

L'analisi

# Perché siamo tornati a fare i conti con lo spread

Tassi in risalita. Ma incertezza politica e crisi del credito hanno accelerato la corsa

di MARCELLO MINENNA

Sembrava che la Bce lo avesse «ibernato» definitivamente nel suo bilancio. E, invece, nelle ultime settimane lo *spread* torna a mostrarsi minaccioso: il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e tedeschi sui 10 anni è salito di oltre 60 punti in 60 giorni e c'è da attendersi un'ulteriore impennata mentre l'attesa dei mercati per il referendum del 4 dicembre cresce. D'altronde recenti prese di posizione della stampa internazionale fanno capire che la finanza è più interessata alla stabilità politica che al dibattito sul merito delle riforme. E che l'ipotesi «ltal-exit» è tutt'altro che fuori dai radar.

Nel frattempo Monte dei Paschi si gioca la sopravvivenza tra *bail-in* e risoluzione, mentre l'euroburocrazia va in pressing su 5 miliardi di buco nella manovra di bilancio.

Eppure la salita dei tassi di interesse in Europa non è una novità degli ultimi giorni, ma viene da lontano. E ha ragioni strutturali. Innanzitutto l'inflazione europea sta salendo. Di poco, in maniera disomogenea e non in linea con le aspettative della Bce, ma sta salendo.

Da aprile 2016 i prezzi in Germania sono saliti di 1 punto percentuale, mentre la Spagna è uscita da una deflazione tremenda passando dal -1,1% allo 0,7%. Anche la deflazione italiana è migliorata un poco scendendo dallo -0,4% allo -0,1%. Di conseguenza la componente dei rendimenti che remunera il rischio di rialzo dei prezzi è andata lentamente crescendo per oltre 6 mesi, spingendo i tassi di interesse sui titoli europei al rialzo, nessuno escluso.

Un secondo fattore che coinvolge l'intera Eurozona riguarda le voci sulla fine del Quantitative Easing. A partire dalla fine di settembre si nota un grande «scalino» verso l'alto in tutte le serie storiche dei rendimenti dei titoli di Stato europei; non a caso, in quei giorni cominciavano a circolare rumor sul graduale ritiro dello stimolo monetario.

Se la Bce smette di acquistare titoli governativi, sparisce una fetta di domanda sicura, e prevedibile, che il mercato vorrà assorbire solo se verranno offerti tassi più alti. Nonostante le smentite ufficiali, quel gradino nei grafici dei rendimenti non è rientrato; se ne deduce che il mercato sta guardando oltre le rassicurazioni di Draghi sul breve termine e considera inevitabile una riduzione (il *tapering*) dell'acquisto di titoli da parte della Bce nel 2017.

Quindi lo *spread* non è del tutto «colpa» nostra. Dal 30 settembre il decennale italiano è salito di 80 punti base, ma anche il Bonos spagnolo ha preso quasi 70 punti. Persino l'inossidabile Bund tedesco ha subito un rialzo di oltre 30 punti base.

Certo, se andiamo a vedere cosa sta succedendo ai rendimenti reali (cioè ai tassi di interesse al netto dell'inflazione) la situazione si fa paradossale. Infatti in Germania i tassi stanno diventando negativi, quasi al -1%! Questo implica che investire in Bund è più costoso di quello che sembra, mentre il governo tedesco ringrazia per via della svalutazione del debito dovuta alla più alta inflazione. Quindi non solo Berlino beneficia dei tassi nominali negativi sui Bund fino ad oltre gli 8 anni, ma riceve anche un aiuto dall'inflazione. Non sorprende dunque che il rapporto debito/pil tedesco sia l'unico in diminuzione e probabilmente quest'anno scenderà sotto la soglia simbolica del 70%.

In Italia ci sono ovviamente tassi di interesse nominali molto più elevati (oramai il decennale è sopra il 2%) e stavolta la deflazione rema contro.

Il tasso di inflazione negativo (-0,1%) infatti si somma al tasso nominale e rende il tasso reale più elevato. Nessuno

sconto dunque per il Tesoro italiano, ma casomai un aggravio del peso del debito che in termini reali costa quanto nel 2012. Di nuovo ci troviamo di fronte ad una ripartizione dei benefici della politica monetaria Bce che privilegia i Paesi core e che lascia dell'amaro in bocca. Se consideriamo che gran parte del risparmio ottenuto dalla discesa dei tassi di interesse (20 miliardi di euro circa) è stato «restituito» attraverso le perdite sui contratti derivati sottoscritti dal Tesoro (21,2 miliardi a fine 2015), l'effetto complessivo del Qe per l'Italia rischia di essere misero.

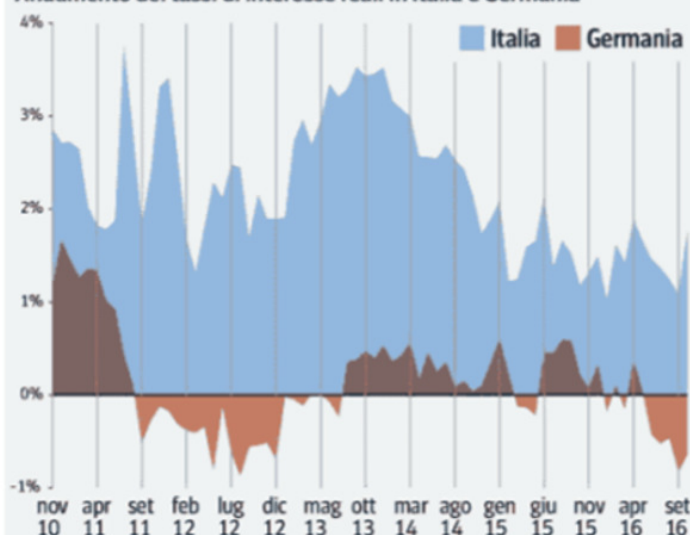
In definitiva lo *spread* tra Italia e Germania è cresciuto perché le condizioni strutturali delle due economie continuano a divergere e gli operatori si sono accorti che l'assicurazione data dalla presenza sui mercati della Bce ha una scadenza in un futuro prossimo. Il referendum passerà, nonostante i soliti proclami di apocalisse. Qualunque sia il risultato, i mercati se ne faranno presto una ragione.

Ma lo *spread* è destinato a restare.



## Un divario che cresce

Andamento dei tassi di interesse reali in Italia e Germania



Fonte: Bloomberg

centimetri