



Stefano Pignatelli - Responsabile ufficio studi
Aritma I.F. Srl

Osservatorio tassi di interesse

Riflessioni sulla dinamica del costo del funding (redatto in data 13 dicembre 2011)

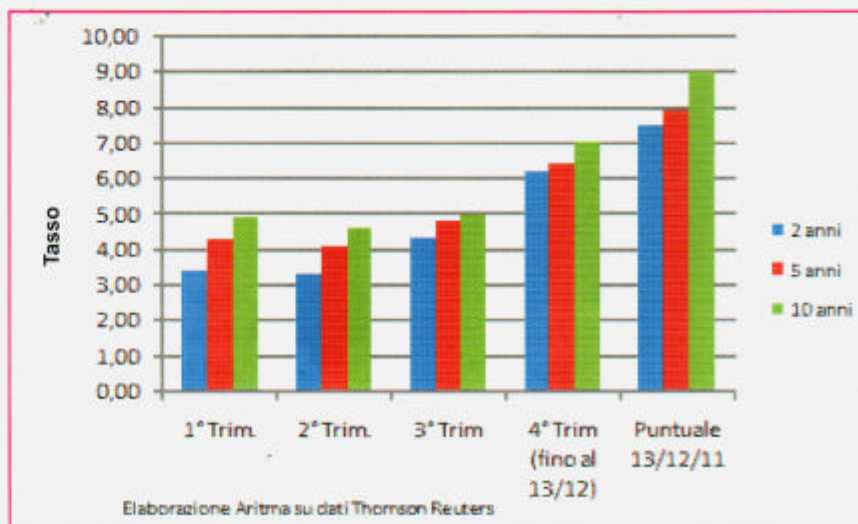
Da settembre ad oggi la crisi dei debiti sovrani europei ha condotto ad un netto rialzo degli spread applicati alle operazioni di leasing. Ulteriori sensibili ritocchi sono possibili a cavallo di fine anno.

L'aumento del "rischio Italia" ha condotto ad un aumento del costo del funding per le banche nostrane. Queste ultime hanno dovuto adeguare i rendimenti offerti sui propri prestiti obbligazionari ai rendimenti offerti dallo Stato italiano; i Btp a due e dieci anni rendono rispettivamente il 5,90% e 6,9%. Essendo inoltre sovraccariche di titoli governativi, i cui prezzi sono scesi anche del 20%-30%, le banche

si trovano a far fronte a perdite che, con le decisioni prese al vertice Ue di ottobre, porteranno le medesime a ricapita-

lizzarsi. Questo rischia di mettere in difficoltà gli istituti di credito in una fase in cui il corto circuito tra crisi del

Fig. 1 - Rendimento medio obbligazionario a tasso fisso dei principali istituti di credito italiani su diverse scadenze da inizio 2011



debito sovrano e bilanci bancari rischia di diventare esplosivo.

I rendimenti medi delle obbligazioni bancarie a tasso fisso dei primi tre istituti di credito rilevabili sul mercato secondario (vedi figura 1), hanno visto un'accelerazione da estate inoltrata in avanti con un'impennata nel mese di novembre, mese in cui i rendimenti sono saliti anche sopra l'8% su tutte le durate con punte al 9% su quelle più lunghe. La manovra Monti e le decisioni Ue hanno parzialmente aiutato i Btp, senza produrre particolari risultati sui rendimenti dei titoli obbligazionari bancari che viaggiano in area 7,50% - 9%, a seconda della durata (2 - 10 anni). Tali livelli diventano basi teoriche di riferimento per nuove emissioni di prestiti obbligazionari. Rileviamo ad esempio alcune recenti emissioni di primarie istituzioni bancarie per il segmento retail al tasso Euribor + 6%.

Gli spread applicati sulle operazioni di leasing, così come sui finanziamenti a medio-lungo termine, hanno continuato nell'ultimo trimestre a muoversi verso l'alto e se la situazione di incertezza dovesse consolidarsi senza invertire la tendenza, assisteremo a

nuovi sensibili rincari a cavallo di fine anno. Notiamo infatti che sui correnti "listini" delle principali società di leasing non è stato del tutto effettuato il ribaltamento delle nuove ipotetiche condizioni del funding a medio-lungo.

Il costo della raccolta a medio lungo termine delle banche è rappresentato dallo spread pagato sulle proprie emissioni obbligazionarie rispetto all'Euribor (per quelle indicizzate) e rispetto all'Irs (per quelle a tasso fisso). Per capire come si muove giornalmente il suddetto spread occorre riferirsi ai rendimenti rilevabili sul mercato secondario. A tal fine risulta più agevole ed omoge-

neo prendere in considerazione i rendimenti a tasso fisso rispetto a quelli a tasso variabile (vedi figura 2).

Lo spread tra rendimenti obbligazionari a tasso fisso e l'Irs dà una misura indicativa di quello che può essere il costo del funding a medio lungo termine. Ciascuna banca o società di leasing ribalta tale costo sullo "spread cliente" a seconda della propria strategia commerciale e/o dell'eventuale disponibilità di provvista già in casa a condizioni meno onerose o parziale utilizzo di provvista a breve con conseguente assunzione del rischio di liquidità. Come noto, per determinare lo

Fig. 2 - Spread rendimento medio obbligazionario a tasso fisso vs Irs per i principali istituti di credito italiani su diverse scadenze da inizio 2011

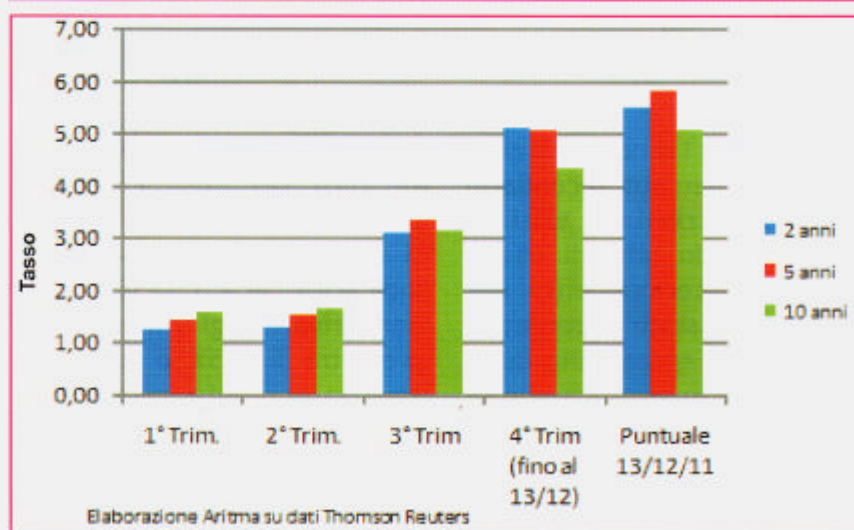
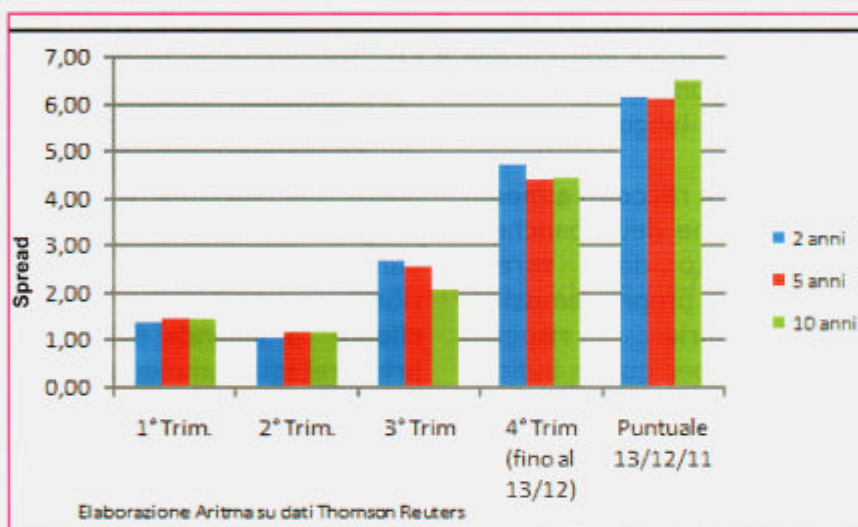


Fig. 3 - Evoluzione dello spread Btp-Bund su diverse scadenze da inizio 2011



“spread cliente” ciascun istituto aggiunge al proprio costo del funding il margine commerciale correlato alla rischiosità dell’operazione (rating cliente, tipologia del bene, etc.).

Lo spread tra i rendimenti rilevabili sul mercato secondario delle obbligazioni e i tassi Irs sta viaggiando oltre il 6%. Il graduale deterioramento del medesimo è stato superiore a quello dello spread Btp-Bund (figura 3). Ciò significa che la percezione del rischio banche è cresciuta in misura più che proporzionale negli ultimi mesi

rispetto al rischio Stato.

A metà 2011 gli spread leasing per imprese di elevato “standing” viaggiavano tra il 2,5% e il 3%. Dopo l’estate è iniziato il peggioramento con il debito italiano messo sotto assedio dagli investitori internazionali: nel corso del mese di **settembre** gli spread medi per primari si sono ampliati in una fascia indicativa tra il 3,5% e il 4,5%, per arrivare oggi a livelli compresi tra il 5,5% e il 6%. In assenza di pronte inversioni di tendenza sul mercato secondario dei titoli obbligazionari italiani, la base minima di spread

per primari potrebbe passare al 6,25%-6,50% per salire addirittura nella fascia 7% - 8% per la clientela di medio standing.

La recessione bussa alla porta come affermano autorevoli studi di ricerca, le imprese, vuoi per l’incertezza sul futuro vuoi per le condizioni dell’accesso ai finanziamenti riducono i propri investimenti, gli istituti finanziari sono alle prese con ricapitalizzazioni forzate e aggiustamenti degli obiettivi di redditività che potrebbero costringere a loro volta a ridurre i finanziamenti: la situazione attuale rischia quindi di generare un pericoloso corto circuito.

Come sempre se qualcuno piange altri sorridono: esiste infatti l’opportunità di **sfruttare l’attuale momento di tassi bassi (Euribor e Irs)**. Le imprese che hanno già perfezionato operazioni di leasing o di finanziamento nei mesi scorsi infatti non devono subire i rincari di spread di cui si è detto e possono sfruttare il crollo dei tassi IRS per trasformare a un tasso fisso estremamente competitivo il costo della provvista. Gli interest rate swap sono decisamente interessanti (3-5-10 anni rispettivamente 1,5% -

1,9% - 2,6%) e non lontani dai minimi storici segnati a fine agosto 2010 (3 - 5 - 10 anni a 1,35% - 1,75% e 2,35%).

Chi, ad esempio, ha stipulato negli anni scorsi leasing immobiliari con spread 1,25% sull'Euribor 3 mesi ad oggi con durata residua di 10 anni, può chiudere l'operazione a un fisso finito del 3,4% - 3,6% attraverso una copertura IRS con piano di ammortamento correlato a quello del leasing.

