

## Tassi internazionali ancora in rialzo

Con l'allentamento delle tensioni sulla Siria e alcuni discreti dati provenienti dalla Cina, il titolo decennale americano si porta al 3%

/ Stefano PIGNATELLI

Il **movimento** al **rialzo** dei tassi internazionali ed in particolare dei **Bund** e dei **Bond Usa** sta continuando anche in queste ultime settimane. Oggi, grazie all'allentamento delle tensioni sulla Siria e ad alcuni discreti dati provenienti dalla Cina che stanno conducendo al rialzo le borse, il **titolo decennale americano** si porta al 3%, livello toccato l'ultima volta a metà del 2011 e il **titolo decennale tedesco** si affaccia sopra il 2%, livello che non si vedeva da marzo 2012.

Il rialzo dei rendimenti governativi, oltre ad appesantire il **costo del debito**, ha un impatto immediato sui **tassi Irs** e cioè sui tassi applicati alle **operazioni di finanziamento a tasso fisso**: stipulare quindi un mutuo a tasso fisso sta diventando più oneroso. I tassi Irs sono inoltre utilizzati per coprire dal rischio tassi provvista effettuata a tasso variabile.

Anche in questo caso i **costi** delle **coperture** stanno aumentando. Questo non è certo un fattore positivo per la ripresa economica; il **settore immobiliare Usa** soprattutto per quel che riguarda le **vendite**, risente parzialmente di questa dinamica. (Segui tassi, costo del *funding*, *spread* su finanziamenti su [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu)).

Da aprile ad oggi il **rialzo** dei **tassi Irs** appare decisamente consistente: i tassi Irs 3-5-10 anni ad aprile veleggiavano rispettivamente allo 0,45%-0,75% e all'1,5% mentre oggi li troviamo allo 0,95%, all'1,5% e al 2,34%. Le **scadenze Irs** a 3 e 5 anni sono praticamente raddoppiate mentre è di 85 centesimi il rialzo del decennale. Variazioni importanti che tuttavia pongono i tassi Irs su **valori storicamente ancora molto bassi** (media dal 2000 ad oggi dell'Irs dieci anni è 4,1% circa).

I tassi Irs sono strettamente legati all'andamento dei Bund; il decennale si è mosso con ugual direzione e medesima intensità dell'Irs di pari durata; ad **aprile** era all'1,2% (oggi **sopra il 2%**).

Il nostro **Btp** nello stesso arco temporale è passato dal 3,8% al 4,5% con lo *spread* verso il gemello tedesco che si è ristretto di ben poco (da 2,6% a 2,5%). In sostanza i **Btp** sono stati pienamente coinvolti nel rialzo dei Bund anche se in alcune occasioni i nostri governativi avevano fornito la sensazione di potersi slegare dall'andamento del Bund. La situazione di incertezza politica ovviamente ha pesato impedendo un più virtuoso andamento dei Btp e dello *spread* che ad agosto era sceso al 2,3%.

La **svolta al rialzo** dei tassi internazionali è avvenuta ad

**aprile/maggio** ed è partita dai tassi americani: da allora il **Bond 10** è passato dall'1,65% circa al 3% attuale. Un rialzo che ha condotto lo *spread* tra titoli Usa e titoli tedeschi decennali all'1% livelli che si pongono poco al di sotto dei massimi da inizio millennio (1,18% toccato a inizio 2005). La causa scatenante è stato il **cambio di scenario** sull'**economia americana** segnalato da molti indicatori congiunturali e dagli indici di fiducia. A sua volta le indicazioni positive provenienti dall'economia reale probabilmente indurranno la Fed a diminuire gli acquisti mensili (85 mld) di *Treasury*: la minor domanda fa scendere i prezzi con conseguente rialzo dei rendimenti.

La prossima settimana (il 18) la **Fed** dovrebbe pronunciarsi sulle **modalità** che intende seguire nella riduzione: è importante la chiarezza comunicativa visto il pericoloso incrocio tra riduzione dello stimolo monetario e la flebile crescita globale. Ad essere molto preoccupati del ritiro del *Quantitative easing* sono i Paesi emergenti le cui valute stanno patendo molto e i tassi stanno crescendo con il rischio di bloccare la crescita.

### Inflazione Ue di agosto in calo rispetto al mese precedente

Ad inizio mese è stata comunicata l'**inflazione Ue di agosto** (1,3%) in calo rispetto a luglio (1,6%). Il rendimento reale del **Bund 10** (rendimento al netto dell'inflazione) sarebbe quindi di 0,7% livello che non si vedeva da marzo 2011. Il rendimento reale, la cui media degli ultimi 5 anni è 0,7% e 1,3% negli ultimi 10 anni, torna quindi ad essere più consona alle medie storiche; tale rendimento è stato negativo da agosto 2011 (-1,4%) fino ad aprile 2013; da aprile a luglio è risultato a zero. Dal punto di vista dei tassi reali sembrerebbe quindi che gli **attuali livelli** del Bund siano abbastanza equilibrati considerando **inflazione e crescita**.

Certo che se i prossimi mesi confermassero un solido avvio di ripresa i Bund avrebbero spazio per salire nella **fascia di oscillazione 2%-2,5%** ancor più consona a livello di rendimenti reali e allo stesso tempo sintomatica di un allentamento delle tensioni sui debiti europei. Inoltre come detto, l'**attuale scarto** tra titoli americani e tedeschi prossimo all'1% si colloca su valori storicamente elevatissimi lasciando spazio per un'eventuale salita del Bund.