

Tassi sempre in rialzo, politiche monetarie verso la normalizzazione

La Bce, probabilmente dopo le elezioni tedesche, annuncerà in che periodo del 2018 inizierà il "tapering"; la Fed ha iniziato a rialzare e continuerà

/ Stefano PIGNATELLI

Prosegue il **rialzo** dei tassi di interesse. Negli ultimi 15 giorni il rendimento del Bund 10 è passato da 0,25% a 0,59% di ieri, l'Irs 10 da 0,73% all'1%, il Btp 10 sale al 2,3% da 1,9%. Il rialzo prosegue anche sul Bond Usa 10 anni, salito dal 2,15% ad area 2,4%.

A innescare la salita dei tassi iniziata due settimane fa era stata l'interpretazione in senso restrittivo dei mercati a un intervento di Draghi, la conferma di una ripresa economica superiore alle attese come emersa da alcuni indici di fiducia e l'inflazione "core" europea di giugno salita all'1,2% contro attese di 1%.

Nelle ultime sedute ha contribuito alla prosecuzione del trend la lettura delle **minute Bce** relative al meeting di giugno, da cui si rileva come la stessa abbia aperto la discussione sulla possibile rimozione del QE, fermo restando un atteggiamento estremamente cauto.

Si fa strada l'ipotesi di una Bce che apra le porte a un annuncio dell'avvio del "**tapering**" (rimozione QE) per settembre-ottobre (più probabile questa seconda data a elezioni tedesche concluse).

Stando alle recenti dichiarazioni del capoeconomista Bce, l'economia della zona euro ha ancora bisogno di una politica monetaria **accomodante** per un lungo periodo e la variazione del messaggio (Draghi e minute riunione Bce) che ha innescato il sell-off sui titoli di Stato è stata una modifica sfumata per rispecchiare il miglioramento della crescita, mentre la strada per il ritorno dell'inflazione al 2% è ancora lunga (seguì tassi e spread per classi di merito creditizio su www.aritma.eu).

Come a dire che non dovrebbe sorprendere il rialzo in corso e uno spostamento strutturale del range del Bund 10 anni nella fascia **0,50%-0,75%**, con l'Irs 10 tra lo 0,9% e 1,2%. Se si guardasse ai **tassi reali**, con un'inflazione Ue all'1,3% nel 2018 (ultima previsione Bce) e considerando che la media degli ultimi 5 anni dei tassi reali sul Bund 10 è 0,2%, il rendimento del Bund dovrebbe salire all'1,5%. Il ragionamento è semplicemente da interpretare come rafforzativo dell'ipotesi di un trend rialzista: la Bce resta focalizzata sull'inflazione e da questo punto di vista i ragionamenti sul tasso reale restano dietro le quinte.

Non è un buon momento per i **Btp** colpiti da forti ven-

dite, anche se negli ultimi giorni si assiste a un recupero dopo l'apertura di Bruxelles alla flessibilità sui conti pubblici. Sull'Italia continua a pesare la difficoltà nell'agganciare la ripresa europea in corso e l'ipotesi di una riduzione del QE nel 2018 (gli operatori che si muovono sempre con largo anticipo).

Btp colpiti da forti vendite ma negli ultimi giorni in recupero

Un rialzo dei tassi inoltre andrebbe ad appesantire il costo del servizio del debito. Vedere il decennale salire e muoversi in una prima fase sopra il **2,5%-2,6%** non dovrebbe stupire, così come uno spread che possa ampliarsi rispetto ai livelli attuali (170 bps circa).

La **bolla** sull'obbligazionario, che ha portato i possessori di obbligazioni a performance eccezionali negli ultimi anni di calo dei tassi, dovrà andare gradualmente a sgonfiarsi: il compito delle banche centrali è quello di portare a un aggiustamento evitando l'ampliarsi della volatilità.

Tra le banche centrali l'osservata speciale sarà la **Fed**: all'audizione di ieri al Senato la Presidente Yellen ha spiegato che l'economia Usa è abbastanza forte per affrontare ulteriori rialzi dei tassi e per avviare la progressiva riduzione del portafoglio asset della banca centrale, parole che sembrano confermare le attese di un nuovo intervento della Fed entro fine anno.

Non è però mancata la cautela quando ha sottolineato che i tassi stanno già salendo e "non devono salire ancora molto" per raggiungere quello che la Fed ritiene il livello di equilibrio. La **normalizzazione** del bilancio dovrebbe iniziare "relativamente presto" e il recente indebolimento dell'inflazione sembra attribuibile a fattori temporanei.

In sostanza potrebbe alzare ancora i tassi nel 2017 (forse anche prima di dicembre) e alle prossime riunioni potrebbero essere resi noti alcuni dettagli tecnici riguardo alla riduzione dei titoli detenuti dalla Fed: in una prima fase non verranno reinvestite le cedole e i titoli in scadenza; è escluso che la normalizzazione del bilancio Fed si attui con una vendita diretta di titoli, questo avrebbe conseguenze pericolose sull'equilibrio dei mercati finanziari.