

Il quantitative easing Bce crea distorsioni sui tassi

I rendimenti europei a breve hanno continuato a scendere pur in un contesto di inflazione crescente

/ Stefano PIGNATELLI

Quella appena trascorsa è stata una settimana densa di spunti macroeconomici che hanno condizionato l'andamento dei tassi con quelli Usa in rialzo su tutte le scadenze: il Bond 10 anni si porta sopra il 2,4%. I tassi "core" europei restano invece stabili sul tratto a medio breve e scendono leggermente sui 10 anni con il Bund allo 0,33% e l'Irs allo 0,81%.

I movimenti sui tassi Future Euribor e Libor usd 3 mesi (**tassi attesi** dal mercato e ricavati dalle quotazioni dei contratti Future) rispecchiano l'andamento di Bond, Bund e Irs: le attese per l'Euribor restano immutate (lentissimo rialzo da -0,32% a -0,27% per fine 2018 e poi accelerazione nel 2019 con quota zero vista a fine anno) mentre si increspano di 4-8 centesimi quelle Libor usd (da 1,5% del Libor attuale a 2,08% per fine 2018 e 2,27% per fine 2019). Nel 2018 il Libor usd salirà decisamente più dell'Euribor mentre nel 2019 la situazione si invertirà (segui tassi e spread su www.aritma.eu).

Il rialzo dei tassi Usa non riesce a trascinare quelli europei con il **delta Bond Usa-Bund Usa** che sui 10 anni sale a 207 bps sui massimi assoluti escludendo la puntata a 230 dei tempi della crisi greca. Sorprende anche il differenziale sui due anni che sale a 250 bps. Ancora più sorprendente è lo spread tra il Btp (e altri periferici europei) e il Bond Usa sui 2 anni: il Btp rende -0,36%, 1,8% quello Usa con un delta "incredibile" di 216 bps considerando oltretutto il differente rating.

Insomma 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 1,7% da 1,50% di fine giugno) e con le materie prime e il petrolio in particolare, che spingono verso l'alto.

Le anomalie stanno diventando eccessive: la Bce dovrà agire con grandissima abilità per evitare rialzi pericolosi per l'economia.

Eppure, nonostante ciò, è difficile immaginare **bruschi movimenti** al rialzo dei tassi europei pur essendo consapevoli che siamo nella parte finale del rally dell'obbligazionario e quindi deve dominare molta prudenza. I tassi saliranno di almeno 50-75 bps in una prima fase che temporalmente potrebbe prendere il via in primavera 2018 con i mercati che inizieranno ad anticipare

la fine del QE (settembre). Il rischio su questa ipotesi è che sull'azionario ci siano correzioni significative che impatterebbero sui tassi attraverso il "flight to quality". Le novità emerse in settimana sono molte e assai significative e tendenzialmente spingono nella direzione di un **rialzo dei tassi**: partendo dagli Usa, il via libera del Senato al progetto di riforma fiscale il cui passaggio alla Camera appare scontato entro fine anno.

Wall Street inaugura nuovi record

La **riforma fiscale** ha il pregio di rendere più competitive le imprese Usa (impatto positivo su Wall Street che inaugura in settimana nuovi record) ma ha anche il difetto di aumentare il deficit: c'è da chiedersi cosa impatterà di più sul dollaro e sui tassi e con quale tempistica. Tendenzialmente all'inizio il dollaro dovrebbe trarne vantaggio (se l'economia si surriscalda la Fed alzerà i tassi) per poi lasciare spazio a considerazioni sui conti pubblici. Sui tassi un'economia più forte, un possibile rialzo dei Fed Funds, le borse che salgono e un peggioramento nei conti pubblici spingono all'unisono verso tassi più alti.

La crescita americana nel terzo trimestre è stata **rivista al rialzo** al 3,3% annualizzato, meglio delle attese mettendo a segno la performance più brillante da tre anni a questa parte, grazie all'accelerazione degli investimenti delle imprese che ha compensato il leggero rallentamento dei consumi privati. Per la prima volta dal 2014, la crescita Usa viaggia quindi a un ritmo superiore al 3% per due trimestri consecutivi. Il tanto atteso dato sui prezzi Usa, Pce core, l'indice più seguito dalla Fed, vede confermate le attese (+0,2% mese): impatto zero sui Bond.

In Europa l'**inflazione** di novembre (1,5%) è stata leggermente inferiore alle attese (1,6%) ma è difficile imputare il calo di tassi a ciò. I dati finali degli indici di fiducia Pmi europei sono stati rivisti al rialzo rispetto alla stima flash confermando l'accelerazione dell'economia nel terzo/quarto trimestre e posizionandosi al livello più elevato da oltre 17 anni. Questo dato, quello di un'inflazione "core" sopra le attese e la forward inflation in rialzo, avrebbero dovuto favorire un'increspatura dei tassi Ue che invece non c'è stata.