

## Le cinque forze che calmano Btp e spread

Un'impennata di ben 160 punti dello spread tra Btp e Bund nel maggio 2018, nel corso delle settimane precedenti alla formazione del primo Governo guidato da Giuseppe Conte; 40 punti in più in pochi giorni in seguito all'uscita della Lega dall'Esecutivo e prima della nascita del Conte bis; neanche 20 punti (almeno finora) di rialzo al ritiro dei ministri di Italia Viva, che ha tolto la maggioranza in Parlamento all'attuale Esecutivo. Certo, la forte imprevedibilità dell'attuale scenario nazionale mette in guardia dal trarre conclusioni affrettate, ma se si dovessero tirare le somme – dopo una settimana – sulla reazione dei mercati all'ennesima battuta d'arresto della politica italiana, essa potrebbe essere descritta come più accomodante rispetto a quella riservata nei precedenti più vicini, i due che coinvolgono Conte in occasione dei precedenti insediamenti.

Ora, al di là delle inevitabili differenze fra i casi, il riflesso immediato porta a spiegare il trend meno penalizzante inferto dagli investitori ai nostri Btp con il crescente (e sempre più determinante) ruolo della Banca centrale europea.

L'emergenza Covid ha moltiplicato i riacquisti di titoli di Stato della banca centrale, che anche nel 2021 dovrebbero coprire gli oltre 140 miliardi di euro di emissioni nette attese da parte del Tesoro e portare a oltre un quarto (fra il 27% e il 28%, stima Unicredit) la quota di debito pubblico italiano negoziabile detenuto dall'Eurotower.

Una portata di fuoco del genere non solo offre chiaramente sostegno ma finisce anche per scoraggiare chi in questo momento intenda (come avvenuto in passato) assumere posizioni ribassiste sui nostri titoli di Stato. Ma questa non è però l'unica ragione alla base del momento di relativa tranquillità attorno ai Btp, che dipende anche dai tempi e dalle modalità di questa crisi, o almeno dalle attese che su di essa si sono fatti gli investitori, soprattutto all'estero.

L'idea che i tempi di soluzione possano essere brevi tende a ridurre l'incertezza e a esercitare un effetto calmierante sul mercato: in fondo, anche il fatto che il precedente passaggio fra i due Esecutivi presieduti da Conte si fosse risolto nel giro di poche settimane, contribuì all'epoca a contenere la deriva dello spread. Di contro, però, il periodo ben più lungo e tempestoso precedente la nascita del primo Governo a guida Lega-M5S si era tradotto in maggiori tensioni, poi proseguite anche dopo la formazione dell'Esecutivo.

Qui si apre però l'ulteriore capitolo del rapporto con l'Europa delle forze che guidano il nostro Paese. Infatti, è evidente che il passaggio di testimone (involontario) da Lega a Pd ha spostato l'asse del Governo verso un terreno visto con maggior favore dalle istituzioni Ue e quindi anche dal mercato. Anche stavolta gli osservatori non si aspettano che l'impasse italiano sfoci in un nuovo voto, che verosimilmente porterebbe al potere forze ben più critiche nei confronti dell'Europa e che inducono molti analisti a temere in quel caso una nuova deriva dello scarto Btp-Bund fino a quota 200. Poi su tutto questo influisce anche il comportamento degli investitori esteri, rientrati solo in parte sui nostri titoli dopo le svendite avvenute fra marzo e maggio 2020 e riducendo le scadenze in portafoglio. Notano Loredana Federico e Chiara Cremonesi di Unicredit: “Il loro posizionamento potrebbe non essere eccessivamente lungo e ciò dovrebbe impedire una eccessiva volatilità dei Btp nel caso in cui non siano indette nuove elezioni”.

Il “caso Italia”, infine, va inserito nel contesto generale caratterizzato dalla reazione alla pandemia e dall'aumento a dismisura dei debiti pubblici in tutto il mondo: “Una condizione condivisa che ha l'effetto di diminuire la percezione del nostro Paese 'maglia nera””, sottolinea Manuel Pozzi, di M&G Investments, che però rimanda solo nel tempo il problema. Avverte infatti Pozzi: “In assenza di vere novità rispetto ai giorni precedenti, e nonostante la perturbazione politica in corso debba ancora manifestare i propri effetti, il tema sul tavolo rimane come gestire l'esplosione del debito: se attraverso una genuina crescita o affidandosi esclusivamente agli acquisti delle banche centrali, come in Giappone”. Il mercato, insomma, sta concedendo una tregua ma di certo non ignorerà la crisi in corso, e monitorerà il modo in cui la soluzione si rifletterà sulle capacità di ripresa dell'economia italiana.

Nonostante il ripetersi di instabilità politica cronica e di crisi governative, con maggioranze altalenanti e una classe politica litigiosa, è importante comprendere che ogni crisi è diversa dalle altre perchè diverso è il contesto in cui esse avvengono.

Questo vale soprattutto per la crisi politica attuale. Le condizioni in cui si muove oggi il traballante Conte bis sono ben diverse dalle precedenti, che avevano visto un aumento dello spread e della speculazione sui titoli di Stato (solo per attenerci ai due Governi Conte; dovendo andare più

indietro nel tempo, la crisi dello spread che caratterizzò la fine dell'ultimo Governo Berlusconi nel 2011 fu devastante).

Molti analisti temevano un impennarsi clamoroso dello spread e scossoni sui Btp. Questo, però, non è accaduto, a differenza del passato. I mercati sono relativamente tranquilli e lo spread con i Bund è rimasto piuttosto stabile. A fare la differenza, appunto, è l'attuale contesto.

L'attivismo della Banca centrale europea; la convinzione della breve durata dell'attuale stallo; la presenza, tra le fila governative, di una forza europeista come il Pd (e l'idea che non vi saranno nuove elezioni); la diminuita esposizione degli investitori esteri sui Btp; la crescita dei debiti nazionali in tutti i Paesi dell'Occidente (che fanno apparire l'Italia non più “pecora nera” globale). L'insieme di queste ragioni crea oggi uno scenario che fa da “calmiere” alle fibrillazioni sullo spread. Il solo fatto che vi siano la potenza di fuoco di Francoforte in azione e una diminuita esposizione degli investitori esteri (fuggiti dai Btp nel pieno della crisi pandemica del 2020), che quindi diminuisce nettamente la volatilità dei Btp, spinge a rasserenare il quadro e ad evitare lo scatenarsi della speculazione.

Inoltre, il posizionamento stabilmente europeista del Pd e la veloce, possibile via d'uscita dell'Esecutivo dalle attuali sabbie mobili rendono in qualche modo più serene le Istituzioni di Bruxelles, laddove sanno bene che nella compagine di Governo nessuno vuole le elezioni anticipate, che rischierebbero di portare al governo forze euroscettiche, queste ultime certamente in grado di far fibrillare i mercati. Soprattutto alla luce della gestione dei fondi ingentissimi del Recovery Plan.

Infine, lo scenario internazionale è caratterizzato – a causa della pandemia – da un aumento esponenziale e massiccio di tutti i debiti pubblici, anche di quelli dei cosiddetti Paesi Frugali. Dunque, l'Italia è meno esposta all'occhio del ciclone della speculazione.

Ma, naturalmente, affinché la calma sui mercati continui è vitale che la crisi si chiuda al più presto, senza elezioni anticipate, e con la rassicurazione che i nuovi equilibri nell'Esecutivo, quali essi siano, possano portare ad un'azione di Governo affidabile e stabile agli occhi dell'Europa. Che, va sottolineato, continua ad osservarci comunque con grande inquietudine. Sperando che i mercati continuino a rimanere “sopiti” nei nostri confronti. Ma questo dipenderà solo dall'Italia e dalla sua capacità di mostrarsi un Paese serio e maturo.