

Titoli tedeschi sempre acquistati nonostante rendimenti bassissimi

Nonostante l'enorme incertezza sulle sorti dell'Eurozona, i Bund tedeschi attraggono comunque gli investitori

/ Stefano PIGNATELLI e Luigi FASCIANO

Il possibile abbandono, presto o tardi, della moneta unica da parte della Grecia e il precario stato di salute del sistema bancario spagnolo, influenzano negativamente i mercati. Inoltre i recenti **indici Pmi** americani, cinesi ed europei Ue (che si ottengono intervistando i direttori acquisti sulle prospettive a 6-9 mesi) e l'**Ifo tedesco** (indice relativo alle prospettive economiche secondo quanto rilevato intervistando un *panel* di imprenditori) hanno deluso le attese, lasciando intravedere la possibilità di un rallentamento della crescita globale, Germania compresa.

La volatilità rimane molto alta e domina un'**assoluta incertezza**: ne sono prova gli ampi movimenti dei rendimenti dei governativi italiani che si muovono anche di 20-30 centesimi durante la stessa seduta. (segui i tassi su www.aritma.eu).

Gli operatori, vista l'enorme incertezza sulle sorti dell'Eurozona, si limitano a brevissime incursioni sui nostri Btp. Di quest'incertezza **beneficia il Bund**: il governo tedesco si finanzia praticamente a zero fino a 3 anni, sotto l'1% a 7 anni, all'1,35% a dieci. Gli investitori accettano, quindi, rendimenti reali negativi (la scorsa settimana la Germania ha emesso a 2 anni allo 0,07% senza difficoltà).

Le motivazioni di questo atteggiamento ultraconservativo possono essere varie: una parte di investitori immagina **scenari apocalittici**, svariando tra molteplici ipotesi, come ad esempio poter convertire in marchi tedeschi o in un euro forte, fatto solo da alcuni Paesi virtuosi, i loro investimenti in Bund, con una rivalutazione che, secondo alcune simulazioni, potrebbe essere intorno al 20-30%.

Ma è probabile che giochino soprattutto **fattori tecnici**. In primo luogo, quelli legati ai regolamenti dei fondi d'investimento che obbligano a detenere solo titoli di un certo livello di *rating*; in secondo luogo, quelli relativi ai collateralizzati da utilizzare con controparti (banche, istituzioni e Bce); in terzo luogo, la paura di incorrere in *performance* negative su

fondi/gestioni di liquidità.

Tassi Irs beneficiati dall'effetto "flight to quality"

I Paesi che possono vantare la tripla "A" sono sempre meno e sono destinati a diminuire nei prossimi anni, secondo quanto emerge dalla lettura dell'ultimo rapporto del Fondo monetario internazionale (Global financial stability report – Safe asset).

Da questo effetto di "flight to quality" traggono beneficio i **tassi Irs** (ossia *interest rate swap*, tasso utilizzato per le operazioni di finanziamento a tasso fisso e strettamente connessi all'andamento dei Bund), che segnano nuovi minimi storici con la scadenza 3-5-10 anni rispettivamente all'1%, 1,25% e 1,85% circa, mentre ne sono penalizzati i titoli governativi periferici.

In particolare sui nostri Btp si è assistito in queste ultime settimane ad un rialzo dei rendimenti che ha colpito soprattutto i titoli a breve e medio termine. Ciò ha condotto ad un notevole **appiattimento della curva dei rendimenti**, segnale non certo incoraggiante.

Un mese fa la differenza di rendimento tra il Btp decennale e il due anni era del 2,4% mentre oggi si è ridotta all'1,6%; a inizio marzo, nel momento di maggior fiducia sull'Italia, la differenza era di oltre il 3%, mentre a novembre 2011, periodo più acuto della crisi, i Btp a 10 e 2 anni esprimevano un rendimento praticamente uguale (a cavallo del 7%).

È auspicabile che questi segnali di tensioni vengano presto riassorbiti, anche se è **difficile attendersi** una vera e propria **inversione di tendenza** prima delle elezioni in Grecia (17 giugno). In questi giorni siamo arrivati al punto che l'umore dei mercati può dipendere dai sondaggi sulle prossime elezioni elleniche.