

# Rendimenti dei Btp e deflazione cocktail micidiale per i conti italiani

L'ANALISI

## Le due morse della tenaglia

FERDINANDO GIUGLIANO

**C**ISONO due spread che devono far preoccupare chi ha a cuore le sorti dell'economia italiana. Il primo, che gli italiani hanno imparato a conoscere durante la crisi del 2011-12, è quello tra i rendimenti dei nostri titoli di Stato e i bund tedeschi, che negli ultimi giorni è risalito fino a superare ieri i 180 punti. Questo spread misura il premio che l'Italia deve pagare agli investitori per convincerli a continuare a prestare al nostro governo rispetto a quello tedesco.

**P**IÙ alto è lo spread, più i mercati temono che l'Italia sia a rischio default.

Il secondo, a cui potremmo dover cominciare a guardare con crescente attenzione, misura quanto più bassa è l'inflazione italiana rispetto a quella dell'eurozona. I dati diffusi ieri dall'Istat mostrano come l'Italia sia tornata in deflazione ad ottobre, dopo che i prezzi sono scesi dello 0,2% rispetto allo stesso mese del 2015, oppure dello 0,1% usando l'indice armonizzato europeo. Poiché l'inflazione nell'eurozona nello stesso periodo è stata dello 0,5%, lo spread fra i due indicatori ha raggiunto lo 0,6%, il punto più alto nella storia della moneta unica, record condiviso solo nel novembre 2007.

Questo secondo spread è importante quanto il primo: l'inflazione, purché non eccessiva, offre una buona indicazione delle dinamiche di sviluppo di un'economia. In tutta l'eurozona, la crescita dei prezzi è molto bassa per colpa del rapido abbassamento del prezzo del petrolio avvenuto negli scorsi anni. Ma il gap fra l'Italia e il resto della zona euro indica che la cre-

scita da noi è molto più lenta che altrove, non permettendo ai negozianti di alzare i loro prezzi, né alle aziende di concedere aumenti salariali ai lavoratori.

L'altro motivo per cui lo spread dei dati d'inflazione deve essere guardato con preoccupazione riguarda la politica monetaria. La Banca Centrale Europea deciderà la traiettoria dei tassi d'interesse e il destino del suo schema di acquisti di obbligazioni, il cosiddetto quantitative easing, sulla base dell'andamento dell'inflazione dell'eurozona. Maggiore è la differenza tra questa e la nostra inflazione, più forte è il rischio che l'Italia si trovi a convivere con una politica monetaria troppo restrittiva.

Se questo ragionamento può sembrare teorico, basta guardare i mercati per capire che non è così. L'elezione di Donald Trump alla Casa Bianca ha spinto molti investitori a sperare che il presidente eletto metta in atto le politiche di bilancio espansive promesse in campagna elettorale. La speranza di una "reflazione" sta spingendo gli investitori a chiedere rendimenti più alti sulle obbligazioni per compensare il rischio che i prezzi crescano più velocemente in futuro. La persistenza della deflazione in Italia è, da questo punto di vista, una pessima notizia. Se l'inflazione europea dovesse risalire verso l'obiettivo della Bce appena sotto il 2%, il presidente Mario Draghi e i suoi colleghi a Francoforte avrebbero difficoltà ad estendere a lungo il Qe che è in scadenza

a marzo. Questa divergenza, che gli investitori chiamano "decoupling", finirebbe per togliere all'Italia la spinta monetaria a prestiti ed export in

un momento in cui ne continuerebbe invece ad aver bisogno.

La combinazione tra i due spread rischia di essere assolutamente deleteria per l'economia. I tassi d'interessi reali, che misurano il costo del denaro per governi, aziende e consumatori al netto dell'inflazione, sono tornati ad aumentare. Se questo trend dovesse continuare, le aziende avranno più paura ad investire, perché avranno bisogno di rendimenti più alti per ripagare i loro prestiti. Il peso del debito pubblico italiano, che in questi anni di deflazione è stato se non altro alleggerito da rendimenti sui titoli di Stato molto bassi, rischierebbe di diventare insostenibile.

I segnali che vengono dai mercati non sono positivi: alcuni hedge fund hanno cominciato a scommettere in maniera sofisticata contro i Btp. Anche alcuni investitori asiatici più tradizionali cominciano a dare i primi segnali di impazienza. La domanda è cosa faranno i grandi asset manager quali Blackrock che gestiscono migliaia di miliardi di euro. Il Fondo Monetario Internazionale avvertì nell'aprile 2015 che questi giganti avrebbero potuto accelerare la "corsa verso l'uscita" dal mercato delle obbligazioni, con effetti dirompenti. L'apertura di una fase di instabilità politica dopo il referendum di dicembre o un rialzo dei tassi Usa potrebbero essere il momento del redde rationem. Con i nostri due spread, ci sarebbe di che preoccuparsi.

ORIPRODUZIONE RISERVATA



