

Alla vigilia del voto francese tassi in lieve rialzo

Salgono leggermente i Bund e i tassi Irs dopo i minimi della scorsa settimana, nonostante l'incertezza politica

/ Stefano PIGNATELLI

Sono numerose le novità intervenute durante la settimana e la pausa pasquale. Il **clima politico** ha visto un peggioramento con le tensioni Usa-Nord Corea, il discusso referendum turco, l'avvicinarsi delle elezioni francesi su cui esiste sempre l'incubo di un ballottaggio tra forze entrambe antieuropeiste (gli ultimi sondaggi appaiono più tranquillizzanti) e da ultimo i fatti di Parigi.

Ma al di là di questi aspetti sono stati numerosi e significativi gli spunti forniti dai **dati macro**.

L'economia della **zona euro** ha iniziato il secondo trimestre con una crescita forte e sostenibile: l'**indice Pmi** (quello che si ottiene dalle risposte a questionari inviati ai direttori acquisti delle principali aziende su come vedono i prossimi 3-6 mesi) è infatti salito a 56,7 in aprile, la lettura più alta da sei anni (una lettura sopra 50 indica crescita, sotto significa contrazione dell'attività economica). La forza della crescita nel primo trimestre porterà probabilmente a una serie di revisioni al rialzo delle previsioni da parte di molte istituzioni finanziarie. Se confermati, questi dati porterebbero a una crescita economica del secondo trimestre del 0,7%, ben sopra lo 0,4% previsto.

L'economia sembra su un percorso di crescita più elevato rispetto al consenso; ciò potrebbe generare qualche pressione inflazionistica maggiore, segnali che la politica **ultra espansiva** della Bce sta funzionando.

Tuttavia, su questo fronte la Banca centrale ha ribadito come i tempi per una riduzione dello stimolo monetario non siano ancora maturi. L'**inflazione Ue** di marzo è stata confermata all'1,5% (0,8% su base congiunturale), mentre il dato *core* vede un leggero ritocco verso l'alto rispetto alla stima flash (da 0,7% a 0,8% annuo; segui tassi e spread su www.aritma.eu).

Tutto ciò ha spinto **leggermente al rialzo** i Bund (10 anni 0,24%) e i tassi Irs (0,76%) dopo i minimi della scorsa settimana rispettivamente a 0,16% e 0,69%, nonostante l'incertezza politica. A sostenere i rendimenti Bund anche l'affiorare di un problema di **scarsità di titoli** da acquistare con il Qe e ciò potrebbe diventare un impedimento a continuare oltre fine anno con le stesse modalità il programma di quantitative easing (potrebbero

venire ridotti gli importi o essere cambiata la composizione degli acquisti). Si stima che se gli acquisti da parte della Bce continuassero al ritmo di 60 mld al mese (importo valido da questo mese mentre prima erano 80 mld), la stessa Bce a fine anno arriverà a detenere oltre il **40%** del debito tedesco.

Lieve increspatura per i tassi attesi Euribor 3 mesi, ricavati implicitamente dalle quotazioni dei Future quotati al Liffe di Londra.

Tengono bene i **Btp**, i cui rendimenti sono agli stessi livelli prepasquali (2,26% il 10 anni): lettura quindi decisamente positiva, visto il contesto di aumento dell'avversione al rischio. In calo lo spread, che comunque resta in area 200 bps.

I **Bond Usa** (10 anni **2,25%**) non seguono il rialzo del Bund e restano al palo: a impedirlo i dati della fine della scorsa settimana, inferiori alle previsioni su inflazione e vendite al dettaglio, la politica fiscale espansiva di Trump che non prende il via e, da ultimo, la lettura del **Beige book**, secondo cui tra metà febbraio e fine marzo l'espansione dell'economia Usa è stata modesta/moderata, ma le pressioni inflazionistiche sono rimaste sotto controllo nonostante le crescenti pressioni scontate dalle imprese sul mercato del lavoro.

Più elementi a favore di un'inversione di tendenza sull'andamento dei tassi

Al netto delle elezioni francesi, aumentano man mano gli elementi pro inversione di tendenza sull'andamento dei tassi. Se e quando (potrebbe essere già lunedì stesso) svanirà il rischio "antieuro" transalpino, ci potrebbe essere un primo rimbalzo del rendimento del Bund tedesco e dei tassi Irs verso obiettivi **più consoni** all'attuale situazione "macro" e comunque quando la Bce lo deciderà. Un risultato elettorale interlocutorio manterrebbe ancora relativamente bassi i tassi lasciando il tempo agli operatori per intervenire in eventuali operazioni di copertura.

Gli **spread alle imprese** resteranno invariati per qualche mese, a meno di sconvolgiamenti imprevedibili a seguito di un avverso risultato in Francia.