

Nel breve fattori tecnici positivi per i Btp, ma rischi nel 2018

Da gennaio/febbraio, con le elezioni che si avvicinano e con la riduzione degli acquisti Bce da 60 a 30 mld, potrebbero aumentare le tensioni

/ Stefano PIGNATELLI

I tassi di interesse nella settimana appena trascorsa hanno registrato una lieve **limatura**, dovuta più che altro ad acquisti legati al *flight to quality* in concomitanza ad alcune giornate pesanti sull'azionario a causa delle tensioni geopolitiche post decisione di Trump su Gerusalemme e a considerazioni secondo cui la riforma fiscale potrebbe penalizzare una parte significativa di quotate a Wall Street.

Oltre a ciò, specie sui tassi Usa, ha influito il dato sul **costo unitario del lavoro** nel terzo trimestre, che scende di 0,2% contro attese per un rialzo dello 0,4% nonostante il mercato del lavoro si confermi in grande salute, come certificato dai dati sull'occupazione Usa di venerdì, che ha mostrato una crescita di posti di lavoro negli Stati Uniti (228 mila) in novembre superiore alle attese (195 mila).

Certo, con una piena occupazione, vedere la dinamica salariale così ferma non è un buon segno per l'inflazione. Su questo punto, però, merita ricordare che per il 2018 sono ormai "certificati" dagli accordi salariali aumenti del 3%.

Insomma, nulla osta a un **rialzo** dei tassi mercoledì da parte della Fed (Fed Funds da 1-1,25% a 1,25-1,50%). Il rendimento Bond Usa si è mosso tra un minimo a 2,32% e un massimo a 2,4% (ieri 2,39%). Per i tassi Usa è stata quindi un'altra falsa partenza al rialzo per i rendimenti a medio lungo: quelli a breve invece continuano a rimanere sui massimi toccati alla fine della scorsa settimana (2 anni a 1,81%; segui tassi e spread su www.aritma.eu).

Gli acquisti del QE verranno sospesi tra il 21 e il 29 dicembre compresi in previsione della liquidità "significativamente minore" in tale periodo. Lo ha annunciato la Bce, che intende in questo modo "ridurre possibili distorsioni di mercato".

Gli ultimi dati sul QE evidenziano come l'Eurosistema abbia acquistato in novembre meno Bond tedeschi di quanto previsto per l'ottavo mese consecutivo, mentre l'Italia ha beneficiato di acquisti superiori alla relativa *capital key*. Notizie che sostengono i **Btp**, con oltretutto il Tesoro che ha terminato le aste a medio lungo termine con regolamento 2017 (le aste a medio lungo termine di metà dicembre vengono solitamente annullate e quelle di fine mese regolano già sul 2018).

L'esaurirsi dell'offerta darà **supporto all'obbligazionario italiano** nelle ultime settimane dell'anno, ma da

gennaio/febbraio, con le elezioni che si avvicinano e con la riduzione degli acquisti Bce (da 60 a 30 mld a partire da gennaio), potrebbero aumentare le tensioni.

Lo spread Btp-Bund 10 anni si affaccia **sotto i 140 bps**, con i rendimenti Btp 10 all'1,64% da 1,72%. Mai così bassi gli indicatori del costo del *funding* che monitoriamo (rendimenti obbligazionari al netto degli Irs, *credit default swap*...), aiutati questa volta dalle novità sulle regole di Basilea "3/4" che tendono ad ammorbidire i nuovi vincoli patrimoniali delle Banche e ad allungarne le tempistiche di attivazione.

La dinamica dei tassi di interesse è legata a moltissimi fattori: l'andamento della crescita (il PIL terzo trimestre eurozona seconda lettura si conferma a 0,6% e 2,6% tendenziale), dell'inflazione, dell'avversione al rischio e del merito creditizio dell'emittente di obbligazioni. Altri sono fattori di lungo-lunghissimo periodo, come la composizione e l'invecchiamento della popolazione e la **disponibilità di carta**.

Proprio su quest'ultimo punto nel 2018, per la prima volta dal lancio del massiccio programma di stimolo monetario della Bce, le emissioni di Bond dei Paesi della zona euro, al netto delle scadenze, potrebbero superare l'importo degli acquisti Bce del QE. L'offerta si affaccerà in territorio positivo per la prima volta dall'avvio del quantitative easing nel 2015. Considerando gli acquisti Bce, l'offerta netta sarà positiva mentre quest'anno è stata negativa per oltre 300 miliardi.

L'opinione diffusa è che il mercato resterà comunque ben supportato nel 2018, anche se complessivamente il contesto sarà **meno favorevole** rispetto a quest'anno.

Il mercato dovrebbe comunque restare ben supportato

Le emissioni nette italiane nel 2018 saranno positive approssimativamente per circa una decina di miliardi. All'opposto, l'offerta netta in Germania, una volta conati gli acquisti di Bond da parte di Francoforte, resterà in territorio negativo.

Sono quindi ulteriori elementi che tendenzialmente potrebbe rappresentare una **spinta al rialzo** dei tassi italiani e una stazionarietà di Bund e Irs su cui però premeranno al rialzo i fondamentali con una crescita robusta (indici di fiducia al livello più elevato da oltre 17 anni) e una dinamica dell'inflazione più vivace e quindi più "tranquillizzante" per la Bce.