

Il 2016 inizia con una forte instabilità dei mercati

L'improvviso aumento dell'avversione al rischio ha interrotto la fase di rialzo dei tassi

/ Stefano PIGNATELLI

Troviamo **tassi e rendimenti** un po' più bassi di quelli che avevamo lasciato prima della pausa natalizia. Il Bund 10 è allo 0,5%, il Btp 10 all'1,55% l'Irs allo 0,90% e il Bond Usa al 2,1%. Non sono mancati tuttavia ampi movimenti: fino alla seduta di **fine dicembre** i **rendimenti** erano inequivocabilmente orientati verso l'alto con punte allo 0,65% - 1,67% - 1,01% e 2,32% rispettivamente sul decennale tedesco, italiano, sull'Irs e sul Bond Usa.

Da questi livelli è iniziata un'inversione rapida a ruota della decisione di Pechino di lasciar svalutare lo yuan, decisione che ha mandando in rosso i mercati azionari globali sul timore dell'avvio di svalutazioni competitive per sostenere una crescita in frenata. L'improvviso aumento dell'**avversione al rischio** ha quindi interrotto la fase di rialzo dei tassi che vedeva un sostegno nella decisione di metà dicembre da parte della Fed di alzare i Fed Funds.

Tutto ciò ha condotto a **nuovi minimi il prezzo del petrolio** nonostante le tensioni geopolitiche tra Iran e Arabia Saudita (da metà del 2014 i prezzi del greggio sono crollati del 70%). Una stabilizzazione sui minimi del greggio potrebbe avere un impatto sulle stime di inflazione. Se la Fed appare poco preoccupata dal debole andamento dei prezzi – anche perché l'inflazione “core” (al netto di energia e alimentari freschi) viaggia all'1,9% – la Bce potrebbe esserlo di più. Tornerebbe quindi d'attualità un rilancio del QE Bce. Questo sarà il tema dei prossimi mesi insieme al numero di rialzi da parte della Fed nel 2016 (attendiamo tre-quattro rialzi).

Dopo gli interventi di inizio dicembre la Bce potrebbe rimanere per un periodo abbastanza lungo in attesa di vedere se gli stimoli monetari – così come pare – stanno facendo effetto sull'economia, sul credito e sull'inflazione. Sull'inflazione oltretutto deve ancora dispiegarsi completamente l'**effetto di debolezza** dell'euro (nei prossimi 8-12 mesi).

Inoltre la Bce, anche se ha deluso i mercati, ha comunque introdotto nuove misure anche significative (taglio depo, aumento del target di acquisti mensili, estensione del QE

fino a marzo 2017 anche se di fatto è a tempo indeterminato essendo legato al target di inflazione, reinvestimento dei titoli in scadenza). Fino a marzo quando saranno disponibili le nuove previsioni di crescita e inflazione 2018 e una misurazione più precisa degli effetti delle misure prese, è poco probabile attendersi nuove misure di stimolo. Inoltre la Bce vorrà verificare la reazione dell'euro all'inizio dei rialzi Fed.

Tali considerazioni unitamente alle buone indicazioni che arrivano dagli indici di fiducia europei e dai sorprendenti dati occupazionali americani (292 mila nuove buste paga create in dicembre contro attese di 200 mila) lasciano presagire una **possibile ripresa** del rialzo dei tassi che la turbolenza cinese ha interrotto.

Incoraggiante il comportamento dei Btp

Decisamente incoraggiante il comportamento dei Btp che anche nelle sedute pesanti di borsa si sono mossi con medesima intensità e direzione rispetto ai Bund con lo spread che a parte un leggero allargamento, si mantiene stabilmente appena sopra 100 bps, ben sotto lo spread medio 2015 (1,17 bps).

Non sarà facile nel 2016 replicare le ottime performance dell'anno appena trascorso riguardo il costo del funding per le imprese. L'ordine di scuderia delle principali Banche pare orientato verso un aumento della redditività degli impieghi e quindi degli spread. Gli istituti minori, che nel 2015 avevano faticato a star dietro alle **riduzioni dei pricing** dei big, sono destinati a recuperare margini di concorrenzialità. Inoltre, secondo le previsioni macro, dovrebbero aumentare i tassi base a medio/lungo termine: Irs e tassi *Future Euribor*, ovvero quelli attesi dal 2017 in avanti. L'Euribor 1-3 mesi sarà invece destinato a scendere nella fascia -0,30%-0,25% e questo darà una grossa mano a contenere il costo del denaro per l'anno in corso.