

# Settimana positiva per i governativi italiani

Questo nonostante il nuovo rialzo del debito pubblico e la disaffezione degli investitori stranieri

/ Stefano PIGNATELLI

La settimana è stata caratterizzata da un'ottima performance dei Btp iniziata a ruota della riunione Bce di giovedì scorso. I rendimenti sul 10 anni sono scesi dal 2,10% all'1,97%, ben sotto i massimi di periodo a 2,26%. Lo spread vs Bund dall'1,85% scende all'1,67% allontanandosi dai massimi sopra il 2% toccati pre riunione Bce dell'8 giugno. Eppure le notizie sull'Italia non sono state entusiasmanti visto il nuovo **rialzo del debito** pubblico che ad aprile sale ancora (+10 mld) raggiungendo un nuovo massimo a 2270 mld di euro ed inoltre continua la disaffezione degli investitori stranieri come ha fotografato Bankitalia. Questo denota come sia "drogante" il quantitative easing Bce visto oltretutto l'allerta sui conti pubblici che da più parti è giunta negli ultimi giorni. (seguì tassi e spread su [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu)).

Scarso impatto ha avuto la riunione Fed sui tassi americani. I Fed Funds (1-1,25%) come ampiamente scontato sono stati rialzati di 0,25% ma a sorprendere sono state le dichiarazioni decisamente più **restrittive** del previsto da parte di Yellen. È sostanzialmente dato per scontato un nuovo rialzo nel 2017; inoltre prende l'avvio la riduzione del proprio portafoglio di Treasury e altre attività.

I recenti dati macro più deboli del previsto e le difficoltà dell'amministrazione Trump non hanno quindi portato a ripensamenti. Sul fronte Bond Usa i rendimenti risalgono leggermente (10 anni 2,19%) dopo i minimi a (2,14%) raggiunti a ruota dei deboli dati su **inflazione** (maggio -0,1% mese; 1,9% tend. e *Cpi core* 0,1%/1,7%, dati leggermente inferiori alle attese) e vendite al dettaglio. Fino alla prossima riunione Fed del 26 luglio l'attenzione si sposta sui dati Usa e sugli sviluppi del Russiagate. Tutto sommato i margini di rialzo sul Bond 10 ci sono ma non così elevati se consideriamo come riferimento i tassi reali a lungo termine. L'inflazione Usa nel 2018 tornerà sotto il 2%: questo, unitamente a eventuali storni delle borse (Wall street aggiorna ancora i massimi storici e il periodo di espansione economica è il più lungo della storia), terrà a freno i rendimenti. I

Bond Usa 10 considerando che la media degli ultimi 5 anni sui tassi reali è 0,8%, potrebbe posizionarsi indicativamente tra il 2,6% e il 3% nel corso dei prossimi 12-18 mesi, cioè appena 40 centesimi sopra il dato medio del 2,4% registrato da inizio 2017 ad oggi.

## L'inflazione Usa tornerà sotto il 2%

Il **Bund 10** in settimana aveva toccato un minimo dello 0,23% e da tale livello è risalito allo 0,30% soprattutto per la buona seduta borsistica di ieri; l'attuale livello poco si discosta dalle quotazioni medie degli ultimi mesi. Ma sono soprattutto i Bund sul tratto 1-5 anni a salire: si conferma quanto già riscontrato nel passato e cioè che importanti vendite giungono quando i rendimenti scendono in area meno 0,8%-0,7% sui 2-3 anni.

Bund che salgono ma Irs che restano al palo (Irs 10 anni 0,77%; 2 anni -0,18%): è dovuto ai toni accomodanti Bce e allo spread Irs-Bund (sui 3 anni a 0,54%) che riducendosi ha offerto un cuscinetto permettendo ai tassi Irs di slegarsi dal Bund, ma in futuro non potrà impedirlo più di tanto.

Se estendessimo ai Bund (quindi in parte agli Irs) il ragionamento sui tassi reali fatto per il Bond Usa, il margine teorico di rialzo sarebbe decisamente **più elevato**. La Bce prevede per il 2018 l'inflazione all'1,3% (rivista giovedì scorso; oggi come da attese cpi maggio -0,1% mese; 1,4% tend.); il tasso reale ultimi 5 anni sul Bund 10 è 0,2%: il rendimento Bund 10 dovrebbe quindi salire all'1,5%. Tuttavia il tasso reale non interessa al momento a Draghi, fermo sulla posizione di un obiettivo dell'inflazione al 2%.

Per quanto riguarda il **costo del funding** per le imprese, nulla sembra ostacolare per la restante parte del 2017 il mantenimento degli attuali compressi spread applicabili grazie alla provvista Tltro II; di certo questi non scenderanno, così come è estremamente probabile che essi risaliranno a gennaio 2018, quando le banche dovranno dimostrare l'incremento degli impieghi per guadagnare il bonus dello 0,40% sui tiraggi Tltro II.