

L'ANALISI**Lo spread sale
ma non vola
grazie al doppio
scudo della Bce****Sull'Italia
lo scudo Bce**di **Isabella Bufacchi**

Senza Bce, lo spread BTp/Bund sarebbe il doppio, 300.

Ma sta a 150 e questo è ciò che conta. Senza il programma di acquisto di titoli di Stato da 1.150 miliardi della Bce, il verdetto di trader, strategist, investitori, economisti, italiani e non, era ieri pressoché unanime: lo spread tra BTp e i Bund decennali sarebbe schizzato in questi giorni a quota 250/300, tornando al gap di fine 2012, il livello raggiunto dopo l'annuncio del game changer per eccellenza, le OMT's (la facoltà della Bce di acquistare titoli di Stato di un Paese che ha chiesto e ottenuto aiuto dal fondo salva-Stati Esm, per aiutarlo a recuperare l'accesso al mercato). «Senza QE l'euro stesso rischia di essere rimesso in discussione e lo spread sarebbe già a 300», ha sentenziato un analista. «Le nostre stime sono che lo spread sarebbe oggi 75-100 punti più largo e con tendenza ad allargarsi ancora», ha fatto trapelare il trader di una grande banca d'investimento estera. «Lo spread? sarebbe oggi almeno a 250! Se dopo Brexit si tornerà a parlare di un'uscita dell'Italia dall'eurozona, a causa dell'ascesa di partiti antieuropeisti, per Draghi sarebbe un problema», ha chiosato un chief economist francese. «È molto significativo che il rendimento dei BTp salga e lo spread si allarghi nonostante il QE - ha rimarcato uno strategist italiano - è indice di forte stress, senza gli acquisti Bce saremmo ora a livelli critici».

Saremmo. Ma non ci siamo. e questo è il punto. Il fatto che tra il marzo 2015 e il marzo 2017 la Bce acquisterà attorno ai 230

miliardi di BTp e CcT con vita residua tra 2 e 30 anni, è già un paracadute aperto, è lo scudo, la rete di sicurezza. Essere membro dell'eurozona (un'esperienza che il Regno Unito non ha mai provato) vuol dire proprio questo: come la Grecia, tutti gli Stati dentro l'euro e altamente indebitati sono protetti da shock esterni.

Ma mancano ancora nove giorni al referendum sull'uscita o permanenza dello UK nell'Unione europea: tutti ieri prevedevano giornate di forte volatilità con la liquidità risucchiata dai beni rifugio, per primo il Bund. E tanto più scenderà il rendimento dei titoli tedeschi, tanto più si allargherà lo spread con i BTp. Se il voto dovesse portare a Brexit, le istituzioni più vicine alla gestione del debito pubblico non temono però la catastrofe, lo spread salirebbe sì ma le proiezioni sono tali e tante che non dovrebbe tornare sopra i 500 punti come fece al picco della crisi dell'euro e del debito sovrano: quei tempi sono passati e non torneranno, si commentava ieri in via informale, da allora la Bce ha messo in campo non soltanto le OMT's ma anche una politica molto accomodante, attivata con strumenti convenzionali (il tasso di rifinanziamento principale allo 0% e i tassi negativi tanto sulle deposit facilities quanto sulle TLTRO) ed è ricorsa a misure non standard senza precedenti (il programma di acquisti di asset per un totale di 1.800 miliardi). E su questi due versanti non mancano ulteriori interventi potenziali.

Il Tesoro italiano arriva all'appuntamento di Brexit o Bremain in una posizione di debolezza (primo emittente di debito pubblico nell'Eurozona con rating minimo BBB-) ma anche con qualche punto di

forza a suo favore: il programma di funding per il 2016 è più leggero di altri anni, sarà sotto i 400 miliardi ed è stato già coperto per il 56%; tra agosto e dicembre scadono oltre 100 miliardi di BTp (compreso un maxi-BTp Italia) e questi rimborsi aumenteranno la liquidità, nel caso dovesse prosciugarsi dopo Brexit. In quanto al calendario delle aste, se da un lato le emissioni di fine mese saranno massicce, cadendo proprio la settimana successiva al referendum con BoT, CTz, BTp€i e BTp, dall'altro lato la comunicazione degli ammontari sul medio-lungo verrà fatta il 27 giugno e post-Brexit il Tesoro avrà ampi margini per dedicare il dafarsi e semmai alleggerire le aste dei titoli lunghi, sulle quali si è portato avanti nella prima metà dell'anno.

Il rialzo dello spread, se contenuto, non da ultimo rende i BTp una preda più ambita per i cacciatori di alti rendimenti, i quali, passata la bufera di Brexit - con gli inglesi dentro o fuori dall'UE ma sempre al di fuori di unione monetaria ed euro - torneranno a preoccuparsi dei magri ritorni del loro portafoglio obbligazionario e saranno tentati a valutare più i pro che i contro del grosso, grasso rischio-Italia sotto QE.

 @isa_bufacchi

isabella.bufacchi@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA



I NUMERI

380 miliardi

Emissioni lorde 2016

Il programma di raccolta del Tesoro quest'anno dovrebbe chiudere sotto i 400 miliardi, più leggero di altri anni. Ha fatto al 56%

230 miliardi

Acquisti BCE

Gli addetti ai lavori stimano che la Bce acquisterà 230 miliardi di titoli di Stato italiani tra il marzo 2015 e il marzo 2017, con emissioni nette negative post-Qe nella seconda metà di quest'anno

112 miliardi

BTP in scadenza

Nei prossimi mesi il Tesoro rimborserà titoli a medio-lungo termine per importi massicci e questo aumenterà la liquidità sul mercato

0,63%

Costo medio alla raccolta

Il Tesoro si è finanziato finora quest'anno a un tasso medio all'emissione al minimo storico