

## Primo Piano

### Le tensioni sui mercati



#### INCOGNITA BCE

Sullo spread hanno pesato un po' le parole da «falco» di Christine Lagarde di lunedì, ma anche l'incertezza sullo scudo Tpi. Il mercato si interro-

ga su quale sia il livello in grado di far partire l'azione di difesa della Bce: se non è a 250 punti base (ormai raggiunti senza interventi) l'asticella si sposta a 300-350

# Buferata bond globali, lo spread BTp-Bund arriva a 250 punti

**Mercati.**  Pesano l'incertezza sulle banche centrali e sulla recessione Italia post voto colpita duro: i BTp a due anni superano i titoli greci

#### Maximilian Cellino

Avanti a piccoli passi, giorno dopo giorno, senza creare allarmismi, ma con una continuità che diventa difficile da ignorare. Lo spread fra BTp e Bund è ieri arrivato a 250 punti base, verso la soglia che per molti rappresenta una sorta di linea del Piave per il differenziale di rendimento dei titoli di Stato di Italia e Germania: quella che qualche mese fa avrebbe costretto la Bce a un vertice di urgenza per varare il *Transmission protection instrument* (Tpi), non a caso popolarmente conosciuto come «scudo anti-spread», e che alcune frange del mercato sono impazienti di testare.

Alla base del movimento rialzista che si protrae da qualche mese c'è evidentemente l'incognita politica, prima quella dell'esito del voto e adesso quella relativa alla strada che la coalizione vincente di centro-destra intenderà prendere sul piano delle politiche economiche e fiscali e delle riforme. Ma ci sono anche fattori internazionali, che riguardano l'aria di recessione che si respira ovunque e soprattutto un altro genere di politiche, quelle monetarie che sta portando avanti la Bce.

Le parole pronunciate dalla presidente Christine Lagarde di fronte alla

commissione affari economici dell'Europarlamento due giorni fa non sono sotto questo aspetto passate certo inosservate. In particolare quel riferimento al fatto che, una volta raggiunto il «tasso neutrale», l'Eurotower deciderà se «andare oltre per raggiungere l'obiettivo di un'inflazione al 2 per cento». Il passo successivo sarebbe in effetti la riduzione del bilancio dell'istituto centrale (ormai lievitato fino a quasi 9 mila miliardi di euro) attraverso la cessione dei titoli acquistati in precedenza con i diversi programmi di sostegno.

«Con i tassi ufficiali sulla via della neutralità, o su un livello anche più elevato, l'attenzione si focalizzerà sempre più sul *quantitative tightening*», conferma Luca Cazzulani,

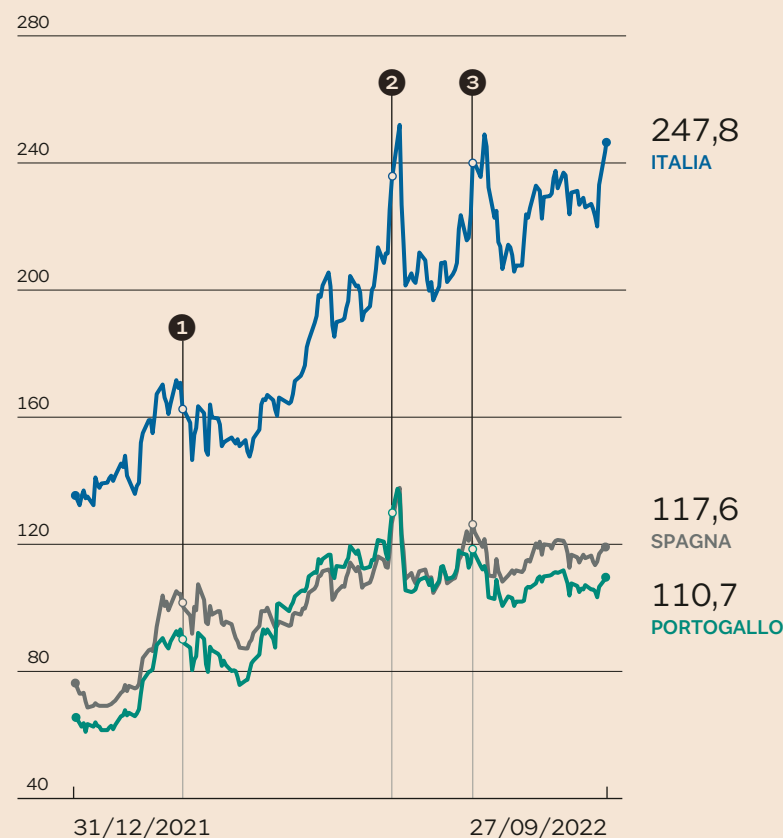
Head of Strategy Research di UniCredit, sottolineando anche come «la decisione di iniziare a ridurre il bilancio sarebbe negativa per i BTp». La riprova la si ottiene considerando anche l'andamento dei rendimenti di altri Paesi della «periferia» d'Europa. I titoli di Stato di Spagna e Portogallo hanno infatti allargato il divario con quelli tedeschi da inizio anno. Lo hanno fatto di circa un terzo rispetto a quelli italiani (40 punti base contro 120) e questo può dare in un certo senso la misura di quanto abbiano contato il crescente rischio politico percepito dai mercati da una parte e le decisioni di Francoforte dall'altra.

In queste ore esiste tuttavia un altro confronto poco lusinghiero per il nostro Paese, quello con la Grecia. I rendimenti dei BTp hanno infatti di nuovo superato quelli dei titoli di Atene, almeno sulla scadenza dei 2 anni (3,29% contro 2,69%), mentre rimangono ancora al di sotto sui 5 e 10 anni (rispettivamente 4,04% contro 4,16% e 4,74% contro 4,94%). Non è appunto una novità, visto che il sorpasso si è già verificato a più riprese anche quest'anno e al di là del fatto che i due strumenti non sono immediatamente confrontabili anche per la dimensione del mercato e per la loro differente liquidità, si tratta di un campa-

#### La corsa degli spread: l'Italia svetta

Andamento dello spread da inizio anno

- 1 **24 febbraio 2022**  
Attacco russo all'Ucraina
- 2 **10 giugno 2022**  
La Bce decide di terminare il programma App dal 1 luglio 2022 e di alzare i tassi d'interesse a luglio e poi a settembre
- 3 **21 luglio 2022**  
Dimissioni di Mario Draghi da premier



nello d'allarme da non sottovalutare.

Sul mercato ci si chiede quanto possa andare avanti la tendenza all'allargamento dello spread. La soglia dei 250 punti base è come ricordato un punto di attenzione per la Bce, ma non necessariamente quella che può dare origine a un intervento tramite il Tpi che vada oltre la politica della «flessibilità» nei riacquisti ancora legati a Pspp e Pepp con cui finora si sono tenuti sotto controllo i rendimenti dei nostri titoli. A detta

della gran parte degli osservatori, l'Eurotower scenderebbe anzi in campo soltanto con valori superiori ai 300-350 punti base e soprattutto se il disallineamento dovesse interessare le scadenze più brevi.

L'altra faccia della medaglia riguarda il comportamento degli investitori, che potrebbero viceversa essere attirati da rendimenti nel frattempo diventati significativi. «Crediamo che gli investitori possano prendere in considerazione di aumentare la loro esposizione ai BTp nel momento in cui lo spread dovesse risalire in area 250 punti base», sostenevano appunto gli *strategist* di Amundi.

Ieri del resto il Tesoro ha assegnato in asta BTp short a 2 anni e BTp decennali indicizzati all'inflazione europea per complessivi 3,75 miliardi a tassi in forte crescita (rispettivamente 3,27% e 2,45%) ottenendo richieste elevate soprattutto per il primo dei due titoli (1,7 volte l'offerta). Oggi sarà il turno di BoT semestrali per 5 miliardi e domani toccherà a BTp a 5 e 10 anni e CcTeu per un importo fino a 6,25 miliardi, ma il risultato sarà probabilmente lo stesso: tassi ai massimi da dieci anni e domanda sostenuta.

Ragionando con una prospettiva temporale più allargata è tuttavia evidente come gli investitori siano in attesa di capire quali mosse intenderà prendere il nuovo governo che si insedierà fra un mese, soprattutto in tema di bilancio. E per capire le possibili reazioni si fa sempre più riferimento all'esempio che arriva proprio in questi giorni dalla Gran Bretagna, dove l'annuncio di una manovra espansiva da parte del nuovo governo guidato da Liz Truss ha mandato in crisi i Gilt, i titoli di Stato locali. «Non credo che questo succederà anche in Italia, ma resta da monitorare: non basta stanziare un budget se il mercato non crede possa andare nella giusta direzione», avverte Vivek Bommi, Head of European Fixed Income di AllianceBernstein. Il Regno Unito ci ricorda insomma che abbiamo già sperimentato sulla nostra pelle in passato: il mercato può essere rapido e spietato.

**Non c'è un caso Italia, anche se l'attesa per la formazione del nuovo Governo tiene alta la tensione**

**Si allargano anche i divari sulla Germania per Spagna e Portogallo, ma molto meno rispetto allo spread italiano**