

# Rendimenti dei titoli di Stato, livellati gli spread dell'Europa

## Mercati

Da inizio anno l'Italia  
ha recuperato oltre 50 punti  
base sulla Germania

Gli spread, a lungo termometro della salute dell'euro, segnano una svolta. Con gli investitori che scommettono su un'Europa più coesa, i titoli di Stato si stanno allineando. L'Italia ne sta beneficiando avendo recuperato da inizio 2024 circa 50 punti base nei confronti della Germania.

Vito Lops — a pag. 4

# Titoli di Stato, cala il sipario sull'Europa degli spread

**Debito pubblico.** Il mercato anticipa il dibattito a Bruxelles su un debito comune per la Difesa e abbatte i differenziali di rendimento fra Paesi



**Se nel 2010-2012 gli spread superavano i 500 punti base, oggi differenziali sono scesi tutti sotto i 100 punti**

## Vito Lops

I Pigs sono oggi un lontano ricordo. Così come fu il mercato finanziario a creare 15 anni fa, durante la crisi del debito sovrano europeo, questo acronimo stigmatizzante in cui rientravano Portogallo, Italia, Grecia e Spagna, oggi è lo stesso mercato a farne calare il sipario. Tra il 2010 e il 2012 questi quattro Paesi – a cui si aggiunse l'Irlanda – erano gli osservati speciali, quelli i cui spread sui Bund tedeschi diventavano il simbolo del rischio di frammentazione dell'euro. Ogni movimento di quei differenziali veniva letto come un segnale di tenuta o di crisi del progetto europeo. A distanza di anni, quell'etichetta appare sempre più inadeguata: i dati mostrano che gli spread si stanno progressivamente livellando e che la narrazione dei «Paesi periferici» ha perso consistenza.

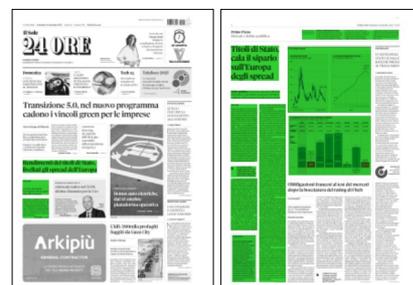
za. Il declassamento della Francia di venerdì notte da parte di Fitch (*altro servizio in pagina*) è solo una conferma: la vecchia nomenclatura è poco attuale, il muro fra «core» e «periferici» è stato abbattuto dal mercato.

Uno sguardo all'evoluzione dei rendimenti decennali documenta questa transizione. Se allora gli spread italiani, greci e spagnoli superavano i 500 punti base, oggi i differenziali si muovono entro una forbice molto più stretta. I Paesi Bassi, considerati una volta «core» insieme alla Germania, sono intorno ai 17 punti. L'Italia oscilla attorno agli 82 punti, in calo di oltre 30 rispetto a gennaio, con il decennale al 3,5%. È il Paese che, nonostante insieme alla Francia paghi i tassi più alti (3,5% sul decennale) sta beneficiando maggiormente del livellamento in atto, avendo recuperato da inizio 2024 circa 50 punti base nei confronti della Germania.

La compressione degli spread è un fenomeno trasversale che coinvolge anche Spagna, Grecia, Portogallo, Slovenia e Croazia.

Non ci sono eccezioni. Osservata con i raggi X del mercato obbligazionario, l'Europa appare oggi più coesa e meno polarizzata. Non esiste più la faglia tra Nord virtuoso e Sud instabile.

L'avvicinamento dei rendimenti è il frutto di due fenomeni. Il primo, ormai consolidato, riguarda la percezione diffusa di una «Bce put» sui debiti sovrani: la consapevolezza che in caso di necessità la banca centrale è pronta a intervenire per evitare che una crisi locale si trasformi in sistemica. I mercati non temono più che un episodio in Italia o Grecia possa travolgere l'euro. La volatilità non



è sparita, ma si muove in un corridoio più stretto.

Il secondo fenomeno parte invece dalla Germania, il cui debito è da sempre il benchmark dell'Eurozona. Il modello economico su cui si è fondata la crescita tedesca negli ultimi decenni – trainato dalle esportazioni e sostenuto da energia a basso costo – si è incrinato con la pandemia e la guerra in Ucraina. Per reagire, Berlino ha deciso di tornare a spendere, forte di un vantaggio fiscale accumulato in anni di disciplina. Sono stati annunciati fino a 500 miliardi di euro in investimenti infrastrutturali nel prossimo decennio, mentre la spesa per la difesa salirà al 3,5% del Pil entro il 2029. La Commissione europea stima un deficit vicino al 2,7% del Pil nel 2025, in crescita al 3% nel 2026, con un debito/Pil che passerà dal 62,5% al 64,7%. Secondo previsio-

ni indipendenti, la Germania potrebbe toccare il 74% entro il 2030. Per un Paese che ha incarnato il rigore fiscale e per anni ha provato ad esportare il mantra del pareggio di bilancio, si tratta di una svolta epocale.

Il mercato obbligazionario non ha le bende agli occhi: più debito e quindi più Bund in circolazione potrebbero far rima con rendimenti tedeschi più alti e spread periferici più bassi. In questo scenario, il premio per il rischio specifico dell'Italia e degli altri ex Pigs potrebbe continuare a ridursi.

Il paradosso è che la stabilità europea, dopo anni di allarmi sul Sud, dipende ora dalla capacità del Nord di spendere. Non è solo solidarietà, ma equilibrio macroeconomico: un'area monetaria senza trasferimenti richiede che anche i Paesi forti usino il proprio spazio fiscale per sostenere la domanda.

Senza questo riequilibrio, la stagnazione rischia di amplificare le differenze; con una Germania più espansiva, invece, la resilienza collettiva aumenterebbe e la curva dei rendimenti si uniformerebbe sempre di più.

Per anni la politica ha discusso invano di eurobond e di un debito comune. I mercati, però, stanno già facendo il lavoro sporco: la compressione degli spread sta avvicinando i titoli sovrani, trasformando un debito formalmente disaggregato in qualcosa che assomiglia sempre di più a un debito unico implicito. Non è ancora un'unione fiscale né politica, ma agli occhi degli investitori l'Eurozona ha già superato la stagione dei Pigs e potrebbe presentarsi nei prossimi anni come un'unica area di rischio.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## EUROBOND

### La via verso bond comuni

Per anni la politica ha discusso invano di eurobond e di un debito comune. I mercati, però, stanno già facendo il lavoro sporco: la compressione degli spread sta avvicinando i titoli sovrani, trasformando un debito formalmente disaggregato in qualcosa che assomiglia sempre di più a un debito unico implicito. Non è ancora un'unione fiscale né politica, ma agli occhi degli investitori l'Eurozona ha già superato la stagione dei Pigs e potrebbe presentarsi nei prossimi anni come un'unica area di rischio

**BBB**

### NAPOLI PROMOSSA DA FITCH

In attesa del giudizio sul merito di credito dell'Italia, che arriverà nella notte di venerdì 19 settembre e che potrebbe fotografare il miglio-

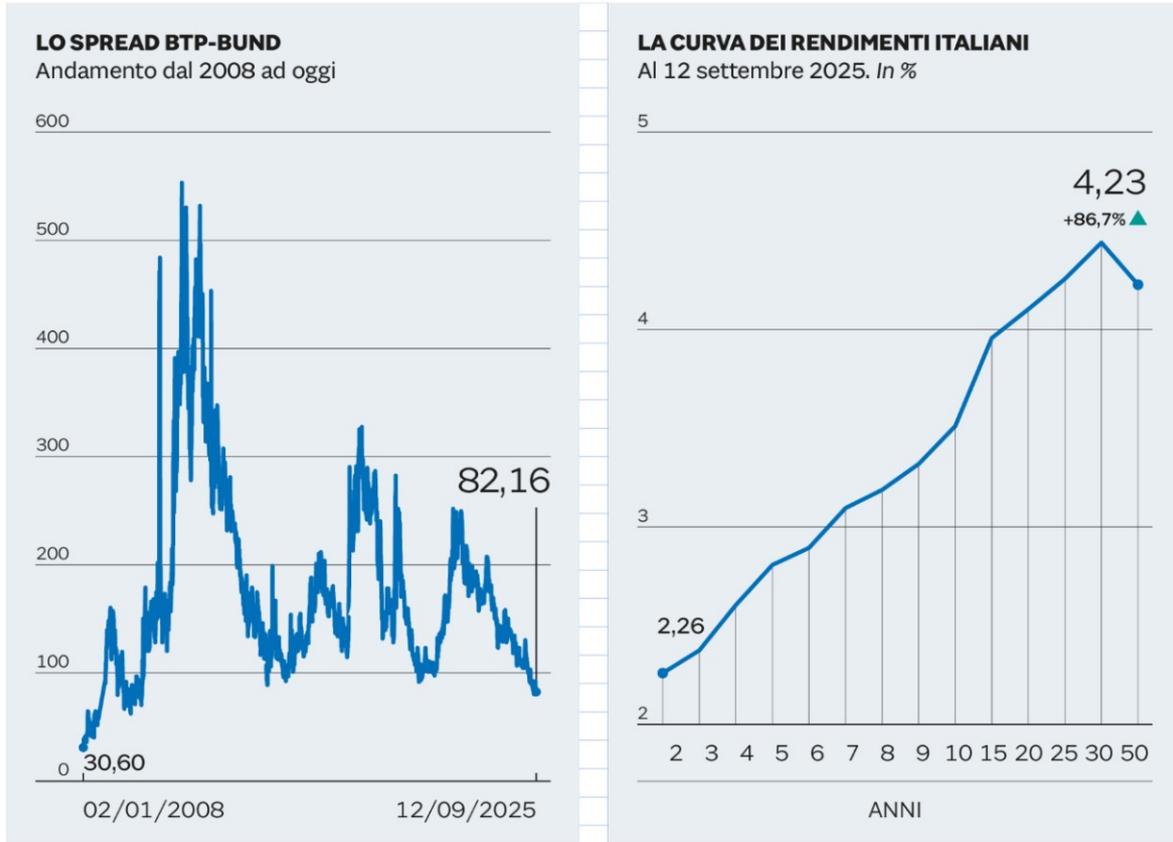
ramento dei conti pubblici già prezzato dal mercato, l'agenzia di rating Fitch ha alzato il merito di credito della città di Napoli a «BBB» dal precedente «BBB-».

L'agenzia di rating ha confermato il miglioramento nella gestione della spesa del Comune con una riduzione del debito finanziario di circa 300 milioni.

## Il calo degli spread

DS6901

DS6901



### GLI SPREAD DEI TITOLI DI STATO DECENNALI EUROPEI

Confronto con gli spread sul Bund oggi e 10 anni fa

