

Ultime novità con modesto impatto sui tassi Euro e Usa

Comanda l'effetto degli acquisti di titoli della Bce e ciò lascia pochi spazi ad un rialzo dei tassi nel breve periodo

/ Stefano PIGNATELLI

Si moltiplicano i segnali di forza dell'economia europea, ma i tassi Euro continuano a **non muoversi**. Neanche quelli Usa sembrano costituire al momento una minaccia in tal senso. Determinante è capire se il target dell'inflazione al 2% debba continuare o meno a essere di riferimento per il mantenimento del QE. Sta di fatto che al momento comanda l'effetto degli acquisti di titoli della Bce e ciò, anche in relazione al ritorno di forza dell'euro sul dollaro, lascia pochi spazi ad un rialzo dei tassi nel breve periodo.

Janet Yellen ha chiarito, in modo inusualmente forte, di essere "**molto incerta**" sulla possibilità che i prezzi possano salire. Dalle minute Fed emerge che molti esponenti si sono dichiarati preoccupati che l'inflazione possa rimanere sotto il target del 2% per un periodo più lungo delle attese. Se dunque i mercati prezzano ormai quasi pienamente un rialzo dei tassi a dicembre, non vedono molto spazio per una serie di strette l'anno prossimo. La Fed aveva parlato di tre rialzi ma i tassi attesi Libor Usd vedono a fatica un duplice rialzo (seguì tassi e spread su www.aritma.eu). Intanto l'economia continua a fornire segnali decisamente incoraggianti (*leading indicator*).

Per quanto riguarda l'Europa dalle minute della riunione del 26 ottobre (si veda "[Si allunga il periodo del quantitative easing, ma con importi dimezzati](#)") del 27 ottobre 2017) emerge che una data di conclusione era vista (da alcuni) come ben giustificata in previsione di ulteriori progressi verso un sostenuto aggiustamento del percorso dell'inflazione, sulla base di una fase di crescita migliore delle attese, di rischi in diminuzione e della prosecuzione di condizioni di finanziamento favorevoli per l'economia reale. Se così fosse a settembre 2018 l'ombrello protettivo della Bce **potrebbe essere chiuso**: i mercati si muoveranno in anticipo e quindi dalla primavera potrebbe esserci un'accelerazione al rialzo che riporti gradualmente Bund, Irs e Btp più vicini al loro *fair value* (indicativamente 50/75 *basis points* sopra i livelli attuali). I recenti dati macro confermano tale prospettiva visto che sono stati positivi: lettura degli indici PMI superiori alle attese con l'indice composto (media settore manifatturiero e dei servizi) che

balza a 57,5, massimo dall'aprile 2011. In Germania l'indice Ifo ha superato le attese. Potrebbe vedere la luce un governo tra Cdu e Spd.

Continua a sorprendere positivamente il **comportamento dei Btp** con il rendimento del 10 anni che si muove sotto 1,80% e con lo *spread* fermo in area 143 bps nonostante i richiami della Commissione europea all'Italia per il rischio di mancato rispetto dei requisiti del patto di stabilità e nonostante gli indici di fiducia dei consumatori e delle imprese resi noti ieri siano risultati in calo rispetto al mese precedente e sotto le attese. Se non ci fosse l'ombrello del QE probabilmente queste notizie avrebbero offerto un'occasione ghiotta per vendere Btp. Sorprende che un Btp a 2 anni renda -0,32%, quello tedesco -0,7% e quello Usa 1,75%.

Un'anomalia dovuta al QE e che diventa ancora più evidente se si considera che i rendimenti europei a breve hanno continuato a scendere pur in un contesto di **inflazione crescente**, con le attese in costante rialzo (*forward inflation 5y5y* a 1,68% da 1,50% di fine giugno) e con i prezzi di materie prime e petrolio che spingono verso l'alto. Le anomalie stanno diventando molte e molto significative: la Bce dovrà agire con grande abilità per evitare movimenti bruschi sui tassi ed in generale sui mercati finanziari.

L'euro ai massimi sul dollaro da sei settimane

L'euro viaggia sui massimi da sei settimane sul dollaro (1,195), con gli investitori che mostrano un **ottimismo crescente** riguardo la robustezza della ripresa della zona euro. A supporto dell'euro gioca la possibilità che in Germania si trovi uno sbocco positivo alla crisi politica. Da 1,155 di inizio novembre a 1,195 di oggi è cambiato poco dal punto di vista dei tassi: i differenziali prospettici Libor Usd - Euribor sono rimasti praticamente identici, anzi sono migliorati leggermente per il dollaro (si sono ampliati). Tale movimento quindi non trova giustificazione nell'andamento dei tassi. Il biglietto verde non sta incorporando l'eventuale approvazione entro fine anno della riforma fiscale di Trump.