

ANSIE DA SPREAD, di Pierluigi Morelli

Fra i fattori che potrebbero suggerire prudenza nell'utilizzo espansivo della leva di bilancio - nonostante la severità della recessione in atto - vi è l'allargamento fra i rendimenti dei titoli di stato dell'Italia e di altri paesi. Da parte del governo e di autorevoli commentatori si ricordano infatti i vincoli posti all'azione di bilancio dalle dimensioni del nostro debito pubblico ("il terzo del mondo, senza essere la terza economia del mondo") e si esprimono motivate preoccupazioni in merito alla recente dinamica dello *spread*.

Le cifre ci dicono che il differenziale di rendimento dei titoli a lungo termine Btp-Bund è rapidamente aumentato. Ancora lo scorso agosto esso era collocato intorno ai 50 punti base; supera oggi i 150 p.b. Di fronte a simili evoluzioni, la domanda da porsi è se vi sia da parte dei mercati una valutazione di potenziale "non solvibilità" nei confronti dell'Italia, a cui non potrebbe che seguire una risposta fatta di politiche di bilancio rigorose, poco adatte a contrastare la caduta dell'economia reale.

Una lettura in questi termini dell'ampliamento del differenziale Btp-Bund non sembra però convincente. Per valutare la dinamica dello *spread* rileva la dinamica dei due addendi che lo compongono e in particolar modo la dinamica dei rendimenti dei nostri titoli a lungo termine. Si può ritenere che un aumento dello *spread* denoti un aumento di rischiosità quando è determinata da una crescita dei nostri rendimenti, a fronte di una stabilità o addirittura di una riduzione dei rendimenti dei titoli tedeschi. E' questo che accadde nella crisi di inizio 1995, quando l'aumento a 170 punti base del differenziale Btp-Bund fu determinato integralmente da una crescita dei rendimenti richiesti sui nostri titoli, mentre restavano stabili e anzi in leggera diminuzione i tassi a lunga tedeschi (tavola 1). I fatti di oggi sono invece diversi. A partire da agosto, il rendimento dei Btp non solo non è aumentato ma è addirittura diminuito di 3 decimi di punto: dunque il maggiore *spread* si spiega con una riduzione ancora più accentuata dei rendimenti dei titoli di stato tedeschi.

**Tavola 1. Andamento e determinanti dello spread Btp-Bund:
due casi a confronto**

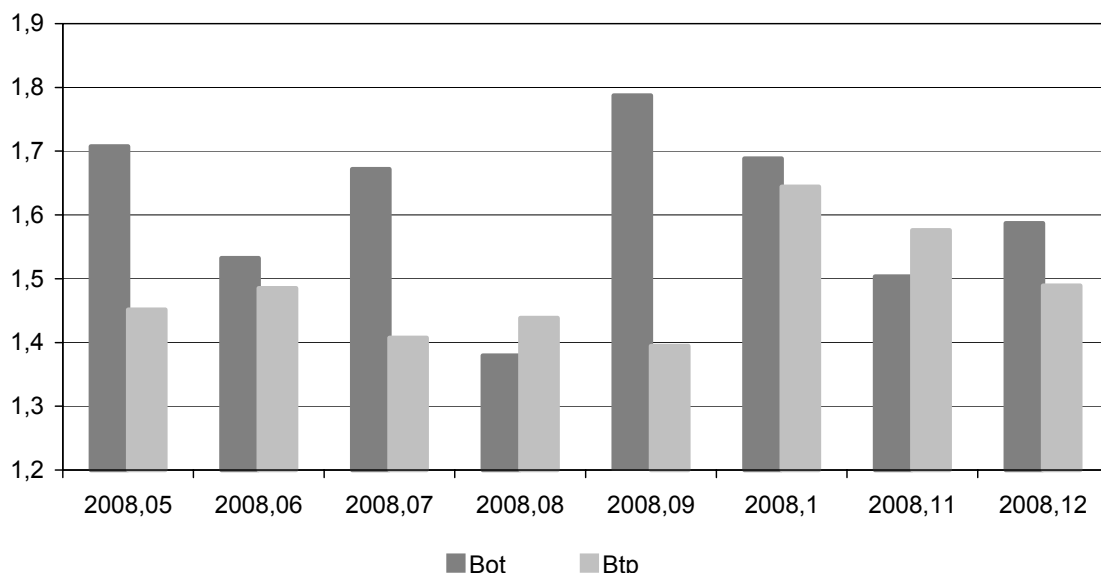
	Variazioni		
	Btp	Bund	Differenziale
23 gennaio-20 marzo 1995	1,47	-0,44	1,91
8 agosto 2008- 15 gennaio 2009	-0,36	-1,37	1,02

Perché ciò sia accaduto del resto è cosa nota: in una fase di forte incertezza- e non ci sono dubbi che la fase odierna lo sia- prevale la spinta verso gli investimenti e i paesi ritenuti più sicuri e la Germania è sicuramente uno di questi. Dunque l'ampliamento dello *spread* non

può essere visto come un aggravio di oneri per lo Stato italiano, che al contrario si trova a poter pagare meno per l'emissione dei propri titoli rispetto a quattro mesi fa, ma tutt'al più come un mancato guadagno dovuto alla posizione riservata all'Italia nelle scelte di portafoglio internazionali. A riprova di ciò si considerino due dati:

- rispetto a quelle che rimangono le ultime valutazioni governative (Relazione Previsionale e Programmatica dello scorso settembre), le stime Cer valutano un risparmio di spesa per interessi di quasi 19 miliardi di euro nel quadriennio 2008-2011.
- Il rapporto tra domanda e offerta osservato nelle aste di titoli di stato tenute fra ottobre e dicembre non ha avuto valori anormalmente bassi e anzi nel caso dei Btp si è collocato su valori mediamente superiori a quanto accaduto nei tre mesi precedenti (grafico 1).

Grafico 1. Rapporto domanda/offerta alle aste dei titoli di stato



D'altra parte, ampliamenti dello spread sono registrati da tutti i paesi europei. Per la Spagna il differenziale con i titoli tedeschi è salito da 32 a 81 centesimi di punto, per la Francia si è avuto un aumento da 18 a 47 centesimi di punto; mentre il differenziale tra titoli tedeschi e titoli americani è anch'esso aumentato da 42 a 68 centesimi di punto. Dunque l'Europa tutta non potrebbe approvare alcun piano di stimolo, per il timore di subire sanzioni da parte dei mercati internazionali dei capitali.

In conclusione, non sembra sostenibile l'ipotesi che vede nella conservazione di politiche bilancio restrittive uno strumento di contenimento dei differenziali sui titoli di Stato. Anche perché, se quest'ipotesi fosse vera, l'Italia, che nel confronto europeo ha finora varato la più timida delle manovre anti-crisi, avrebbe dovuto registrare una riduzione e non un ampliamento del proprio differenziale.