

Spazi di miglioramento per i Btp brevi in caso di buone notizie dal vertice europeo

Se i mercati giudicassero positivo il vertice, la parte a breve potrebbe essere quella a trarre maggiore profitto, come tra fine 2011 e inizio marzo 2012

/ Stefano PIGNATELLI e Luigi FASCIANO

La settimana è stata caratterizzata dall'attesa per quanto potrà essere deciso al **vertice europeo**. Si intrecciano ipotesi sulle varie misure che verranno adottate. Tendenzialmente, continua a dominare un certo **scetticismo** sulla capacità europea di trovare coesione nonostante le rassicurazioni di vari esponenti politici.

I mercati azionari e i titoli periferici hanno vissuto una **settimana pesante**, condizionata da segnali poco incoraggianti, quali il **taglio del rating** alle **banche spagnole** da parte di Moody's, la richiesta di **aiuti** in arrivo da **Cipro**, la vicenda delle assunzioni di funzionari pubblici in Grecia e il rinvio della missione della troika, un fronte interno politico italiano agitato, alcuni dati inferiori alle attese a livello UE ed un denso calendario di **aste**, culminato con le emissioni di **Btp a 5 e 10 anni** (rendimento d'asta al 5,84% e 6,19%) di ieri, che hanno segnato **rendimenti ai massimi da dicembre** e di circa 15 centesimi superiori a quelli dell'asta di fine maggio (seguì i tassi su www.aritma.eu).

Il bilancio settimanale vede tutta la curva dei Btp soffrire con **rendimenti in rialzo** di oltre mezzo punto percentuale. Il Btp 10 è sopra il **6,20%** e il 2 anni al **4,5%**. Per constatare livelli del 6,2%, bisogna tornare a metà gennaio, fase di rientro dai picchi oltre il 7% segnati tra novembre 2011 e primi giorni del 2012. Segnaliamo, comunque, che i confronti sui rendimenti devono essere sempre presi con cautela, visto che periodicamente cambiano i titoli *benchmark*: normalmente, il titolo "nuovo" viene preso con durata maggiore e quindi il rendimento risulta **più elevato**.

La **volatilità** rimane decisamente alta: basti pensare che ieri mattina l'apertura della Germania agli Eurobond ha condotto ad un significativo rientro dei rendimenti sui Btp 2 anni, che dal 4,75% sono repentinamente scesi al 4,5%. Questo movimento potrebbe essere significativo di quanto eventualmente potrebbe avvenire se i mercati giudicassero positivo e

concreto il vertice europeo: la **parte a breve** potrebbe essere quella a trarre **maggior profitto**.

Ciò sarebbe "concettualmente" coerente e rispecchierebbe quanto avvenuto tra fine anno 2011 ed inizio marzo 2012. In tale periodo, **rientrò** abbondantemente il **rischio Italia**: dal 7% di rendimento dei Btp sia a 2 che a 10 anni, i primi scesero **sotto il 2%**, con i secondi al **5,2%**. A corroborare questa ipotesi, potrebbe contribuire la **liquidità** che le **banche** hanno attinto dalla Bce a 36 mesi (circa 1 mld): tale liquidità per ora non è ancora stata impiegata e se prendesse la via dei governativi sarebbe decisamente più coerente un impiego sui Btp brevi.

Se si riduce il rischio Italia, si riduce il costo del funding per le banche

Analizzare il mercato del debito italiano non è fine a se stesso; una riduzione del rischio Italia porta, come noto, ad una **riduzione del costo del funding** per il sistema bancario nostrano e quindi ad una **riduzione** progressiva degli *spread* applicati alle operazioni di finanziamento e successivamente ad una maggiore disponibilità di credito.

La riduzione dello *spread* sul tratto **medio breve Btp-Bund** (e, di riflesso, dei costi di raccolta bancaria sulle corrispondenti durate) assume una rilevanza molto più importante della riduzione dello *spread* sulla canonica durata del **Btp 10 anni** (dato utilizzato come benchmark da tutti gli organi di informazione). Il grosso dell'operatività bancaria a medio lungo verte infatti su durate nominali di 5-7 anni che si traducono, per effetto dei piani di ammortamento, in durate medie di **3-4 anni**. Risulta quindi molto meglio, ai fini del costo del *funding* per le imprese, una **sensibile riduzione** dello *spread* Btp-Bund a 3 anni piuttosto che a 10 anni.