

IL PREZZO DELLE SPARATE DEL PRESIDENTE DELLA COMMISSIONE

TASSA VON TRUPPEN: 20 MILIARDI

Le dichiarazioni di Ursula sugli 800 miliardi per il riarmo si sono già tradotte in rialzi immediati dei rendimenti dei titoli di Stato. Il maggior costo delle emissioni, se restasse così, negli anni sarebbe un salasso per il Tesoro. E una svalutazione dei risparmi

di **GIUSEPPE LITURRI**

■ Il 4 marzo sarà una data da ricordare per chi al Mef si occupa delle aste dei titoli pubblici. In quel giorno a Ursula von der Leyen sono bastati

solo 6 minuti per presentare il suo piano Rearm Europe e seminare uno sconquasso di portata epocale su tutti i mercati obbligazionari governativi, senza precedenti dal 1997. In pochi minuti il Btp decennale, il cui

Il riarmo dell'Ue ci può costare 20 miliardi

Gli annunci della Von der Leyen hanno fatto subito schizzare i Bund e i titoli di Stato italiani. L'aumento di Bot e Btp nello scenario peggiore arriverà a pesare sui conti pubblici per 5.800 milioni all'anno che, spalmati sulla durata del debito, diventeranno 40 miliardi

rendimento da mesi oscillava placidamente intorno al 3,4%/3,5%, ha superato il 3,9% e sfiorato in più occasioni in settimana il 4%. Ancora peggio è andata al Bund tedesco, per definizione bene rifugio caratterizzato da modeste oscillazioni, decollato dal 2,4% al 2,9%. Contemporaneamente al Mef hanno cominciato a fare i conti per calcolare le conseguenze sui costi per interessi delle prossime emissioni e, dalle nostre prime simulazioni, i danni delle parole della **Von der Leyen** - per ora solo quelle, perché i fatti potrebbero essere molto diversi - si misurano in decine di miliardi su un orizzonte temporale pluriennale.

LO SCENARIO

È accaduto che gli investitori hanno rapidamente prezzato il nuovo scenario macroeconomico tratteggiato dal presidente della Commissione e, ancor più, dal piano di spese militari annunciato nelle stesse ore dal cancelliere in pectore tedesco **Friedrich Merz**: massicce emissioni aggiuntive di titoli pubblici, fine dei tagli dei tassi da parte della Bce e addio al rientro dell'inflazione verso il 2%. Non c'è più valore per gli investitori in titoli con scadenze oltre i tre anni, anzi, c'è un rischio crescente di subire delle perdite. Perfino un gigante mondiale del risparmio gestito, come Blackrock in una nota del 10 marzo ha dovuto prendere atto che la

precedente strategia di sovrapponderare i titoli pubblici governativi, in previsione di un ulteriore calo dei tassi, è ormai superata e che il rischio di ulteriori rialzi impone, al contrario, di sotto ponderare quei titoli.

Altri autorevoli analisti hanno sostenuto - soprattutto dopo che venerdì pare sia stato raggiunto l'accordo politico per fare passare la modifica costituzionale che consentirà il piano di indebitamento di **Merz** - che diventi possibile l'impossibile e cioè il rendimento del Bund superi nei prossimi mesi quello del decennale Usa (attualmente al 4,3%). A testimoniare la sensibilità degli investitori al rivoluzionario cambio nella politica di bilancio tedesca, venerdì nei minuti immediatamente successivi all'annuncio dell'accordo il rendimento del Bund è repentinamente salito di 7 punti base, superando rapidamente quota 2,9%.

Al Mef, con le aste di titoli di giovedì hanno dovuto cominciare a fare i conti con la nuova realtà. Infatti il Btp a 30 anni ha dovuto offrire un rendimento del 4,7% (contro il 3,94% di metà dicembre), il Btp a 15 anni è salito al 3,72% (3,57% a fine gennaio) e il Btp a 3 anni al 2,77% (contro 2,52% di metà febbraio). In sostanza, al Mef hanno già dovuto pagare circa 50 punti base in più rispetto allo scenario prevalente (tassi ancora in lieve discesa su tutte le scadenze) prima del 4 marzo.

Allora abbiamo cercato di simulare gli effetti sul bilancio pubblico di tale terremoto. Lo stesso esercizio che era tanto caro a una certa compagnia di giro in servizio permanentemente effettivo sui giornali italiani nell'autunno 2011 o 2018. Quando, alla prima dichiarazione che accennava a qualche taglio di tasse o aumento di spesa, partiva la corsa a osservare la reazione dei mercati e a calcolare i costi per maggiori interessi sui titoli pubblici. La differenza (fondamentale) è che dal 4 marzo le parole della **Von der Leyen** e di **Merz** hanno disegnato uno scenario strutturalmente diverso da quello preesistente. Non si tratta quindi di dialettica politica, ma di un piano d'azione ben ponderato.

Il primo passaggio è quello di stimare i maggiori rendimenti rispetto a uno scenario controfattuale (cioè quello senza il piano **Von der Leyen-Merz**). L'ipotesi più favorevole per le nostre casse e più semplice da stimare è quella che lo shock del 4-5 marzo subito dai prezzi dei bond incorpori già tutti gli effetti di quel piano. Parliamo quindi



di circa 50 punti base in più in media su tutta la curva delle scadenze (dai 25 punti dei 3 anni ai 76 punti dei 30 anni). Questi maggiori tassi dovranno essere corrisposti su circa 293 miliardi (340 miliardi previsti meno i 47 già emessi fino a febbraio) di emissioni di titoli a medio-lungo termine e 140 miliardi di emissioni di Bot da emettersi fino a dicembre. I calcoli ci restituiscono un maggior costo annuo di circa 1,8 miliardi (1,5 titoli medio lungo e 0,3 Bot). Questo costo va poi moltiplicato per la durata media del debito emesso, che consideriamo pari a quella già esistente, cioè circa 7 anni. Su tale orizzonte pluriennale il costo arriva a 12,2 miliardi.

Ma questo è solo lo scenario migliore. Perché è ragionevole almeno ipotizzare che

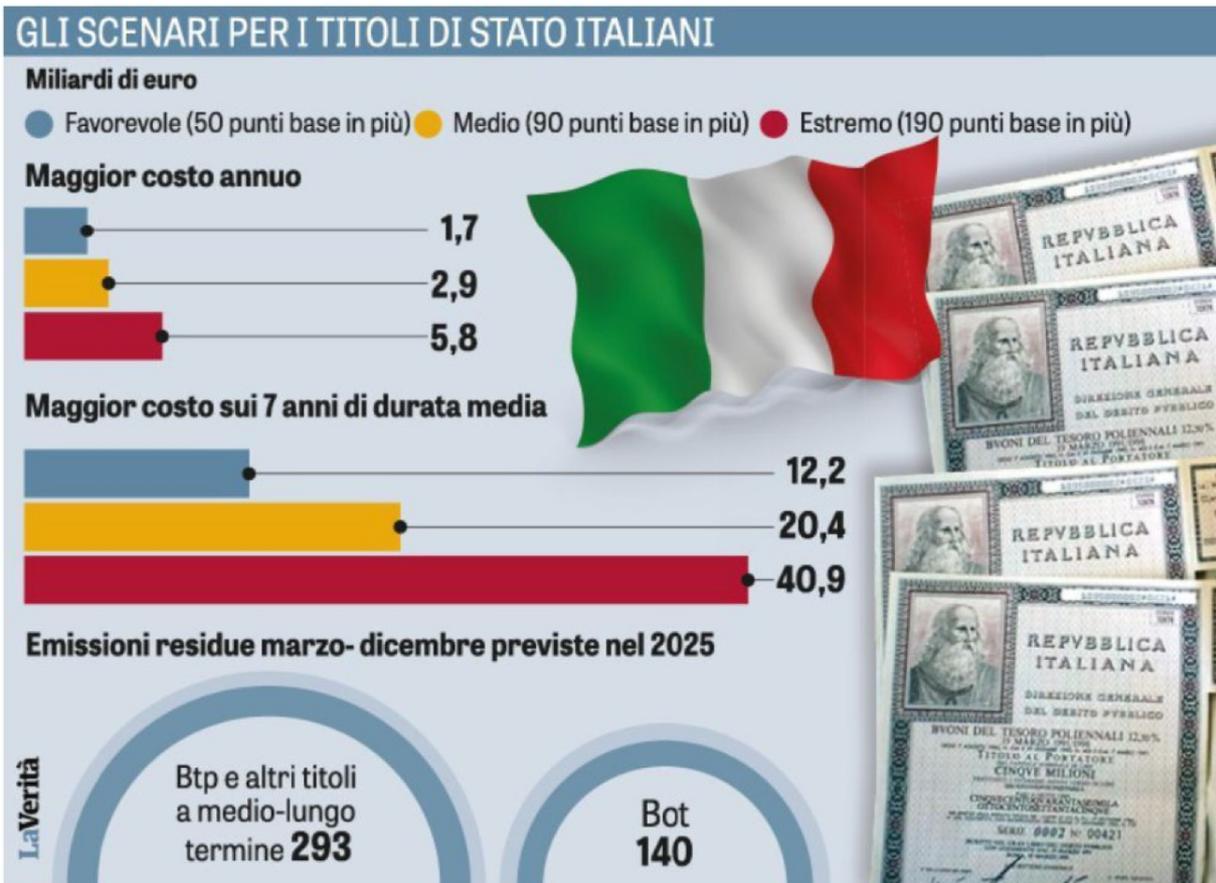
uno scenario controfattuale molto probabile sarebbe stato quello in cui l'intera curva dei tassi sarebbe scesa di almeno altri 30/40 punti base (a dicembre scorso il Btp decennale era arrivato al 3,20%), così come ha fondato probabilità di realizzarsi lo scenario di un Btp decennale ben oltre il 4%, sulla scia obbligatoria del Bund. Avremmo quindi una forbice di almeno 90 punti in più. E questo significa salire da 1,8 miliardi a 2,9 miliardi di maggior costo annuale, 20,4 miliardi sulla durata media di 7 anni. Non è ancora lo scenario estremo, perché se il rendimento del Bund salisse intorno al 4% e quindi il rendimento del Btp, a parità di spread, dovesse attestarsi al 5%, il conto salirebbe a 5,8 miliardi annui (40,9 su 7 anni). Nei nostri calcoli ci fer-

miamo al 2025, i cui volumi di titoli in emissione sono ormai quasi certi. Ma nel 2026 il problema del maggior costo, rispetto a uno scenario «base», ovviamente si riproporrà e così per tutti gli anni a venire, i cui tassi all'emissione subiranno gli effetti dei nuovi piani di spesa.

IL RISPARMIO

Di rilievo è anche l'effetto ricchezza sui titoli già detenuti da famiglie e imprese italiane che, in poche ore, hanno visto una perdita media del 3% che, su uno stock di 368 miliardi, significano 11 miliardi di risparmio in fumo. È vero che non sono perdite realizzate, ma in ogni caso, anche attendendo la scadenza, si tratta di un costo opportunità da mettere in conto alla Von der Leyen.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - DS4811 - S.45119 - L.1956 - T.1745