

I rendimenti Btp decennali tornano ai livelli di settembre 2005

In generale tutti i periferici dell'area Euro stanno beneficiando di una rotazione dei portafogli internazionali

/ Stefano PIGNATELLI

Rimbalzano le borse alla notizia del rientro alla base delle truppe russe che avevano in corso esercitazioni militari nella zona occidentale del Paese, nei pressi del confine ucraino.

Nel clima di **estrema incertezza** di questi giorni sorprende positivamente la **performance** dei nostri titoli governativi. Sia nei momenti di alta tensione sia in quelli di aumento della propensione al rischio i Btp trovano acquirenti che evidentemente reputano il *trade off* rischio/rendimento ancora interessante nonostante il calo dei rendimenti che da inizio anno risulta di circa 70 centesimi sulla canonica scadenza decennale, oggi al 3,41%, livelli riscontrabili a settembre 2005 (Segui tassi, rendimenti governativi, costo del *funding*, *spread* su finanziamenti su www.aritma.eu).

I Btp, così come in generale tutti i periferici dell'area Euro, stanno beneficiando di una rotazione dei portafogli internazionali. In queste ultime settimane stanno intercettando i **flussi in uscita da Russia e paesi dell'est Europa** mentre nei mesi scorsi avevano intercettato quelli in uscita dai Paesi emergenti. Il giudizio di Moody's sull'Italia (*outlook* da negativo a stabile) ha aiutato a far scendere i rendimenti. In tal senso sta inoltre agendo lo scenario di bassa inflazione che probabilmente si protrarrà per l'intero biennio in corso. L'inflazione europea (stima *flash* febbraio resa nota venerdì scorso) si è mantenuta allo **0,8% tendenziale**, il medesimo livello di gennaio, contro attese di una ulteriore discesa allo 0,7%: è un dato che non dissolve i timori di deflazione che gravano sulla zona euro, ma che allo stesso tempo potrebbe allontanare la **possibilità** di un **nuovo intervento espansivo** della Bce nel *meeting* di giovedì prossimo. Inoltre prima di agire, la nostra banca centrale, vorrà avere a disposizione le **nuove previsioni** del suo ufficio studi (metà marzo) che ingloberanno per la prima volta anche il 2016. È probabile che due anni di bassa inflazione possano anche essere sopportati dalla Bce, ma tre, forse, diventerebbero eccessivi e quindi sarebbe costretta ad intervenire (eventualmente ad aprile) con una nuova **manovra espansiva** oltretutto giustificata dalla conferma del dato sul calo dei prestiti bancari a livello europeo.

Le vicende politiche sono entrate in gioco marginalmente ma potrebbero fornire sostegno ai Btp in caso di approvazione di una legge elettorale che renda trascurabile il rischio "ingovernabilità". La politica infine potrebbe entrare prepotentemente sullo scacchiere tra qualche mese in concomitanza

con le **elezioni europee** soprattutto se trovasse riscontro nei sondaggi la nascita di un **sentimento antieuropeista**.

Complessivamente quindi sui Btp c'è un clima decisamente positivo che potrebbe durare se non intervenissero fattori destabilizzanti. Tuttavia è giusto sottolineare che è una concessione di fiducia a tempo in quanto in realtà il quadro italiano continua a mostrare le solite **storiche criticità**: il rapporto **debito/pil** è salito nel 2013 a 132,6 mld massimo dal 1990, il **tasso di disoccupazione** aumenta, gli ultimi indici di fiducia sono stati inferiori al consenso e la Commissione Ue ha appena limato al ribasso le stime sulla crescita (nel 2014 appena 0,6%, metà del tasso medio previsto per la zona euro).

In questa fase lo **spread Btp-Bund** si è portato a livelli pre crisi dei debiti sovrani (luglio 2011) grazie soprattutto al calo dei rendimenti Btp con il Bund sceso in misura decisamente inferiore (30 centesimi da inizio anno contro i quasi 70 dei Btp).

I **rendimenti dei Bund 10** sono all'1,58%. I livelli attuali dei rendimenti della curva tedesca non sono ulteriormente comprimibili anche in un contesto di bassa inflazione per i prossimi due anni. Prova ne sia che per la seconda volta in poco tempo la Germania non è riuscita a coprire interamente le aste: due settimane fa era stato il decennale a non trovare sufficienti acquirenti, mentre la scorsa è toccato al trentennale.

I **tassi Irs** sono in calo sulla scia dei **Bund**: Irs 2-3-5-10 anni a 0,47%- 0,60% - 1% e 1,82%: siamo appena sopra i minimi del 2014 toccati nei giorni scorsi su tutte le scadenze ma lontani dai minimi storici rispettivamente in area 0,32%-0,45%-0,72%-1,45% sulle scadenze 2-3-5-10 anni, minimi che si riferiscono a dicembre 2012 sulle scadenze 2-3 anni e a maggio 2013 sulle scadenze 5-10 anni.

La volatilità dei mercati non incide sui **tassi Euribor** (tre mesi 0,29%), mentre per quanto riguarda le attese su di esso (tassi **Future**) si riscontra una sostanziale stabilità fino al 2015 ed un calo di 5-10 centesimi sugli anni successivi. Nel corso del 2014 è prevista una leggera limatura rispetto ai valori di oggi; a fine anno ritroviamo il livello odierno e successivamente la salita appare graduale con lo 0,5% atteso a fine 2015 e l'1% febbraio/marzo 2017. L'**Euribor tre mesi** medio atteso nel biennio 2014-2015 è pari a 0,32%, mentre per il prossimo triennio è attorno allo 0,46%.