

Borse negative con impatto sui tassi

I rendimenti dei Btp tornano a salire sull'aumento dell'avversione al rischio; si avvantaggiano Bund e Bond Usa, i cui rendimenti si contraggono

/ Stefano PIGNATELLI

La settimana scorsa è stata caratterizzata da un **aumento dell'avversione al rischio** che si è fatto sentire sulle **borse**, sui **governativi periferici europei**, che hanno registrato un rialzo dei rendimenti e sui titoli "core" (Bond Usa e Bund) in consistente **discesa**.

Alla base del **nervosismo** la situazione politica **greca**, la **debolezza** della **ripresa** in **Europa**, il **rallentamento cinese**, l'aggravarsi della **crisi** in **Russia** e il **declassamento** di **Francia e Italia**.

I **Bond Usa**, nonostante le indicazioni congiunturali (vendite al dettaglio e sussidi di disoccupazione) decisamente **incoraggianti** e che lasciano presagire che alla riunione di mercoledì o a quella di fine gennaio la Fed possa iniziare a fornire segnali di un rialzo dei tassi, hanno visto **scendere** i rendimenti di circa **15 centesimi** (decennale al 2,13%) in una settimana; i **Bund 10 anni** scendono dallo 0,78% allo **0,63%**.

Analizzando l'andamento di mercato giorno per giorno, si può affermare che il **taglio del rating italiano** e la **debolezza** della **crescita** e della sostenibilità dei conti pubblici non vengono, in questa fase, considerati e il rialzo dei rendimenti è da legarsi soprattutto all'aumento dell'avversione al rischio e a prese di beneficio dopo il rally degli ultimi mesi.

Si registra che la **spinta al ribasso** sui **rendimenti italiani** derivante dall'aumento delle probabilità di un **QE** dopo la delusione per la seconda operazione Tltro di giovedì 11 dicembre, con cui le banche europee hanno "tirato" meno fondi del previsto dalla banca centrale, **non riesce a compensare l'effetto ribassista** sui rendimenti dovuto al "flight to quality". I rendimenti Btp schizzano di **20 centesimi** sul tratto a breve medio termine, mentre il decennale sale di solo 5 centesimi (2%). Lo **spread** però si allarga a **135 bps sui dieci anni**.

In ogni caso, la **possibilità** di un **QE Bce** sta fornendo indubbio **sostegno** ai **nostri titoli**, con gli operatori che non osano mettersi contro la banca centrale. Il mercato appare quindi condizionato dall'attesa di un **QE** e non prezza correttamente il rischio Italia. Tale considerazione è corroborata,

oltre che da aspetti legati ai fondamentali, anche dall'andamento di un **mercato**, quello dei CDS (**credit default swap**), più "**libero**" di prezzare il rischio Paese. Se consideriamo il CDS sul debito italiano a cinque anni (scadenza più significativa), a metà settembre era sceso a 85 con il Btp 5 anni sui livelli non distanti dagli odierni (1,2%), ma oggi il CDS quota 151, con un costo, quindi, per assicurarsi contro il rischio default, che è **quasi raddoppiato**.

Il **calo del prezzo del petrolio** e quello del **cambio** (Eurourod a 1,24 da 1,4 di maggio) avranno entrambi **effetti positivi** sulla **crescita** (petrolio: aumento del reddito disponibile, maggiori margini di profitto; cambio: export), mentre l'effetto è divergente sull'**inflazione**, che sotto il maggior effetto del calo dell'oil potrebbe **ancora scendere**. Tuttavia, sono da considerarsi **effetti transitori** ed è improbabile che l'attuale calo dei Bund e dei Bond Usa sia dovuto a questo fattore (è difficile che la Fed rinvii il rialzo sotto l'effetto di un calo dell'inflazione dovuto alla componente energetica).

Nuovi minimi storici dei tassi Irs

I **tassi Irs** subiscono il calo dei Bund (fino a quattro anni abbiamo rendimenti negativi) e segnano **nuovi minimi storici**, con l'Irs 10 allo 0,90% e il 5 anni allo 0,40%. Come sempre, le **scadenze brevi** restano stabilmente **basse** (Irs 3 anni allo 0,27%).

È ottimistico attendersi che i **rendimenti dei Btp 10** con l'avversione al rischio in aumento, con le scadenze brevi in forte tensione e con i CDS in rialzo, possano avere spazio per un **ridimensionamento importante**, nonostante l'aumento delle probabilità di un **QE**. Il **rendimento Bund**, da parte sua, ha qualche chance di ripiegare (sotto 0,6%), ma si tratterebbe di livelli dettati da **preoccupazioni** per la tenuta dell'**unità europea**, in un 2015 denso di scivolosi appuntamenti elettorali (Spagna, Portogallo e forse in Grecia).