

# I tassi sui minimi storici offrono opportunità interessanti

È importante avere la possibilità, al momento della formalizzazione della copertura, di controllare la "correttezza" del tasso proposto

/ Stefano PIGNATELLI

I titoli governativi "risk free" **Bond Usa** e **Bund**, dopo il calo dell'ultimo periodo a seguito di alcuni deludenti dati congiunturali che li hanno compressi sui **minimi storici** (Bund), sono rimasti sostanzialmente **invariati** nell'**ultima settimana** (decennali rispettivamente 2,5% e 1,15%). Stesso discorso per i **tassi Irs** (*interest rate swap*) e per i tassi **Future Euribor 3 mesi** (tassi ricavati implicitamente dalle quotazioni dei contratti Future negoziati a Londra sul mercato Liffe e che indicano le aspettative di mercato per il parametro trimestrale), entrambi sui livelli più bassi di sempre.

L'attuale **0,21%** per l'**Euribor 3 mesi** è atteso rimanere invariato a livello di media per i prossimi 24 mesi. Se ci si copre mediante un'operazione di *interest rate swap* su tale periodo si va a pagare lo **0,36%** (ipotizziamo uno 0,15% di margine di intermediazione della controparte bancaria). L'operazione può essere **allettante**, se si vuole una copertura per un periodo limitato e senza rischiare di pagare differenziali eccessivi. Allargando l'orizzonte delle coperture, è opportuno segnalare anche la possibilità di fissare **tassi sotto l'1%** sui **10 anni amortizing** oppure lo **0,65% a 7 anni**. In generale, sembra trattarsi di **ottime occasioni**. In ogni caso è importante avere la possibilità, al momento della formalizzazione della copertura, di controllare la "**correttezza**" del **tasso** proposto.

I **Btp** anche nelle giornate di borse negative non hanno patito e si sono invece dimostrati pronti a **recuperare** nel momento in cui i mercati azionari hanno registrato una performance positiva. Il rialzo dei prezzi ha condotto i rendimenti dei nostri governativi a toccare un nuovo minimo storico al **2,68%**, grazie anche all'ottimo andamento dei collocamenti di Ctz e Btpei. Lo **spread** scende sotto l'**1,55%** dall'1,65% di una settimana fa.

Il denso calendario macroeconomico dell'ultima settimana **non** è riuscito ad imprimere un **movimento direzionale ai tassi**, vuoi perché in alcuni casi sono stati ambigui vuoi perché molto simili a quelli pronosticati dagli analisti. Dopo l'indice Zew tedesco, nella settimana appena trascorsa è toccato all'indice **Ifo** certificare il **rallentamento** della crescita della **Germania** (Zew e Ifo sono due indici di fiducia ottenuti attraverso questionari inviati rispettivamente alle istituzioni finanziarie e alle imprese tedesche e rappresentano le aspettative dell'economia per i prossimi 3-6 mesi).

Alla base del minor ottimismo degli imprenditori tedeschi vi è soprattutto la **crisi ucraina** e le **sanzioni** allo studio che impatteranno sia su sanzionati che sanzionatori e, in

particolare, proprio sulla Germania, visti i suoi stretti rapporti commerciali con la Russia.

Gli **indici Pmi europei** (*Purchasing manager index*, indice di fiducia dei direttori acquisti), al contrario, hanno evidenziato un **abbozzo di ripresa** economica ma non sufficiente, evidentemente, a cancellare i dubbi sulla crescita europea, dubbi che sottolineati anche dalla revisione al ribasso delle stime di crescita rilasciate dal Fondo Monetario internazionale.

Gli **Usa**, da una parte, hanno visto il mercato del lavoro continuare a dare segni di miglioramento con il calo delle richieste di sussidi, mentre l'indice **Pmi manifatturiero** è **calato** leggermente. L'atteso dato sull'**inflazione** Usa di giugno non presenta sorprese (0,3% mese; 2,1% tend.), ma dimostra che la **dinamica dei prezzi** sta leggermente **accelerando**, nonostante quella "**core**" (al netto della componente energia ed alimentare fresco) sia ben ancorata alle aspettative.

La Fed, in ogni caso, sopporterà per un po' un'**inflazione superiore** al suo target (2%), ma se nascessero **inaspettate tensioni** potrebbero aumentare le probabilità di un **rialzo** dei tassi prima di metà 2015, periodo in cui attualmente è previsto un primo rialzo secondo quelle che sono le indicazioni dei contratti Future sui Fed Funds.

Infine, l'indice **Pmi cinese**, al massimo degli ultimi 18 mesi, ha tranquillizzato gli operatori sulla ripresa del cammino della seconda economia mondiale.

La **disamina dei dati macro** è assolutamente **determinante** in questa fase, fase in cui i mercati tentano di capire come sarà il secondo semestre, archiviata la delusione per i dati Usa sul PIL dei primi tre mesi 2014. Per ora, come dimostra la stabilità dei rendimenti di Bund e Bond Usa, le indicazioni, in quanto senza sorprese particolari, non sono state in grado di imprimere un movimento direzionale ai tassi.

## Lo scenario più probabile vede una ripresa della crescita Usa

Gli **scenari** che si aprono sono **opposti**.

Da un lato, se i prossimi dati Usa **deludessero** con inevitabile impatto sulla crescita mondiale ed europea, farebbero aumentare le probabilità di uno **scenario deflativo** nell'**Ue** (l'inflazione fin dai prossimi mesi si spingerebbe ben sotto l'attuale 0,5%). In questo caso, appare comunque assai ridotto il margine di contrazione del rendimento dei Bund e dei tassi Irs.

Dall'altro, ed è lo scenario che riteniamo abbia maggior probabilità di realizzarsi, è che alle prime evidenze di una **ripresa** della **crecita Usa** (2%), i **rendimenti** dei Bond americani **saliranno** trascinando, almeno parzialmente, il resto dei Bond internazionali e, di conseguenza, indirettamente attraverso i Bund, i **tassi Irs**, specie sulle durate a medio lun-

go, dove la politica monetaria della Bce ha un impatto minore nonostante le innumerevoli nuove misure adottate. Se questo fosse lo scenario di riferimento, le idee di **copertura** dal **rialzo** dei **tassi** prospettate sopra dovrebbero essere concretamente prese in considerazione.