

Segnali positivi per i primi due mesi dello scudo antispread

A due mesi dalla decisione della Bce di effettuare acquisti illimitati di titoli di Stato, si può tracciare un primo bilancio degli effetti ottenuti

/ Stefano PIGNATELLI e Luigi FASCIANO

Tentiamo di fare il punto a due mesi dalla storica decisione Bce di procedere ad **acquisti illimitati di titoli di Stato** per calmierare gli spread tra governativi periferici.

Sintetizziamo quanto decise il consiglio direttivo Bce ad inizio settembre: gli acquisti si concentreranno sulla parte **1-3 anni**, perché è la durata più efficace da prendere di mira, essendo vicina ai tassi usati per il credito alle imprese e, in un certo senso, simile alla scadenza Ltro (pronti contro termine straordinari a 36 mesi fatti dalla Bce per oliare il mercato interbancario).

Per qualsiasi approfondimento sui tassi, costo del funding e spread su finanziamenti, consulta www.aritma.eu.

Il programma di acquisti è stato battezzato "Outright Monetary Transactions". Il primo aspetto è la sua "**stretta condizionalità**": le manovre della Bce partiranno solo dopo che al Paese beneficiario sarà stato attivato o un piano di aiuti vero e proprio, con un piano di aggiustamenti e riforme, o una sua **versione ammorbidita** che comunque implichi acquisti calmieranti di bond alle aste di emissione da parte dei fondi anti crisi Efsf (*European Financial Stability Facility*) e Esm (*European Stability Mechanism*). Questo programma sostituisce il *Securities Markets Programme* (Smp), varato durante l'era Trichet nell'estate 2011 (acquistati oltre 200 miliardi di titoli che resteranno in bilancio alla Banca centrale fino alla loro scadenza). Non è automatico che la Bce si metterà ad acquistare titoli spagnoli e italiani, ma sarà necessaria quindi la **richiesta di intervento** da parte di uno Stato.

I mercati vedono di buon occhio un intervento, tant'è che in questi due mesi i momenti di avversione e propensione al rischio spesso si sono **alternati**, a seconda dell'aumento delle probabilità che la Spagna richiedesse gli aiuti. Ora, dopo l'ultimo collocamento di titoli a medio lungo avvenuto senza problemi l'8 novembre, **si allontana** al prossimo anno o *sine die* il momento in cui il Governo spagnolo busserà alla porta del "forziere" Bce.

L'obiettivo principale della manovra non convenzionale della Bce era, però, quello di **abbassare i rendimenti a 2-4 anni** dei titoli periferici e di far calare gli spread vs Bund. Ciò implica, a cascata, se i meccanismi di trasmissione funzionano bene, una **riduzione del costo del funding** per le banche e, quindi, un allentamento delle proibitive condizioni applicate dalle stesse alle imprese italiane.

Andiamo con ordine.

I **rendimenti Btp 2 anni** scesero subito dopo l'annuncio al 2,5% dal 3,1% circa ed anche la parte a lungo termine ne be-

neficiò, con il decennale al 5,3% dal 5,7%. Tra alti e bassi, la parte a breve (Btp 2) da allora ad oggi è rimasta abbastanza stabile a cavallo del 2,5% e, solo nelle ultime settimane, è scesa al 2,3%. Quanto ci auspicavamo potesse succedere è avvenuto, ossia il **movimento** sulla parte a breve si è esteso progressivamente anche alla parte a lungo. Il Btp 10 veleggia sotto il 5%, ma ha toccato anche minimi al 4,7%.

Rispetto ai **minimi** di metà ottobre, i livelli attuali sono **20-30 centesimi superiori** a seconda delle scadenze. Il decennale sembra muoversi in un *range* compreso tra il 4,7% e il 5,2%, mentre il 2 anni si muove tra il 2,2% e il 2,6%. A livello di rendimento è difficile immaginare un nuovo ampio miglioramento, anche se sul 2 anni siamo ancora lontani dai minimi di inizio marzo (1,7%).

Il Tesoro italiano ha colto il miglioramento procedendo all'emissione del **Btp Italia** (seconda edizione), il cui collocamento è andato oltre le più rosee aspettative. Nelle settimane successive, pur se non strettamente necessario, ha provveduto a **nuove emissioni** proprio perché ritiene gli attuali livelli molto interessanti, visto che con l'incertezza che regna potrebbero da un giorno all'altro nascere nuovi momenti di tensione che facciano improvvisamente schizzare i rendimenti verso l'alto.

Il **Bund tedesco a dieci anni** due mesi fa oscillava intorno ai livelli attuali di rendimento (1,35-1,4%). Ciò significa che l'**avversione al rischio** domina ancora tra gli operatori di mercato, che preferiscono rendimenti bassissimi e molto negativi in termini reali rispetto ad assumersi il rischio Italia. Gli **spread Btp-Bund**, subito dopo le decisioni Bce di inizio settembre, sono scesi su tutte le scadenze portandosi subito sotto il 3,80% sui 10 anni (minimi al 3,3%). Grande sollievo, specie in confronto alle punte registrate prima della pausa estiva (5,30% il 24 luglio).

È vero che lo **spread Italia-Germania** è **alto in assoluto**, ma se si guarda ai tassi reali storici i rendimenti sui Btp sono oggi da ritenersi assolutamente normali (rendimenti reali intorno al 2%), mentre sono assolutamente anomali quelli **tedeschi** (rendimenti reali fortemente negativi). L'inflazione in Italia chiuderà il 2012 intorno al 3%, mentre in Germania al 2%, con tendenza dell'Italia a scendere nel 2013 verso il 2%. In quest'ottica, sono decisamente maggiori i margini di rialzo per i rendimenti Bund rispetto a quelli di ribasso del Btp. Siamo per ora propensi ad escludere scenari deflativi. I rendimenti obbligazionari di una selezione di **obbligazioni bancarie italiane a tasso fisso**, rilevate sul secondario da

inizio settembre ad oggi, hanno registrato mediamente un calo superiore all'1% sulle scadenze medio brevi e di poco inferiore su quelle lunghe. Dello stesso ordine di grandezza il calo sullo spread tra rendimenti obbligazionari bancari e tassi Irs. Sostanzialmente analogo il calo registrato dai *credit default swap* sulle medesime banche italiane.

Per gli indicatori del **costo del funding**, pur se siamo sopra i minimi registrati a metà ottobre, il bilancio quindi resta estremamente positivo e il lieve peggioramento registrato tra fine ottobre e inizio novembre resta circoscritta alla parte a lungo termine con quella a breve che invece non risente se non marginalmente del ritorno dell'avversione al rischio.

Gli spread applicati dalle banche alle varie forme di

finanziamento hanno registrato un complessivo ribasso soprattutto sui finanziamenti a medio lungo; questo è più o meno marcato a seconda della classe di merito creditizio e della forma di finanziamento prescelta.

Il **processo di adeguamento** normalmente è lento e disomogeneo, in quanto il *timing* nell'aggiornamento dei listini dipende dai diversi comportamenti che le istituzioni bancarie vogliono assumere. Si nota, ad esempio, che alcune società di leasing sono state **più rapide** nel recepire i miglioramenti del *pricing* rispetto alle banche, probabilmente perché più motivate a recuperare i volumi persi nel corso del 2012, che in alcuni casi sfiora il 50% rispetto ai dati 2011.