

Spread Btp-Bund a 100 punti, cosa sta succedendo? Cosa significa per l'Italia (e per la Germania, ma non solo) di Giuliana Ferraino

I rendimenti salgono in tutto il mondo: Treasury, Bund e titoli giapponesi ai massimi da anni. Come ha fatto lo spread Btp-Bund a tornare a 100 punti, ma il vero nodo è quanto durerà la fase dei tassi alti (Fonte: <https://www.corriere.it/> 30 settembre 2026)



Il ministro Giancarlo Giorgetti con la premier Giorgia Meloni

Lo spread torna a salire, ma questa volta **per capire che cosa sta succedendo ai Btp bisogna partire da molto più lontano dell'Italia**. Da Washington, Tokyo e Francoforte. I titoli di Stato sono sotto pressione in quasi tutto il mondo e settembre si avvia a essere **uno dei mesi peggiori degli ultimi anni** per le obbligazioni. Il rendimento del Treasury americano a dieci anni è arrivato oltre il 5,2%, ai massimi dal 2007, mentre il trentennale ha toccato il 5,62% ai massimi dal giugno 2002; quello del Bund tedesco è salito ai livelli più alti da 17 anni. In Giappone il decennale si è spinto sui massimi da trent'anni.

Dietro il movimento ci sono inflazione, energia, aspettative di tassi più alti più a lungo, ma anche una questione sempre più evidente: la domanda di capitale sta crescendo. **Gli Stati devono finanziare deficit e maggiori spese**, mentre i giganti tecnologici stanno raccogliendo risorse enormi per costruire data center e infrastrutture per l'intelligenza artificiale.

Il presidente della Fed Kevin Warsh ha indicato esplicitamente tra le forze che stanno spingendo verso l'alto i rendimenti l'aumento della domanda di capitale legata agli investimenti, in particolare quelli degli **hyperscaler**. E il mercato obbligazionario sta effettivamente vedendo una massa crescente di debito legato all'AI: secondo Reuters le emissioni connesse all'AI sono arrivate

a circa 450 miliardi di dollari a livello globale, il doppio del 2025. **Governi e imprese finiscono così per contendersi il capitale degli investitori**, contribuendo alla pressione al rialzo sui rendimenti.

Perché sale anche il Bund tedesco

È dentro questo movimento globale che va letto anche il ritorno dello spread Btp-Bund intorno a quota 100 punti base. A inizio settembre il differenziale tra il decennale italiano e quello tedesco era intorno a 84 punti. Il 29 settembre lo spread è salito a 100 punti, mentre il rendimento è balzato al 4,6% contro il 3,6% del Bund decennale.

Se il Bund sale, perché lo spread si allarga? Perché il Btp è salito più del Bund. Lo spread non misura quanto «va bene» l'economia tedesca rispetto a quella italiana: è la differenza tra il rendimento dei due titoli decennali. **Il Bund viene utilizzato come benchmark dell'area euro** perché il debito tedesco è considerato il riferimento più sicuro dell'unione monetaria. **Quando aumenta l'avversione al rischio, gli investitori chiedono un premio maggiore** ai Paesi più indebitati, e questo fa salire il Btp più del titolo tedesco. Banca d'Italia osserva che **il conflitto in Medio Oriente e lo choc energetico** hanno fatto salire i rendimenti italiani e, in misura minore, anche lo spread sul Bund.

E il Bund stesso sta vivendo una trasformazione. **La Germania ha abbandonato anni di estrema prudenza fiscale** per finanziare infrastrutture e difesa. Nel 2026 gli investimenti federali sono programmati a 126,7 miliardi di euro e la spesa per la difesa a circa 82,7 miliardi. La Finanzagentur tedesca prevedeva già a inizio anno circa 512 miliardi di raccolta attraverso titoli federali e strumenti green; le esigenze complessive di finanziamento sono ulteriormente cresciute. **Più Bund sul mercato** significa, a parità di domanda, **prezzi più bassi e rendimenti più alti**.

È quindi **possibile avere contemporaneamente una Germania economicamente non brillante e rendimenti tedeschi in aumento**. Anzi, una parte del rialzo del Bund deriva proprio dalla scelta di Berlino di usare maggiormente il bilancio pubblico per investire e sostenere l'economia. Il rendimento di un titolo di Stato **non è una pagella della crescita corrente**: incorpora inflazione attesa, politica monetaria, quantità di debito offerto, prospettive fiscali e premio richiesto dagli investitori.

A tutto questo si è aggiunto **il secondo rialzo della Bce**. Dopo l'intervento di giugno, il 10 settembre Francoforte ha aumentato i tassi di 25 punti base, portando il tasso sui depositi al 2,50%, perché lo choc energetico legato al conflitto in Medio Oriente continua ad alimentare l'inflazione. La Banca centrale europea prevede ora un'inflazione media del 3% nell'area euro nel 2026 e del 2,5% nel 2027 (ad agosto l'inflazione dell'area euro è salita al 3,2%). La stessa Bce sottolinea che l'aumento dei rendimenti a lungo termine non è un fenomeno specificamente europeo ma globale. **C'è poi un altro cambiamento strutturale**. Le banche centrali non sono più il compratore marginale che assorbiva grandi quantità di debito pubblico durante gli anni del cosiddetto quantitative easing. Nell'area euro Bce ed Eurosistema non reinvestono più i titoli in scadenza dei

programmi di acquisto APP e PEPP: i loro portafogli si stanno quindi riducendo. Nello stesso momento **gli Stati stanno emettendo più debito**. Una quantità crescente di obbligazioni deve quindi essere assorbita dagli **investitori privati**: per convincerli a comprarla occorrono rendimenti più elevati.

Che cosa cambia per l'Italia

E l'Italia? Nel 2025 il differenziale Btp-Bund è diminuito sensibilmente, secondo Banca d'Italia, grazie alla maggiore fiducia degli investitori nel debito italiano e al miglioramento del merito di credito del Paese. Il Fondo monetario calcola che, **dal picco del 2022** al minimo raggiunto successivamente, **lo spread decennale si è ridotto di circa 190 punti base, fino a 59,1 punti**. La guerra in Medio Oriente ha però invertito parzialmente il movimento: tra giugno e l'estate lo spread è tornato nell'area 70-80 punti e a settembre è arrivato a 100 punti.

Non significa che i mercati stiano improvvisamente mettendo in discussione la solvibilità italiana. Significa però che, **quando aumenta l'avversione al rischio, un Paese con oltre 3 mila miliardi di debito resta più esposto** di uno con un debito molto inferiore rispetto alla dimensione dell'economia.

Ed è qui che si arriva alla domanda più importante: **quanto costa tutto questo allo Stato italiano?** Nel 2025 la spesa per interessi delle amministrazioni pubbliche è stata di circa **88,3 miliardi, pari al 3,9% del Pil**, contro 85,6 miliardi nel 2024. Per il 2026 il quadro di finanza pubblica prevede circa 91,7 miliardi: altri 3,4 miliardi circa. Le previsioni salgono poi a 98,5 miliardi nel 2027 e 104,5 miliardi nel 2028.

Ma sarebbe sbagliato moltiplicare semplicemente l'aumento dello spread per l'intero debito pubblico. A fine 2025 il debito italiano ammontava a 3.095,9 miliardi, il 137,1% del Pil. Ma non deve essere rifinanziato tutto insieme. La lunga vita media dei titoli in circolazione fa sì che l'aumento dei rendimenti di mercato si trasferisca gradualmente sul costo effettivamente pagato dallo Stato, man mano che i vecchi titoli arrivano a scadenza e vengono sostituiti da nuove emissioni più costose.

Quindi «rendimento del Btp decennale», «spread» e «costo del debito» sono tre numeri collegati, ma indicano tre cose diverse. Il primo dice quanto il mercato chiede oggi per prestare denaro allo Stato per dieci anni. Il secondo dice quanto quel rendimento supera quello tedesco. **Il costo del debito**, invece, è quanto lo Stato paga complessivamente in interessi sui titoli e sugli altri debiti accumulati negli anni.

Un esempio aiuta a capire. Dire che lo spread è aumentato di 10 punti base non significa che l'Italia debba improvvisamente pagare lo 0,10% in più su oltre 3.000 miliardi di debito, cioè più di 3 miliardi l'anno. Il conto va fatto sul livello dei rendimenti, non solo sullo spread: è il livello dei tassi a determinare quanto costa finanziarsi.

Se i rendimenti sulle nuove emissioni fossero mediamente più alti di 50 punti base, su 350 miliardi di nuove emissioni a medio-lungo termine il costo aggiuntivo sarebbe di circa 1,75 miliardi all'anno

a regime. Nel primo anno però sarebbe circa la metà, perché le emissioni sono distribuite nei mesi e gli interessi maturano progressivamente. Poi l'effetto si cumula con quello delle emissioni degli anni successivi.

Nel 2026 il Tesoro prevedeva circa 256 miliardi di scadenze di titoli a medio-lungo termine, esclusi i Bot, e complessivamente 350-365 miliardi di nuove emissioni a medio-lungo termine. È su questa parte del debito che i nuovi rendimenti cominciano a incidere direttamente.

Per questo, **più dello spread di una singola giornata, per l'Italia conta il livello a cui resteranno i rendimenti.** Il Paese ha chiuso il 2025 con un avanzo primario dello 0,8% del Pil, ma il debito è comunque salito al 137,1% perché quell'avanzo non è stato sufficiente a compensare, tra gli altri fattori, il differenziale sfavorevole tra costo medio del debito e crescita dell'economia. **Nel 2026 il rapporto debito/Pil è previsto ancora in aumento al 138,6%.** Il Fondo monetario, nella sua previsione di luglio, è invece leggermente meno pessimista e prevede il 138,2% quest'anno.

Il pavimento dei tassi

Il fatto è che si sta alzando il pavimento dei tassi su cui tutti i Paesi devono finanziarsi. Uno spread di 400 punti con un Bund vicino allo zero sarebbe un problema italiano. Uno spread intorno a 100 con il Bund oltre il 3,5% racconta invece **un mondo in cui il capitale è diventato più caro.** Per un Paese con oltre 3.000 miliardi di debito come il nostro questo **non è un problema da poco.**

Al G20 di Asheville, nella Carolina del Nord, il segretario al Tesoro americano Scott Bessent ha rimesso la crescita al centro della discussione. Per la sostenibilità dei conti pubblici la crescita è decisiva anche per un'altra ragione: **il debito viene misurato rispetto al Pil.** Una sfida per l'economia italiana che continua a crescere a ritmo modesto, anche negli anni del Pnrr.

L'inflazione può dare un sollievo al rapporto debito/Pil facendo crescere il Pil nominale, ma è solo aritmetica e ha un prezzo alto: aumenta il costo dei titoli indicizzati, tiene alti i tassi ed erode il potere d'acquisto delle famiglie. La domanda, alla fine, non è che cosa faccia lo spread in una singola giornata, **ma quanto durerà questa fase.**

Se i rendimenti tornassero a scendere, la scadenza lunga del debito diluirebbe l'impatto. Se il capitale restasse più caro, ogni anno una quota crescente del debito verrebbe rifinanziata a condizioni peggiori, e gli interessi assorbirebbero risorse sempre maggiori. Il ministro dell'Economia Giancarlo Giorgetti lo sa bene, non a caso ha ricordato che «per fortuna siamo stati attenti al debito negli ultimi quattro anni».