

L'INTERVISTA

“Il mercato ora premia la stabilità”

Antonio Cesarano (Intermonte):

“La soglia di spesa per interessi al 4% potrebbe rivelarsi poco sostenibile”

Antonio Cesarano, a capo delle strategie di Intermonte, come legge il pienenone all'asta recente sui Btp a 7 e 30 anni? «La fortissima domanda registrata, circa 200 miliardi su 13 di titoli assegnati e oltre quattro quinti di richieste dall'estero, risente di fattori endogeni ed esogeni. Da una parte, il governo si mostra stabile e ha varato una manovra di bilancio attenta al deficit, tanto che Fitch e Dbrs hanno migliorato l'outlook dell'Italia, Paese che prosegue la dinamica di crescita, pur contenuta, del Pil. Dall'altra i Paesi primi della classe come Francia (declassata da molte agenzie) e Germania sono oggi percepiti come più instabili del nostro, dal punto di vista politico ed



economico. Per questo oggi il mercato sovrappesa i titoli italiani, e anche quelli dei Paesi un tempo sprezzantemente chiamati Pigs».

Ma l'Italia, che ha ormai 3.000 miliardi di debiti, si finanzia a tassi crescenti: nel 2027 la rata media salirà al 4,1%. Possiamo reggerla?

«A prescindere dal livello dei tassi, un Paese con un debito elevato come l'Italia ha la necessità di rifinanziare le scadenze, e negli ultimi due anni i tassi di mercato stanno risalendo, anche se il rischio Italia è inferiore. Il costo medio all'emissione è passato dallo 0,10% del 2021 al 3,53% del 2024, e il Tesoro prova a gestire sia la vita media del debito sia la composizione, cercando anche così di risultare meritevole agli occhi degli investitori. La vita media residua negli ultimi anni è rimasta piuttosto lunga, sui 7 anni, mentre sta aumentando la quota domestica in mano al retail. Quanto alla sostenibilità del debito, la soglia del 4% di spesa per interessi potrebbe rivelarsi difficilmente sostenibile nel lungo termine. Ma ciò tecnicamente vale anche per il debito Usa, che costa un quarto delle entrate fiscali, ben più del nostro. In teoria un debito è sostenibile finché il costo medio equivale alla crescita “nominale” del Pil, ossia inflazione compresa, che oggi è attorno al 3%, così come il costo del debito. In prospettiva sarà

fondamentale far crescere il Pil, specie quello reale dato che l'inflazione sta scendendo».

Lo spread Btp-Bund è ai minimi da tre anni: ma resta più alto di Spagna, Portogallo e Grecia. L'area 120 punti base è giusta per il 10 anni italiano?

«Lo spread di un Paese è sempre frutto di equilibri delicati, da leggere nel contesto globale. Da una parte conta la forza relativa dell'Italia, e quanto giochi bene la sua partita, dall'altra quanto giocano male le avversarie. Oggi l'Italia sta giocando benino e si vede dopo tanti anni una fase di seria difficoltà per Germania e Francia, e anche l'Austria dove la vittoria dell'estrema destra alle elezioni non incoraggia chi investe. Lo dimostra il fatto che lo spread tra Francia e Germania è aumentato e al contempo i Bund hanno perso forza relativa rispetto ai tassi swap».

Comprano Btp anche tanti italiani, attratti dalle cedole e ignari del fatto che in futuro gli oneri ricadranno su di loro in forma di tasse. Fanno bene?

«In un portafoglio obbligazionario diversificato, il sovrappeso di titoli italiani appare adeguato al contesto attuale prima descritto».

– (a. gr.)