

Boccata d'ossigeno per Borse e Btp dopo le parole di Draghi

Dopo l'intervento del Presidente della Bce di ieri, i titoli governativi dei Paesi europei periferici hanno recuperato dopo una settimana pesante

/ Stefano PIGNATELLI e Luigi FASCIANO

Le note difficoltà della **Spagna**, l'incertezza sulla capacità della **Grecia** di mantenere fede ai propri obiettivi (la recessione sarà più ampia del previsto: oltre il 7%), una serie di **indici anticipatori** del ciclo economico decisamente **inferiori** alle attese (**Pmi europeo** – *Purchasing managers index*, cioè indice dei direttori agli acquisti, **Ifo e Zew tedeschi** – rispettivamente, indice sulla fiducia delle imprese tedesche, che viene costruito sulla base di un'inchiesta condotta presso circa 7mila imprese nei vari settori, e indice di fiducia che si ottiene intervistando esperti delle principali istituzioni finanziarie tedesche), hanno esasperato le **tensioni** sui titoli spagnoli e italiani.

Le crescenti preoccupazioni hanno condotto la maggior *clearing house* – la società Lch (London Clearing House) Clearnet, che gestisce la maggiore cassa di compensazione di titoli a livello internazionale – ad **augmentare i margini** richiesti a **garanzia** sui titoli governativi italiani e spagnoli: l'incremento dei margini rende meno conveniente avere in portafoglio debito italiano e spagnolo. I cosiddetti “margin di garanzia” sono una percentuale del valore del titolo che la *clearing house* chiede alle controparti per garantirsi in caso di perdite, per trattare Btp e Bonos; più è rischioso un titolo, maggiori sono i margini.

Inoltre, è stato ripristinato il **divieto di vendite allo scoperto** (in Italia solo sui titoli finanziari, in Spagna su tutti).

Appare sempre più chiaro che anche la Germania inizia ad essere coinvolta nella crisi: i titoli governativi tedeschi sono entrati nel mirino di Moody's, che ha cambiato l'*outlook* sul rating Tripla A, portandolo da stabile a negativo. Moody's ha inoltre portato da stabile a negativo l'*outlook* provvisorio sull'Efsf (primo Fondo Salva Stati). Una decisione conseguente proprio al recente intervento sull'*outlook* tedesco (la Germania è “azionista” con oltre il 29% del Fondo).

Questa pletora di eventi negativi ha condotto, in settimana, il **rendimento sul Btp decennale** ad un picco del **6,58%**, massimo dal 17 gennaio, mentre per la prima volta dal 10 gennaio il rendimento sul biennale è risalito sopra quota 5% (seguì mercati e tassi su www.aritma.eu).

Quando ormai sembrava regnare lo sconforto (nelle sale operative, in alcuni casi, si davano per scontati eventi traumatici per la moneta unica), ieri è avvenuto un repentino **cambio di rotta** dopo le parole di **Draghi**: le Borse hanno virato in territorio positivo e lo spread Btp-Bund 10, in pochi minuti, da 5,20%, è sceso sotto il 4,8% (rialzo Borsa italiana oltre il 5,5%). Netto il **calo dei rendimenti Btp** su tutta la curva, ma

in particolare, a recuperare terreno è la **parte a breve**, dove i ribassi di rendimento sono di oltre 60 cent.

Complessivamente le parole del Presidente della Bce hanno permesso di ritornare ai rendimenti di una settimana fa (Btp 2 anni al 4,2%; 5 anni al 5,6%; 10 anni al 6,10%). Draghi ha affermato che la **zona Euro** è molto **più forte** di quanto la gente ritenga, che i **progressi** in sei mesi sono stati straordinari, che l'ultimo summit è stato un vero successo perché tutti sono concordi a volere più Europa e che la Bce farà di tutto per **salvare l'euro** nell'ambito del suo mandato.

Ma quello che ha portato una ventata di ottimismo è stata la frase “Se il premio sul costo del finanziamento dei Governi danneggia la trasmissione della politica monetaria, ciò riguarda il mandato Bce”.

Una lettura potrebbe essere quella di un'apertura alla possibilità che il **Fondo permanente Salva Stati** possa ricevere la **licenza bancaria**: in questo caso, potrebbe accedere direttamente alla fonte Bce e quindi utilizzare i fondi Bce per acquisti sia sul primario, sia sul secondario. Come più volte sottolineato, questa soluzione potrebbe essere quasi definitiva per mantenere entro certi livelli ritenuti corretti gli spread. Diciamo “quasi” perché sarà necessario, almeno fintanto che permarranno tensioni, far capire che le **risorse** da destinare a tale scopo saranno **illimitate** (non dovranno essere messi paletti agli interventi sul primario e sul secondario di nessun genere).

Per intanto, l'Italia approfitta di questa boccata d'ossigeno in un momento importante, visto che si avvicina l'**asta** di titoli a **5-10 anni** di lunedì prossimo e **oggi** in asta vanno i **Bot semestrali**.

Gli spread Btp-Bund sono rientrati

Tuttavia, gli **spread Btp-Bund** sono **rientrati**, parte per “meriti” italiani, ma soprattutto per “demeriti” tedeschi: i Bund 10 hanno registrato infatti un rialzo di 15 centesimi, vuoi per il giudizio di Moody's, vuoi per i deludenti dati macro. I livelli attuali dei **Bund a medio/lungo** paiono ancora eccessivamente **bassi** e giustificati (per i privati che vi investono), solo se si ritiene plausibile un ritorno al marco tedesco o ad un euro di pochi Paesi virtuosi, con rivalutazione rispetto all'Euro “dei poveri”. Resta fermo il fenomeno di chi vi investe, perché obbligato a collocare parte dei soldi su emittenti “AAA” (fondi comuni/fondi pensione, ecc.). Il rovescio della medaglia di un riposizionamento degli ope-

ratori dai Bund vs i Btp o comunque un alleggerimento delle posizioni in Bund, è lo **stretto legame** tra **Bund** e **tassi Irs**: questi, infatti, sulle durate a 5-10 anni, hanno visto un **rialzo** di circa 10 centesimi. Ma ben venga anche un rialzo cospicuo dei tassi Irs e conseguentemente dei tassi prospettici Euribor, se ciò fosse lo scotto da dover pagare per un ribasso dei rendimenti Btp, un minore costo del *funding* per le

banche e un calo dei proibitivi spread attualmente in vigore sulle operazioni di finanziamento a medio lungo termine. Per intanto, prendiamo atto di questo rientro dai picchi di negatività, con l'auspicio che quanto avvenuto ieri possa trovare conferma, seppur tra alti e bassi, nelle prossime settimane e trasformarsi in futuro in un **movimento strutturale**.