

Le difficoltà di Trump hanno un impatto limitato sui tassi Ue

È, invece, proseguito il recupero dello spread sui BTP, sull'onda lunga dell'effetto Macron

/ Stefano PIGNATELLI

Le note difficoltà dell'amministrazione Usa e il timore che non veda la luce la riforma fiscale espansiva, hanno condotto a una flessione dei tassi americani in un quadro che vede **raffreddate le aspettative** per un rialzo dei tassi da parte della Fed il mese prossimo.

C'è da chiedersi se ciò sia plausibile: stando a quanto detto da **Yellen**, il rallentamento Usa del primo trimestre è transitorio e, dopo aver preparato con sapiente retorica il rialzo, è difficile che la stessa si faccia condizionare da eventi politici estranei al quadro macro. Non dovrebbero essere messi in dubbio i prossimi **due rialzi** nel corso del 2017 come in effetti confermato da diverse dichiarazioni di esponenti Fed; la pubblicazione in settimana delle minute dell'ultima riunione Fed potrebbe fornire qualche indicazione (seguì tassi, costo del funding su www.aritma.eu).

Vuoi per il "fligh to quality", vuoi per i dubbi su un rialzo dei tassi Fed, i maggiori cali si sono registrati sui **Bond Usa** con il decennale sceso al 2,25% dal 2,37% di una settimana fa. Al netto delle vicende da "spy story", l'attuale calo dei rendimenti Usa è da ritenersi **temporaneo** e presto si tornerà a considerare assolutamente coerente un doppio rialzo dei Fed Fund con un'economia Usa che riprenderà a crescere dopo la pausa del primo trimestre. Le previsioni sono per un Pil 2017 al 2%-2,2% e 2018 al 2,2%-2,5%.

L'inflazione potrebbe attestarsi al 2,2% per quest'anno mentre potremmo assistere ad un ritorno sotto il 2% il prossimo anno: questo potrebbe tenere a freno, unitamente a eventuali cali delle borse, i rendimenti governativi. I Bond Usa 10, considerando la **dinamica dei tassi reali** (media ultimi 5 anni sul decennale 0,8%), potrebbero posizionarsi indicativamente intorno al 2,8% per il biennio in corso, cioè 40 centesimi sopra il dato medio di 2,40% registrato da inizio 2017 sino ad oggi.

Se estendessimo lo stesso ragionamento ai **Bund** (0,38%) e quindi indirettamente ai tassi Irs (0,82%), il margine teorico di rialzo è decisamente più elevato rispetto a quello risultante sui titoli Usa.

Le previsioni di Pil Ue si aggirano intorno all'1,7%, quelle di inflazione all'1,5%; il tasso reale degli ultimi 5 anni sul Bund 10 è 0,2%; il Bund 10 dovrebbe quindi salire

all'1,7% ben lontano dal livello attuale. La politica monetaria Bce si fa quindi sentire sulla curva dei rendimenti Ue.

Ovviamente, il rialzo sarà graduale e in tal senso si muoverà la Bce nel ridurre progressivamente lo stimolo monetario: la tendenza sembra ben delineata. I motivi che frenano il rialzo sono dovuti a **dinamiche di lungo termine** (invecchiamento della popolazione e scarsità di carta di qualità) o a aggiustamenti dei mercati azionari.

I più recenti dati europei è vero che sono migliori del consenso, ma sono comunque sempre poco entusiasmanti (per es. Cpi sotto target Bce del 2% per il 2017-2018) e dimostrano come sia difficile per la banca centrale ridurre il sostegno monetario a breve.

Spazi molto limitati per riduzioni sia per Bund che per Irs

Le turbolenze di natura politica sui mercati Usa non hanno avuto impatti di rilievo né sulla struttura dei tassi Euro, né su quella degli indicatori di costo per le **banche italiane**. Viceversa è proseguito il recupero dello spread sui BTP, sull'onda lunga dell'effetto Macron, elemento che corrobora in prospettiva attese di tranquillità sul fronte del costo del denaro.

Molto limitati sembrano gli spazi per riduzioni dagli attuali livelli sia per i Bund che per gli Irs.

Il mercato (tassi Future) si attende che l'**Euribor a 3 mesi** riguadagni quota zero solo nel mese di giugno del 2019; pare un'attesa molto ottimistica.

Vero è che il target dell'inflazione del 2% è duro da raggiungere, ma è altrettanto vero che ormai viaggiamo su un livello consolidato minimo dell'1,50%; nel biennio precedente l'epoca dei tassi negativi, ovvero il 2013-2014 abbiamo registrato un Euribor medio di 0,22% con un'inflazione media di periodo dello 0,70%.

Appare altresì molto ottimistica l'attuale previsione del mercato che vede l'Euribor sotto lo 0,22% sino a giugno 2020. Lo 0,70% previsto per marzo 2022 potrebbe starci come non starci, ma in ogni caso il relativo timing potrebbe essere benissimo anticipato.