



www.lavoce.info

Finanza

LA FUGA VERSO LA QUALITA' NON SPIEGA TUTTO

di [Vincenzo Chiorazzo](#), [Carlo Milani](#) e [Pierluigi Morelli](#) 27.05.2009

La fuga verso la qualità sembra dar conto di circa un quinto dello spread Btp-Bund tedeschi. La maggior parte del differenziale è dunque dovuta a un effettivo maggior rischio paese avvertito dai mercati finanziari. Lo spread è tornato a livelli non dissimili da quelli sperimentati nella crisi del marzo 1995. E' la riconferma della necessità di mantenere un rigoroso controllo della dinamica del debito nel nostro paese. E del fatto che il necessario uso della leva fiscale non deve significare il ritorno a una spesa pubblica senza freni.

La crisi finanziaria degli ultimi mesi ha avuto ripercussioni anche sui titoli emessi da Stati sovrani (LINKDe Novellis e Vaciago su laVoce del 13.02.2009). Prima del default della Lehman Brothers, lo **spread tra Btp e Bund** si attestava sui 20 punti base, nel periodo successivo è cresciuto di cinque volte in media, fino a toccare anche i 150 punti. Gli interventi di salvataggio delle banche e le azioni di politica fiscale volte a sostenere l'economia reale hanno fatto sorgere dubbi sulla sostenibilità del debito pubblico di molte economie avanzate, anche appartenenti all'area euro. Non si può dire che tali dubbi siano infondati: se è vero, infatti, che l'intonazione dei tassi di interesse sta alleviando, al momento, il peso delle passività delle pubbliche amministrazioni (LINK Baglioni e Colombo su laVoce del 25.11.2008), è altrettanto vero che la differenza tra il costo medio del debito e il tasso di crescita delle economie si va allargando e questo, in un ambiente in cui gli avanzi primari tendono ad assottigliarsi, spinge verso l'alto il rapporto debito/Pil.

IL DIFFERENZIALE VERSO IL BUND COME MISURA DI RISCHIO PAESE

Il **rischio paese**, nell'ambito dell'area euro, viene spesso misurato dal differenziale tra rendimenti dei titoli domestici e rendimenti del Bund tedesco. Agli inizi di aprile, per l'**Italia** lo spread sui Btp, con scadenza pari a 5 anni, era intorno ai 100 punti base; meglio di noi si posizionavano Francia, Olanda e Spagna (tra i 30 e i 70 punti), mentre Irlanda e Grecia si trovavano sul margine opposto (200 e 250 punti base). Tuttavia, a incidere sul differenziale vi è il fenomeno noto in letteratura come *flight-to-quality*: in contesti difficili e incerti, gli investitori preferiscono migrare verso titoli particolarmente solidi, come appunto quelli tedeschi. **(1)** L'eccesso di domanda che ne consegue determina un riduzione dei rendimenti offerti da tali titoli, mentre, di converso, il calo della domanda di titoli ritenuti meno affidabili ne provoca l'aumento dei rendimenti. Determinare la **dimensione** di questo effetto è funzionale a stabilire quanto margine di manovra hanno oggi a disposizione le autorità di politica fiscale per porre in atto azioni di contrasto al difficile momento congiunturale: se lo spread rispetto al Bund è determinato quasi esclusivamente dall'effetto *flight-to-quality*, allora le autorità fiscali possono permettersi un maggiore attivismo in interventi temporanei di natura anticiclica in quanto quell'effetto tenderà prima o poi ad assestarsi. Viceversa, nel caso in cui tale effetto sia nel complesso contenuto, i rischi di **stabilità finanziaria** dovrebbero indurre a una politica



www.lavoce.info

fiscale più accorta.

UNA MISURA DEL FLIGHT-TO-QUALITY

Una possibile misura dell'entità del *flight-to-quality* può ricavarsi avvalendosi delle informazioni che si traggono dal mercato dei *credit default swap*: il **prezzo di un Cds** non risente del fenomeno perché si tratta di un derivato che permette di assicurarsi contro il *default* di un'obbligazione emessa da una terza parte, quale ad esempio uno Stato sovrano. **(2)**

Per ottenere una stima del *flight-to-quality* abbiamo calcolato la differenza tra lo spread dei titoli benchmark a 5 anni dei paesi dell'area euro verso il titolo Bund di pari durata, e lo spread tra i prezzi dei Cds a 5 anni sui titoli di Stato degli stessi paesi rispetto al prezzo del Cds per la Germania. In altri termini, la parte di differenziale calcolato sui titoli di Stato che non è spiegata dallo spread esistente sui Cds – spread che dovrebbe, in situazione normale, misurare esclusivamente il rischio paese – può essere imputata alla "fuga verso la qualità".

Nel **grafico 1** riportiamo i risultati del nostro esercizio relativamente al periodo antecedente la deflagrante accelerazione della crisi finanziaria, in coincidenza con il fallimento della Lehman Brothers, e quello immediatamente successivo. Vi si osserva come nel **periodo pre-crisi** la fuga verso la qualità penalizzava, per circa 6/7 punti base, soprattutto Italia e Grecia, due dei paesi europei a più elevato debito pubblico. Spagna e Irlanda, per contro, si evidenziano come due paesi che prima della crisi beneficiavano di un volume di acquisti dei propri titoli di Stato così ampio da determinare un rendimento di mercato inferiore a quello corrispondente all'effettiva misurazione del rischio paese, così come emerge dalle quotazioni dei rispettivi Cds.

Grafico 1



www.lavoce.info

Nella fase successiva alla “deflagrazione”, si riscontra un generalizzato incremento dei rendimenti ascrivibile alla **fuga verso la qualità**. Il paese più svantaggiato dal fenomeno risulta la Grecia, con uno spread aggiuntivo sul costo del debito di oltre 60 punti base; seguono Portogallo e Belgio. È interessante notare come in questo ranking la **Francia** risulti più penalizzata dell'Italia, a evidenza del fatto che del *flight-to-quality* possono soffrire anche titoli sulla carta apparentemente molto solidi. Quanto all'Italia, il prezzo che abbiamo dovuto pagare per la fuga verso la qualità è di circa 20 punti base, un valore in linea con quello che si riscontra per la Spagna. Si noti infine che sulla base delle nostre elaborazioni, con l'acuirsi della crisi Irlanda e Austria avrebbero migliorato il loro posizionamento relativo rispetto alla Germania. È bene tener presente, che, in realtà, sottostante a tale ultimo risultato potrebbero esservi movimenti speculativi, legati alla particolare situazione di crisi finanziaria attraversata dai due paesi – di cui potrebbe essere evidenza la forte volatilità dei prezzi dei Cds irlandesi e austriaci – nonché una diversa liquidità presente sui mercati.

Dalle analisi presentate emerge come la crisi abbia messo in moto un processo di *flight-to-quality* che spiega tuttavia solo una parte dell'allargamento del differenziale di tasso tra titoli dei diversi paesi europei e corrispettivi titoli della Germania. Considerando in particolare l'**Italia**, la fuga verso la qualità sembrerebbe spiegare circa un quinto dello spread Btp-Bund, mentre la maggior parte di tale differenziale è dovuto a un effettivo **maggior rischio paese** avvertito dai mercati finanziari. Nella crisi del marzo **1995** lo spread tra Btp e Bund (decennale) superò i 650 punti: 520 rappresentavano rischio di cambio e 130 rischio paese. **(3)** Un livello, quest'ultimo, non dissimile dunque da quello che abbiamo sperimentato nelle settimane e nei mesi scorsi.

È la riconferma della necessità di mantenere un rigoroso controllo della dinamica del nostro **debito** e del fatto che, oggi, il necessario uso della leva fiscale dovrà essere comunque molto attento alla qualità degli interventi e non potrà certamente interpretarsi come necessità di lasciare le briglie della spesa corrente.

(1) Va detto, comunque, che anche i Bund possono potenzialmente perdere di “appetibilità” da parte degli investitori. Un segnale, al riguardo, è la debole domanda che si è registrata in una recente riemissione di titoli quinquennali (5,7 miliardi di euro collocati il 25 marzo 2009). Le annunciate nuove emissioni da parte del governo tedesco, che nell'arco del 2009 dovrebbero superare i 20 miliardi di euro, hanno probabilmente spinto parte degli investitori a ritardare l'acquisto di Bund.

(2) Non va dimenticato, peraltro, che la quotazione del Cds può risentire delle influenze dovute a possibili comportamenti speculativi, soprattutto attuati da *hedge funds* che potrebbero scommettere sul *default* di un emittente. Affinché il prezzo del Cds venga influenzato da operazioni speculative è però necessario che le contrattazioni sul mercato di interesse siano sufficientemente ridotte, cioè, in altri termini che il mercato sia poco spesso.

(3) La decomposizione dei due effetti è ricavata eliminando dallo spread complessivo quello riscontrabile sui contratti swap decennali, così come suggerito da F. Giavazzi, C. Favero, L. Spaventa (1997), “High Yields: the Spread on German Interest Rates”, *Economic Journal*.