

12 dicembre 2008 0:00

Esiste un forte rischio di default dei titoli di stato italiani?

di [Alessandro Pedone](#)

Qualche lettore ha male interpretato alcune nostre risposte sui titoli di stato italiani ritenendo che volessimo dare il suggerimento di abbandonare i titoli di stato italiani in favore di quelli francesi e tedeschi.

Vista la delicatezza del tema, è il caso di chiarire. La maggioranza dei nostri lettori sono investitori inesperti ed è giusto e normale che questo genere di investitore detenga la maggior parte dei suoi risparmi in titoli di stato. Da quando è stato introdotto l'euro, dovendo dare consigli specifici agli investitori come attività professionale, abbiamo sempre preferito titoli di stato esteri di paesi affidabili (tipicamente Germania e Francia) per la semplice ragione che il differenziale di rendimento fra i titoli italiani ed i titoli esteri era talmente basso che non vedevamo nessuna ragione per dare i propri soldi allo stato largamente più indebitato sostanzialmente a parità di remunerazione.

Negli ultimi mesi, la situazione è cambiata. L'indicatore più utilizzato per esprimere il gradimento dei titoli di stato italiani, cioè lo spread (differenziale) fra il rendimento del decennale tedesco (il BUND) e quello italiano (il BTP) è iniziato a salire in maniera sensibile. Ad agosto era inferiore allo 0,5%, la prima settimana di dicembre ha quasi raggiunto l'1,5% per poi diminuire in questi ultimi giorni mantenendosi comunque sopra l'1,2%.

Chi ha in portafoglio BTP probabilmente non ha notato questa forte differenza perché in parte l'effetto è stato mitigato dal taglio dei tassi che ha spinto in avanti i prezzi delle obbligazioni a tasso fisso.

Molto più vistoso, invece, è stato l'effetto sui CCT. Il CCT a più lunga scadenza è sceso sotto i 93 centesimi. Un prezzo del tutto anomalo sul quale pesa anche la diminuzione dei rendimenti dei BOT (ai quali i CCT sono indicizzati). Il fatto che il CCT abbia un rendimento così ampiamente superiore ai BOT è senza dubbio una forte anomalia.

Nei giorni scorsi qualche dichiarazione, prontamente smentita, di ministri un po' imprudenti sul rischio default dell'Italia ha portato polemiche sui giornali nonché il ministro Tremonti (in versione "piazziista") a promuovere i titoli di stato italiani definendoli a più riprese, in televisione, "come i migliori ed i più sicuri di tutti" (non è stato un bello spettacolo, ma ormai ci siamo – tristemente – abituati).

E' ragionevole ipotizzare uno scenario per il quale l'Italia non rimborsi i suoi titoli?

Volendo credere alle indicazioni derivanti dal mercato dei Credit Default Swap (CDS), questo rischio sarebbe stimato nell'ordine del 5% entro il 2010 e molto di più sulle lunghe scadenze.

La nostra opinione è che il mercato dei CDS sia del tutto inattendibile per molte ragioni (che non vogliamo spiegare in questa sede perché sarebbero troppo tecniche).

L'Italia è sicuramente un paese con molti problemi, fra i quali un debito pubblico molto alto.

Restiamo però uno dei primi sette paesi industrializzati al mondo. Il nostro debito pubblico è il terzo debito pubblico mondiale. Una fetta molto consistente di titoli di stato denominati in euro è emessa dall'Italia. L'Italia non è l'Argentina sotto moltissimi punti di vista. Il paragone con l'Argentina può essere fatto solo da totali incompetenti in materia.

Una differenza fondamentale, per i nostri titoli di stato, è l'Euro. Il tanto bistrattato Euro rappresenta uno scudo formidabile per il nostro paese.

È ragionevole pensare che l'Euro non potrebbe sopravvivere ad un default dell'Italia.

Volendo ipotizzare uno scenario catastrofico di reale rischio di insolvenza dell'Italia, l'ipotesi più probabile sarebbe quella di un sostegno della BCE e del FMI condizionato a rigidi vincoli di bilancio i quali creerebbero problemi alla nostra economia, ma che dovrebbero scongiurare il default. Ad oggi, comunque, siamo fortemente lontani da questo scenario il quale, comunque, non implicherebbe un mancato rimborso dei titoli.

Perché, allora, questo allargamento dello spread fra BUND e BTP? A nostro parere è giusto che l'Italia paghi più

interessi per il suo debito, cio' non significa che vi sia un reale rischio di default. L'Italia deve pagare di piu' perche' e' piu' indebitata e quindi e' piu' esposta di altre nazioni ai riflessi della crisi economica. La vera anomalia, a nostro giudizio, era un spread insolitamente basso. Da qui a dire che vi e' un rischio default, ce ne passa!

Oggi si sono svolte le aste di BTP delle piu' varie scadenze. Per tutte le tipologie proposte, le richieste hanno superato ampiamente i titoli aggiudicati. Il titolo a piu' lunga scadenza emesso oggi (1 Agosto 2023) ha un rendimento lordo superiore al 5%. Un BUND con scadenza paragonabile (4/1/2024) rende il 3,73%. Circa 1,4% in meno! Con questo differenziale di rendimento, il rischio dell'Italia, che sicuramente e' piu' elevato rispetto alla Germania ed alla Francia, ci sembra ben ripagato.

Particolare il discorso sui CCT. In passato, anomalie come quelle attuali si sono verificate per periodi di tempo relativamente brevi (durante la crisi dello SME nel 1992 e durante la crisi del fondo LTCM, nel '98 che porto' sul mercato una enorme quantita' di CCT). Quando le cause dell'anomalia sono terminate, il CCT si e' sempre riportato intorno a 100. Quali possono essere le cause della presente anomalia? Mentre si verificano gli eventi e' sempre difficile stabilire le cause che li determinano. Si possono fare solo ipotesi e ciascuno puo' avere le proprie. Le nostre personali ipotesi contano poco. E' ragionevole pensare, comunque, che il CCT non possa, per molto tempo, avere un rendimento largamente superiore a quello dei BOT. Questa anomalia e' destinata a terminare, in un modo o nell'altro.

In sintesi, quindi, **non ci sentiamo di consigliare a nessuno dei nostri lettori di vendere i titoli di stato** a meno che non vi siano ragioni legate alle proprie necessita' finanziarie o psicologiche.

Diverso e' il discorso relativo all'impostazione di un nuovo portafoglio. Qui l'investitore deve valutare con molta attenzione il proprio profilo di rischio e le proprie necessita'. Se sta cercando la massima sicurezza possibile anche a discapito del rendimento puo' orientarsi su un paniere di titoli di stato comprendenti anche altre nazioni.

Ripetiamo un nostro personalissimo giudizio: per la prima volta dopo tanti anni nei quali abbiamo sempre preferito i titoli di stato esteri, riteniamo che il rendimento aggiuntivo dei titoli di stato italiani ripaghi il rischio aggiuntivo.