**AcomeA SGR – Le ragioni dietro il movimento degli swap europei**

A cura di **Daniele Bivona, Portfolio Manager, AcomeA Performance e AcomeA Breve Termine**
Il movimento di restringimento degli asset swap spread sui titoli di Stato europei è senza dubbio uno dei temi principali che domina in questi giorni il mercato dei tassi europei. **Questo trend, che ha portato per la prima volta i rendimenti dei titoli di stato tedeschi sopra gli swap europei, è iniziato già nel 2022** e trova spiegazione in una serie di fattori.

Nel 2022, con l’inizio del restringimento quantitativo (Quantitative Tightening)*,* la Bce ha ridotto progressivamente il proprio bilancio e ha cessato il reinvestimento dei titoli in scadenza, andando di fatto a ridurre la domanda di titoli europei con conseguente pressione sui rendimenti. Intorno alla fine dello scorso trimestre il movimento degli asset swap spread si è intensificato inizialmente sulla parte a breve della curva, alimentato dalla dinamica di aumento dei repo (pronto contro termine) dovuta anche alla scadenza delle operazioni TLTRO III (Targeted Longer-Term Refinancing Operations). Con i TLTRO, le banche erano infatti obbligate a detenere titoli di qualità come collateral ma con la restituzione di questi prestiti, non sono più vincolate a mantenerli in portafoglio, incrementando di fatto l’offerta sul mercato.

Inoltre, l**’aumento della necessità di finanziamento bancario**, dato anche il pagamento TLTRO III, e il fatto che le riserve in eccesso in Italia sono diminuite in maniera significativa rispetto ad altre regioni, **ha spinto le banche italiane, in particolare quelle di dimensioni più piccole, a cercare liquidità nel mercato repo**. La preferenza per il mercato repo, piuttosto che per le operazioni di rifinanziamento principali (Main Refinancing Operation), è stata forse anche influenzata dallo stigma che ancora aleggia attorno a queste operazioni oltre che dal restringimento del corridoio rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale (Deposit Facility Rate). In generale, a livello di sistema, c’è ancora abbondante liquidità, ma le necessità specifiche di liquidità a livello micro hanno causato un picco nei tassi di repo, con qualche preoccupazione. Pertanto, **la maggiore disponibilità di collateral che si è venuta a creare ha favorito l’aumento del rendimento dei titoli tedeschi e ha reso via via più conveniente per le banche impegnare i bund nel mercato repo**.

Anche dal lato dell’offerta non sono mancate pressioni. Negli ultimi anni la Germania ha incrementato significativamente le proprie emissioni, arrivando a circa 80-100 miliardi di euro all’anno, ben oltre la media pre-pandemica. **Il calo dello spread swap è stato influenzato anche dall’aumento delle emissioni di debito corporate sul mercato primario, che ha favorito una maggiore domanda di swap a tasso fisso da parte degli emittenti.** L'aumento delle emissioni in un contesto di ridotta “specialità" del Bund insieme alla riduzione del rischio di frammentazione, grazie anche al programma Next Generation EU, ha stabilizzato i mercati finanziari dei Paesi periferici, riducendo i rischi di coda sulla periferia, e ha contribuito ad abbassare gli spread tra i titoli di stato tedeschi e quelli degli altri paesi. Tutto ciò in un contesto macro caratterizzato dalla limitata propensione a mantenere posizioni short sul fixed income europeo, aumentando ulteriormente la disponibilità di collateral e il tightening degli asset swap spread.

Infine, **il movimento negli ultimi giorni è stato poi intensificato dal recente deterioramento del quadro di politica interna in Germania, insieme al movimento della curva americana con la rielezione di Trump.** E non bisogna ignorare, lato curva swap, **l’attività di copertura dei fondi pensione olandesi**. Questi fondi hanno ingenti passività a lungo termine (ovvero, le pensioni da pagare nel futuro), e quando i tassi di interesse scendono, il valore attuale delle passività sale, peggiorando il rapporto di copertura. Quindi per mantenere un rapporto di copertura stabile in area 105-110% questi fondi tendono a ricevere la parte lunga della curva swap (a 30 anni) e, in ultimo, a causa della nuova regolamentazione del mercato pensionistico olandese, si stanno anche orientando su scadenze più brevi (10-20 anni) spingendo ulteriormente gli asset swap spread verso il basso