

L'analisi

La regola che spinge all'ingiù i bund di Angela

Sulla svolta negli acquisti Bce di titoli di Stato peseranno i bilanciamenti europei

Gli ultimi 3 mesi hanno fatto registrare un bel salto all'insù dei tassi di interesse sui titoli di Stato dei Paesi dell'Eurozona: Francia, Italia, Spagna hanno registrato una crescita variabile tra gli 80 ed i 50 punti base. Con la notevole eccezione della Germania, dove i tassi hanno proseguito la loro vorticosa discesa in territorio negativo. A fine febbraio gli Schatz con scadenza 2 anni hanno addirittura sfiorato la soglia - mai raggiunta su nessun mercato del mondo - del -1%.

Com'è possibile? Si tratta di un puzzle complesso da spiegare. In parte la crescita generalizzata è giustificata da ragioni strutturali: l'inflazione europea sta salendo bene per via dei costi dell'energia ed alimentari: il tasso di inflazione ha raggiunto il 2,2% in Germania ed addirittura l'1,5% in Italia, dove fino ad ottobre dominava lo spettro della deflazione. Di conseguenza la componente dei rendimenti che remunera il rischio di rialzo dei prezzi è cresciuta, spingendo in alto i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato europei.

Poi c'è il rischio politico: la tornata elettorale europea si avvicina. Le elezioni olandesi del 15 marzo daranno il via ad un rinnovo dei vertici politici che riguarderà in primis Francia, Germania e presumibil-

mente anche l'Italia entro 12 mesi. L'incertezza e l'ascesa dei movimenti populistici non piacciono ai mercati che chiedono un sovrapprezzo non indifferente.

Un'inflazione in aumento e una campagna elettorale in corso non sembrano però spiegare i movimenti estremi dei titoli di Stato tedeschi. C'è chi sta considerando correttamente la corsa delle banche verso un porto sicuro e la forte richiesta di Bund per il loro grande valore come collaterale (a garanzia) dei prestiti interbancari. Ma anche considerando questi fattori il quadro non risulta completo. C'è un altro fenomeno in atto ed è collegato al Quantitative Easing: la Bce sta continuando ad acquistare Bund sul mercato secondario al ritmo di 17-18 miliardi al mese e non può scendere sotto queste soglie. A meno di non violare la regola della cosiddetta *capital key*, secondo cui più un Paese ha un peso rilevante all'interno dell'Eurozona (e la Germania è al primo posto), più titoli la Bce deve comprare. Oramai siamo a 330 miliardi complessivi ed i titoli acquistabili si stanno rapidamente assottigliando.

Il problema della scarsità dei Bund era già piuttosto evidente a dicembre 2016. Fino ad allora la Bce si era limitata ad acquistare titoli con vita re-

sidua superiore a 2 anni ed un tasso di rendimento implicito superiore al -0,4%, che è il tasso a cui la Bce si fa pagare i depositi che le banche devono obbligatoriamente detenere. Questa regola aveva un senso nella prospettiva di impedire che Francoforte acquistasse titoli tedeschi in perdita: infatti il rendimento negativo che veniva pagato dalla banca era compensato dai guadagni derivanti dalla gestione dei conti di deposito.

Nel momento in cui Draghi ha esteso il QE a tutto il 2017, ha dovuto eliminare queste restrizioni, esclusivamente per poter proseguire gli acquisti di Bund.

Gli acquisti a tasso inferiore allo -0,4% sono partiti il 16 gennaio, aumentando artificialmente la domanda di titoli già richiestissimi dal mercato. Non a caso pochi giorni dopo è iniziato il crollo che ha portato il rendimento dello Schatz a 2 anni dal -0,60% verso il valore estremo dello -0,97%. Ovviamente questo fenomeno ha avuto un impatto sullo spread con il Btp che è salito. Il downgrade da parte dell'agenzia di rating Dbrs ha infatti fatto la sua parte ma non è solo colpa dei conti pubblici. La maggior parte dell'aumento è spiegabile infatti dalla discesa dei tassi

tedeschi e dalle tensioni politi-

che in Francia. Non a caso, lo spread (certo meno famoso) tra titoli italiani e francesi è rimasto pressoché invariato.

E potrebbe non essere tutto. Un recente studio di Citibank ha evidenziato come, anche con le nuove regole, è impossibile che la Bce riesca a rastrellare abbastanza Bund per poter estendere il QE oltre il 2017. A quel punto l'unica via sarebbe la sospensione del criterio della *capital key*. La Bce cioè proseguirebbe il programma, ma riducendo gli acquisti di titoli tedeschi e comprando più dalla periferia. Si tratterebbe di una decisione dal sapore politico che ha sempre avuto una probabilità di verificarsi remota. Ora, considerato il risveglio dell'inflazione in tutta Europa, sembra più lontana che mai.

Diventa invece più verosimile che Draghi decida di staccare la spina al QE. Sono rimasti solo 2 mesi di acquisti al ritmo accelerato di 80 miliardi al mese; ad aprile la Bce scenderà a 60. Poi potrebbero esserci altre novità, poco piacevoli per il nostro spread.

MARCELLO MINENNA

