

## Tassi in calo con le borse incerte

Sui tassi a medio lungo l'avversione al rischio è il fattore calmierante, specie per gli Usa; su quelli europei influisce molto la politica monetaria Bce

/ Stefano PIGNATELLI

Il Pil Usa è aumentato al ritmo annualizzato di 2,9% nel quarto trimestre 2017, mentre la precedente stima si era fermata al 2,5%; l'economia Usa archivia l'intero scorso anno con una **crescita media** del 2,3%.

Nonostante le recenti evidenze macro tutte positive e incoraggianti, le borse risultano ancora deboli: il calo favorisce acquisti sui governativi con i rendimenti Bond Usa, Bund e Irs in flessione (seguì tassi, spread ecc. su [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu)).

L'**avversione al rischio** è il fattore calmierante sui tassi a medio lungo che impedisce fughe verso l'alto, specie per quanto riguarda gli Usa, mentre sui tassi europei è la politica monetaria Bce a influire significativamente anche sul tratto medio lungo.

Un eventuale aumento della volatilità sui mercati potrebbe quindi comprimere i tassi: per il decennale Usa è difficile che si possa scendere sotto il 2,6% visto che il delta 10-2 anni è già ai minimi (sotto i 50 cent.) e il Libor 3 mesi è al 2,30%: se come annunciato dalla Fed il Fed Fund sarà al 2,25% per fine anno allora il Libor sarà almeno al 2,5%: potrebbe quindi esserci un'**inversione della curva**, segnale che normalmente annuncia un forte rallentamento economico.

Il pericolo che attualmente vedono gli operatori è quello di un'economia che potrebbe frenare bruscamente nel corso del prossimo anno con il Governo che non avrà strumenti a disposizione per contrastarla e con la Fed che comunque storicamente non è mai riuscita ad **evitare una recessione** dopo il raggiungimento del pieno impiego. Il pavimento per il Bond 10 è circa 2,6%; gli obiettivi possibili a cui potrebbe tendere nel corso dell'anno il decennale Usa sono in area 3-3,30% a meno di interferenze significative da parte dei mercati azionari. Gli obiettivi sono per un Fed Fund al 2,5%, un Libor 3 mesi al 2,7%: attualmente i tassi impliciti, quelli ottenibili dalle curve dei tassi, sono più bassi.

I rischi sul futuro derivano soprattutto dalle incertezze relative alla politica commerciale americana e dalla

svolta restrittiva delle banche centrali che per la Fed è già iniziata mentre per le altre è in procinto di iniziare. Per quanto riguarda l'Eurozona gli effetti del "flight to quality" sui tassi sembrano essere più contenuti rispetto agli Usa vuoi perché gli indici azionari europei paiono meno "tirati", vuoi perché le attese di un abbandono dell'unico grande acquirente di titoli governativi, la Bce, è dietro l'angolo.

Difficile quindi vedere **rientri sotto i livelli** segnati questa settimana (minimo per il 10 anni a 0,46%); è possibile che si ritorni nel range 0,50%-0,80% nei prossimi mesi.

La novità in termini di **inflazione** e quindi di tassi Bce, è la capacità che sta dimostrando la Germania di evitare un'accelerazione dei salari col mercato del lavoro in pieno impiego (oggi inflazione armonizzata febbraio a 0,4% mese; 1,5% annuo leggermente inferiore alle attese); questo sta avvenendo grazie al crescere dei flussi migratori dal resto dell'Unione e dall'assorbimento di rifugiati e immigrati. Ciò potrebbe tenere a bada i falchi della Bundesbank e rendere prudente la Bce.

### In estate il tema sarà la fine del QE

In estate il tema sarà quello della fine del QE: è plausibile che alla riunione di luglio venga annunciata la conclusione del programma: probabile una **ulteriore riduzione** graduale degli acquisti (oggi 30 mld mese) e un termine definitivo a fine anno.

Ovviamente continuerà il reinvestimento di cedole e scadenze così come ha fatto la Fed che ha avviato la riduzione dei riacquisti tre anni dopo la fine del QE.

Ma il market maker diventerà, più che il Qe, la revisione della "guidance" sui tassi con la Bce che potrebbe specificare cosa intende per "tassi fermi ben oltre la fine degli acquisti"; parrebbe assodato che la Bce non si muoverà prima della metà del prossimo anno.