

Il Tesoro contiene l'aumento medio in asta da 0,55% a 0,79% - Bene la raccolta, seconda metà dell'anno leggera

Costo del debito in risalita ma BoT da record a -0,30%

Ipotesi buy back per ridurre il debito/Pil con la liquidità

■ Rendimenti ai minimi storici sul breve termine ma al rialzo sul medio-lungo: il costo medio alla raccolta per il Tesoro, calcolato nelle aste di tutti i titoli di Stato nei primi sette mesi del 2017, è arrivato a quota 0,79%, in

aumento di 24 centesimi rispetto al minimo storico dello 0,55% registrato per il 2016. Via XX Settembre un tasso senza precedenti lo ha comunque messo a segno finora quest'anno: il rendimento medio ponderato delle

emissioni dei BoT è sceso a -0,30%, un livello record.

Intanto la giacenza di liquidità nelle casse del Tesoro è ampia: sono state cancellate alcune aste in agosto, ma anche la seconda metà dell'anno si preannuncia

"leggera" e altre emissioni potrebbero essere cancellate per fine anno, con l'obiettivo di contribuire al taglio del debito/Pil con operazioni di riduzione dello stock del debito utilizzando la liquidità in eccesso.

Isabella Bufacchi > pagina 3

Le vie della ripresa

TRA CONTI PUBBLICI E CRESCITA

Le aste

Contenuto l'aumento medio in asta: si passa dallo 0,55% del 2016 a 0,79%

La raccolta

Andamento positivo nella prima parte dell'anno, nel secondo semestre aste leggere

Risale il costo del debito ma BoT record a -0,30%

Il Tesoro studia operazioni per ridurre il rapporto debito/Pil con la liquidità in eccesso

Isabella Bufacchi

■ Un tasso record al ribasso, il Tesoro, lo ha messo a segno finora anche quest'anno. Nei primi sette mesi del 2017, il costo medio alla raccolta dei BoT, per emissioni lorde totali pari a poco meno di 100 miliardi, ha toccato un minimo storico calandosi a quota -0,30%, contro il -0,151% senza precedenti registrato nel 2016. Un primato importante, quello spuntato finora quest'anno dal Tesoro sulla parte brevissima della curva dei rendimenti, trainata all'ingù essenzialmente dalla politica monetaria della Bce: un BoT che rende attorno a -0,30% risulta addirittura conveniente rispetto al tasso dei depositi overnight presso l'Eurosistema fissato a -0,40%. Il tasso negativo dei BoT contribuisce anche ad abbattere l'ammontare delle emissioni lorde annuali, perché il Tesoro emette un titolo

zero coupon con prezzo medio ponderato sopra la pari.

Uno dei principali obiettivi di quest'anno per il Mef resta in effetti quello di chiudere il 2017 con un debito/Pil in calo per la prima volta dal 2007, dopo un decennio di rialzi annuali consecutivi: un target che va raggiunto contenendo il più possibile il tasso di rifinanziamento del debito in scadenza, anche se ora tende a salire. Al momento, oltre all'andamento del Pil meglio del previsto, la gestione del debito pubblico farà la sua parte per riportare il debito/Pil sulla traiettoria al ribasso. La giacenza di liquidità è ampia, è molto buona in questo momento, e questo non soltanto consente di tagliare - come tradizione - le aste in agosto ma anche di tenere leggere le emissioni nella seconda metà dell'anno. Non è escluso che il Tesoro possa ridurre altre emissioni a fine anno, contenendo il nuovo debito: il Mef

può utilizzare la disponibilità in eccesso della liquidità per tagliare lo stock del debito (operazioni di buy-back con scambio o altre operazioni) affiancando la riduzione del debito tramite il fondo di ammortamento quando rimpolpato dalle privatizzazioni. In aggiunta, l'importo del rimborso dei titoli a medio-lungo in scadenza nel 2019 sarà pesante, più del 2018, e il Tesoro mirerà ad alleggerire il calendario dei rimborsi.

Il crollo in terreno negativo del tasso di assegnazione dei BoT è servito finora quest'anno a controbilanciare il rialzo dei rendimenti avvenuto sulla parte più lunga della curva, aggraviato all'andamento dei Bund tedeschi e dei Treasuries Usa e alle aspettative sull'aumento del tasso inflazionistico. Il costo medio alla raccolta per i primi sette mesi del 2017 risulta in ascesa, pari a 0,79%, in rialzo rispetto al minimo

storico 0,55% conquistato nel 2016 ma il 2017 per ora resta vicino allo 0,70% del 2015. Il rendimento medio ponderato delle aste 2017 riesce a tenersi sotto la soglia dell'1%, sfiorata nel 2015 con l'avvio del QE: il rialzo dei rendimenti sull'intera curva non è stato per il momento così accentuato come temuto dopo l'elezione di Donald Trump e l'avvio del "reflation trade". I segnali che provengo-

LO SPREAD

I mercati puntano su una crescita del Pil maggiore delle attese e scontano un rischio politico moderato con esito elettorale senza strappi antieuro

CROLLO DEI RENDIMENTI

Il minimo storico dei Buoni del Tesoro riflette l'impatto della politica monetaria della Bce e

del tasso overnight sui depositi ancora fermo a -0,40%

no dalla Bce indicano tassi bassi per un periodo di tempo prolungato e anche questo contribuisce a scoraggiare scatti al rialzo dei rendimenti a lungo.

Uno dei fattori che per ora sta contribuendo a tenere sotto controllo il costo alla raccolta quest'anno è il rischio Paese cioè lo spread tra Btp e Bund che orbita attorno a 150 dopo il picco oltre i 200 registrato in

aprile. Il mercato preferisce in questo momento scommettere sulla ripresa economica italiana, che risulta più robusta delle attese, e sconta un rischio politico modesto: stando agli operatori in prima linea sul merca-

to dei titoli di Stato italiani, gli spread Italia/Germania e Italia/Spagna e il prezzo/rendimento dei Btp attualmente incorporano un esito delle prossime elezioni senza colpi di scena, che sarebbe quello di un Parlamento molto frammentato e un governo di coalizione, non forte. Il mercato invece non sta al momento scontando nei prezzi dei Btp il rischio di una paralisi totale del Paese con una vittoria schiacciante dei partiti anti-euro e anti-sistema.

La politica non convenzionale della Bce è stata tuttavia anche quest'anno determinante per tagliare con l'accetta il costo medio alla raccolta per il Tesoro italiano, che resta il primo emittente di titoli governativi nell'Eurozona con 1.943 miliardi di titoli di debito in circolazione (buoni postali esclusi). Finora

attraverso il Public Sector Purchase Programme nel portafoglio dell'Eurosistema sono finiti poco più di 280 miliardi di titoli di Stato italiani, Btp esclusi. Tenuto conto che la Bce reinvestirà i titoli in scadenza forse per anni, in un certo senso questa quota di debito pubblico risulta "congelata", in mani forti che la detengono fino a scadenza e la rinnovano per un periodo di tempo prolungato.

Questo mese il mercato dei titoli di Stato italiani viene inondato di liquidità, con emissioni nette negative stimate dagli operatori attorno ai 34 miliardi. Il Tesoro ha cancellato le aste a medio-lungo termine dell'11 agosto e quella del Btp di fine agosto, mentre il primo agosto è scaduto un Btp da 22 miliardi (in parte posseduto dalla Banca d'Italia tramite il

Securities markets programme con importo che non sarà reinvestito) e il 28 agosto scade un CTz da 12 miliardi: inoltre il Tesoro questo mese pagherà cedole per 6 miliardi. La Bce ha già fatto sapere che in agosto acquisterà meno titoli di Stato (avendo incrementato gli importi in luglio, in particolare sull'Italia) perchè il mercato primario europeo è pressochè deserto: riprenderà il passo in settembre. La liquidità del mercato resta molto abbondante, e non solo per il QE: anche le operazioni mirate TLTRO, stando agli addetti ai lavori, si sono rivelate una nuova iniezione di liquidità che ha favorito indirettamente il mercato dei titoli di Stato italiani.

isabella.bufacchi@ilsole24ore.com

@isa_bufacchi

© RIPRODUZIONE RISERVATA

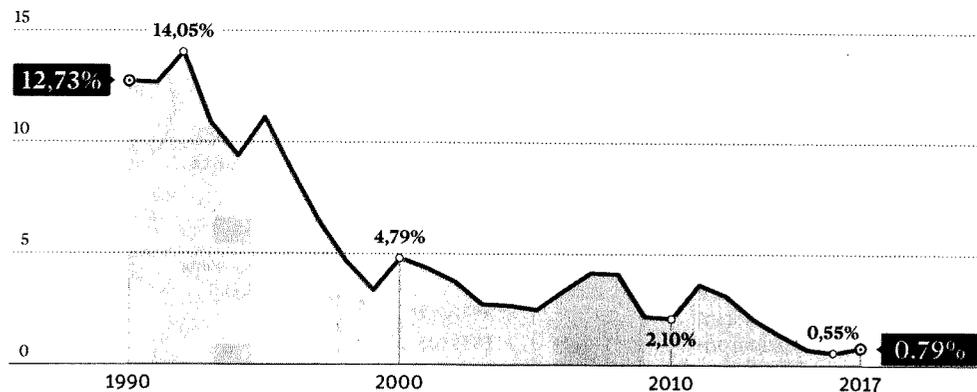


Buy-back

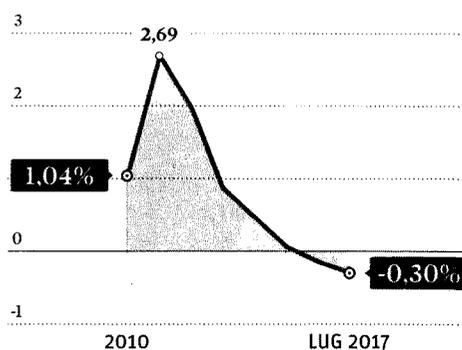
● Il termine «buy-back» significa «riacquisto». In finanza si utilizza per descrivere un'operazione in cui un'azienda ricompra sul mercato le azioni o le obbligazioni proprie. L'intento del buy-back su azioni è quello di gratificare il mercato, restituendo denaro agli azionisti o aumentando il valore dei titoli. Nel caso di un buy-back di titoli del debito pubblico da parte dello Stato utilizzando l'ampia liquidità l'obiettivo è invece di ridurre debito circolante in una strategia più ampia di riduzione del debito anche tramite il ricorso al fondo di ammortamento. Secondo le indicazioni del Tesoro quest'anno il debito/Pil dovrebbe ridursi per la prima volta dal 2007

L'andamento

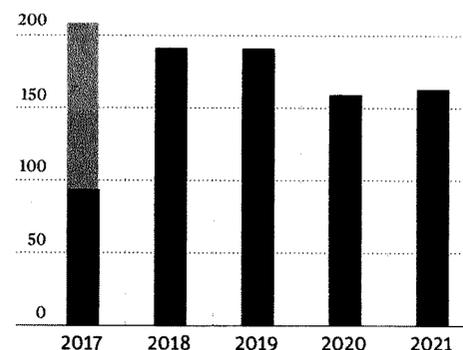
IL COSTO MEDIO ALLA RACCOLTA DEI TITOLI DI STATO
In %



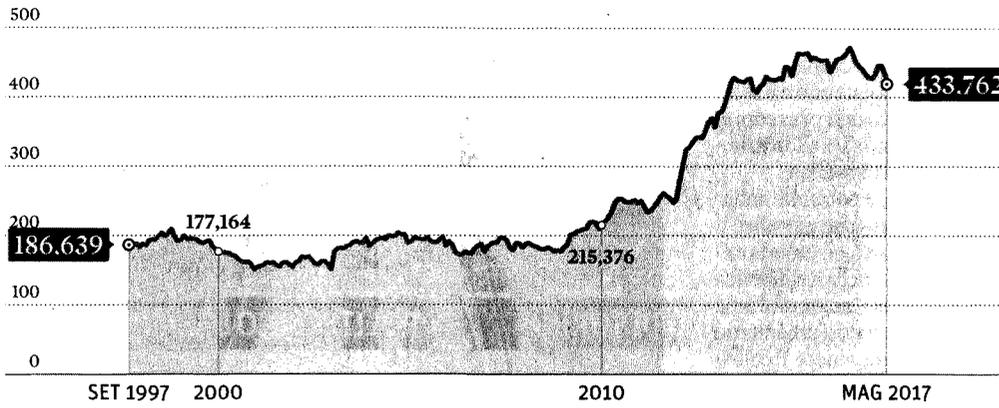
IL COSTO MEDIO ALLA RACCOLTA DEI BOT
Rendimento medio ponderato nelle aste dei BOT dallo scoppio della crisi del debito sovrano nel 2010 a oggi. In %



I PICCHI DELLE SCADENZE A MEDIO E LUNGO TERMINE
Mercato dei Titoli di Stato. In miliardi di euro

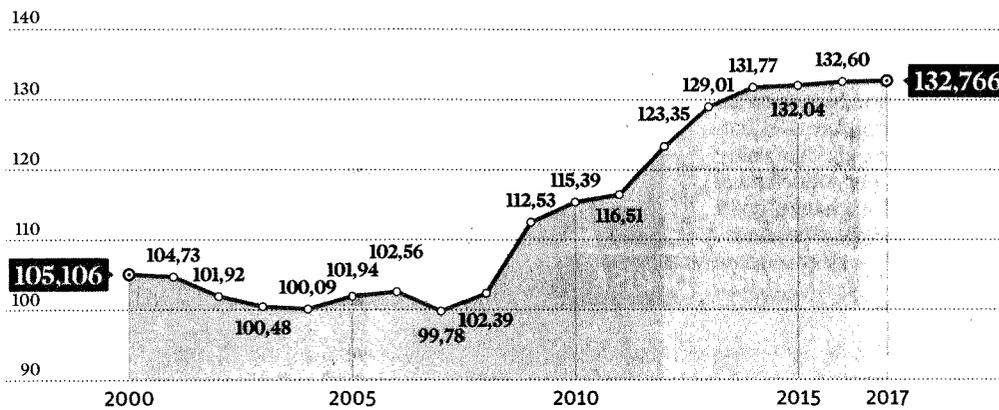


I TITOLI DI STATO DETENUTI DALLE BANCHE ITALIANE
In miliardi di euro (dati Bce)



IL RAPPORTO TRA IL DEBITO E IL PIL

In %



Fonte: Banca d'Italia; Bce

