

Possibile nuovo Governo in Grecia, i titoli di Stato periferici Eu accelerano

Ottima la performance dei nostri Btp, ma rimane l'anomalia di avere spread a breve maggiori di quelli a lungo termine

/ Luigi FASCIANO e Stefano PIGNATELLI

La notizia di ieri pomeriggio, secondo cui sarebbe **imminente** in **Grecia** la formazione di un **nuovo Governo**, ha condotto a un'accelerazione del **rally** dei **titoli di Stato periferici europei**. Il movimento aveva preso l'avvio in mattinata, nella convinzione che le banche centrali starebbero pensando ad interventi straordinari per mettere al sicuro l'Euro.

I **nostri Btp** forniscono un'ottima *performance*, con i rendimenti in netto calo su tutte le scadenze (a rialzo dei prezzi corrisponde ribasso dei rendimenti). In effetti da giovedì scorso, giorno di picco dell'avversione al rischio, il miglioramento risulta significativo: i Btp 2-10 anni erano saliti al 4,87% e 6,23%, mentre ora sono al 4,15% e 5,70% (seguì i tassi su www.aritma.eu).

Viceversa, i **rendimenti del Bund** (10 anni all'1,60%) sono in deciso rialzo, soprattutto sulla parte a **lungo termine**: detenere Bund in portafoglio diventa sempre più rischioso nel caso in cui si immagini che l'Europa stia per attivare misure concrete per arginare la crisi.

Lo **spread Btp-Bund** sui titoli a dieci anni scende al 4,12%, livello che non si vedeva dal 10 maggio scorso (picco una settimana fa al 4,80%).

Resta ancora l'anomalia di avere **spread a breve** maggiori di quelli **a lungo**: la punta massima del rischio Italia si ha sui cinque anni, dove lo spread è al 4,7%. Ciò dipende soprattutto dai bassissimi rendimenti sui **Bund brevi** (0,10%-0,65%, rispettivamente sulle scadenze a 2 e 5 anni), su cui nei mesi scorsi si sono concentrati gli acquisti-rifugio, quelli dei fondi monetari, che per statuto possono acquistare titoli massimo a 24 mesi, e quelli dei fondi obbligazionari, che hanno rivisto le proprie strategie accorciando la *duration* dei titoli in portafoglio.

Rimbalzano i **tassi interbancari IRS** (*interest rate swap*) al traino dei Bund tedeschi, anche se con minore intensità. Il miglioramento del grado di fiducia anche per le Banche ha fatto scendere il corrispondente differenziale (IRS-BUND). Ciò non evita il **ritorno dell'IRS decennale** sopra il 2%, ben 35 bp sopra i minimi storici di inizio giugno (1,65%). Anche le altre scadenze risalgono dai minimi, pur rimanendo su livelli storicamente bassi: IRS 3 anni all'1%; IRS 5 anni all'1,40%. I **tassi Irs** tendono a coincidere con la media dei **tassi Future Euribor**, resi opportunamente equivalenti con la capitalizzazione trimestrale e l'incidenza del divisore 365/360. Le attese di rialzo dell'Euribor (seppur sempre

molto contenute) sono, di conseguenza, aumentate.

I miglioramenti sul "rischio Italia" potrebbero continuare qualora ai prossimi appuntamenti (vertice Ue di fine mese) emergesse la volontà di imprimere un'**accelerazione al processo di integrazione**. In particolare, come da tempo sottolineiamo, potrebbe essere determinante e velocemente attuabile un'**unione bancaria** con uno schema comune di garanzia sui depositi e una sorveglianza centralizzata.

Questa tendenza (rialzo dei Bund e dei tassi Irs) risulta poco piacevole per i **detentori di finanziamenti già in essere** (in quanto cresceranno le attese di rialzo dell'Euribor), ma coloro che dovranno **accenderne di nuovi** avranno un beneficio per effetto della possibile riduzione del "rischio Italia", del costo del funding per il sistema bancario e, quindi, degli spread applicati alle operazioni di finanziamento. Il passo successivo, nel medio termine, potrebbe essere quello di una **maggiore disponibilità al credito**, con l'enorme liquidità pompata dalla Bce nei mesi scorsi (circa 1000 mld) che finalmente prenderà la via dell'economia reale.

Le vicende dei mercati finanziari sfiorano il mercato interbancario

Le vicende che coinvolgono i mercati finanziari **sfiorano** solamente il **mercato interbancario**, in una sua bolla di liquidità che lo immunizza dagli eventi; tuttavia, è preoccupante che le banche non scambino praticamente nulla e continuino a depositare *overnight* allo 0,25% presso la Bce.

I tassi Euribor continuano a scendere anche se impercettibilmente (Euribor 3 mesi allo 0,657%) e, stando all'attuale scalletta dei tassi Future (tassi ricavati implicitamente dalle quotazioni dei contratti Future Euribor 3 mesi negoziati al Liffe), la **discesa potrebbe continuare** durante l'estate fino allo 0,55%, livello forse fin troppo ottimistico. A breve, in ogni caso, verrà **infranto il minimo storico** per l'Euribor 3 mesi (0,634% toccato a fine marzo 2010). Le attese di mercato per gli anni successivi (sempre secondo i tassi Future) vedono l'Euribor 3 mesi allo 0,58% a giugno 2013, 0,85% giugno 2014, 1,30% giugno 2015. Il livello del 2% è previsto per fine anno 2006; ad inizio giugno (minimi storici dei Bund), il tasso Future Euribor per dicembre 2006 era dell'1,65%.