

# Si allarga lo «spread» con l'economia reale

Crescono i debiti e la stagnazione peggiora, ma i rendimenti di Italia e Spagna vanno ai minimi

## La scommessa sul «bazooka»

I tassi dei BTp scendono grazie alla Bce, ma il costo del credito per le imprese cala poco

## La forbice

Dal 2011 i BTp sono calati dal 7% al 2,18%, ma il debito pubblico è salito dal 116 al 132%

### CARICA A SALVE

Gli effetti sulla congiuntura del «quantitative easing» rischiano di essere limitati se non si affiancheranno politiche fiscali e riforme

**Morya Longo**

■ L'Italia aveva un debito pubblico pari al 116,4% del Pil nel dicembre del 2011, mentre alla fine di quest'anno il fardello arriverà (secondo la Commissione europea) al 132,2% del Pil. La Spagna, nello stesso arco di tempo, è passata dal 69% al 98,1%. Idem per la Francia, salita dall'85 al 95,5% del Pil. Eppure gli investitori accettano, per comprare i titoli di Stato di questi tre Paesi, rendimenti sempre più bassi: a fine 2011 l'Italia faticava a trovare qualcuno disposto ad acquistare i BTp decennali pur pagando rendimenti del 7%, mentre ora c'è la fila fuori dal ministero del Tesoro per miseri tassi d'interesse al 2,18%. La Spagna offre oggi addirittura meno del 2% per vendere titoli decennali: si tratta dello stesso rendimento che la Germania pagava lo scorso gennaio.

Insomma: l'economia peggiora e i bilanci pubblici affogano nei debiti, ma i rendimenti dei titoli di Stato scendono. Se si potesse misurare lo «spread» tra economia reale e mercati finanziari, probabilmente oggi l'Europa toccherebbe i massimi storici: mai il mondo della finanza è stato così distante da quello reale. Il motivo è ovvio: i mercati scommettono sul fatto che la Bce presto prenda in mano il «bazooka». Cioè che, nonostante le resistenze della Bundesbank, inizi a comprare titoli di Stato e a stampare moneta in grande quantità: nell'attesa, gli investitori cercano di anticipare Draghi e comprano BTp o Bonos spagnoli. Se non è dunque l'economia reale a muovere oggi i titoli di Stato, la speranza della Bce è che prima o poi accada il contrario: cioè che la discesa dei rendimenti trascini verso la ripresa l'economia reale.

### «Spread» economia-finanza

Che l'Europa versi oggi in condizioni ben peggiori rispetto al 2011 e al 2012 è evidente, non solo nei numeri. Basta fare due passi per strada. Dalla fine del 2011 la disoc-

cupazione è salita in Italia dall'8,4% al 12,6%, in Spagna dal 21,4% al 24,8%, in Francia dal 9,2% al 10,4%. Questo ha contratto i consumi, soprattutto in Italia e Spagna. L'accumulo di crediti deteriorati nei bilanci delle banche le ha fatte andare a corto di capitale, causando un credit crunch di proporzioni enormi: in Europa dal dicembre 2011 (dati Rbs) sono andati in fumo 594 miliardi di euro di crediti bancari alle imprese, 100 dei quali nella sola Italia. Questo ha congelato gli investimenti, ha aumentato ulteriormente la disoccupazione e mandato la crisi in un vortice dal quale è difficile uscire. Crisi aggravata dalla politica di austerità varata da tutti i Governi, che se da un lato ha limato i deficit pubblici dall'altro ha congelato i consumi. E la fiducia della gente.

Per contro la fiducia degli investitori è ai massimi. Questo ha fatto scendere i rendimenti dei titoli di Stato. Il ribasso è stato più evidente in Spagna che in Italia, perché Madrid ha varato qualche riforma in più. Qualche apprensione oggi circonda la Francia, che ha un deficit elevato. Ma gli scostamenti tra Paese e Paese sono minimi. La realtà è che i rendimenti sono scesi e scendono per tutti, perché il motore che li tira giù è uguale per tutti: la Bce. Da quando nel luglio 2012 Mario Draghi assicurò ai mercati che «avrebbe fatto qualunque cosa per salvare l'euro», fino ad ora che fa sperare in un «quantitative easing» (cioè in acquisti a tappeto di titoli di Stato), gli investitori non fanno altro che comprare. Comprare. Comprare. Il punto su cui bisogna interrogarsi, però, non è quanto possano scendere ancora i rendimenti dei BTp, ma quanto questo ridimensionamento possa far bene all'economia reale.

### Se i benefici si fermano

Qui nascono i dubbi. È infatti già evidente che la discesa dei rendimenti dei titoli di Stato non si sia per ora tradotta in un vero ridimensionamento del costo del credito bancario per le imprese. Mentre i rendimenti dei BTp diminuivano dal 7% al 2,1% dal dicembre 2011 ad oggi, i tassi d'interesse applicati dalle banche alle aziende italiane sono rimasti stabili: era-



no mediamente al 4,04% nel dicembre 2011 (dato Bce) e ora sono al 3,62%. Per le imprese spagnole i tassi dei finanziamenti sono passati dal 3,90% al 3,27%. Poca cosa, a fronte di un calo dei rendimenti per i titoli di Stato così significativo. Guardando questi dati si deduce che se anche la Bce iniziasse a comprare titoli di Stato, favorendo ulteriori ribassi per i rendimenti dei BTp, il miglioramento delle condizioni del credito per le aziende non sarebbe scontato.

Il problema del credit crunch, infatti, è molto più profondo. E nasce da un lato da banche troppo deboli patrimonialmente per erogare credito. Con gli stress test la situazione è migliorata, dato che le banche europee si sono rafforzate - stima la Bce - per 203 miliar-

di di euro. Ma la zavorra dei crediti deteriorati (in Europa ammontano a 1.200 miliardi di euro) riduce comunque la loro capacità-volontà di erogare credito. Anche perché le imprese oggi sono sotto stress: stima Rbs che metà di quelle portoghesi e un terzo di quelle italiane e spagnole abbia un debito netto 5 volte superiore al margine operativo lordo. Insomma: non sono proprio clienti ideali per banche già gravate da crediti non rimborsati.

Anche la speranza che il «quantitative easing» della Bce possa rilanciare da solo l'economia desta qualche dubbio. In Europa i problemi sono infatti molto complessi per poterli superare semplicemente stampando moneta. Il «bazooka» di Draghi aiuterebbe, cer-

to, ma se non viene affiancato da politiche fiscali più espansive (cioè da tasse più basse), da una politica a favore degli investimenti e da riforme strutturali, difficilmente potrà cambiare le sorti dell'Europa. Qualche speranza arriva dal piano della Commissione europea per favorire 300 miliardi di investimenti. Ma, stando alle indiscrezioni attuali, pare che di soldi veri questo piano ne abbia ben pochi. Anche sulle riforme strutturali (a partire da quelle italiane) tutto sembra muoversi a rilento. Questo mette un alone di incertezza sull'efficacia di un «bazooka» che, attualmente, è altrettanto incerto. Solo una cosa è certa: i rendimenti dei BTp scendono.

*m.longo@ilsole24ore.com*

© RIPRODUZIONE RISERVATA



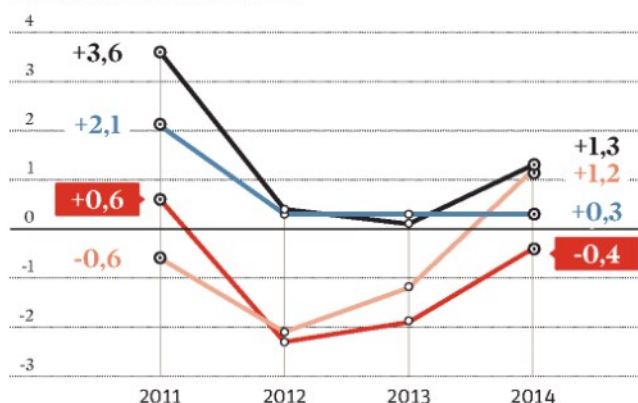
## Credit crunch

● La definizione inglese credit crunch sta a significare la stretta del credito. Viene utilizzata per indicare una riduzione significativa dell'offerta di credito, accompagnata da un inasprimento improvviso delle condizioni per ottenere il credito stesso. Il credit crunch colpisce sia le famiglie, sia il sistema delle imprese che, nella fase attuale di prolungata crisi economica, rischiano in molti casi di non poter attuare politiche espansive riattivando la crescita

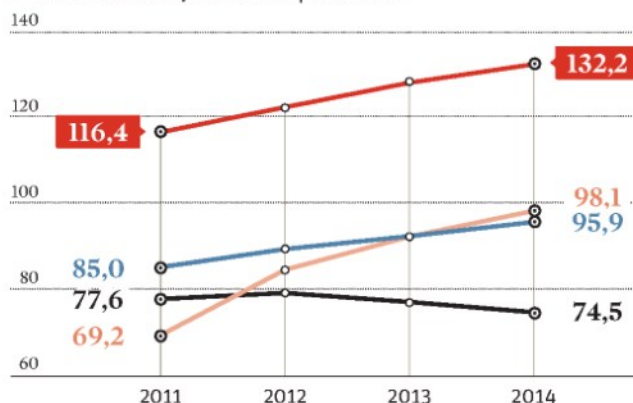
## Il confronto dei dati europei

ITALIA SPAGNA FRANCIA GERMANIA

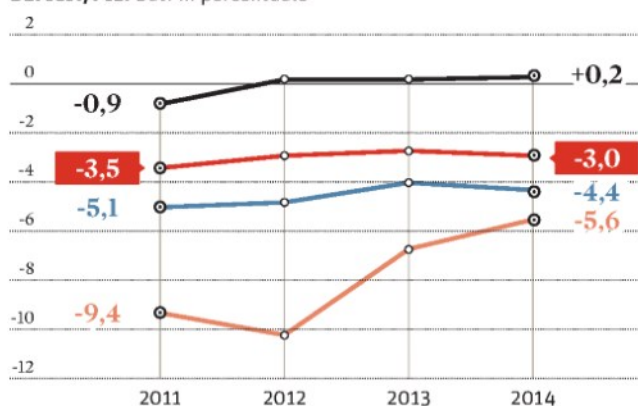
**PIL. Variazione % anno su anno**



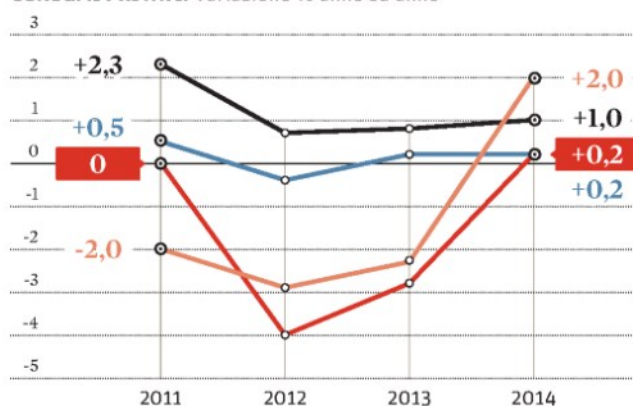
**DEBITO PUBBLICO/PIL. Dati in percentuale**



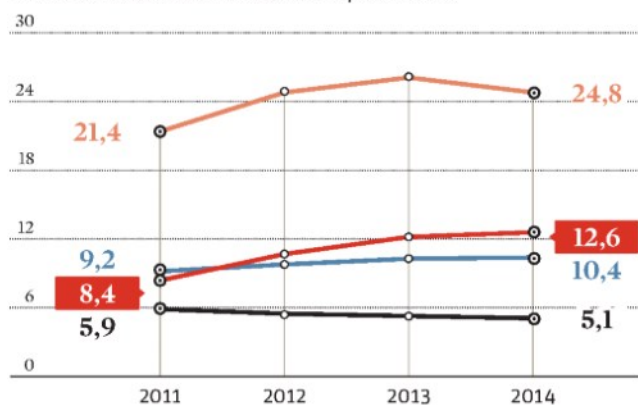
**DEFICIT/PIL. Dati in percentuale**



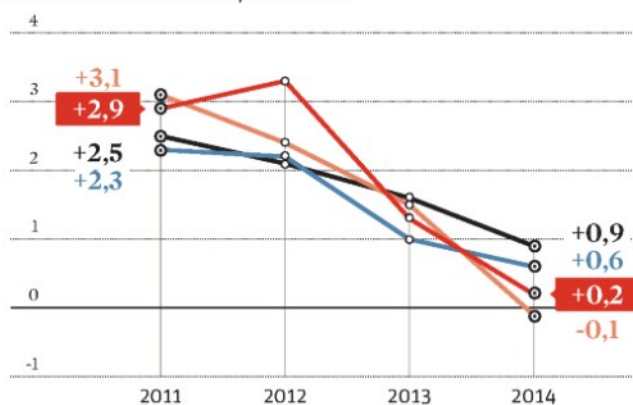
**CONSUMI PRIVATI. Variazione % anno su anno**



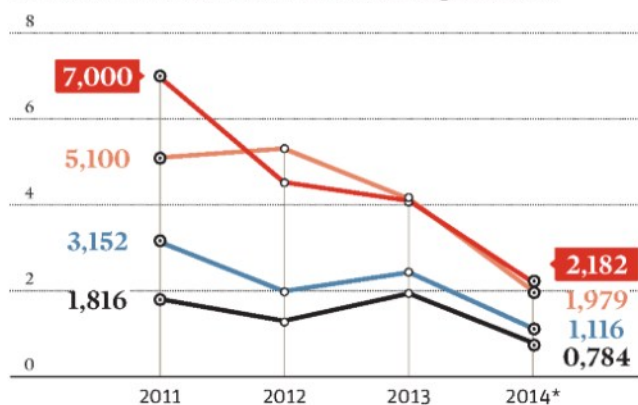
**TASSO DI DISOCCUPAZIONE. Dati in percentuale**



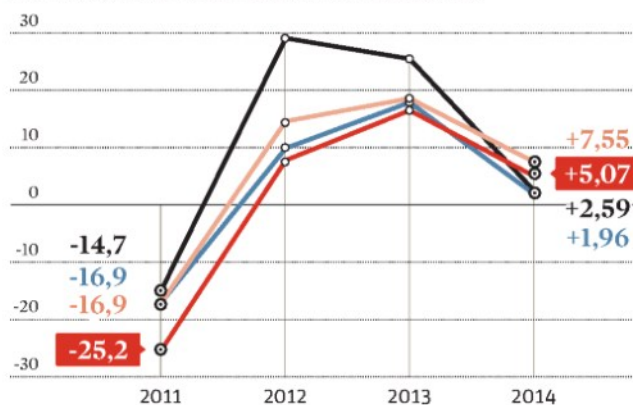
**INFLAZIONE. Variazione percentuale**



**RENDIMENTO TITOLI DI STATO DECENNALI. Al 30 dicembre**



**PERFORMANCE ANNUA DELLA BORSA. Variazione %**



Nota: \*dati 2014 aggiornati a ieri

Fonte: Commissione Ue, Bloomberg, Reuters