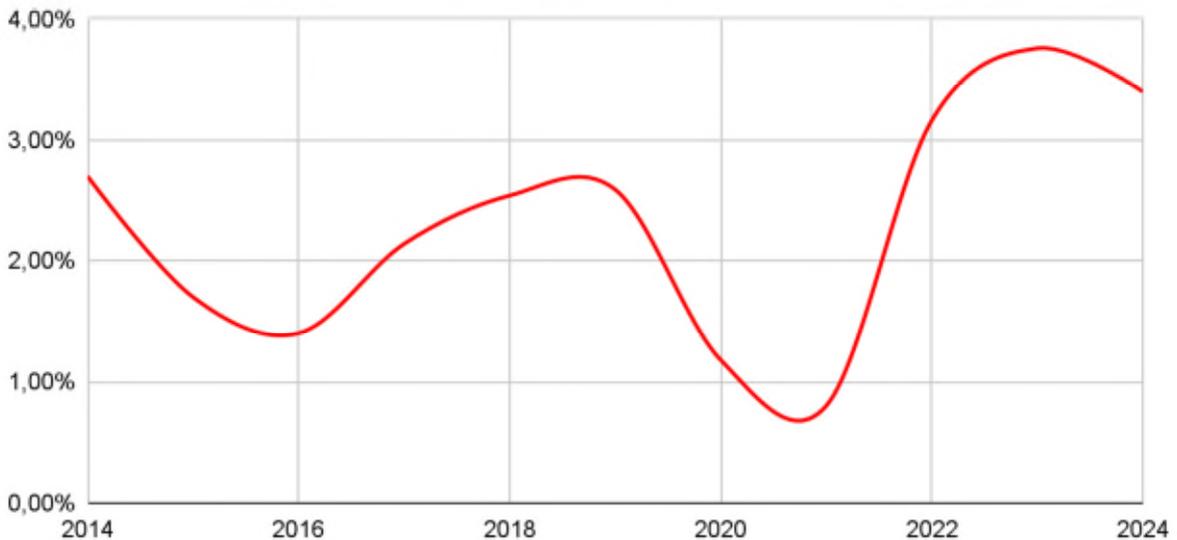
¹ I Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) sono titoli di debito (obbligazioni) a medio-lungo termine emessi dallo Stato Italiano con cedola fissa e scadenza compresa tipicamente tra i 3 e i 30 anni.

² I Bund, (abbreviazione di Bundesanleihen), sono titoli di Stato a medio e lungo termine emessi dal governo tedesco, con scadenze che variano da 10 a 30 anni

³ Il rapporto tra debito pubblico totale e prodotto interno lordo (PIL) di un Paese fornisce una misura di quanto sia indebitata una nazione rispetto alla sua capacità di generare ricchezza (PIL).

Curva rendimenti medi BTP scadenza a 10 anni

(Credits to: MEF)



Dal grafico è possibile osservare come il rendimento dei BTP italiani negli ultimi dieci anni sia oscillato fra l'1% e il 4%, assumendo i suoi valori più alti nel triennio 2021 - 2024.

BOX

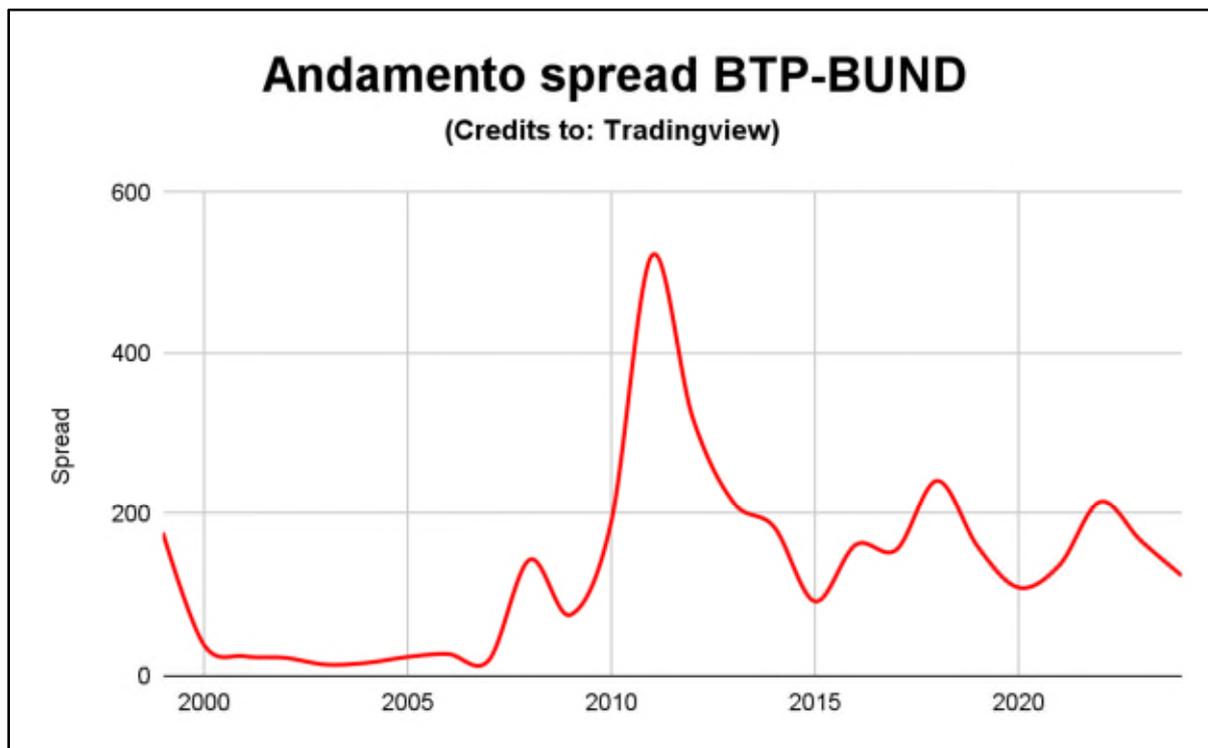
Cosa Influenza lo Spread? Cosa potrebbe portare ad un allargamento dello Spread?

Lo spread è influenzato da diversi fattori economici e politici, i più rilevanti sono:

- rapporto Debito Pubblico/PIL: un rapporto debito/PIL elevato, come quello italiano, può aumentare la percezione di rischio da parte degli investitori che per sottoscrivere titoli di Stato emessi dallo Stato Sovrano Italia potrebbero richiedere un premio per il rischio maggiore (rendimenti più alti);
- situazioni di instabilità o incertezza politica e/o crisi finanziarie, crisi geopolitiche possono far salire lo spread;
- capacità di ripagare il debito pubblico valutata dalle agenzie di rating, come Moody's e Standard & Poor's. Un rating basso aumenta il rischio percepito, e quindi lo spread.

2. L'ANDAMENTO DELLO SPREAD BTP-BUND NEGLI ULTIMI QUINDICI ANNI

L'andamento dello spread BTP-BUND riflette, come rappresentato nel BOX sopra lo stato di salute di un Paese.. Il grafico che segue mostra l'andamento dello spread BTP-BUND nel corso degli ultimi venti anni.



Si osserva come nel periodo dal 2003 alla primavera del 2011 i titoli di Stato italiani mantennero un rendimento piuttosto basso, molto vicino a quello dei BUND tedeschi (proprio nel 2003 è stato registrato il minimo spread BTP-BUND di 13,967 punti base); l'allora Governatore della Banca d'Italia evidenziò che la causa di questa situazione era dovuto ad un deficit italiano inferiore alla media della Zona Euro portando i rendimenti dei titoli di stato italiani molto vicini a quelli tedeschi. Nei primi giorni di luglio 2011 iniziò un periodo di incertezza politica caratterizzato da una forte divisione nella maggioranza di governo sull'operato dell'allora ministro dell'economia Giulio Tremonti. Inoltre gli analisti consideravano l'Italia a rischio contagio dai cosiddetti PIGS ovvero gli stati più vulnerabili a livello finanziario, data l'instabilità del debito pubblico (Portogallo, Irlanda, Grecia, Spagna), con una scarsa crescita del PIL e un elevato debito pubblico accumulato nei decenni precedenti. Lo spread italiano iniziò a impennarsi.

BOX

Cause che hanno innescato la crisi dello Stati Sovrani nel 2011

- Crisi dei subprime (2008): Il crollo del mercato dei mutui subprime negli USA ha destabilizzato le banche europee esposte a titoli tossici
- Nel 2009 il dissesto dei conti pubblici della Grecia segnò una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano
- In Europa i paesi presentavano differenze significative sull'ammontare del debito pubblico e crescita del PIL. I Paesi core (come la Germania) avevano livelli contenuti del debito pubblico e un'attività economica più solida, mentre i cosiddetti Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), o "periferici", erano vulnerabili in quanto perseguivano politiche di spesa non sostenibili (alto debito pubblico a fronte di bassi tassi di crescita del PIL)
- Il debito pubblico dei governi europei aumentò per salvare le banche in difficoltà
- Spinta speculativa sui rendimenti dei titoli di stato

Effetti della crisi sugli stati sovrani sul sistema economico

- L'Austerità nei paesi in difficoltà con l'introduzione di misure severe di riduzione della spesa pubblica
- La Grecia, il Portogallo e l'Irlanda hanno ricevuto aiuti finanziari dall'UE e dal FMI, con condizioni rigide legate a riforme economiche

La Banca Centrale Europea, guidata da Mario Draghi, ha lanciato misure straordinarie, come il programma OMT e il Quantitative Easing, per stabilizzare i mercati

Questa situazione di forte instabilità economica legata a un debito pubblico considerato non più sostenibile venne definita come "crisi del debito sovrano" ed ebbe un ruolo significativo nel far aumentare lo spread. La mancata percezione di uno Stato solvibile finanziariamente e solido economicamente fece incrementare i rendimenti dei BTP e di conseguenza lo spread. Inoltre, una speculazione finanziaria sui titoli di Stato europei determinò un aumento significativo dei costi associati ai Credit Default Swap (CDS), strumenti derivati scambiati nei mercati non regolamentati.

BOX

Un CDS funziona come una sorta di assicurazione contro il rischio di insolvenza: il sottoscrittore della assicurazione (protection buyer) paga un premio periodico a una controparte (protection seller) in cambio della garanzia che, nel caso in cui si verifichi

un evento di default sul titolo sottostante il contratto di CDS, la controparte coprirà le perdite subite dall'acquirente. Questo strumento è utilizzato per mitigare il rischio di credito di investimenti in obbligazioni.

Le agenzie di rating iniziarono ad effettuare i primi declassamenti; ad esempio Standard & Poor's annunciò di tagliare il “voto di affidabilità” – rating- sul debito pubblico italiano con prospettive future negative. Il rating rappresenta una sorta di “termometro del rischio” utilizzato dai mercati per valutare l’affidabilità di un Paese nel rispettare i propri impegni finanziari. Un rating come quello dell’Italia BBB, indica una percezione di rischio, da parte degli investitori, più alta rispetto a paesi con rating più elevati, come la Germania (AAA),. La tabella che segue riporta i rating di alcuni Paesi europei.

Nazione	S&Poor's	Moody's	Fitch	Scope
Italia	BBB	Baa3	BBB	BBB+
Germania	AAA	Aaa	AAA	AAA
Francia	AA	Aa2	AA-	AA
Spagna	A	Baa1	A-	A-
Portogallo	BBB+	A3	A-	A-
Stati Uniti d'America	AA+	Aaa	AA+	AA
Regno Unito	AA	Aa3	AA-	AA
Giappone	A+	A1	A	A
Svizzera	AAA	Aaa	AAA	AAA

Un peggioramento del rating implica la richiesta di rendimenti più alti per comprare titoli di Stato italiani, contribuendo così all’aumento dello spread BTP-BUND.

Questo insieme di fattori portò a far lievitare lo spread al picco assoluto di 575 punti base il 9 novembre 2011. I Paesi dell’area Euro e quindi la stessa moneta unica era messa in discussione dai mercati facendo temere il crollo dell’intero sistema finanziario comunitario.

In quel contesto, Mario Draghi, da meno di un anno presidente della Banca Centrale Europea, tenne un discorso alla Global Investment Conference di Londra nel quale indicò con decisione che sarebbe stato disposto a usare tutti i mezzi (il famoso “whatever it takes”) a disposizione per difendere l'Euro e l'Unione Monetaria Europea . In particolare utilizzò strumenti di politica monetaria straordinari come il “quantitative

easing” Il “quantitative easing” mira ad aumentare la liquidità del sistema finanziario e a ridurre i tassi di interesse a lungo termine, stimolando l'attività economica.

BOX

Quantitative easing è uno strumento di politica monetaria straordinaria messo in atto dalle Banche centrali per “creare moneta” mediante l’acquisto di titoli di Stato o altre obbligazioni sul mercato. Tecnicamente aumentano la quantità di denaro prestando fondi agli istituti di credito garantiti da titoli. Questo intervento mira a fornire liquidità al sistema finanziario utilizzando le banche come veicolo per la concessione del credito a imprese e alle famiglie per dare impulso all’economia.

Le banche **svolgono infatti un ruolo chiave nella creazione di moneta attraverso il meccanismo del credito.** Quando una banca concede un prestito, crea una corrispondente quantità di moneta, accreditandola sul conto del mutuatario. Questa nuova moneta può essere utilizzata per spese e investimenti, contribuendo all'espansione dell'economia.

Il quantitative easing funzionò: il 26 Luglio 2012 lo spread era sceso a 473 punti base e nei mesi successivi si ridusse ulteriormente.

3. IL CONTESTO ATTUALE

La crisi dei debiti sovrani del 2010-2011 impattò molto duramente sullo spread, mentre l'emergenza pandemica del 2020 / 2021 ebbe un'influenza più ridotta. Durante la pandemia infatti il mercato obbligazionario subì limitate tensioni, scaturite principalmente per via del timore che vi potesse essere un rapido peggioramento della finanza pubblica ovvero un aumento della spesa pubblica che avrebbe peggiorato il debito pubblico degli Stati più fragili.

Infine il conflitto Russo - Ucraino abbia portato principalmente ad un incremento dei costi del settore delle materie prime e in quello alimentare, incrementando quindi i costi per famiglie e imprese e diffondendo in Europa incertezza e paura; questo peggioramento del quadro macroeconomico ha tuttavia avuto scarso impatto sullo spread .

Il contesto economico globale appare piuttosto incerto, nonostante ciò lo spread BTP-BUND rimane sotto controllo riflettendo una relativa stabilità dei mercati finanziari.

L'elezione di Donald Trump negli Stati Uniti è stata ben accolta da economia reale e mercati finanziari, generando un clima favorevole agli investimenti delle imprese, almeno nel breve periodo. Da ottobre il dollaro statunitense ha registrato un rialzo del 6% rispetto all'euro, con il tasso di cambio EUR/USD sceso da 1,12 a 1,05. L'indice del dollaro, indicatore che misura la forza del dollaro rispetto a un paniere di valute estere, si è portato intorno a quota 105, in aumento rispetto a settembre quando l'indice si manteneva sul valore di 100, riflettendo l'ottimismo legato alle promesse elettorali di Trump. Le previsioni di crescita del PIL americano ammontano al 2,8%, nettamente superiore rispetto a quelle europee che si attestano ad uno 0,8%, supportando la forza del dollaro.

L'equilibrio attuale tuttavia potrebbe esser minacciato da eventuali shock esogeni in futuro. Per esempio, le tariffe doganali annunciate dall'amministrazione Trump, che potrebbero raggiungere il 20% per i Paesi "amici" (quelli appartenenti all'Eurozona) e addirittura il 60% per i Paesi "ostili" (come la Cina) rischiano di danneggiare le reti globali di produzione, impattando negativamente anche su alcuni settori economici internazionali.

Nel frattempo, i mercati finanziari sembrano essere sostenuti da attese di tagli ai tassi d'interesse da parte della FED e della BCE: si stima una riduzione di 25 punti base entro fine anno. Questo taglio andrebbe a diminuire il costo del finanziamento, impattando direttamente sui rendimenti dei titoli di Stato, inclusi i BTP. Infatti, una riduzione dei tassi aumenterebbe i prezzi dei titoli di Stato, che quindi offrirebbero un rendimento inferiore. Tuttavia, poiché la Germania gode di una maggiore stabilità economica rispetto all'Italia e i suoi BUND sono considerati più sicuri e stabile rispetto ai BTP, i rendimenti dei BUND si ridurranno in misura minore rispetto ai BTP e conseguenza lo spread BTP-BUND si comprimerebbe ulteriormente.

4. L'IMPATTO DELLO SPREAD SUL SISTEMA ECONOMICO

Lo spread impatta in maniera significativa su investimenti e finanziamenti. Per quanto riguarda gli investimenti, si consideri che attualmente un BTP offre un buon

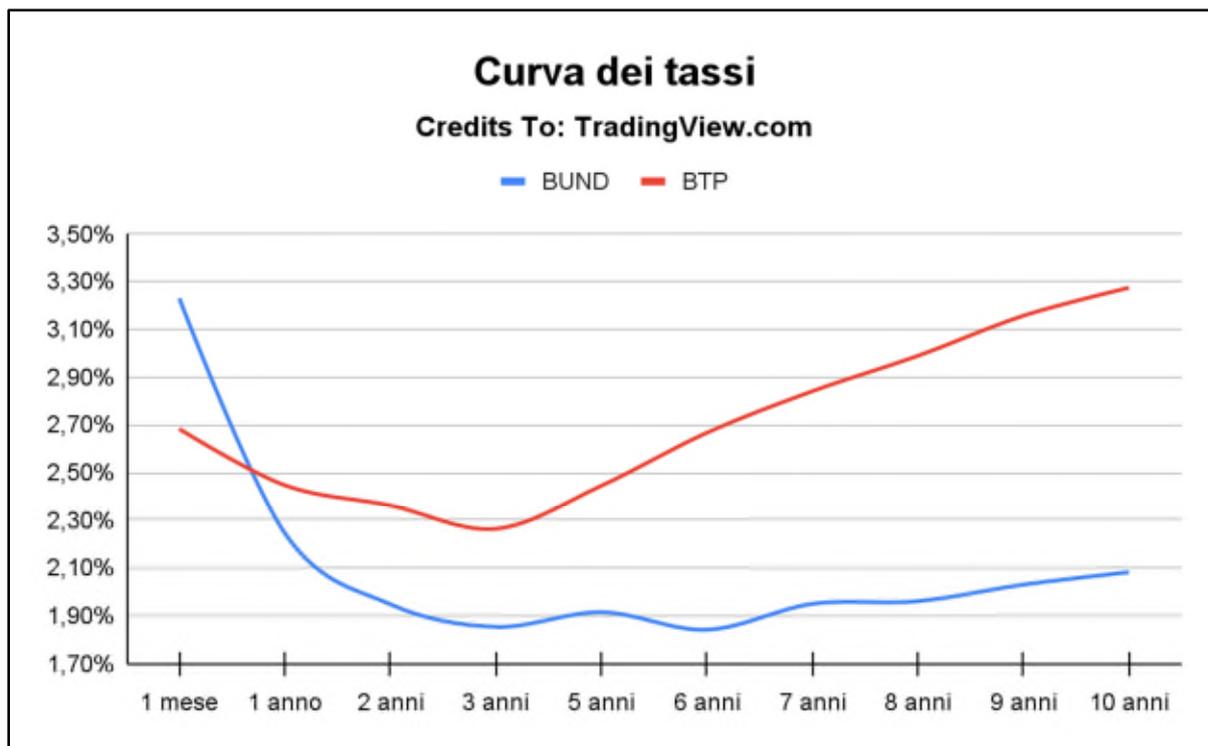
rendimento di poco superiore al 3,50% e il Governo italiano è considerato credibile in quanto vi è una maggioranza solida che può avviare anche importanti riforme; questi due elementi, buoni rendimenti e stabilità politica, rendono i titoli di Stato italiani una buona opportunità per gli investitori.

Per quanto riguarda l'impatto dello spread sui finanziamenti occorre considerare che più lo spread è alto maggiori sono gli oneri che lo Stato deve pagare per il servizio del debito e minori sono le risorse disponibili da attivare per famiglie (tagli ad esempio al sistema di welfare come pensioni o sussidi) e imprese (minori agevolazioni fiscali o aumento della tassazione). L'elevato costo del debito si trasmette quindi all'economia reale con minori risorse per la crescita di consumi di famiglie, investimenti delle imprese e di spesa pubblica con effetti negativi sul PIL.

Altro effetto negativo di un costo del debito elevato di uno Stato è il cosiddetto "meccanismo di trasmissione" al sistema bancario che si traduce in un aumento dei costi di finanziamento di famiglie e imprese. In particolare, le banche si trovano a dover aumentare i costi della propria raccolta (ovvero per emettere titoli obbligazionari per raccogliere fondi devono aumentare i tassi di remunerazione delle obbligazioni stesse) caratterizzata da depositi e obbligazioni per un duplice effetto:

- concorrenza dei titoli di stato che offrono rendimenti elevati, pertanto le banche devono allineare la remunerazione dei depositi per evitare che i risparmiatori chiedano il rimborso dei depositi per acquistare titoli governativi;
- l'aumento del rischio sovrano che comporta un aumento dei rendimenti delle obbligazioni offerte dalle banche ai risparmiatori che incorporano nel loro rating il rischio del paese in cui operano.

Tale aspetto, comporta un aumento dei tassi di interesse delle banche sui finanziamenti concessi alla clientela al fine di mantenere un equilibrio economico dei propri utili.



BOX

Conseguenze per Famiglie e Imprese di un aumento dello spread

Per le Famiglie: Mutui e credito al consumo più costosi, in generale accesso al credito più selettivo (maggiori garanzie..);

Per le imprese: finanziamenti più costosi, potenziale riduzione degli investimenti, possibile aumento del rischio di credito delle imprese;

Per il sistema economico in generale: i potenziali rischi riguardano la riduzione della domanda di beni e servizi, la riduzione dell'occupazione, la recessione e/o crisi finanziaria