

# Contesto di stabilità sui tassi ma patisce la carta italiana

Le elezioni politiche del 4 marzo rappresentano un fattore di rischio, ma potrebbero anche avere un impatto contenuto

/ Stefano PIGNATELLI

Nella settimana precedente al Natale si era assistito ad un balzo verso l'alto dei tassi guida europei che ora ritroviamo all'incirca sugli stessi livelli di allora: il Bund 10 è allo 0,43% e l'Irs 10 appena sotto lo 0,90%.

Sui Btp invece è continuato il **movimento al rialzo** e il contestuale allargarsi dello spread verso i Bund. Il decennale italiano è passato da 1,91% al 2% e lo spread si porta sopra i 155 bps, livelli ben lontani da quelli di un mese fa (1,65% il BTP10 e 135 bps lo spread).

Gli ultimi due mesi del 2017 hanno comunque visto un **buon miglioramento** dello spread che si attesta, come media mensile, sui minimi dell'anno (145 bps) dopo i massimi segnati ad aprile a 200 bps. Tuttavia ciò non basta a consentire un miglioramento nel confronto tra medie annuali: il 2017 chiude a 171 bps ben sopra i 117 del 2015 e i 132 del 2016. Questo dilatarsi dello spread appare dovuto in larga misura alla performance negativa del titolo italiano il cui rendimento medio annuo è salito dall'1,45% del 2016 al 2,08% del 2017 (serie storiche tassi, valute... su [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu)).

Le **elezioni politiche** del 4 marzo rappresentano un fattore di rischio per la carta italiana; lo spread non è escluso possa proporsi in area 170-200 bps con il Bund che eventualmente in questa fase potrà beneficiare del suo *appeal* di bene rifugio. Tuttavia, analizzando quanto accaduto in Germania e Spagna (mancanza di un governo e tensioni in Catalogna), con la Brexit e con il referendum costituzionale italiano – tutti eventi che sembrava potessero portare grande incertezza ma che, *ex post*, sono stati quasi ignorati – anche le prossime elezioni del 4 marzo potrebbero avere un impatto contenuto.

Nonostante le tensioni sui Btp perdura la fase positiva dei titoli bancari in Borsa che consente, tra l'altro, nuovi progressi dei **"credit spread"** per le Banche. I Cds (*credit default swap*) aprono l'anno con una contrazione di quasi 10 bps, ritoccano i minimi storici: il 5 anni (scadenza più significativa) si porta ben sotto il livello di 50; lo spread dei rendimenti obbligazionari delle principali banche italiane rispetto all'Irs di pari durata scende allo 0,40% circa. Le banche italiane hanno la

possibilità di raccogliere provvista a medio/lungo a tassi sempre più competitivi, rendendo in prospettiva, sempre meno traumatico il venir meno del funding Bce.

## La dinamica dell'inflazione fornirà spunti direzionali ai tassi

La dinamica della crescita e soprattutto dell'**inflazione** sia in Eurozona sia in Usa continueranno a fornire spunti direzionali ai tassi. Specialmente oltreoceano potrebbero presto innescarsi dinamiche salariali favorevoli ad un aumento dei prezzi: i dati occupazionali americani di venerdì scorso hanno fatto emergere questo aspetto visto l'incremento dei salari a livello mensile. Questo ha influito in modo significativo sui tassi a breve Usa saliti ancora (appena sotto il 2% il 2 anni) e con quelli a dieci anni stabili al 2,50%; strano che questo movimento non abbia avvantaggiato il dollaro che anzi ha perso terreno sulla moneta unica salita ad un massimo di 1,209.

Il mercato inizia ad abbozzare l'ipotesi di un **triplice rialzo** dei tassi Fed Funds nel 2018 così come annunciato recentemente dalla stessa Banca centrale (tasso Future Libor usd 3 mesi per dicembre 2,21%; probabilità al 30% calcolata sui Future Fed Funds). A spingere in tal senso anche l'entrata in vigore della riforma fiscale che porterà qualche spinta inflattiva dovuta all'aumento del reddito delle famiglie.

Una crescita europea che si confermerà robusta e un'inflazione che darà qualche segno di risveglio potrebbe far acquisire via via maggior concretezza all'ipotesi di **fine** del **quantitative easing** a settembre/fine anno.

Tutti gli elementi analizzati (crescita – inflazione – *quantitative easing* – riforma fiscale USA) comunque la si guardi, sono tendenzialmente favorevoli a un aumento delle pressioni al rialzo (graduale) dei tassi. Il rischio su questo scenario è un imprevedibile aumento delle **tensioni geopolitiche**.