

» **Il banchiere** Anche se l'Eurotower dovesse intervenire massicciamente, i problemi strutturali non spariranno da un anno all'altro

«Ecco perché i tassi calano ma lo spread resta lassù»

Foglia: gli investitori si sentono più garantiti, è passata l'ultima fase di panico finanziario

«Da quando il presidente della Bce Mario Draghi ha dichiarato di essere pronto a fare qualsiasi cosa pur di salvare l'euro, il rischio di un default disordinato dei Paesi maggiormente in difficoltà si è ridotto notevolmente. E il mercato ha cominciato a ragionare sui possibili esiti futuri della crisi». Antonio Foglia, direttore generale di Belgrave Capital Management, la società di asset management e di gestioni alternative del gruppo Banca del Ceresio, fa il punto sulla situazione dei tassi e della curva dei rendimenti sui titoli di Stato italiani che si è venuta delineando in queste ultime settimane.

Per quale motivo i rendimenti dei titoli di Stato italiani di breve scadenza, a uno o a due anni, hanno cominciato a ridursi in modo più consistente mentre lo spread e le emissioni decennali restano alti?

«Questo fenomeno ha innanzitutto una motivazione tecnica, dovuta all'allontanamento di una seppur remota possibilità di default o di ristrutturazione del debito».

In che cosa consiste questo meccanismo tecnico?

«Quando uno Stato è costretto a ristrutturare il suo debito, e decide, per ipotesi, di tagliare del 30% il rimborso sui titoli che ha emesso, questa riduzione colpisce in ugual misura le emissioni di breve termine e quelle

di lungo. Tuttavia mentre le emissioni di lungo periodo godono di una sorta di cuscinetto dovuto al monte delle cedole che vengono pagate nel corso degli anni, i titoli a breve termine sono privi di questo tipo di ammortizzatore».

Quali sono le conseguenze?

«Il valore dei titoli a breve scende molto di più rispetto al valore dei titoli di lungo termine e i rendimenti subiscono un'impennata, perché c'è una relazione inversa tra prezzo del titolo e livello dei rendimenti. Se invece il rischio di una ristrutturazione del debito si allontana i tassi sui titoli di breve termine tendono a ridursi e la curva dei rendimenti torna ad essere inclinata positivamente, con rendimenti più elevati via via che le scadenze si allungano».



Una qualche forma di messa in comune del debito è stata rigettata ma tornerà prima o poi al centro del dibattito

Ci sono altri motivi che spiegano la discesa dei tassi italiani di breve termine?

«Una delle ragioni è dovuta al fatto che se la Bce interverrà con l'acquisto diretto di titoli di Stato italiani sul mercato secondario gli interventi si concentreranno sulle emissioni di breve scadenza. Oggi il mercato sta di fatto già anticipando questa mossa».

Ci sono ragioni specifiche per cui la Bce preferisce concentrarsi sull'acquisto di titoli di breve termine?

«Gli interventi delle banche centrali hanno sempre seguito questa linea. Nel caso del-



la Bce ci sono anche precise ragioni politiche per farlo. Infatti, acquistando le emissioni a uno o due anni, viene alleviata la situazione debitoria del paese che beneficia di questo intervento perché i tassi si riducono, tuttavia rimane alta la pressione sui governi affinché realizzino le riforme strutturali necessarie per risolvere il problema del debito».

Detto in altre parole...

«Se i governi fanno di dover rinnovare ogni 12 o 24 mesi i titoli in scadenza saranno costretti a realizzare quelle riforme strutturali che i mercati richiedono e che sarebbero meno incentivati a mettere in atto se l'obbligo del rinnovo non fosse pressante».

I rendimenti più elevati sulle scadenze più lunghe non devono allora allarmare più di tanto...



Le operazioni della Banca centrale si concentreranno sui titoli con scadenze più vicine, ciò contribuisce a spiegare la reazione del mercato

«Tassi più alti rappresentano un costo aggiuntivo per il debito pubblico, ma è più preoccupante una situazione in cui la curva dei rendimenti è appiattita o addirittura invertita, con tassi a breve più elevati rispetto ai rendimenti di lungo periodo».

Che ipotesi fa sul rientro della crisi degli spread?

«Anche se la Bce interverrà massicciamente acquistando emissioni di breve termine, i problemi strutturali dell'euro non si risolveranno da un anno all'altro e continueranno a perdurare a lungo».

Per quale motivo?

«Quando l'euro nacque non si tenne conto del problema che nessuno dei governi aveva il potere di battere moneta. Di conseguenza, è stato come se, emettendo titoli in euro, i governi si fossero indebitati nella valuta di un Paese straniero, ad esempio in dollari. Ma in generale quando il debito in valuta estera di un Paese supera la soglia del 60% il fardello diventa insostenibile».

La via d'uscita?

«Una qualche forma di messa in comune del debito per la quota eccedente il 60%, una proposta che è già stata rigettata ma che tornerà prima o poi al centro del dibattito».

Marco Sabella

© RIPRODUZIONE RISERVATA