

## Bce pronta a tagliare i tassi a giugno

Preoccupa il rischio che l'inflazione stazioni troppo a lungo sui livelli attuali, diventando quindi strutturalmente bassa

/ Stefano PIGNATELLI

Apertura della Bce ad un **taglio dei tassi** al prossimo meeting di **giugno**. Ieri, alla consueta riunione mensile, il Consiglio ha lasciato **inalterata** la **politica monetaria** con il **refi fermo** allo **0,25%**.

Tuttavia, c'è stato un deciso **cambio di prospettiva** nel discorso tenuto in conferenza stampa dal Presidente Mario **Draghi**, dopo mesi in cui Francoforte si era impegnata a rassicurare a parole il mercato circa il mantenimento di condizioni espansive, senza però adottare alcun intervento concreto. Tutto pronto quindi per un **taglio**, anche se **prima** si vorranno analizzare le **proiezioni** dello staff Bce di inizio giugno.

Le **aspettative di inflazione** restano **ben ancorate** nel **medio termine**, ma c'è **insoddisfazione** per gli **attuali livelli**. Se fosse necessario, la Bce sarebbe pronta ad intervenire con misure **non convenzionali**. Il rafforzamento dell'euro (ieri l'EuroUSD pre Bce aveva sfiorato 1,4 per poi flettere a 1,386) è causa di **preoccupazione** per la dinamica dell'inflazione (le stime macro della Bce ipotizzano un EuroUSD tra 1,34 e 1,36).

Le preoccupazioni maggiori della Bce riguardano quindi l'inflazione, soprattutto alla luce dei recenti dati. Sono infatti andate deluse le aspettative per un rimbalzo consistente dell'inflazione europea: in **aprile l'inflazione tendenziale** (aprile 2014 su aprile 2013) è stata pari allo **0,7%**. Le **attese** erano per un **rialzo tra lo 0,8% e l'1%** (era questa l'ipotesi Bce), ma ciò appariva decisamente ottimistico, considerando che un'inflazione tendenziale dell'1% avrebbe implicato una **variazione congiunturale** (aprile su marzo 2014) pari allo **0,5%**, **ben oltre la media** degli ultimi **3-5 anni (0,3%)** e degli ultimi 10 anni (**0,4%**). Il dato di aprile (la lettura flash fornisce esclusivamente il tendenziale) implica una **variazione mensile** dello **0,2%**, decisamente bassa. Ipotizzando una dinamica dell'inflazione per il resto dell'anno uguale a quella del 2013, l'inflazione Ue 2014 sarebbe pari allo **0,7%**, livello ben lontano dal target statutario della Bce del 2%.

Ciò che preoccupa la nostra banca centrale è il pericolo che l'inflazione stazioni troppo a lungo sui livelli attuali, diventando quindi **strutturalmente bassa** e, a quel punto, sempre più difficile da debellare. Un altro motivo di preoccupazione è che la Bce presterebbe il fianco ad **attacchi** da parte della **politica**, che coglierebbe l'occasione per sottolineare come il suo **mandato** sia stato **disatteso**. Attualmente, **non** vediamo **elementi** tali da poter consentire all'inflazione europea di tornare entro il 2015 verso **livelli più consoni** agli obiettivi

Bce (continuano a calare i prezzi delle telecomunicazioni, l'euro si mantiene forte, i prezzi dell'energia, nonostante i problemi in Ucraina e in Libia, continuano a non mostrare segni di tensione, la Cina rallenta, i prezzi delle materie prime agricole Ue sono in larga parte determinati politicamente).

I **pericoli** di "**Japanification**" della zona Euro, secondo la Bce (nel Bollettino di marzo è stato trattato il tema), sono tuttavia **bassissimi**. Per ora il mercato non sembra voler aprire una fase che preveda uno scenario giapponese.

La **reazione** alla conferenza stampa di Draghi di ieri è stata **modesta** sul fronte dei **tassi**; si è assistito ad una **leggera flessione** dei tassi **Future Euribor 3 mesi** (rappresentano le attese di mercato sul parametro trimestrale). Complessivamente, comunque, le attese sull'Euribor non si modificano in modo sostanziale: dai livelli attuali di **0,338%** l'Euribor 3 mesi è visto scendere nei prossimi mesi allo **0,25%** e poi risalire sui livelli odierni per settembre del prossimo anno. Lo **0,5%** è visto a metà 2016, lo **0,75%** per fine 2016 e l'**1%** per metà estate 2017. In sostanza, è del tutto **tranquillizzante** la dinamica futura per l'Euribor.

I **tassi Irs 2-3-5-10 anni, scesi** post Bce di circa 3-5 centesimi, sono rispettivamente allo 0,47%-0,56%-0,9%-1,7%, **livelli prossimi ai minimi del 2014**, ma superiori di 15-30 centesimi ai minimi assoluti segnati a fine 2012 sulle scadenze brevi e a maggio 2013 su quelle a medio lungo termine.

Leggera flessione sulla curva dei rendimenti **Bund**, mentre sui **Btp 10 anni** il calo è maggiore e porta al raggiungimento del nuovo minimo storico al **2,95%**. Lo **spread Btp-Bund** scende all'**1,5%**.

I Btp continuano a sfruttare il **buon momento** di tutti i **periferici** e il *flight to quality* nelle giornate di borse negative non li punisce affatto come avveniva in passato. Lo **spread vs Bund** all'1,50% potrebbe avere ancora **margin** di **miglioramento** se osserviamo l'elevata pendenza della curva e dello spread con il Bund: sui 2 anni lo spread è pari ad "appena" lo 0,62%; nel primo semestre 2011, ante crisi dei debiti sovrani, lo spread medio Btp/Bund era 1,25% sui 2 anni e 1,60%, proprio come oggi, sui 10 anni. Al di là di tale considerazione statistica, influenzata peraltro dall'ombrello protettivo dei possibili acquisti di titoli di Stato a breve della Bce, pare oggi **azzardato** scommettere su **ulteriori cali** dei **rendimenti del Btp 10 anni**, che tra l'altro si collocano solo 30 *basis points* sopra i certamente più affidabili T-Bond Usa (2,63%).