

IL CASO

DS6901

DS6901

Spread sotto quota 100

Il differenziale tra Btp e Bund ai minimi dal 2021, ma i rendimenti sono ai livelli più alti da dieci anni
Meloni rivendica: "Italia seria"
Ma pesano le debolezze della Germania e della Francia

Roma si fa forte della crisi tedesca e dei conti fuori controllo di Parigi **Oltre a gestire bene la spesa, la premier dovrà migliorare crescita e produttività**

ALESSANDRO BARBERA
ROMA

Nell'opera di semplificazione della realtà di cui fa spesso uso la politica, ci sono fatti complessi che si prestano bene a narrazioni rassicuranti. Prendiamo il caso dello spread fra Btp italiani e Bund tedeschi, un numero che fino a qualche anno fa toglieva il sonno a molti. Ieri il differenziale fra i due titoli decennali è sceso sotto la soglia psicologica dei cento punti. Non accadeva da settembre 2021, quando a Palazzo Chigi c'era ancora Mario Draghi e l'Italia stava uscendo dalla pandemia. Quasi dieci anni prima - correva il 9 novembre del 2011 - quel valore aveva raggiunto la quota stellare dei 574 punti, spingendo l'allora governo Berlusconi alle dimissioni. E così ieri pomeriggio, parlando alla Camera - per la cronaca giovanissimo ministro di quel governo - Giorgia Meloni ha piantato la bandiera: «Sapete che non ho mai reputato lo spread un totem, ma oggi è sotto i cento punti e ciò significa che i titoli italiani vengono considerati più sicuri

di quelli tedeschi. Penso che una riforma importante di questo governo sia stata quella della serietà». La premier ha detto una cosa falsa e una vera.

Lo spread misura la differenza di rendimento fra i due titoli di debito, uno particolarmente sicuro - quello tedesco - l'altro meno. Per vendere un Btp ieri il Tesoro doveva pagare un interesse di poco superiore al 3,7 per cento, un punto percentuale in più di quello tedesco. Qui c'è già la risposta all'affermazione falsa di Meloni: se i Btp fossero davvero più sicuri dei Bund, quel minor costo dovrebbe essere a vantaggio dell'Italia. La controprova è nei giudizi delle agenzie di rating: il debito tedesco gode ancora della tripla A, quello italiano sta diversi gradini più sotto.

Ma la faccenda più interessante da spiegare è l'altra, quella vera: ovvero quanto quel punto percentuale di differenza - il più basso da quattro anni - misura la serietà del governo. Per spiegarlo vediamo il tasso di interesse di quei titoli a settembre 2021: i Btp pagavano lo 0,8 per cento, i Bund avevano rendimento negativo. Signi-

fica che in quei mesi gli investitori consideravano i titoli tedeschi così sicuri da essere disposti a pagare (non ricevere) un tasso di interesse per detenerli. E dunque, vero è che lo spread oggi è basso, peccato che i rendimenti di entrambi i titoli siano alti. Coincidenza vuole che quello del Bund sia più o meno alto come nell'autunno 2011: dunque Meloni ha ragione a dire che l'emittente Italia è più solida di allora - lo testimonia anche il recente upgrading dell'agenzia Standard and Poor's - altro è sostenere che ci sia da gioire.

Per arrivare in fondo al ragionamento bisogna tornare al dato che indica il rendimento assoluto dei titoli italiani, e compararlo con quel che pagavamo per finanziare il debito a partire dai primi anni Duemila, dopo l'ingresso nell'euro: ebbene, il 3,7 per cento che paghiamo oggi è più o meno quel che fu necessario fino al *whatever it takes* dell'allora governatore della Banca centrale europea Mario Draghi, ma un livello molto più alto di quello pagato dopo di allora e nella lunga fase dei tassi zero,



finita con la ripresa dell'inflazione a cavallo del 2021. C'è stato solo un momento nell'ultimo decennio in cui i rendimenti furono al livello medio del governo Meloni: accadde nel 2018, quando il primo governo Conte Lega-Cinque Stelle mise in allarme gli investitori con un progetto di consolidamento del debito spinto dall'ala anti-euro del Carroccio. La differenza - enorme - è che allora lo spread sul Bund superò i 320 punti, oggi Meloni paga l'aumento generalizzato dei rendimenti.

Dunque cosa significa oggi avere uno spread di soli cento punti sopra la Germania? La banca d'affari Goldman Sachs la risposta l'ha data coniato il concetto di «valore relativo». In un periodo di rendimenti alti a causa delle guerre e dei dazi trumpiani, l'Italia si fa forte delle debolezze altrui. Della Germania, anzitutto: da tre anni l'economia tedesca viaggia a ritmi all'italiana, e ancora non vede l'uscita dal tunnel. Ci avvantaggiamo anche della debolezza francese: i conti pubblici sono fuori controllo e la debole maggioranza al potere fatica a riportarli in ordine. Con l'arrivo alla Cancelleria di Friedrich Merz ora però molti investitori iniziano a chiedersi: cosa ne sarà del giudizio sulla prudenza di Giancarlo Giorgetti quando la Germania inizierà ad attuare l'enorme piano di sostegno alla crescita che il basso debito gli consente? Nel frattempo l'Italia riuscirà a migliorare il livello degli investimenti pubblici - nel 2024 arenati dopo anni di crescita - e nonostante il Recovery Plan? Il mercato del lavoro recupererà la produttività che i bassi salari dimostrano essere pessima? La crescita tornerà ad essere più alta dello 0,6 per cento previsto per quest'anno? In sintesi: basterà restare seri nella gestione della spesa per piazzare i titoli di un debito che resta fra i più alti al mondo? —

© RIPRODUZIONE RISERVATA

574

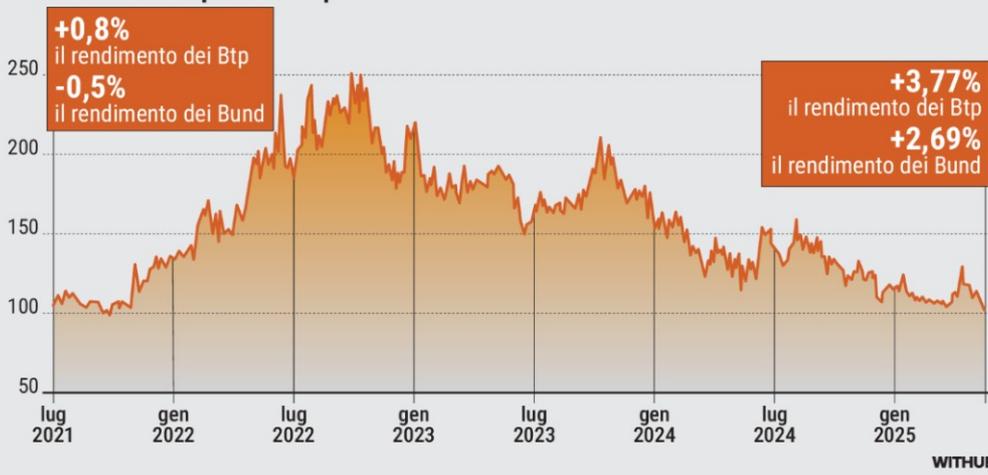
Punti: il valore record dello spread il 9 novembre 2011 quando l'Italia rischiava il crollo

326

Punti: il balzo che ha fatto lo spread il 20 novembre 2018 con il primo governo Conte

LA FRENATA

Andamento dello spread tra Btp italiani a dieci anni e i Bund tedeschi



I punti chiave

- 1** Nel 2018 quando il governo Conte a maggioranza Lega e Cinque Stelle mise in allarme gli investitori con progetti anti-euro, lo spread dell'Italia superò i 350 punti
- 2** Nel settembre 2021 quando Mario Draghi era premier e l'Italia stava uscendo dalla pandemia, lo spread era sotto quota 100 come sta accadendo adesso
- 3** Il differenziale tra Btp e Bund è tornato sotto quota 100, ma ciò non dipende solo dalla gestione attenta del governo Meloni, ma anche dalla debolezza di Berlino e Parigi