

DEFAULT, I COSTI REALI DI UN'IPOTESI REMOTA

LO SPREAD RISENTE TROPPO DEGLI UMORI DEI MERCATI MA IL DEBITO VA RIDOTTO

di **Nicola Borri**

Per "spread", parola entrata ormai nel lessico comune, si intende la differenza tra il tasso di interesse sul debito pubblico dell'Italia e quello della Germania. Il tasso italiano è maggiore di quello tedesco, a causa della maggiore probabilità di default del nostro Paese. E cioè, a causa del rischio che l'Italia non ripaghi a scadenza i creditori, o che, in caso di ritorno alla lira, li ripaghi con una moneta svalutata.

In questo periodo, lo spread è intorno ai 150 punti base. O 1,5 per cento. E a regime, comporta una maggiore spesa per interessi pari al 2% del Pil. Cosa significa, in termini di probabilità di default? Sui mercati finanziari è possibile acquistare strumenti assicurativi contro il rischio di default. I cosiddetti *credit default swap*, o Cds. Con una serie di ipotesi, dai prezzi di questi strumenti è possibile stimare che per i mercati finanziari la probabilità di default del nostro Paese è pari a circa il 18% in 5 anni. Si tratta di un dato simile a quello della Grecia (21%) e molto superiore a quello di Spagna e Portogallo (6%).

E infatti negli ultimi giorni da molti commentatori è arrivato l'allarme: il rischio di un default dell'Italia è simile, se non superiore, a quello della Grecia. Ma è una prospettiva realistica? In fondo, l'Italia non solo è un'economia più grande e dinamica di quella greca, ma è anche un Paese che finora, nonostante mille difficoltà, ha

sempre trovato forza e risorse per riassettare le proprie finanze e onorare i propri impegni.

Il quadro, in realtà, è più complesso. Perché lo spread da un lato misura la capacità di un Paese di ripagare il proprio debito, con un orizzonte tipicamente di dieci anni. E gli ultimi segnali che vengono dalla Grecia, come dalle altre economie del sud Europa, sono più incoraggianti di quelli che vengono dall'Italia.

Ma dall'altro lato, la probabilità di default misurata dai mercati finanziari è distorta dall'avversione al rischio degli investitori. E quindi non corrisponde all'idea di probabilità che abbiamo generalmente in mente.

Quando lanciamo una moneta, la probabilità di avere testa o croce è la stessa. Per la statistica, questa è una probabilità "vera". In maniera simile, per esempio, le assicurazioni stimano la probabilità che un assicurato causi un incidente in base al numero di incidenti causati da soggetti con le stesse caratteristiche - l'età, il sesso, la professione, la residenza, e così via. Ma nel caso della probabilità di default di un Paese, un calcolo di questo tipo è molto difficile. Sarebbe necessario un campione molto numeroso di Paesi con le stesse caratteristiche di quello sotto analisi.

E sarebbe necessario osservarlo a lungo. E comunque, secondo gli studiosi che hanno tentato un calcolo simile, le probabilità di default di Paesi molto meno affidabili dell'Italia sono in media sul 3 per cento.

Pensiamo alla paura di viaggiare in aereo. Come è noto, la probabilità che l'aereo precipiti è molto bassa. Eppure, nel 2018, nonostante si sia contato un morto per ogni 3 milioni di voli, circa il 40% dei passeggeri ha dichiarato di temere di essere coinvolto in un disastro aereo. Nella loro percezione, la probabilità di un incidente è notevolmente distorta

dalla paura. In modo non troppo diverso, gli investitori temono molto più un default dell'Italia che un default della Grecia. Probabilmente, perché trascinerebbe con sé l'intero sistema finanziario europeo, e segnerebbe la fine dell'euro. E dunque, a parità di spread, dobbiamo in realtà attenderci una probabilità effettiva di default dell'Italia molto inferiore. Si tratta di un fenomeno più comune di quanto sembri. Dal 2010 al 2015 la probabilità di default degli Stati Uniti, misurata dai Cds, sarebbe stata superiore a quella di McDonald's.

Purtroppo, però, anche se la probabilità effettiva di default del nostro Paese non è poi così elevata, non c'è da stare tranquilli. Il costo del nostro debito dipende dalle probabilità di default così come vengono percepite dagli investitori: terrorizzati dall'eventualità di una nostra incapacità di ripagare i nostri debiti. Lo spread varia più al variare degli umori degli investitori, che al variare del nostro reale rischio di default. E il rischio, è inutile dirlo, è che il rischio immaginato generi un rischio reale. Impennando lo spread, e di conseguenza, il costo del nostro debito, fino a spingerci verso l'abisso quando questo divenisse insostenibile.

Per ora, siamo protetti dalla Banca centrale europea e dal suo programma di acquisto di titoli del debito pubblico. Nel lungo periodo, però, resta indispensabile ridurre il nostro debito a livelli più sostenibili.

📧 @nicolaborri

© RIPRODUZIONE RISERVATA

