

BTp, i costi su di 13 volte Da Moody's niente ritocchi

Titoli di Stato. L'onere medio al collocamento è a 1,31% dopo il minimo allo 0,1% del 2021. L'agenzia non aggiorna il rating sull'Italia

Gianni Trovati
ROMA

Il costo medio all'emissione dei titoli di Stato è salito con i dati aggiornati a ieri all'1,31%. Si tratta di un livello quasi doppio rispetto allo 0,71% registrato al 31 maggio, e 13 volte superiore al minimo storico dello 0,1% raggiunto nel 2021.

È in questa cifra, scritta nel programma trimestrale di emissione diffuso ieri dal Tesoro, la misura del «notevole impatto sulla spesa per interessi» che lo stesso documento di Via XX Settembre riconosce per l'impennata di inflazione e tassi d'interesse. Un contesto del genere riporta inevitabilmente il debito italiano sotto osservazione sui mercati internazionali, dove domina l'attesa per le mosse del nuovo governo. Ieri Moody's non ha aggiornato come previsto il rating dei nostri titoli, mantenendo il «Baa3» accompagnato dall'outlook girato da stabile a negativo il 5 agosto scorso suscitando la ri-

La spesa per interessi cresce di 9,2 miliardi rispetto ai dati del Def ma per 7,4 miliardi pesano gli indicizzati

sposta irritata del governo italiano. Nella scala dell'agenzia i Btp restano quindi nell'ultimo scalino prima dei junk bond, e se ne riparerà in primavera salvo sorprese. Nel frattempo sono attese le altre valutazioni, in cui il debito italiano si trova però un po' più distante dall'area più a rischio: il 21 ottobre sarà il turno di S&P Global Ratings, il 28 toccherà a Dbrs (che però ha già sottolineato che «un governo di centrodestra non altera in modo significativo i fondamentali economici italiani») mentre il 18 novembre sarà la volta di Fitch.

Ma nonostante il momento complicato la radiografia del debito continua a mostrare anche segnali positivi. La traduzione in euro dell'evoluzione dei costi è nella Nota di aggiornamento al Def pubblicata sempre ieri dal ministero dell'Economia: quest'anno la spesa per interessi cresce di 9,2 miliardi rispetto alle previsioni del

Def di aprile. La spinta però arriva però per 7,4 miliardi, quindi per oltre l'80%, dalle cedole dei titoli indicizzati all'inflazione (per esempio il Btp Italia), che pure valgono solo il 10% dello stock del debito pubblico, mentre il resto è prodotto dalla dinamica dei rendimenti.

Il particolare non è irrilevante, perché lo stesso governo nella NaDef (in linea con gli altri osservatori anche se le previsioni sul tema sono in revisione continua) indica un'inflazione in discesa a partire dalla fine dell'anno, che in prospettiva dovrebbe quindi sgonfiare questa spesa, mentre gli effetti della crescita dei rendimenti ordinari si spalmano negli anni.

All'aumento generalizzato dei tassi, come sottolinea il ministro dell'Economia Franco nell'introduzione alla NaDef, l'Italia affianca l'allargamento degli spread. Ma l'inflazione dà una grossa mano a contenere il peso del debito, che si misura sul Pil nominale. Nella Nota il passivo si attesta al 145,4% del prodotto, ed è quindi destinato a rimanere nettamente sotto il 147% previsto ad aprile dal Def anche dopo il prossimo governo utilizzerà il margine da 5 decimali di deficit lasciato rispetto agli obiettivi per un nuovo decreto anti-rincari; per il 2023 il tendenziale licenziato dal governo Draghi traccia un'ulteriore discesa verso quota 143,2%.

Con l'aggiornamento dunque il programma ufficiale di finanza pubblica prevede quindi per l'incidenza del debito una riduzione di quasi 12 punti di Pil in tre anni, risultato inedito per la nostra finanza pubblica. È quasi inevitabile che legge di bilancio e misure anticrisi rivedano questo percorso; evitano però di investire una rotta indispensabile per non aumentare le tensioni sui mercati.

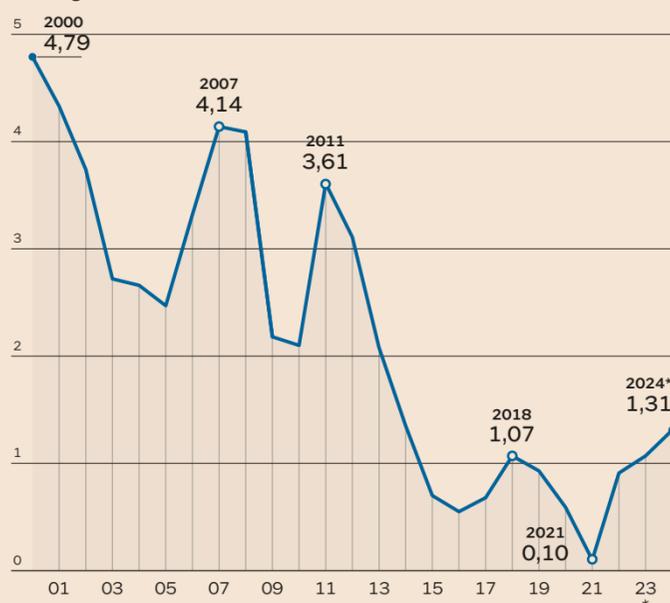
Nel frattempo la macchina delle emissioni procede secondo i piani. Finora il Tesoro ha emesso titoli a medio-lungo termine 210 miliardi, oltre a ricevere gli 11 miliardi di prestiti della prima rata Pnrr, che hanno consentito di rinnovare 191 miliardi a scadenza oltre a finanziare il fabbisogno del periodo. Il programma di funding, che mantiene sostanzialmente inalterata la vita media del debito a 7,12 anni, è completato per il 76,5%, e negli ultimi tre mesi dell'anno sono in calendario scadenze per 50 miliardi ed emissioni nette per altri 14. Le esigenze di nuova copertura prospettano a fine anno numeri un po' più contenuti rispetto alle previsioni iniziali, dopo che nei primi otto mesi dell'anno il fabbisogno di cassa del settore statale si è più che dimezzato fermandosi a 34 miliardi dai 69 di un 2021 ancora dominato dai sostegni contro la crisi pandemica.

Per i prossimi tre mesi la dg del Debito pubblico prevede di collocare un nuovo Btp a tre anni per almeno 9 miliardi, una scadenza a sette anni per almeno 10 miliardi e altrettanti con un nuovo Btp decennale. Possibili, fra le altre mosse, le riaperture dei titoli a 3, 7 e 10 anni emessi fra maggio e luglio e quella del Btp Short collocato il 29 giugno scorso.

La dinamica dei bond italiani

I COSTI MEDI ALL'EMISSIONE DEI TITOLI DI STATO

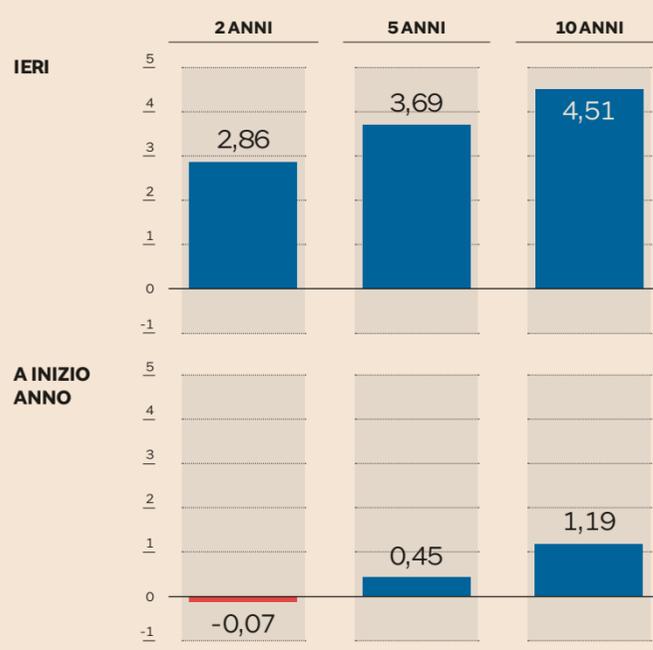
Andamento del tasso medio ponderato di interesse dei titoli di Stato calcolato sulla base dei rendimenti lordi all'emissione dei titoli emessi nel singolo anno



* Previsione; Fonte: MEF-Dipartimento del Tesoro

I TITOLI DI STATO ITALIANI

Rendimenti %



Settembre, mese terribile dei bond globali

Titoli di Stato

Treasury Usa al 3,73%, Bund al 2,11% e Btp al 4,51%, con lo spread a 240 punti

Maximilian Cellino

Moody's «risparmia» l'Italia, almeno per il momento, ma il trimestre (e la settimana) che si sono conclusi ieri saranno difficili da dimenticare, per i Btp così come per i titoli di Stato a livello globale. L'accelerazione impressa ai tassi dalle Banche centrali nel tentativo di contrastare un'inflazione ormai sfuggita di mano non ha infatti mancato di trasmettersi ai rendimenti sovranici, che negli ultimi tempi hanno finito per superare di slancio i livelli raggiunti lo scorso giugno e che sembravano in un primo momento poter rappresentare un punto d'arrivo.

La fotografia scattata al 30 settembre sulle scadenze decennali ritrae il Treasury Usa al 3,73%, il Bund al 2,11% e il nostro Btp al 4,51%, cioè 240 punti base più in alto rispetto al benchmark tedesco. Tutti viaggiano poco al di sotto dei massimi raggiunti proprio nel corso di questa settimana, quando la bufera scatenata sui Gilt britannici dalla decisione del nuovo governo guidato da Liz Truss di abbassare le tasse ha creato ul-

teriore tensione sui mercati del reddito fisso, rischiando di mandarli definitivamente in corto circuito.

Difficile stabilire se quelli attuali possano rappresentare nuovi limiti per i rendimenti, e in questi giorni un po' tutti gli esperti delle banche d'affari sono corsi a rivedere i conti e adeguare le previsioni sulle mosse delle Banche centrali e, di riflesso, sui bond stessi. UniCredit ritiene per esempio che la Federal Reserve possa portare il costo del denaro Usa fino al 4,75% nel primo trimestre del 2023 e vede la Bce spingersi fino al 2,25 per cento. Di conseguenza il picco sui decennali potrebbe essere raggiunto non lontano dai livelli attuali già nell'ultimo scorcio di quest'anno: al 4% per i Treasury (la previsione precedente era al 3,3%) e al 2,30% per i Bund (rispetto all'1,65% finora messo in preventivo).

Per l'Italia la questione è evidentemente più complessa. I titoli del Tesoro hanno limitato i danni nella prima settimana post-voto (e superato appunto lo scoglio Moody's), ma il loro futuro resta avvolto nella nebbia. Fino a questo momento il fatto che gli investitori (soprattutto i grandi fondi internazionali) fossero sottopesati e in molti casi addirittura del tutto scarsi sui Btp, il contesto favorevole per le nuove emissioni (con un'offerta netta negativa nella seconda parte del 2022) e la flessibilità utilizzata dalla Bce nei reinvestimenti dei titoli una volta esauriti i programmi di acquisto hanno contribuito a evitare la

deriva dello spread, più che l'idea stessa che le politiche fiscali del nuovo Governo non si allontanino in modo sostanziale da quelle adottate dal precedente a guida Mario Draghi.

Il sostegno «silenzioso» dell'Eurotower sembra a questo proposito aver giocato un ruolo rilevante a favore dei nostri titoli di Stato. «Se non si considerasse l'effetto dei reinvestimenti del piano pandemico Pepp lo spread Btp-Bund viaggerebbe già su livelli ben superiori a quota 300», avverte infatti Sphia Salim ed Erjon Satko di BofA Securities, che si spingono quindi a ipotizzare un «ampliamento prima di quanto fosse possibile pensare» del differenziale Italia-Germania «fino a testare l'area 280-290 punti base».

E sarebbero sostanzialmente tre

le condizioni in grado sempre secondo BofA di innescare un'inversione di tendenza sui titoli italiani: una significativa retromarcia dei tassi su scala globale, un rinnovato appetito da parte degli investitori che potrebbero trovare i Btp attraenti ai livelli di rendimento raggiunti oppure l'ipotesi di riacquisti da parte del Tesoro italiano che potrebbe così utilizzare la liquidità esistente. Tutto questo aiuterebbe a contenere ulteriormente l'allargamento dello spread prima che si debba arrivare alla soluzione estrema: un'azione più energica da parte della Bce attraverso lo «scudo anti-spread» del *Transmission Protection Instrument*, la cui attivazione - avvisa però gli analisti - presuppone che la politica italiana e il deficit rimangano all'interno della «linea rossa» tracciata della Ue.

Viste le premesse appare in ogni caso difficile, tornando al tema dei rendimenti, che il decennale italiano possa mantenersi al di sotto del 5 per cento. La soglia, già sfiorata nei giorni scorsi, rischia sempre secondo BofA di essere superata già entro fine anno, aprendo addirittura la strada verso livelli fino al 5,5% nella prima metà del 2023. Per il Tesoro, che quest'anno ha già collocato oltre tre quarti dell'ammontare lordo necessario, ma con una spesa moltiplicata per 13 rispetto ai minimi storici del 2021 come si legge nell'articolo a fianco, la strada si preannuncia ancora in salita.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

In futuro sono attesi nuovi rialzi dei tassi in Usa ed Europa, ma c'è chi prevede che il picco dei bond sia vicino

Tassi, Visco frena: la Bce eviti rialzi eccessivi

Politica monetaria

«Se l'economia peggiorasse, la stretta in corso andrebbe rallentata»

Rialzi dei tassi «eccessivamente rapidi e pronunciati» da parte della Bce «finirebbero per aumentare i rischi di una recessione. Qualora il deterioramento delle prospettive economiche si rivelasse peggiore del previsto, un eccessivo anticipo nella normalizzazione dei tassi ufficiali potrebbe risultare sproporzionato». Il Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, intervenga sui temi della politica monetaria - in un convegno Cesifin e Eui - in una fase delicata dei mercati monetari. Una ulteriore preoccupazione - dice - c'è per «i rischi particolarmente rilevanti per la stabilità finanziaria», il cui concretizzarsi «avrebbe ripercussioni pesanti in tutti i paesi dell'area dell'euro, portando a un ina-

sprimento delle condizioni finanziarie ben superiore a quanto ritenuto opportuno per contenere l'elevata inflazione». Il tema è mondiale, ma tra Usa ed Europa la situazione sono differenti: «Anche ipotizzare che la Bce segua ciecamente la Fed nei prossimi mesi potrebbe essere un grave errore, perché la normalizzazione della politica monetaria avviene con velocità e tempi diversi». Quindi «le affermazioni secondo cui il Consiglio direttivo della Bce avrebbe erroneamente ritardato il riequilibrio della politica monetaria appaiono ingiustificate». Certo, ammette, ci sono stati errori nelle previsioni sull'inflazione, ma questi non hanno minato la credibilità della Bce: «La fiducia dell'opinione pubblica nella nostra determinazione a mantenere la stabilità dei prezzi, tuttavia, non va misurata sulla base dell'attuale livello dell'inflazione (...) né degli errori di previsione, che non segnalano un presunto fallimento dei modelli quantitativi di cui in vario modo la Bce e l'Eurosistema oggi fanno uso ma sono il risultato dell'intrinseca imprevedibilità delle tensioni

geopolitiche, fenomeni al di fuori della sfera dell'economia. La nostra credibilità si misura, piuttosto, sull'ancoraggio delle aspettative d'inflazione a medio termine, fattore chiave che aiuta anche a prevenire l'innescio di pericolose spirali tra prezzi e salari». In questo quadro il governatore mette in guardia dal «rischio di far deragliare il debito pubblico dal percorso di rientro, in rapporto al prodotto, iniziato lo

scorso anno - un percorso necessario per preservare la possibilità di ritorno a una crescita economica forte e duratura». Visco spiega come di fronte allo shock energetico «il tentativo di annullarne completamente l'impatto sui redditi da lavoro e da capitale sarebbe vano e finirebbe inevitabilmente per avere ripercussioni sull'inflazione». Visco suggerisce così interventi mirati e temporanei a sostegno delle famiglie e delle imprese più colpite. Ma qual è il target dei tassi? Il tasso di policy «neutrale» della Bce (quello al quale, nell'equilibrio di medio termine, la politica monetaria non è né accomodante né restrittiva) sarebbe tra lo 0,7 e l'1,8% e potrebbe pertanto anche essere già stato raggiunto dalla Bce con l'ultimo rialzo, o vicino a esserlo presto. Nel giorno in cui l'inflazione tocca nuovi massimi Visco osserva che «non c'è evidenza di uno scostamento delle aspettative a medio termine dall'obiettivo di stabilità dei prezzi, né vi sono segnali di avvio di pericolose spirali prezzi-salari».

—Ca.Mar.



IGNAZIO VISCO
Il Governatore della Banca d'Italia mette in guardia su rialzi dei tassi Bce troppo veloci

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I NUMERI

7,4 mld

Cedole da inflazione

La spesa per interessi quest'anno sarà di 75,2 miliardi, cioè 9,2 miliardi in più rispetto alle previsioni del Def. Per 7,4 miliardi l'aumento è dovuto ai titoli indicizzati all'inflazione

1,3%

Il costo

È il costo medio all'emissione nel 2022, contro lo 0,1% del 2021

© RIPRODUZIONE RISERVATA