

Fed ambigua sul rialzo e "quantitative easing" Bce condizionano i tassi

In calo i tassi Usa e tedeschi, il dollaro perde terreno favorendo il recupero dell'euro

/ Stefano PIGNATELLI

La Fed, nel suo ultimo comunicato, ha eliminato la parola "paziente", in tema di tassi, aprendo uno **spiraglio** per un **intervento** sul costo del denaro, ma, contemporaneamente, ha **peggiorato** le proprie proiezioni di crescita economica e di inflazione. Il quadro appare quindi quello di una Fed indirizzata verso un **rialzo dei tassi**, ma **senza particolare urgenza**, vista anche la forza del dollaro che inizia a infastidire il percorso di crescita.

La reazione non si è fatta attendere, con i tassi attesi (**Future Libor Usd 3 mesi**) in **ripiegamento** e con i rendimenti dei **Bond Usa** in **forte ridimensionamento** (dal 2,25% di inizio mese lo troviamo a 1,91%). Il calo dei tassi Usa ha favorito il **recupero dell'euro sul dollaro**: sull'EuroUsd dai minimi di 1,046 si è passati a un picco di 1,10.

I rendimenti **Bund** sono stati solo parzialmente coinvolti dal calo di quelli Usa: la parte a breve resta al palo mentre quella **a lungo scende** ancora con il decennale allo 0,20%. I rendimenti Bund sono negativi fino a 7 anni.

Movimento tendenzialmente **analogo** per quanto riguarda i **tassi Irs**, con la parte a breve e medio termine stabile e quella **a lungo in calo**. Prosegue il movimento di **appiattimento** delle curve di Bund e tassi Irs. Uno degli obiettivi del **Quantitative easing Bce** è proprio quello di appiattire le curve in modo di dare la possibilità ai Governi di **allungare** la durata del proprio **debito a bassi costi**: l'Italia sta cogliendo quest'occasione con le recenti emissioni a 15 e 30 anni. Allungare la vita media mette inoltre al **riparo** da **eventuali imprevisti**: su questo fronte la Grecia continua a rappresentare un pericolo.

Invece, i rendimenti Btp salgono di oltre 10 centesimi sul medio lungo

Sui periferici, l'effetto della riunione Fed sta avendo un **effetto opposto** rispetto ai Bund e ai Bond Usa: i **rendimenti Btp** si increspano sul breve e **salgono di oltre 10 centesimi sul medio lungo** (decennale all'1,3%). Alla base del rialzo, le tensioni sulla Grecia e l'emissione di quindicinali, con gli

operatori che hanno probabilmente venduto titoli in possesso per far spazio alla nuova emissione. Il movimento divergente dei rendimenti Btp e Bund allarga lo **spread** che torna al **1,1%** dopo essere sceso una decina di giorni fa sotto lo 0,90%.

L'ampliarsi dello spread Italia-Germania si ripercuote sui principali indicatori del **costo del Funding** che monitoriamo: lo **spread tra rendimento delle obbligazioni bancarie italiane e i tassi Irs si allarga**, salgono leggermente i *Credit default swap*. Intanto, le banche italiane hanno "tirato" circa un terzo dell'intero importo dell'operazione **Tltro Bce** (98 mld), segno di potenziale risveglio della domanda di finanziamento che ancora langue stante ai recenti dati di Bankitalia e ABI; sul fronte dell'offerta, la mole di **sofferenze** continua a pesare e ciò è ben presente, tanto è vero che le trattative per la costituzione di un **veicolo esterno** che le **assorba** sembra una priorità del nostro Governo, ma incontra resistenze a livello comunitario.

L'**inflazione Usa** (febbraio 0,2% mese; 0% tendenziale) che scende **a zero** (è previsto un rialzo di tendenziale verso livelli più consoni al target Fed del 2% solo verso fine anno) e un **dollaro forte** che può creare qualche problema sul fronte della crescita sono elementi di **freno al rialzo** dei rendimenti **Bond** a stelle e strisce: inoltre i tassi Usa, più alti di quelli di buona parte dei Paesi avanzati, attraggono **investitori** contribuendo ad impedirne fughe verso l'alto.

Con la Bce obbligata a intervenire in acquisto di governativi, la **spinta al ribasso** può continuare in particolare sui **Bund**, dove è minore la disponibilità di "carta": ormai buona parte della curva tedesca è negativa e teoricamente nulla vieta di pensare che il **Bund 10** possa **tendere a zero**, ancor più se si acuissero le tensioni sulla Grecia e quindi sul titolo tedesco confluissero anche acquisti "rifugio".

Sul fronte dei **Btp**, un **freno alla discesa** è dato dal **rating del debito italiano**: attendersi una riduzione significativa e duratura in questa fase appare ottimistico. Lo spread quindi potrebbe avere difficoltà a scendere strutturalmente sotto 100 bps.