

## Aumento contenuto del rischio Italia

Il Btp è più reattivo dei titoli "corporate"; gli attuali livelli di spread applicati alle imprese, se prima o poi si muoveranno, dovrebbero farlo all'insù

/ Stefano PIGNATELLI

La fiducia degli investitori della zona euro (indice Sentix) a maggio ha segnato un deterioramento per il quarto mese consecutivo, portandosi al livello **più basso** da febbraio 2017, penalizzata dai timori per la possibile introduzione di dazi Usa e per una spirale protezionistica. In calo ai minimi da settembre 2016 l'indicatore Sentix relativo alla sola Germania, anche in questo caso per il quarto mese di fila.

Si conferma quindi il rallentamento dell'economia Ue rispetto alle attese e ciò, unitamente alla rilevazione dell'inflazione di aprile inferiore al consenso, resa nota la scorsa settimana, potrebbe rendere **più cauta** la Bce nell'annunciare cambiamenti della sua politica monetaria (segui tassi, costo del funding su [www.ildirettorefinanziario.it](http://www.ildirettorefinanziario.it)).

Quasi nullo l'impatto sui tassi Irs e Bund così come sulle aspettative Euribor 3 mesi. È difficile immaginare rialzi dei tassi europei significativi; neanche il recente consistente rialzo dei tassi Usa è riuscito a smuoverli.

I **Btp** hanno patito le considerazioni di Bankitalia sulla dinamica dei conti pubblici e probabilmente ha pesato anche la situazione politica e le aste a medio termine. Il decennale sale a un picco di 1,93% e si muove all'insù anche la parte a breve. Nulla di preoccupante se consideriamo che a febbraio era al 2,16% e che la media 2018 finora è all'1,95% e quella 2017 è 2,08%.

Lo **spread** sale a 132 bps (si è affacciato sopra 140 come massimo); anche in questo caso un segnale da monitorare ma per ora non da allarmare: il delta Btp 10-Bund 10 era salito sopra 160 a gennaio e la media 2018 è sui livelli attuali (135) con quella 2017 a 1,71%.

Inevitabilmente, l'**aumento** del "**rischio Italia**", seppure molto controllato, misurato dallo spread Btp-Bund impatta sugli indicatori "puntuali" bancari (Rendiob; Swap spread; Credit default swap): l'entità dell'aumento appare inferiore, in quanto il Btp è più reattivo dei titoli "cor-

porate". Visto che in ogni caso perdurano possibili rischi su questo fronte – oltre a quello di richieste di patrimonializzazione per le banche (Mrel) – gli attuali livelli di spread applicati alle imprese, se prima o poi si muoveranno, dovrebbero farlo all'insù.

Nel frattempo, tuttavia, le banche continuano a non riuscire nell'intento di aumentare i margini sugli **impieghi**, a causa dell'eccessiva offerta che caratterizza il mercato del credito. Le imprese ad alto rating tirano sempre di meno e molte di esse, producendo ottimi cash-flow per la favorevole congiuntura, sono passate o stanno passando da posizioni di PFN (posizione finanziaria netta) negative a positive.

La sorpresa sul fronte macroeconomico è stata il dato sull'**inflazione Usa** di aprile risultato inferiore alle attese, che ha portato a un rientro dei tassi: il decennale dal 3,05% pre dato, scende al 2,98%. L'inflazione base è stata pari allo 0,2% mese e 2,5% tendenziale, contro attese di 0,3% e 2,5%; la "core" è stata di 0,1% e 2,1% contro attese di 0,2% e 2,2%.

### Sul fronte macroeconomico, sorprende il dato sull'inflazione Usa

L'inflazione Usa ha buone probabilità di superare abbondantemente il target Fed del 2%, anzi esiste qualche rischio che possa salire più del desiderato: è vero che il rialzo del dollaro potrebbe avere un effetto calmierante, ma non basterà a sterilizzare l'**aumento** in corso del **petrolio** (abbandono dell'accordo sul nucleare con l'Iran), un mercato del lavoro (disoccupazione calata al 3,9%) che potrebbe condurre a qualche tensione salariale e la fine dei tagli alle tariffe telefoniche (aprile) che impatterà sulla "core".

La forward inflation 5y5y (inflazione a 5 anni attesa tra 5 anni) è progressivamente salita al 2,46% da 2,10% di un anno fa.