

Primi acquisti Bce sui corporate bond europei con benefici sui periferici

Il Bund 10 è ai minimi storici, l'Irs 10 anni resta sotto lo 0,5% e il Btp 10 si è affacciato sotto l'1,30% dall'1,40% di inizio settimana

/ Stefano PIGNATELLI

È proseguito il **ribasso dei tassi** di interesse iniziato dopo i deludenti dati occupazionali americani relativi al mese di maggio.

I tassi **attesi a breve Usa** sono scesi su livelli che mettono in dubbio un rialzo da parte della Fed nel 2016. Gli investitori hanno colto toni accomodanti nell'intervento di inizio settimana di Yellen che, pur confermando la strada di un graduale aumento dei tassi d'interesse, non si è sbilanciata sui tempi.

Il **Bond Usa 10 anni** da 1,90% di fine maggio è sceso a 1,65% (1,75% a inizio settimana), discesa che pare eccessiva considerando il quadro macro e le parole degli esponenti della banca centrale, che considerano opportuno almeno un doppio rialzo di un quarto di punto entro fine 2016. I livelli attuali sul Bond sono sui minimi di metà febbraio, periodo di piena tempesta finanziaria con prospettive di recessione per l'economia americana.

Questo induce a ritenere possibile un ritorno verso l'alto dei tassi Usa, anche se tra gli operatori potrebbe prevalere la prudenza in vista della **riunione Fed** a metà della prossima settimana. Ad impedire un rialzo potrebbe essere il permanere di ampia volatilità sulle borse, su cui pesa non poco l'incertezza dei sondaggi sul referendum inglese (seguì tassi e costo del funding su www.aritma.eu).

Il **Bund 10** è ai **minimi storici** (0,03%) con il 9 anni a -0,05%: se le tensioni sui mercati azionari aumentassero potremmo vedere il dieci anni a zero. La Bce si è impegnata ad acquistare titoli fino a rendimenti pari al tasso depo (-0,4%): quindi da un punto di vista "tecnico" nulla osta a un decennale tedesco con rendimento negativo. L'**Irs 10 anni** resta sotto lo 0,5%, poco sopra i minimi storici di 0,45%.

Il calo dei rendimenti è poi da mettere in relazione al programma di acquisti della Bce che è stato potenziato e che coinvolge anche i corporate bonds: i **periferici** stanno traendo ottimi benefici a dispetto della deludente performance delle borse.

Il **Btp 10** si è affacciato sotto 1,30% dall'1,40% di inizio settimana. Lo spread Italia-Germania resta sostanzial-

mente invariato appena sopra 130 bps: probabilmente senza l'intervento della Bce avremmo visto lo spread salire tra 140-150 bps, livelli su cui veleggiava durante la crisi di gennaio-febbraio.

In settimana il **PIL I° trim. europeo** è stato ritoccato al **rialzo** (0,6% trimestrale; 1,7% tendenziale) rispetto alla precedente stima di maggio (0,5%; 1,5%) da parte di Eurostat. Con la crescita rivista al rialzo, con il prezzo del petrolio che aggiorna i massimi 2016 ben sopra 50 Usd al barile, pare difficile ritenere congrui gli attuali bassi livelli dei tassi europei se non considerando un'imminente nuova fase di estrema incertezza sulle borse.

Il **settore bancario europeo** è debole per via dell'atteso prolungato periodo di tassi bassi; quello italiano non è certo supportato dai dati rilasciati ieri da Bankitalia, secondo cui ad aprile è aumentato il livello delle **sofferenze** sia lorde sia nette. Per ora la debolezza del settore in borsa non trova immediato riscontro negli indicatori del costo del funding (rendimenti obbligazionari bancari "Senior" a tasso fisso sul secondario; spread di questi con l'Irs; Credit default swap).

Acquisti Bce senza benefici per le obbligazioni senior delle banche

Le obbligazioni senior delle banche stanno quindi resistendo agli svariati borsistici, ma non riescono al contempo a trarre beneficio (indiretto) dagli acquisti che la Bce ha avviato sui corporate non bancari.

Si sta creando un **gap** tra quello che dovrebbe essere il **costo del funding** delle banche tramite raccolta obbligazionaria e i costi delle prossime **Tltro**, ovvero 0,10% circa a 48 mesi (calcolato come differenza tra il tasso zero della BCE e l'Irs che quota -0,09%).

Siamo al paradosso che un'azienda primaria, che riceve una possibile proposta di finanziamento a 4 anni - fondi Tltro II - con spread 0,50% sull'Euribor e che la chiude in un fisso attorno allo 0,40%, può comprare obbligazioni della stessa banca finanziatrice ad un rendimento di circa il doppio se non di più.