

# Ampio calo dei rendimenti dei Btp, anche grazie all'effetto "politica"

La possibilità di un nuovo Governo, dopo mesi di stallo, si inserisce in un clima già favorevole sui mercati finanziari e sui nostri titoli governativi

/ Stefano PIGNATELLI

Complice l'evoluzione del quadro politico, che potrebbe portare alla nascita di un nuovo Governo dopo quasi due mesi di stallo, si assiste, in questo inizio di settimana, ad un **ulteriore miglioramento** dei **Btp**, i cui **rendimenti scendono** ampiamente. L'effetto complessivo è di **oltre 30 centesimi di calo** sui rendimenti Btp, con la discesa del decennale al **3,9%**, livello che non toccava da due anni e mezzo (ottobre 2010). Lo **spread Btp-Bund** sulla canonica scadenza decennale scende al **2,65%**, minimo da oltre due mesi; i minimi 2013 sono stati toccati a fine gennaio, con lo spread che si proponeva sotto il 2,5% (seguì i tassi su [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu)). Sono quindi stati fortemente migliorati i livelli che si registravano i giorni prima delle elezioni di fine febbraio. Il clima sui mercati finanziari e sui nostri titoli governativi è decisamente **favorevole**, grazie soprattutto all'orientamento super-espansivo delle banche centrali globali, alla prospettiva di un ulteriore ribasso dei tassi refi da parte della Bce, ancor più probabile dopo gli indici di fiducia PMI (si ottengono intervistando i direttori acquisti sulle prospettive del proprio business) di ieri sotto le attese, e grazie all'**esito** decisamente **positivo** del **collocamento del Btp Italia** della scorsa settimana (titolo legato all'inflazione italiana e riservato al *retail*).

La **Banca centrale giapponese** ha inaugurato una **politica monetaria super-espansiva**, che si temeva potesse essere bollata come "svalutazione competitiva" dal G20 dei Ministri finanziari riunitosi lo scorso weekend. La mancanza di obiezioni sull'aggressiva linea di politica monetaria del Sol Levante, in quanto finalizzata a superare la deflazione, ha **tranquillizzato i mercati**, che quindi ora hanno la certezza di avere a disposizione ampissima liquidità per i prossimi anni; infatti, anche se la Fed interrompesse prima il suo *quantitative easing*, la liquidità verrà fornita dalla Boj. In **Europa**, il futuro è gravido di **incertezza**, come sembrano confermare i più recenti indici di fiducia risultati inferiori alle attese e un'inflazione che resta l'ultimo dei problemi, anzi, se il calo delle materie prime continuasse, potremmo rischiare di entrare in una **fase deflativa**. Tale contesto potrebbe convincere la Bce a **tagliare il refi** dallo 0,75% allo **0,5%**; un'ulteriore incentivo potrebbe arrivare dal desiderio della Bce di non vedere l'euro apprezzarsi.

Al di là dell'aspetto del taglio, i cui risvolti sull'economia reale sarebbero decisamente modesti, conta che la liquidità giunga alle imprese e alle famiglie e Draghi non perde occa-

sione per sollecitare il **sistema bancario**, che da parte sua è alle prese con i **più alti livelli di sofferenze** degli ultimi 20 anni. Per favorire la ripresa del mercato interbancario, la Bce potrebbe riproporre un **nuovo finanziamento a 3 anni**, mentre, per riattivare la trasmissione della liquidità all'economia reale attraverso la ripresa del credito, la Bce sta collaborando con la Bei per trovare una **soluzione tecnica** adeguata. Le differenti condizioni di accesso al credito tra Paese e Paese all'interno della zona euro potrebbero così essere alleviate; l'unione bancaria e la vigilanza unica potrebbero fornire un deciso aiuto in tal senso.

Non tutti i segnali captati in questi giorni sono positivi, visto che i **Bund** continuano prudentemente ad essere non solo tenuti in portafoglio, ma addirittura ad essere **acquistati**, portando così a **limature dei rendimenti**. C'è quindi ancora un certo timore ad abbandonare il porto sicuro offerto dai titoli tedeschi, che offrono **rendimenti praticamente nulli** fino a tre anni e un rendimento reale (netto da inflazione) decisamente negativo su tutta la curva (il decennale rende l'1,25% con inflazione tedesca al 2% circa).

I rendimenti Bund bassi e le aspettative di un taglio Bce hanno avuto un **effetto positivo sui tassi Irs**. Il decennale, oggi all'1,5%, aggiorna il minimo storico, mentre le scadenze brevi e medie (2-3-5 anni oggi a 0,4%-0,5%-0,78%) sono ancora sopra ai minimi storici di fine 2012 (2-3-5 anni toccarono rispettivamente 0,31%-0,41%-0,73%) ma ai minimi 2013.

Tornando ai **Btp**, è auspicabile che il trend in atto possa continuare, conducendo indirettamente a quella serie di benefici (riduzione della spesa per interessi, calo del costo del *funding* bancario e degli *spread* applicati ai finanziamenti) assolutamente necessari per **riprendere a crescere**. L'ottima performance dei Btp, per poter proseguire in maniera convincente nei prossimi mesi, ha bisogno di un Governo in grado di portare a termine in tempi relativamente rapidi le riforme strutturali necessarie al Paese; contemporaneamente, il **rapporto debito/PIL** deve **invertire rotta** (minore spesa per interessi e, si spera, denominatore in aumento), con conseguente cambiamento dell'*outlook* delle società di *rating* sull'Italia. Per ora il calo dei rendimenti è legato, oltre ai fattori internazionali ricordati, a un'apertura di fiducia sull'Italia in un quadro macroeconomico che tuttavia resta preoccupante.