

## L'economista di Goldman Sachs: tensioni sui Btp a 2 mesi dal voto



Francesco Garzarelli, co-chief economist e co-head di global market research a Goldman Sachs, ha commentato a tutto tondo i Btp e lo spread, il rischio politico e i fondamentali, la [Bce](#) e Trump. In un incontro a porte chiuse con la comunità finanziaria, Francesco Garzarelli, co-chief economist e co-head di global market research a Goldman Sachs, ha commentato a tutto tondo i Btp e lo spread, il rischio politico e i fondamentali, la [Bce](#) e Trump. In un incontro a porte chiuse con la comunità finanziaria,

organizzato da Gianni, Origoni, Grippo Cappelli partners, ha pronosticato che il premio sul rischio Italia inizierà ad accusare il rischio politico a due mesi dalle elezioni. Ecco che cosa ha detto:

### **Italia, BTp e Spread**

I prezzi dei BTp e lo spread BTp/Bund sono influenzati dall'andamento dei mercati globali e dell'economia italiana – cioè dai fondamentali - e dal rischio politico. Sui BTp ha impatto anche la componente di rischio sistematico dell'euro: l'Italia ne soffre per quattro volte rispetto alla Francia. Ma al momento questo rischio sistemico è basso, in una scala da zero (nessuna preoccupazione sul futuro dell'euro) a 100 (preoccupazione massima) siamo ora a 20, che è nella media storica. L'alto premio che paga l'Italia è dato dalla bassa prospettiva di crescita, che mantiene lo spread ampio.

Il debito/Pil italiano è alto ma il disavanzo è basso e quindi la zavorra del debito preoccupa meno. Quel che pesa di più su BTp e spread è il fatto che il Pil cresce molto meno della media europea: il rischio politico italiano viene soppesato dai mercati per come la politica possa influire sulla crescita con le riforme strutturali, le liberalizzazioni.

### **I 60 giorni**

Lo spread BTp/Bund e il premio Italia non si sta muovendo molto ora perché in questo momento il mercato sta assegnando una piccola probabilità che vi saranno le elezioni anticipate in Italia. Il rischio politico non sta ancora avendo un impatto su BTp e spread: lo avrà a due mesi dall'evento. Abbiamo calcolato in GS la dimensione temporale di quando il mercato si focalizza su un evento politico, e quando inizia a fare hedging. Questo avviene circa due mesi prima dell'evento: il mercato non ha tempo, voglia, pazienza di iniziare a fare hedging molto prima di un evento, non si muove fino a 60 giorni prima dell'evento. Quando inizia a muoversi, aumenta la volatilità e quindi aumenta anche la domanda per l'hedging. Ma abbiamo anche riscontrato che la struttura del portafoglio non cambia solo a causa del rischio politico: con l'aumento del rischio politico aumenta l'hedging ma la struttura del portafoglio è collegata ai fondamentali.

Per questo mi aspetto che il rischio Italia aumenti per il rischio politico, ma i rendimenti dei BTp non dovrebbero salire molto perché ci sono fattori che li tengono bassi, tra questi il Qe (La Bce acquista il 50% delle emissioni lorde dei titoli di stato italiani) e gli acquisti degli italiani.

## **Le banche centrali**

La Bundesbank detiene il 30% del debito pubblico tedesco. E reinvestendo i titoli in scadenza, questa quota resterà nella Buba molto a lungo, per anni e anni. Lo stesso per l'Italia. La Banca d'Italia, attraverso il Qe, detiene circa il 25% del debito pubblico italiano e questo stock resterà in Bankitalia per molti anni. Questo terrà i tassi permanentemente bassi. Abbiamo calcolato che il Qe ha un effetto al ribasso sui rendimenti dei Bund di 50-60 centesimi. Per questo il rendimento dei Bund non mi aspetto che salirà fino al 2%.

## **La balcanizzazione del debito pubblico europeo**

Inoltre il debito pubblico europeo dopo la crisi dell'euro e con l'avvio del Qe è diventato più isolato, la quota in mano ai non-europei è calata del 10% dal 30%. Il debito pubblico europeo è ora come quello giapponese, quasi del tutto detenuto da residenti. Inoltre il mercato dei titoli di stato europei si è balcanizzato, nel senso che è cresciuta la quota detenuta dai singoli Paesi. Due terzi del debito pubblico italiano è in mano a italiani: e se i rendimenti saliranno, i risparmiatori, le famiglie potrebbero aumentare i loro acquisti, che con il calo dei rendimenti sono scesi. E anche l'estero, la cui quota detenuta di titoli di stato italiani è calata negli anni, potrebbero tornare ad acquistare, passato il rischio politico.

## **Scenario generale**

Il rischio politico ha impatto sui mercati, ma i mercati guardano innanzitutto i fondamentali e quindi valutano come il rischio politico possa avere un impatto sui fondamentali. Il contesto adesso, dal punto di vista dei fondamentali, è buono: i corsi azionari sono ai massimi ma non è una bolla, la volatilità è bassa. Il Giappone sta attraversando la più lunga fase espansiva degli ultimi venti anni; l'Europa meglio degli Usa e le politiche monetarie sono estremamente espansive in Europa, Giappone.

## **Effetto Trump**

Abbiamo puntato con le nostre analisi in Borsa sulle società quotate Usa più colpite da tassazione elevata, in previsione dell taglio delle tasse, e i corsi azionari di quelle società sono saliti molto subito dopo l'elezione di Trump e abbiamo avuto ritorni molto positivi. Ma ora questo effetto sta scemando, perché Trump inizia ad essere frenato dalle complicazioni della politica. E gli investitori stanno diventando più accorti sull'implementazione delle politiche di Trump. Certamente qualcosa per rafforzare l'economia Trump lo farà, nella direzione di maggiore liberalizzazione, più

deregolamentazione (soprattutto nel settore energetico) e una riduzione delle tasse. Quindi un impatto positivo sul Pil ci sarà.

### **Dove vanno i tassi?**

I rendimenti dei titoli di Stato Usa stanno cercando di salire, la Federal Reserve sta alzando i tassi ma ci sono forze che spingono tassi e rendimenti all'ingiù. La Bce e la BoJ tengono i tassi bassi perché l'inflazione è bassa. La BoJ acquista l'equivalente dell'8% del Pil giapponese in JGBs decennali per tenere il rendimento allo 0%: aumentano i flussi degli investimenti che escono dal Giappone in cerca di rendimenti più alti e spingono al ribasso i rendimenti in Usa. In Europa i titoli di Stato tedeschi rendono attorno a -1% a due anni e 0,40% a dieci anni. I flussi internazionali vanno negli Usa e spingono al ribasso i rendimenti dei Treasuries.