

Anamorfosi dello *spread* 2018ⁱ

di Giuseppe Di Gaspare

6 marzo 2018

SOMMARIO: 1. L'anamorfosi, una prospettiva deformante secondo la quale il tasso di interesse del debito pubblico dipende da fattori interni ad ogni singolo paese. – 2. Il paradosso del ribasso dei tassi di interesse in costanza del peggioramento dei fattori politico economici interni – 3. Una spiegazione contro intuitiva il tasso di interesse del debito è una variabile dipendente da fattori esogeni: l'offerta di liquidità monetaria. – 4. Una conferma empirica: l'andamento sincronico dei tassi tra Spagna ed Italia in presenza di situazioni politico economiche interne diverse – 5. Il contenimento del debito sovrano: una proposta.

1. L'anamorfosi, una prospettiva deformante secondo la quale il tasso di interesse del debito pubblico dipende da fattori interni ad ogni singolo paese.

L'anamorfosi costituisce una tecnica di raffigurazione di un oggetto secondo una prospettiva diversa da quella centrale, in modo che l'oggetto principale venga rappresentato in una visione fuorviante che lo nasconde.

In questo senso la focalizzazione ossessiva dei media sullo *spread* – cioè sul differenziale tra i titoli del debito pubblico dei Paesi dell'Eurozona – ha ottenuto l'effetto di distogliere l'attenzione dell'opinione pubblica dall'oggetto principale dei grafici che lo rappresentano che è costituito invece dall'andamento dei tassi di interesse del debito pubblico.

La tesi qui sostenuta perciò - in quanto contrasta con la prospettazione assolutamente predominante del ruolo di indicatore fondamentale riconosciuto allo *spread*, – richiede una consapevole correzione del punto di osservazione: staccare lo sguardo dallo *spread* – cioè dallo spazio che indica la differenza tra i tassi – per rimmetterlo, invece, a fuoco centralmente sull'oggetto principale del grafico costituito dalle linee che indicano l'andamento dei tassi di interesse.

Nella consolidata linea di ragionamento sullo *spread*, sarebbero i fondamentali strutturali ed economico-finanziari interni ai vari Paesi e le specifiche vicende congiunturali nazionali (come la credibilità e la stabilità dei Governi o il rischio elezioni) la causa dell'aumento o della diminuzione dei picchi in alto o in basso dei tassi di interesse dei diversi debiti pubblici, per cui un Governo giudicato positivamente dai mercati risulterebbe in grado di far abbassare lo *spread* e quindi il tasso di interesse. A titolo esemplificativo il grafico seguente (fonte: *Il Sole 24 Ore*): "lo *spread* Governo per Governo" mette in correlazione la successione dei governi ivi indicati e con il differenziale il rendimento "richiesto dal mercato" tra Btp e Bund.



Va detto che la prospettazione anamorfica che fa discendere l'andamento del differenziale tra i tassi di interesse dei debiti sovrani (e quindi l'innalzamento o la riduzione del tasso di interesse del debito pubblico) dagli effetti delle politiche economiche e agli eventi politici congiunturali interni, risulta intuitivamente convincente poiché fa dipendere gli elevati tassi di interesse da pagare per il nostro debito pubblico dalle cattive performance economiche e politiche del sistema paese. Dato di fatto quest'ultimo per tutti incontrovertibile.

Ecco un esempio di questo tipo di ragionamento: «*Lo spread è il differenziale tra il nostro tasso di interesse (che lo stato paga sui Btp) e un tasso di interesse preso come "pietra di paragone" e che generalmente è pagato dagli investimenti ritenuti "sicuri"*. In pratica, più rischioso è l'investimento, maggiore è l'interesse che vuole chi presta il denaro. Se la cosa vi sembra eticamente discutibile, provate a riflettere: voi prestereste denaro ad una persona inaffidabile con il rischio di non averlo restituito? E se prestate questo denaro, è chiaro che maggiore è il rischio, maggiore è il guadagno che chiedete per compensare il rischio corso. Allo stesso modo dobbiamo ragionare con lo spread e il nostro debito pubblico».

Lo Stato italiano, in conclusione, se vuole pagare meno interessi sul debito, deve divenire più affidabile – risanando i conti e dando stabilità al Governo del Paese - prendendo a modello la Germania. Insomma, se lo *spread* con la Germania scende, è il segnale che l'Italia si sta comportando bene, avvicinandosi alla "pietra di paragone", se sale, invece, il segnale sarebbe negativo.

In questa vulgata comunemente accolta, lo *spread*, dunque, è un indice di allerta che ci indica la via del rigore e del buon Governo al fine di ridurre il tasso di interesse sul debito e uscire dalla crisi.

In sintesi, sarebbe quindi l'azione del Governo, la sua capacità di "fare le riforme"; che può determinare, incidendo sui fattori critici (il tasso di crescita del debito; il rapporto tra PIL e debito pubblico, il *sentiment* dei mercati finanziari) una riduzione dello *spread* e, quindi, una riduzione del tasso di interesse che paghiamo sul debito pubblico. In altri termini si arriva a concludere o comunque a suggerire

implicitamente che il costo del debito scende se il Paese è in grado di mandare segnali rassicuranti ai mercati finanziari su questi fronti critici.

Questa conclusione è però tanto intuitiva quanto forviante.

2. Il paradosso del ribasso dei tassi di interesse in costanza del peggioramento dei fattori politico economici interni

Ed in effetti non è così o per meglio dire, non è l'andamento della politica economica interna e le performance dell'azione di Governo il fattore principale che determina il costo del nostro debito e il rialzo o il ribasso del tasso di interesse.

L'affermazione che il debito tedesco scenda in ragione dell'affidabilità del paese emittente come nel caso della Germania è vera ma al contempo diviene fuorviante se estremizzata a spiegazione univoca dell'andamento del tasso di interesse.

È vero infatti che la maggiore stabilità economica e politica rende meno rischioso e quindi meno oneroso il debito tedesco, ma non è vero però che sia lo *spread* tra il nostro debito e quello tedesco l'*indicatore* cui fare riferimento per spiegare le variazioni dei tassi di interesse dei nostri titoli del debito pubblico.

Se il tasso di interesse dipendesse da fattori endogeni di ogni singolo paese, come si potrebbe spiegare su quella base il fatto per quello che ci riguarda che lo *spread* in Italia sia sceso e abbia continuato a scendere a partire dal terzo trimestre del 2012 – allora intorno a 260 punti – nonostante il Governo Monti fosse dimissionario, l'affidabilità del Governo italiano vacillasse al centro di uno scontro politico-elettorale in cui la nostra classe politica dava il “meglio di sé, il debito pubblico fosse aumentato di circa 100 mld di euro e il suo rapporto con il PIL avesse segnato un ulteriore peggioramento?

Ciononostante lo *spread* scendeva e anche dopo ha continuato a scendere indifferente all'aggravamento degli indici macroeconomici – in primo luogo ancora il debito pubblico - nel rapporto con la “pietra di paragone” tedesca. Con sguardo retrospettivo è facile constatare come nel 2014 lo *spread* fosse stabilmente sotto il 200 punti di differenziale, nonostante le riforme costituzionali mancate, le incertezze del quadro politico-istituzionale, la sentenza della Corte Costituzionale del 2014 sulla legge elettorale e il passaggio di testimone dal Governo Letta al Governo Renzi. L'anno successivo - 2015 - lo *spread* tra Bund e Btp si è ulteriormente ridotto rimanendo, eccettuata qualche sporadica punta, al di sotto dei 150 punti come si vede dal grafico seguente (tratto da fonte aperta web) che ne traccia l'andamento fino al 2016.



Costante riduzione dunque nonostante il mancato miglioramento dei parametri economici e finanziari rispetto alla pietra di paragone tedesca. Anzi, nonostante il paventato effetto panico sui mercati per le mancate riforme costituzionali - che secondo alcuni avrebbe dovuto affossare il PIL - calma piatta dello spread (e tassi stabili in ribasso). Il trend perdura anche per gli anni successivi ed ancora nel 2017 benché caratterizzato dall'incertezza politica e elettorale che ancora perdura.

Anche nella giornata di chiusura di questo articolo - 6 marzo 2018 - a seguito di una tornata elettorale gravida di ingovernabilità - a fronte della contemporanea riedizione della Grande Coalizione in Germania, lo spread tra Btp e Bund non si impenna e viene rilevato con un differenziale di appena di 136 punti rispetto alla vigilia poco più basso a 131.

Come mai?

Si potrebbe forse gridare al miracolo?

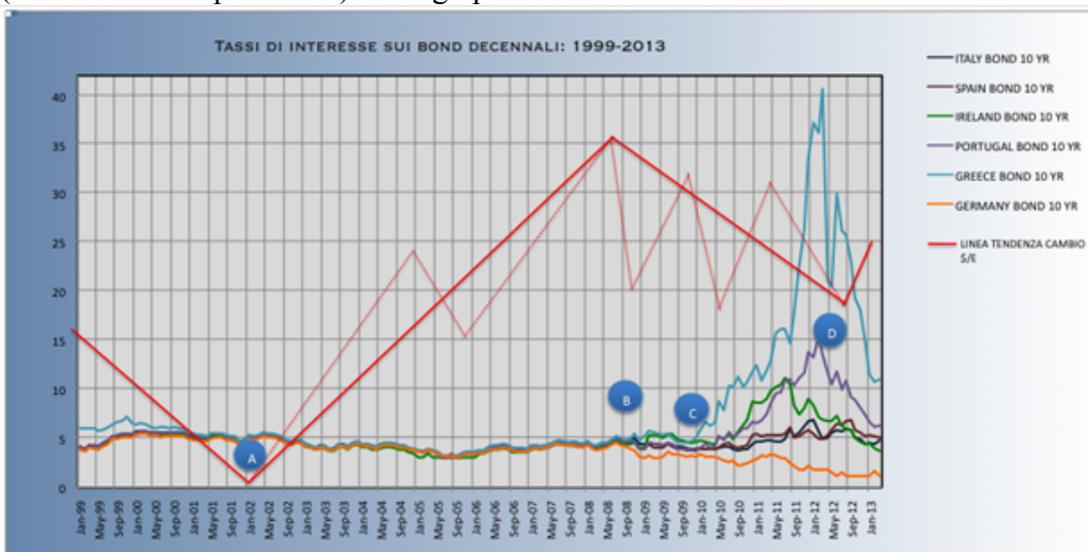
3. Una spiegazione contro intuitiva il tasso di interesse del debito è una variabile dipendente da fattori esogeni: l'offerta di liquidità monetaria.

In realtà una volta che si sia staccato lo sguardo dall'infra spazio dello spread e lo si ponga direttamente sull'andamento sincronico dei tassi di interesse dei debiti sovrani, balza agli occhi un diverso nesso causale. Le ondulazioni sincroniche dei tassi di interesse dei vari debiti pubblici mostrano come esse siano da imputarsi non ad un fattore endogeno ai singoli paesi bensì ad un fattore "esogeno" necessariamente comune.

La domanda allora da porsi dovrebbe essere piuttosto la seguente. Cosa è che, a partire dal 2013, ha spinto e sta spingendo tuttora la liquidità monetaria nell'eurozona verso (anche) i nostri Btp, facendo salire la domanda di titoli di Stato italiani in modo tale da abbatterne il prezzo di collocamento, determinando di conseguenza anche la diminuzione dello *spread* tra Bund e Btp decennali, e tutto questo nonostante l'innegabile deterioramento di quei fattori critici che, secondo la vulgata dominante, avrebbe dovuto spingere invece in alto lo *spread*?

Dovrebbe apparire chiaro che la risposta a questo punto vada piuttosto ricercata in un fattore *esogeno* tale da impattare al contempo e direttamente sull'andamento di tutti i titoli del debito pubblico espressi in euro determinandone le oscillazioni

sincroniche. Delle vere e proprie “onde seriali” come e si vede nel grafico seguente (tratto da fonte aperta web) di lungo periodo 1999-2013.



Nella sostanza, la ragione della parabola dei tassi di interesse dipende dal fatto che la domanda dei titoli di debito pubblico espressi in euro (quindi di tutti gli Stati membri dell'Eurozona) è una variabile dipendente essenzialmente dalla liquidità disponibile per gli investimenti finanziari in titoli di stato del debito sovrano. Di conseguenza se la liquidità per investimenti in titoli cresce il loro prezzo scende. Se è così allora bisogna piuttosto domandarsi da cosa sia generato l'andamento della liquidità monetaria nell'eurozona. Se si assume questo punto di vista è agevole constatare come, dall'entrata in vigore dell'euro, la disponibilità di liquidità espressa in quella valuta sia dipesa essenzialmente dalla successione due ordine di fattori.

Nel primo periodo - dall'entrata in vigore della moneta unica fino al 2013- la crescita della liquidità presente nell'eurozona è stata spinta dall'apprezzamento del cambio dell'euro sul dollaro che ha incentivato gli investimenti finanziari verso i titoli del debito sovrano espressi in euro. Il deprezzamento del cambio dollaro sull'euro causato dalle politiche monetarie della FED espansive dopo il 2005 e poi ancora più accentuate dalla attivazione delle politiche di QE dal 2010 fino al 2013 ha provocato, per reazione al deprezzamento del rapporto dollaro/euro, la convenienza a investimenti speculativi di capitali dal dollaro verso l'euro e sui titoli espressi in quella valuta (c.d. *carry trade*). La speculazione finanziaria infatti con un dollaro che *perde* al cambio con l'euro, ha convenienza ad indebitarsi in dollari per investire in euro, dato il bassissimo tasso di interesse praticato dalla FED dopo il 2005 per sostenere la leva del debito nel mercato finanziario americano e impedirne il default generalizzato. La speculazione lucra sul differenziale del cambio e sul tasso di interesse dei titoli di Stato "europei", aventi mediamente rendimenti più elevati di quelli dei titoli americani (cfr. Giuseppe Di Gaspare, *teoria e critica della globalizzazione finanziaria, dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, 2011, p. 419ss.).

Dopo il 2013 ritiratasi l'onda montante del dollaro, essendo cessate le politiche espansive della FED con conseguente inverso apprezzamento del cambio del dollaro sull'euro, la riduzione di liquidità proveniente dall'area del dollaro è stata surrogata e compensata dall'avvio della immissione di euro nel mercato bancario europeo per effetto delle politiche monetarie di LTRO e QE messe in atto dalla BCE per acquisto

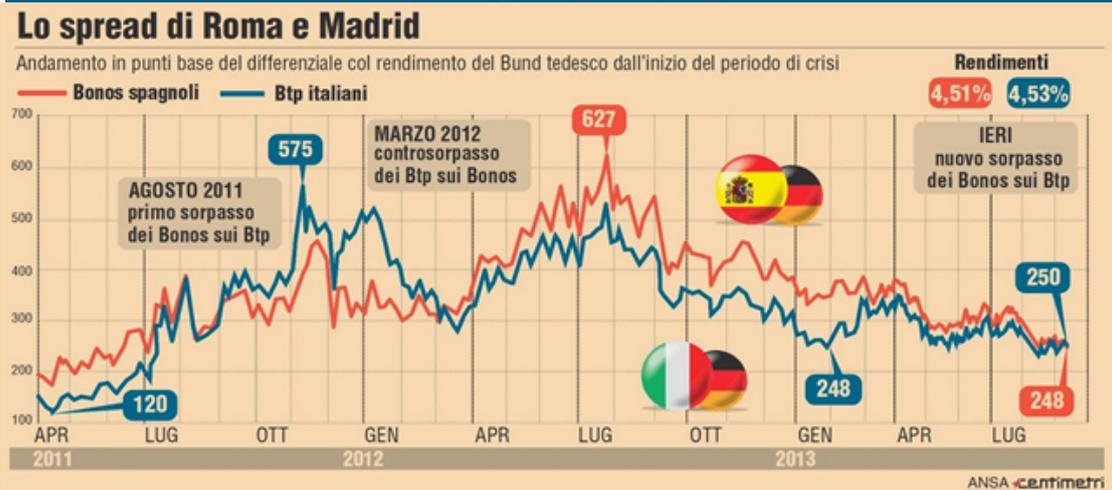
di titoli dell'eurozona ed in particolare proprio titoli del debito sovrano. I QE della BCE tuttora in atto sono destinati a durare ancora per tutto il 2019 sebbene con volumi di acquisti in diminuzione.

Tale successione di immissioni di liquidità nell'eurozona, prima provenienti dall'area del dollaro e poi generata all'interno della stessa eurozona, ha determinato una diminuzione generalizzata e tendenzialmente costante dei tassi di interesse del debito pubblico di tutti i paesi dell'eurozona e quindi conseguentemente anche degli spread tra gli stessi.

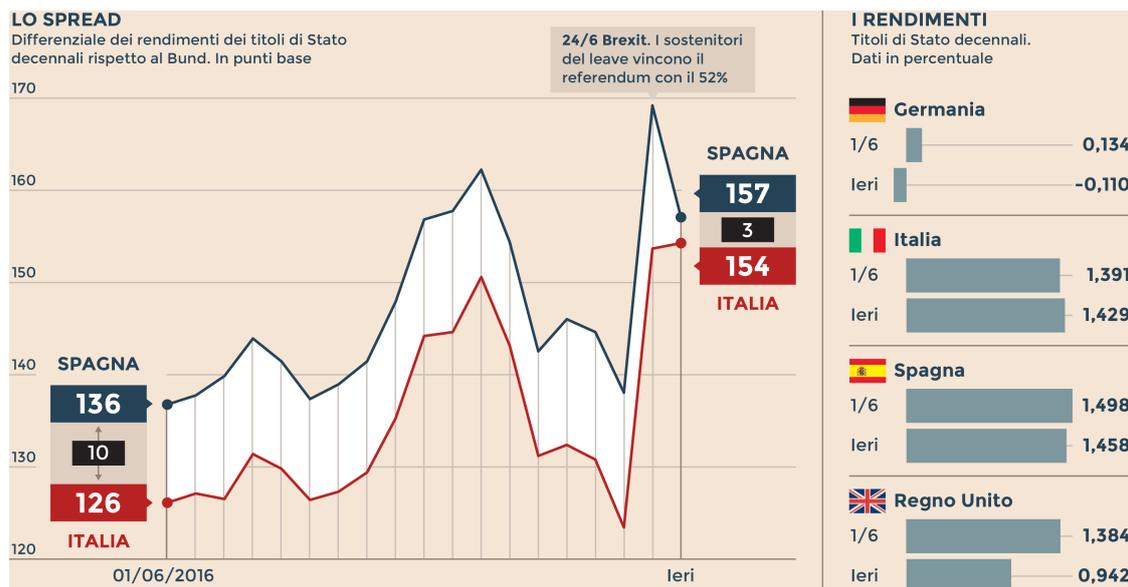
Il *miracolo* della riduzione dello *spread* rispetto al debito tedesco in costanza di dinamiche interne non positive si spiega perciò con la fondamentale legge della domanda e dell'offerta. In presenza di un surplus di liquidità nel sistema monetario, aumenta la domanda dei titoli e di conseguenza i tassi di interesse praticati sui titoli di stato scendono. La discesa dei tassi riguarda tutti i titoli espressi in euro seppure in modo differenziato a seconda della affidabilità dello stato emittente. La generalizzata discesa dei tassi dei debiti sovrani fa sì perciò che anche i loro differenziali - gli spread - si riducono, nonostante le divergenti performance delle economie nazionali. Si spiega così il motivo per cui nonostante le nostre criticità politiche ed economiche in presenza di una forte domanda di titoli del debito pubblico per investimenti, il differenziale tra Btp e Bund abbia mostrato una tendenza stabile al ribasso.

4. Una conferma empirica: l'andamento sincronico dei tassi tra Spagna ed Italia in presenza di situazioni politico economiche interne diverse

L'effetto oggettivamente fuorviante dello spread può essere illustrato facendo riferimento ad un articolo di comparazione dello spread tra i Bonos spagnoli e i Btp italiani. (*Lavoce.info.it* del 28 marzo 2013). Nell'articolo, esprimendosi il comune punto di vista incentrato sulla riconducibilità alle cause interne del costo del debito pubblico, si afferma che il grafico (fonte: *il Sole 24 Ore*) ... *mostra la differenza fra il rendimento dei Btp e i Bonos decennali nell'ultimo anno. Come si vede l'Italia nella fase finale del Governo Berlusconi era percepita come maggiormente a rischio della Spagna. Dal decreto salva- Italia in poi la situazione relativa del nostro paese è migliorata e oggi possiamo finanziarci pagando interessi inferiori rispetto alla Spagna. Ci sono vantaggi nel non essere i più esposti. Vediamo di non perderli*". Il commento indurrebbe dunque a ritenere che gli "interessi inferiori" e, quindi, - il maggiore o minore costo del debito pubblico - dipendano essenzialmente dall'azione del Governo e che, nello specifico, l'ulteriore riduzione sarebbe dipesa dal decreto "Salva Italia" In realtà se guardiamo il grafico dello spread tra Btp e Bonos quello che veramente colpisce è l'andamento sincronico - a palle incatenate verrebbe da dire - dei due tassi di interesse come si vede dal seguente grafico relativo al loro differenziale fino al 2013.



Ed in effetti, se non si fissa lo sguardo sull'infra spazio tra le due linee relative ai *Bonos* spagnoli e ai nostri *Btp* - come normalmente si è indotti a fare con i paraocchi mediatici dello *spread* - quello che colpisce davvero è l'evidente danza sincronica dei due tassi di interesse italiano e spagnolo che si muovono, verso l'alto o verso il basso, contemporaneamente e sempre all'unisono. Anche dopo il 2013 con la cessazione dei QE della FED e la loro sostituzione con quelli della BCE, come dal grafico di seguito riprodotto (fonte: *il Sole 24 Ore*) l'andamento rimane sincronico.



Se fosse vera la tesi "endogena", cioè che l'andamento dei tassi dipenda essenzialmente dalle diverse politiche interne e dalle rilevazioni congiunturali dei fondamentali economici, si dovrebbe allora concludere che i due paesi sono di fatto gemelli. L'Italia e Spagna avrebbero avuto tra il 1993 il 2013 vicende politiche ed economiche sostanzialmente sincroniche e parallele, seppure contrassegnate da quel minimo scarto indicato appunto dallo *spread*. Ma così non è stato, anzi si potrebbe dire che è in realtà è stato l'opposto. Se fosse vero che la variabile principale sia quella endogena l'andamento del differenziale dovrebbe essere intersecantesi a denti di sega piuttosto che uniforme

Diventa allora necessario abbandonare la tesi endogena e ricercare la causa della danza sincronica dei due tassi di interesse in una variabile comune, ma esogena ad entrambi i Paesi, in grado da determinare le stesse ondulazioni nell'andamento del costo del debito pubblico. L'indiscussa differenza tra le politiche interne di Spagna e Italia nonché dei rispettivi fondamentali finanziari ed economici, in costanza del sincronismo dei relativi tassi di interesse, esclude che i fattori interni possano essere la causa principale dell'andamento dei tassi del debito pubblico e conferma che la tesi che variabile principale sia costituita dei flussi di liquidità immessi nell'eurozona prima per effetto del *carry trade* sul dollaro fino al 2011, e dopo dalle politiche monetarie espansive della BCE.

5. Il contenimento del debito sovrano: una ipotesi.

Il ribaltamento di prospettiva sui fattori che causano il costo del debito pubblico grazie all'assunzione di un più corretto punto di vista incentrato sulle dinamiche finanziarie ci porta ad invertire l'ordine di causalità della crescita del debito pubblico, riconoscendo la prevalente incidenza delle cause finanziarie e monetarie esterne rispetto a quelle politico ed economiche interne ad ogni singolo paese. Questo cambiamento di prospettiva può condurre, evidentemente, ad un ricettario diverso per uscire dalla crisi della finanza pubblica che mette in prima linea il contrasto alla speculazione finanziaria) per ridurre il costo degli oneri finanziari. In un altro lavoro è stata avanzata la proposta di consolidare il debito pubblico con i tassi di interesse calmierati da un cap rapportato al tasso di interesse pagato dai bund (Giuseppe Di Gaspare, *teoria e critica della globalizzazione finanziaria, dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, 2011. p. 442ss). Avvicinandosi la cessazione dello scudo monetario costituito da QE della BCE in scadenza nel 2019, il problema della riduzione dei costi del debito pubblico torna di attualità. Non ci si però può limitare a consolidare il debito calmierandone gli oneri. Appare necessario intraprendere accanto al consolidamento e congiuntamente una politica di macro e micro spending review (*ibidem*, p.449ss). D'altra parte non ci si può limitare a occultare gli oneri del debito nelle pieghe del bilancio (G Di Gaspare *funambolismi di finanza pubblica* www.amministrazioneincammino.luiss.it). Per mutare lo scenario operativo delle nostre politiche di bilancio è però preliminarmente necessario prendere le distanze dal travisamento mediatico derivante dal quotidiano e reiterato bombardamento degli *spread*, che costringe e restringe la nostra visione d'insieme in una prospettiva angusta che mette fuori quadro l'incidenza delle dinamiche finanziarie sui costi del debito pubblico e quindi sul drenaggio delle risorse dall'economia reale del paese per farvi fronte.

ⁱ Versione abbreviata e aggiornata al 2018 dell'articolo già pubblicato su *Sociologia* n. 3/2013 e su questa stessa rivista telematica dal titolo *Anamorfosi dello spread (Globalizzazione finanziaria, guerre valutarie e tassi di interesse dei debiti sovrani)*