

La bassa inflazione condizionerà i tassi di interesse nel 2015

Il calo del prezzo del petrolio ha un effetto positivo sulla crescita e un effetto di riduzione sull'inflazione: difficoltà a salire per Bond 10 e Bund

/ Stefano PIGNATELLI

Inizio 2015 all'insegna della **volatilità**. A condizionare i mercati i soliti argomenti: la **crisi greca** (elezioni il 29 gennaio), le **aspettative** di un **QE Bce** con l'ennesimo annuncio di Draghi, che si dice pronto ad acquistare titoli governativi. I mercati azionari si sono mossi nervosamente condizionati da questi aspetti, con l'**euro in netta flessione** (Eurousd a 1,18).

In calo i rendimenti governativi: confrontandoli con quelli pre-natalizi, troviamo il **Bond Usa** 10 anni al **2%** dal 2,2%, il **Bund 10** allo **0,5%** dallo 0,6%, il **Btp** all'**1,87%** dall'1,95%. I **tassi Irs scendono di 3 bps** sulle **scadenze intermedie** e ben **10 bps** su quelle **lunghe**: 0,22%, contro lo 0,25% a tre anni; 0,37%, contro 0,40% a cinque anni e 0,8% contro 0,90% a dieci anni (seguì tassi e cambi su www.aritma.eu).

In questi casi riteniamo sia necessario concentrarsi sui **dati macroeconomici** per avere qualche punto di riferimento concreto. Le prime indagini confermano l'**ottima crescita Usa** (*payroll* di ieri sopra le attese e tasso di disoccupazione al 5,6%) e un **barlume di ottimismo in Europa** (vendite al dettaglio e indici di fiducia).

Per quanto riguarda l'**inflazione** si assiste ad un **pronunciato calo** (stima flash dicembre europea -0,2%), che fa aumentare la schiera di coloro che si attendono una decisione Bce già alla riunione del 22 gennaio.

Il **calo del prezzo del petrolio** ha un **effetto positivo** sulla **crescita**, liberando spesa per consumi, e un effetto di **riduzione** sull'**inflazione**. La forza del dollaro/debolezza dell'euro, invece, ha un effetto positivo per la crescita europea e per l'inflazione (inflazione importata), mentre negli Usa contribuirà ancor più alla riduzione dell'inflazione. Gli effetti saranno **negativi** quindi sull'**inflazione**, in particolare nella prima parte dell'anno, con i **dati tendenziali** che negli Usa potrebbero scendere in primavera anche **sotto lo 0,5%**.

In un contesto del genere, nonostante la crescita robusta (atteso un ritorno sopra il 3%, evento che non avveniva dal 2006), il **Bond 10** trova **difficoltà a salire** oltre i livelli attuali del 2%, potendo anche scendere momentaneamente sotto tale livello; la **Fed** potrebbe essere **cauta** ad alzare i tassi, visti i rischi che ciò potrebbe comportare per i mercati finanziari. Un **livello medio 2015** del **2%** per il **Bond 10**, con

un'**inflazione** allo **0,7%** da noi stimata nell'anno in corso, significherebbe avere **rendimenti reali** intorno all'**1,3%**, livello comunque superiore alla media degli ultimi 5 anni (0,5%) e 10 anni (1%).

Discorso analogo per quanto riguarda l'**inflazione europea**, con i dati tendenziali negativi/nulli nel primo semestre, dove petrolio e dollaro dispiegheranno parte dei loro effetti. In tale contesto è **difficile** immaginarsi un **rialzo** dei **Bund**, che quindi dovrebbero restare abbastanza in linea con i livelli attuali (0,5% - 0,6%); da non escludere momentanee puntate verso lo **0,40%** in presenza del **QE**. Solo nell'**ultima parte del 2015** è da attendersi un **rialzo**, con il **decennale** verso l'**1%**. Stimando un'**inflazione media** 2015 pari allo **0,2%** (previsione Aritma) e un **livello medio** del **Bund** allo **0,8%**, si avrebbero **rendimenti reali** pari allo **0,6%** e cioè prossimi a quelli attuali (inflazione dicembre -0,2% e Bund allo 0,5%).

L'**inflazione italiana** rispecchierà a grandi linee l'**andamento** di quella **europea**, con una **crescita** ancora **molto bassa** e soprattutto con una dinamica dei conti pubblici che non invertirà tendenza e che quindi non permetterà una revisione al **rialzo** del **rating** (BBB-; ad un passo dal BB+ degli investimenti speculativi).

L'inflazione italiana rispecchierà l'andamento di quella europea

Risulta difficile immaginare un rendimento Btp 10 scendere sotto i recenti minimi dell'1,85%. Lo **spread Btp-Bund** ha raggiunto **livelli difficilmente comprimibili**, considerando la differenza di rating esistente tra i Bund (AAA) e i Btp. I **livelli attuali** di spread (**1,35%**) sono quelli presenti nell'estate del 2010, quando il rating S&P's era ancora A+, cioè ben **cinque gradini sopra** l'attuale livello.

Tali considerazioni sono **al netto** di un eventuale **effetto virtuoso QE Bce** sui titoli periferici europei, in quanto su questo fronte non si hanno attualmente elementi tecnici e concreti sulle modalità con cui verranno spalmati gli acquisti, e all'opposto non tengono conto di eventuali complicazioni dalla Grecia, ove nessuno è in grado al momento di esprimersi.