

In prospettiva potrebbero aumentare le tensioni sui Btp

Da valutare la possibilità di anticipare le operazioni di funding a medio/lungo termine programmate per il 2018 approfittando delle condizioni di spread

/ Stefano PIGNATELLI

Una settimana dal doppio volto quella appena trascorsa. Nella prima parte i tassi hanno continuato a scendere sull'onda lunga della riunione Bce e dei dati occupazionali Usa che hanno visto una deludente crescita dei salari.

Una **minor propensione al rischio** ha fatto il resto. Complessivamente tassi free risk (Bund/Irs/Euribor) e credit spread (Stato e Banche) sostanzialmente invariati. Da osservare come sia prontamente rientrato il tentativo di forzare nuovamente al ribasso il tasso guida tedesco.

A condurre a un'**inversione di rotta** dei tassi è stata una serie di fattori: quelli americani sono risaliti in concomitanza delle due giornate di pesanti aste a medio lungo termine (10 e 30 anni) e hanno in parte impattato sui Bund (seguì tassi, costo del funding su www.aritma.eu).

Sui **tassi europei** ha influito la revisione al rialzo delle previsioni economiche da parte della Commissione europea, l'indice Sentix migliore delle attese e ai massimi degli ultimi 10 anni e soprattutto la reazione positiva del settore bancario dopo l'apertura da parte del supervisore Bce alla possibilità di ritardare l'introduzione delle contestate nuove regole sui crediti deteriorati, dopo la forte opposizione da parte dell'Italia e del Parlamento europeo (l'addendum prevede che dal 1° gennaio 2018 i nuovi crediti deteriorati debbano essere coperti al 100% in due anni se non assistiti da garanzia e in sette anni se garantiti).

L'euro è rientrato dai picchi e il prezzo del petrolio da metà 2017 è salito del 35%. Sono elementi che in prospettiva dovrebbero facilitare il rialzo dei tassi europei, che per ora continuano a essere condizionati – e **lontani** dal loro **fair value** – per via del Qe.

Protagonisti delle ultime due settimane sono stati i **Btp**: il decennale ha visto un calo fino all'1,71% attestandosi ai minimi da metà novembre dell'anno scorso, in un mercato periferico che ha continuato a beneficiare di un tono di fondo positivo a seguito della decisione della Bce di estendere ulteriormente il Qe, pur con un importo mensile ridotto. L'istituto centrale ha anche detto che in caso di deterioramento dello scena-

rio è pronto a riallargare il pacchetto delle misure di stimolo in termini di entità e durata.

Lo **spread Italia-Germania** si è spinto al ribasso fino a **137 punti base**, nuovo minimo da fine ottobre 2016. La carta italiana ha inoltre beneficiato dell'upgrade da parte di S&P di una settimana fa. Dai livelli di minimo è iniziato un rialzo che ha portato il decennale a 1,82% e lo spread a 143.

La riduzione del Qe andrà a coprire parzialmente le aste di Btp

L'inversione è da attribuirsi a qualche presa di beneficio dopo il rally: tali prese di beneficio sono state favorite dalla **preoccupazione** per la dinamica dei **conti pubblici** italiani, come sottolineato dalla Commissione europea che evidenzia anche, assieme al Fondo monetario internazionale, come le previsioni 2018-2019 del Governo siano particolarmente ottimistiche. Esiste un concreto rischio di una manovra-*bis* sui conti del 2018 e addirittura di una procedura d'infrazione. Il fatto che si entri in un periodo pre-elettorale potrebbe inoltre attenuare le attenzioni sui conti pubblici e aumentare la volatilità. Non sono mancate infine divergenze tra Italia e Ue sull'impatto della legge di bilancio: questo aspetto nel passato aveva creato problemi allo spread.

La riduzione del Qe, inoltre, andrà a coprire parzialmente le aste di Btp: il rating dell'Italia non è rispecchiato negli attuali livelli di rendimento, se si considera che il Bond Usa rende 60 centesimi in più. Sui Btp nei prossimi mesi potrebbero aumentare i fattori di **tensione**.

Ipotizzando questi elementi di tensione e soprattutto considerando che molte banche devono finire di impiegare i fondi Tltro2 per mettere al sicuro l'obiettivo di incremento degli impieghi per gennaio 2018 per ottenere il bonus del -0,40%, potrebbe essere presa in considerazione la possibilità di **anticipare** al 2017 le operazioni di **funding** a medio/lungo termine programmate per il prossimo anno, approfittando delle attuali condizioni di spread.