

Sui tassi d'interesse probabile inversione di tendenza

Anomalo il rendimento reale nullo del Bund a 10 anni

/ Luigi FASCIANO e Stefano PIGNATELLI

Un agosto all'insegna di un **consistente calo** di tutti i principali **tassi** di interesse, dei **rendimenti governativi** e dell'**euro**. Tale movimento è stato innescato da un **peggioramento congiunturale** e delle **prospettive di crescita** in Europa con la Germania che anch'essa mostra **evidenti segnali di rallentamento**, da un'inflazione che sta pericolosamente **scendendo** e da un aumento delle **tensioni geopolitiche**.

Tutto ciò ha condotto una parte dei mercati a scommettere su un **imminente Quantitative easing** da parte della Bce, soprattutto dopo un intervento di **Draghi** a lato del simposio di Jackson Hole di fine agosto, letto come **apertura** in tal senso.

I tassi interbancari **Euribor** sono calati di quasi 5 centesimi su tutte le scadenze con il **3 mesi** oggi allo **0,16%**. Tutta la struttura dei tassi attesi **Euribor 3 mesi** (tassi ricavati implicitamente dalle quotazioni dei **contratti Future**) è stata rivista al ribasso con cali di **5-10 centesimi** per il 2014-2015 di 15-25 centesimi sul 2016-2017 e di oltre 30 centesimi sulle scadenze successive. Per l'**Euribor 3 mesi** è previsto un **nuovo calo** fino allo 0,11% nei prossimi mesi, livello che sarebbe anche compatibile con un ulteriore ritocco verso il basso del PT Bce, oggi 0,15% (segui tassi su www.aritma.eu).

I tassi **Irs** (*interest rate swap*), **media capitalizzata** dei tassi **Future Euribor**, incorporano tale revisione scendendo di circa 10 centesimi sulle scadenze 2-3 anni (**0,27%-0,32%**), 15 centesimi sul 5 anni (0,50%) e ben 30 centesimi sul 10 anni (**1,10%**). Trattasi dei nuovi minimi storici assoluti.

I titoli **risk free** (Bond Usa e Bund) si sono mossi a loro volta al ribasso anche se **maggiormente colpiti** sono stati i titoli tedeschi. I Bund sono scesi in **territorio negativo** sulle scadenze 2-3 anni, il decennale è sotto lo **0,90%** con un calo di circa 30 centesimi. Lo spread Bond Usa – Bund 10 anni si allarga ancora portandosi a **150 bps**, livelli sui **massimi storici** e che hanno resistito nel passato per brevi archi temporali. Gli Usa non hanno mostrato **segnali di rallentamento** anzi,

nell'ultima settimana il Pil annualizzato secondo trimestre è stato **rivisto al rialzo** (4,2% annualizzato) e l'inflazione si è portata sul 2%, **livello target della Fed** con alcuni segnali di tensione che iniziano ad emergere.

La periferia europea ha registrato un **cospicuo calo** soprattutto per via della scommessa di un **imminente Qe** (di fatto "stampare moneta" per acquistare titoli di stato) e per l'ingresso in **deflazione** di alcuni Paesi. I Btp approfittano per scendere su tutte le scadenze: il decennale (2,43%) scende di circa 30 centesimi, nuovi **minimi storici**, con lo spread vs Bund all'1,55%.

Negli ultimi giorni si sono moltiplicate le voci di **autorità monetarie** che invitano alla **cautela** nel ritenere possibile e imminente un *quantitative easing* Bce: su questo fronte riteniamo che la Bce voglia vedere gli **esiti** delle **due Tltro** (*Targeted longer term refinancing operations*) del **18 settembre** e dell'**11 dicembre** prima di prendere qualsiasi decisione. Inoltre vorrà accelerare sul fronte degli **Abs** con l'annuncio di un **piano di acquisto** di tali strumenti (*Asset backed securities*: obbligazioni emesse a fronte di cartolarizzazioni) e solo in ultima istanza, in caso di **nuovi segnali di deflazione** possa **prendere in considerazione il Qe** (giovedì 4/9 riunione Bce con nuove previsioni). Nel frattempo però la Fed a novembre smetterà di comprare *Treasury* e inizierà a parlare di un **rialzo dei tassi**.

In tale contesto, e con una probabile delusione sul Qe, ci sono tutte le premesse per immaginare un'**inversione di tendenza** sui tassi Bund ed europei a ruota di quelli Usa nei prossimi mesi. Ragionando inoltre in termini di **tassi reali** sull'inflazione tedesca (**0,8% agosto**) si rileva un rendimento reale del **Bund 10 praticamente nullo**, evento assolutamente anomalo visto che si ragiona su una **durata di impiego** del denaro decennale. Ancora più eclatante il rilievo, se si considera che nel 2015 l'inflazione in Germania è destinata, anche solo per **confronto statistico con il 2014**, a risalire almeno all'1,5%.