



Se lo spread torna sulle montagne russe

05.06.18

Simone Pellegrino e Gilberto Turati

Lo spread non è nato con l'euro. Esiste da quando esiste un mercato per il denaro che gli stati prendono a prestito per finanziare il fabbisogno. Senza moneta unica, il prezzo sui titoli italiani rifletterebbe il rischio di default e quello di cambio.

Lo spread prima dell'euro

Lo spread, termine inglese che indica il differenziale di rendimento tra i titoli emessi da due stati sovrani, non è una invenzione e non è nato con l'euro. Esiste da quando esiste un mercato per il denaro che gli stati sovrani prendono a prestito per finanziare il fabbisogno. È un indicatore importante perché ci informa sulle aspettative degli operatori che comprano e vendono titoli di mercato. Per uno stato sovrano come la Repubblica Italiana, che ha un debito di 2.300 miliardi e ogni anno chiede al mercato di finanziare nuove emissioni per circa 400 miliardi, è cruciale convincere chi deve prestare i propri risparmi della possibilità di riavere il proprio denaro.

La figura 1 racconta la storia dello spread nominale tra i titoli di stato italiani e quelli tedeschi (considerando quelli con scadenza decennale) a partire dall'inizio del 1991 (subito dopo la riunificazione tedesca dell'ottobre 1990).

Si distinguono tre grandi periodi. Il primo si chiude nel 1999, anno di creazione dell'euro (la valuta nasce ufficialmente nel 1999, tre anni prima dell'inizio della sua circolazione, nel gennaio 2002). Ciascun paese ha ancora la sua moneta ed è in un sistema di cambi quasi-fissi. In questo periodo lo spread riflette sia il rischio di cambio, sia il rischio di default dell'emittente. Al mercato monetario europeo (Sme) partecipa anche il Regno Unito e c'è già una moneta "sintetica" europea, l'Ecu.

Dal punto di vista della finanza pubblica, è il periodo in cui il nostro paese compie considerevoli sforzi per raggiungere i parametri definiti nel Trattato di Maastricht, firmato nel febbraio 1992. Allo sforzo partecipano sia governi politici, di sinistra e di destra, sia a guida tecnica come quelli Ciampi e Dini. Le elezioni del 1992 sono quasi un monito per l'oggi: si vota il 5-6 aprile, ma si attende il 28 giugno per il governo Amato I. La tempesta sullo Sme viene scatenata il 2 giugno: i cittadini danesi si esprimono contro la ratifica del Trattato di Maastricht, un voto con implicazioni pesanti per la tenuta dello Sme. A settembre, infatti, lira e sterlina sono costrette a lasciarlo; la lira viene svalutata e lo spread schizza a 800. Solo una manovra finanziaria pesantissima ("la manovra dei 600 miliardi di lire, 6 punti di Pil) convincerà gli investitori sulla capacità dell'Italia di onorare il proprio debito.

Inizia qui il percorso verso la moneta unica e il risanamento dei conti pubblici; ma è una strada accidentata. Lo spread aumenta repentinamente fino a un valore pari a 100 alla fine del 1994. Sarà poi l'instabilità politica di inizio 1995, accompagnata dalle polemiche francesi e tedesche elaborate un concetto di unione monetaria ristretta, a determinare una sua nuova impennata a 600 punti. In quel contesto pochi pensano che l'Italia riesca davvero a rispettare i parametri di Maastricht. Solo nel 1997, grazie a uno sforzo importante, il governo Prodi porta il nostro disavanzo sotto il 3 per cento del Pil e lo spread crolla sotto 100.

Discese e risalite

La seconda fase è quella in cui l'euro è davvero considerato la moneta unica dei paesi dell'Unione Europea e si chiude nel 2009, quando il neo-eletto premier greco George Papandreou annuncia che i conti della Repubblica ellenica sono stati truccati.

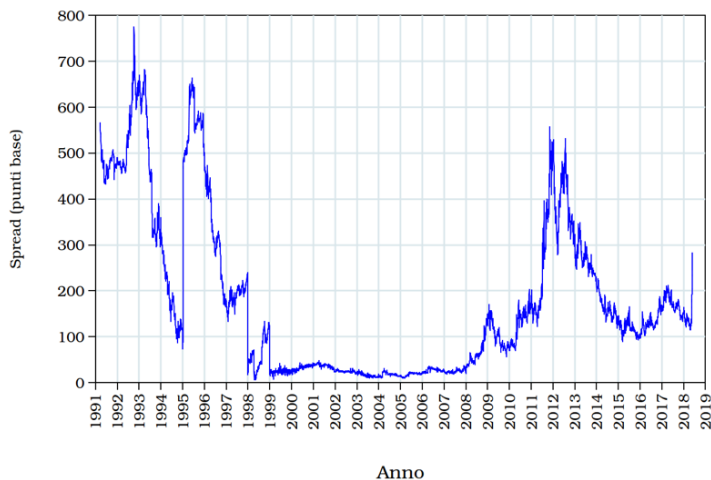
In questo periodo, lo spread è stabilmente sotto 100 (arrivando a un minimo di 9 punti base a febbraio 2005). Eppure, non mancano tensioni politiche: per esempio, nel 2003 Germania e Francia (tra gli altri) non rispettano le regole del Patto di stabilità e crescono le sospese. Ancora più importante è la crisi dei mutui sub-prime esplosa nel 2007. Solo nel 2008, con il suo avvio il fallimento di Lehman Brothers, lo spread mostra una tendenza rialzista, ma si cambia direzione abbastanza rapidamente. Il massimo di 170 punti base alla fine di gennaio del 2009. Quando però la Grecia racconta di aver detto bugie sui suoi conti, la lira si ferma in attesa di capire come l'Unione gestirà la vicenda.

Il terzo periodo è ancora una fase di forte turbolenza: all'inizio del 2010 appare chiaro che la Grecia non è in grado di ripagare i debiti e gli altri paesi devono decidere se e come aiutarla. L'avvenimento che modifica le aspettative degli operatori è l'incontro di Deauville del 18 ottobre 2010, quando Angela Merkel e Nicolas Sarkozy – con una iniziativa delle sole Germania e Francia – dicono che un paese dell'area euro può fallire. L'effetto è devastante per gli investitori: il prezzo per i titoli italiani torna a rischiare il default del singolo paese e per l'Italia, che ha un alto debito e crescita fragile, lo spread schizza sopra quota 500. Il

Monti ci mette una pezza, ma di fronte all'incapacità di rispondere ai mercati con strumenti fiscali (come lo *European Mechanism*), lo spread riprende quota di nuovo nella primavera 2012. Solo le famose parole di Mario Draghi pronunciate il 2012 spingono in basso lo spread, convincendo gli investitori che l'euro è una costruzione irreversibile; e quelle parole contano negli acquisti settimanali della Banca centrale europea.

Lo spread cala, ma le istituzioni europee rimangono fragili e devono essere riformate. Lo si è visto con le voci sulle possibili dimissioni del nuovo governo italiano: se pensiamo di fare a meno dell'euro, il prezzo sui nostri titoli (su tutte le scadenze) è quello che include il rischio di default e il rischio di cambio. Bene saperlo prima di prendere decisioni affrettate e fare dichiarazioni improvvise.

Figura1 – L'andamento dello spread Btp/Bund decennali dal 1991 a oggi



Fonte: Thomson Reuters.

In questo articolo si parla di: [euro](#), [gilberto turati](#), [Simone Pellegrino](#), [spread](#)

BIO DELL'AUTORE

SIMONE PELLEGRINO



Simone Pellegrino è professore associato di Scienza delle finanze presso il Dipartimento di Scienze Economico-sociali e Matematico-statistiche (ESOMAS) dell'Università di Torino. In precedenza è ricercatore presso la medesima Università. Ha conseguito il Dottorato di ricerca in finanza pubblica presso l'Università di Pavia e il Master in public economics presso la University of York (UK). I suoi interessi di ricerca si concentrano prevalentemente su tematiche relative all'imposizione fiscale, alla costruzione di modelli di simulazione tax-benefit e all'analisi dell'effetto redistributivo delle imposte.

[Altri articoli di Simone Pellegrino](#)

GILBERTO TURATI



Gilberto Turati è professore ordinario di Scienza delle Finanze presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore. È membro del Comitato Direttivo della Società Italiana di Economia Pubblica (Siep). Fa parte della redazione di *lavoce.info*, del comitato di redazione di *Politica Economica - Journal of Economic Policy* e del comitato scientifico del *Journal of Public Finance and Public Choice*. È external affiliate dell'Health, Econometric Data Group del Centre for Health Economics della University of York. Ha diretto per diversi anni il *Master in Economia e Politica Sanitaria* del Coripe Piemonte e dell'Università di Torino (dove è stato prima ricercatore e professore associato). È stato membro del Board della European Public Choice Society (EPCS) per il periodo 2012-2015 e dell'Organismo Indipendente di Valutazione della Azienda Ospedaliera Ordine Mauriziano di Torino.

[Altri articoli di Gilberto Turati](#)