

Contesto sempre più favorevole al rialzo dei tassi

Incidono la revisione al rialzo della crescita futura, la riforma fiscale Usa, le decisioni delle banche centrali e l'inflazione che mostra segni di risveglio

/ Stefano PIGNATELLI

All'inizio della scorsa settimana la decisione della banca centrale giapponese di ridurre gli acquisti di governativi a lungo termine ha fatto riprendere il cammino all'insù dei tassi iniziato prima di Natale e che si era interrotto a cavallo di fine anno. Alla base della **fase rialzista** sui tassi c'è una serie di dati positivi negli ultimi mesi, che ha indotto le banche centrali a rivedere al rialzo le proprie stime per il 2018-2019, il rialzo dei tassi da parte della Fed e l'approvazione della riforma fiscale Usa.

A ciò, la scorsa settimana si è aggiunta la pubblicazione delle minute dell'ultima riunione Bce, che apre a una possibile revisione della "**forward guidance**". Dopo la pubblicazione dei verbali Bce sono salite le aspettative di un rialzo sulla deposit facility Bce (depo): resta improbabile, invece, un intervento sul tasso principale prima di fine 2018 (seguì tassi, costo del funding su www.aritma.eu).

I resoconti del Consiglio di dicembre preannunciano che in tempi brevi avverrà una riformulazione della *forward guidance* sui tassi in direzione **meno espansiva**, avviando di fatto il percorso di normalizzazione della politica monetaria di Francoforte. C'è stata una certa reazione sulla curva dei tassi Ois (*overnight indexed swap*), ma senza segnalare un sostanziale cambio delle aspettative di mercato; che la Bce cominci ad aggiustare il proprio messaggio era prevedibile e in buona parte già previsto dai mercati.

Probabile che **per fine anno** si interrompano gli acquisti: continueranno invece sicuramente i reinvestimenti di cedole e scadenze per altri due-tre anni stando almeno a quanto fatto dalla Fed, che ha avviato la riduzione dei riacquisti tre anni dopo la fine del QE. Draghi ha concluso l'ultimo Consiglio sui tassi riconoscendo

una maggior fiducia sulle prospettive per la crescita, ma ribadendo che l'appoggio della politica monetaria resta imprescindibile. L'importanza relativa della *forward guidance* sui tassi andrà crescendo man mano che l'inflazione riprenderà un sentiero sostenibile di ripresa e un ulteriore allentamento di politica monetaria non è più ritenuto necessario.

Sul fronte macro, ai recenti dati positivi si è aggiunto la scorsa settimana la **produzione industriale europea**, che a novembre è salita dell'1% a livello congiunturale e del 3,2% tendenziale.

I tassi sono saliti di circa 10 centesimi

Le conseguenze delle novità (Banca del Giappone e verbali Bce) hanno avuto l'effetto di far salire di circa 10 centesimi i tassi: il **Bund 10** è ben sopra lo 0,50% e l'**Irs 10** all'1%. Il **decennale Usa** veleggia appena sotto il 2,6% (intraday ha toccato 2,63%). La carta italiana performa meglio della tedesca nonostante le giornate di aste del Tesoro: lo spread si restringe leggermente (150 bps) con il Btp 10 che rimane sostanzialmente fermo in area 2%.

Abbiamo assistito a molte false partenze dei tassi, ma questa volta il **contesto** appare leggermente **più favorevole** a questa ipotesi: la crescita futura è stata rivista al rialzo, la riforma fiscale Usa è approvata, il prezzo del petrolio è salito di circa il 15% da inizio dicembre ed è in prossimità dei massimi da tre anni, l'inflazione mostra qualche segno di risveglio e le banche centrali stanno fornendo un supporto decrescente alla liquidità (decisione Boj di ridurre gli acquisti; la Bce ha dimezzato il QE da gennaio), la Fed sta alzando i Fed Fund e la BoE ha alzato il refi a novembre dopo 10 anni.