

Tassi poco condizionati dalla volatilità delle borse

Resta comunque immutata la tendenza al rialzo nel medio termine

/ Stefano PIGNATELLI

Una settimana, quella appena conclusa, di ampia volatilità sui mercati azionari: limitate le ripercussioni sui tassi di interesse.

Ritroviamo livelli simili a quelli di venerdì scorso. Il Bond Usa 10 anni si trova appena sotto il 2,9%, il Bund 10 è a 0,75% dopo aver toccato 0,80%, l'Irs 10 è all'1,15%. Stabile il Btp 10 anni che si muove a cavallo del 2% e sostanziale **stabilità** anche per lo **spread** in area 125 bps sui minimi da agosto 2016 (seguì andamento e attese tassi su www.aritma.eu).

L'accelerazione al rialzo dei tassi è partita venerdì scorso dopo il dato sui **salari Usa** di gennaio più alti del previsto; giovedì invece a spingere al rialzo è stata la dichiarazione di un membro Fed secondo cui la correzione dei mercati azionari non dovrebbe costringere la Federal Reserve a interrompere il ciclo rialzista del costo del denaro con lo scenario di tre ritocchi verso l'alto quest'anno che resta quello di base.

Si aggiunga l'atteggiamento restrittivo della **Banca d'Inghilterra**, secondo cui la propria politica monetaria dovrà probabilmente essere ristretta "prima e un po' di più" di quanto ritenuto tre mesi fa.

I **mercati azionari** sono spaventati dal rialzo dei tassi: inizia il confronto tra "dividend yield" e tassi sull'obbligazionario. Il dividend yield 2017 sullo S&P è stato circa 2%, mentre sull'Eurostoxx 50 del 3,7%. Un investimento a 2 anni su un Bond Usa (2,15% lordo) inizia a essere competitivo. Questo confronto sull'azionario europeo appare meno "tirato"; forse il motivo per cui le borse europee stanno reggendo meglio l'aumento dell'avversione al rischio è proprio questo.

Si stima che potrebbe iniziare a infastidire realmente Wall Street un rendimento del **decennale** intorno al **3,5%**. È vero che siamo lontani da questo livello, ma l'attuale curva dei tassi Usa proietta tassi attesi sul 10 anni al 3,10% tra 12 mesi e al 3,20-3,25% tra 3 anni; il Bond 2 anni è atteso al 2,6% tra un anno e al 2,95% tra 3 anni. I mercati stanno valutando questi numeri alla luce anche dell'impatto che la **riforma fiscale** potrà avere su PIL e inflazione: inoltre, più la riforma sarà finanziata in deficit, più genererà pressioni al rialzo sui tassi a lungo termine e quindi sul costo del capitale, ridimensionando l'effetto incentivo determinato dalla detassazione.

Da ogni lato la si guardi, è lecito aspettarsi **pressioni al rialzo** sui tassi e non è escluso che le attese (vedi sopra) possano anche essere superate. Un fattore calmie-

rante potrebbe essere la reazione delle borse, il cui andamento negativo potrebbe frenare l'ascesa dei tassi. Non si preannuncia di facile gestione la normalizzazione della politica monetaria Fed (ribaditi almeno tre rialzi dei Fed Fund: la probabilità attuale calcolata sui Future è del 32%; interessante che venga quotato per la prima volta un quarto rialzo nel 2018 per dicembre con probabilità 15%).

Non sono mancati spunti dal Vecchio Continente: la **Banca centrale europea** sta aggiustando in senso restrittivo alcune delle proprie regole sul collaterale, in modo che a garanzia dell'assegnazione di fondi Bce le banche non consegnino asset eccessivamente rischiosi (fondi d'investimento).

Ancora espansive le dichiarazioni del **capoeconomista Bce**, secondo cui un graduale rialzo delle pressioni inflazionistiche nella zona euro non significa necessariamente che i prezzi si trovino su un sentiero sostenuto di crescita che giustifichi un'ulteriore riduzione dello stimolo monetario; condizioni meno accomodanti di politica monetaria potrebbero mettere in pericolo la traiettoria dell'inflazione.

Di parere leggermente diverso, meno espansivo, il pensiero del presidente della **Bundesbank**, secondo cui sarebbe accettata una contenuta estensione del QE per favorire una chiusura graduale del programma al posto di una brusca interruzione, ma difficilmente potrebbe passare l'idea di un aumento degli acquisti.

L'Irs 10 contestualmente potrebbe avviarsi verso l'1,6%

Il **Bund 10** si muove tra 0,7% e 0,8%: potrebbe esserci una fase di stabilizzazione per poi assistere a una nuova fase rialzista (target 1%) in concomitanza con le conferme di crescita sostenuta e inflazione che per l'estate viaggerà all'1,7%-1,8% in Ue e decisamente sopra il 2% in Usa. Un ulteriore strappo è plausibile attenderselo per l'ultima parte del 2018 in concomitanza con la fine del QE: in questo caso il Bund 10 potrebbe salire per fine anno/inizio 2019 verso l'1,3%, livello superiore a quanto indichino i tassi impliciti (1%).

L'**Irs 10** contestualmente potrebbe avviarsi verso l'1,6% (impliciti Irs 10 tra 12 mesi 1,35%) considerando che il rialzo dell'Irs potrebbe essere attenuato dal cuscinetto dello spread Irs-Bund che potrebbe stringersi rispetto ai 40 cent. attuali.