

STUDIO GHIDINI GIRINO & ASSOCIATI

CONSIDERAZIONI INATTUALI

Quell'oscuro, truccato e infido feticcio chiamato spread

Cominciò a farsi vivo nel 2008 con l'inizio della cosiddetta «discriminazione dei collaterali» (prezzare in modo diverso titoli dei Paesi Ue sino ad allora equiparati quanto al valore di garanzia scontabile in Bce), ma quasi nessuno lo notò. Solo nell'estate 2011 ci siamo dovuti misurare con l'angoscia che questa impalpabile misura produrrà nelle nostre tasche. L'impennata che ha rovesciato governi, reso atroci tasse già efferate e innescato la spirale recessiva in cui ci stiamo dibattendo è divenuta in breve l'incubo di milioni di italiani. Si sta parlando di quello che con acuminata ironia Guido Salerno Aletta chiama il «dio spread» (si veda MF-Milano Finanza del 2 novembre). Condivido e sottoscrivo ma preferirei chiamarlo «feticcio» per ragioni di minor dignità soprannaturale. Lo spread non è che il risultato di una sottrazione fra quanto interesse paga il Bund tedesco e quanto il Btp. Che non fosse un indicatore dello stato di salute reale del Paese doveva esser noto anche alle pietre. Ma, se chi ha venerato il feticcio non lo ha capito, oggi ne ha la miglior prova se confronta il debito e

lo stato dell'economia italiana attuali con quelli di due anni fa. Che allora, con un debito sotto al 120% e una recessione non ancora violenta, lo spread potesse andare a 575 punti (cioè a una probabilità di default di quasi il 9% su un anno), mentre oggi, con un debito che sfonda il 130% e un depauperamento dilagante, viaggi intorno ai 240 (con rischio di crack sotto il 4%) è una realtà non spiegabile se non con una parola: manipolazione. La Banca d'Italia con un lucido studio del settembre 2012 dimostrò come lo spread massimo accettabile fosse 200 punti. Nessuno o quasi le prestò ascolto. Lo spread, dicevamo, si aggira oggi sui 240-250. Questo significa che le cose vanno bene? Nient'affatto. Allora vanno male? Neppure. Affidarsi allo spread per tastare il polso dell'economia sarebbe come auscultare il paziente usando un imbuto invece dello stetoscopio. Eccone un paio di dimostrazioni. Il 1° novembre lo spread si è assestato a 248,9 punti, -1,33% rispetto al giorno precedente, ma in quello stesso giorno il rendimento del Bund è salito dello 0,78%. L'Italia non era migliorata, semmai la Germania era

peggiorata. Se questa peggiorasse ancora, non significherebbe che la nostra situazione sarebbe automaticamente migliorata. La seconda dimostrazione è ancor più spiazzante. Il 2 ottobre un accenno di brivido per 280 di spread. Peccato che quasi nessuno notò come il divario derivasse da un conteggio adulterato. Sino a quella data il differenziale veniva calcolato fra i tassi del Btp-marzo 2023 (4,27%) e i tassi del Bund-agosto 2023. Tuttavia il primo parametro quel giorno era mutato, adottandosi in sua vece il Btp-marzo 2024, che ovviamente, collocandosi più in là nel tempo, sconta di per sé un tasso maggiore (4,42%). Il risultato è che almeno (4,42-4,27=) 15 punti non erano altro che il frutto della sottrazione delle mele alle castagne: tutti però, politici in testa, cacciarono l'urlo. Poi la faccenda fu spiegata come un naturale sfasamento dovuto all'avvicendamento dei titoli, ma nel frattempo il mercato aveva ricevuto un nuovo segnale inquietante. Usando non il sangue freddo ma la logica si dovrebbe concludere che lo spread, per come è calcolato, è influenzato da una tale quantità di variabili

da renderlo inattendibile come indicatore della stabilità economica del Paese ma anche come termometro della tenuta finanziaria. Sennonché quando si usa un termometro sfasato e si ha la pessima idea di automedicarsi si trangugiano a sproposito farmaci i cui effetti collaterali sono invece veri e reali. Con lo spread è accaduta la stessa cosa e un differenziale, prima manipolato e comunque inattendibile, ha gonfiato a dismisura il nostro conto interessi. Così, mentre nel periodo 2007-2013 l'Italia ha incrementato lo stock di debito di 392 miliardi contro i 611 della Francia e i 527 della Germania, in pari tempo i nostri interessi sono saliti a 444 miliardi contro rispettivamente 277 e 331. Morale: mentre chi si professa virtuoso e beneficia di un mercato truccato in realtà sta dilatando la sua base di debito, chi l'ha ridotto non riesce a contenerla. In questo caso la matematica non è un'opinione. Nel calcolo dello spread invece lo diventa. Mistero dei mercati. Amen o de profundis, scegliete voi. (riproduzione riservata)

Emilio Girino
girino@ghidini-associati.it