

Bce e Fed promettono sostegno all'economia e al credito

Nelle considerazioni degli investitori istituzionali prevalgono aspetti come la determinazione delle banche centrali nel tenere i rendimenti bassi

/ Stefano PIGNATELLI

Una settimana, quella appena trascorsa, caratterizzata da importanti dati e dalla riunione Fed.

Dopo la Bce anche la Fed promette **sostegno all'economia** e al credito ma quest'ultima, come atteso, non prende nessuna decisione di politica monetaria se non l'impegno ad acquistare Bond finché non ci saranno ulteriori progressi sul fronte di crescita e occupazione. Quello che invece sorprende è la **resilienza** dell'economia americana come emerge dalle nuove stime macroeconomiche (Tabelle delle previsioni aggiornate di Fed e Bce in calce): il principale cambiamento – non da poco – è la netta revisione al rialzo per il 2020; rispetto alle previsioni di settembre si è passati da -6,5% a -2,4%; rivista al rialzo anche la previsione 2021 da 4% a 4,2%. La Bce (scorsa settimana) ha rivisto al ribasso l'anno in corso (-7,3%) e anche il 2021 (3,9% da 5%);(seguì Tassi e valute su www.aritma.eu).

In sostanza fino a ieri l'Eurozona era vista salire più degli Usa nel 2021: ora si è invertito il gap. Questo potrà essere un elemento importante ai fini soprattutto del cross Eurousd. Per quanto riguarda i tassi queste previsioni lasciano presagire un rialzo dei tassi Usa che influirebbe almeno in parte sui Bund. In effetti a **livello di confronto** con venerdì scorso c'è stato un rialzo sia dei tassi Usa sia di quelli Bund; sul Bond Usa 10 anni da 0,89% si passa a 0,94% non tanto per la Fed e le sue previsioni quanto per l'ottimismo in vista di un accordo su nuovi stimoli fiscali.

Sul Bund 10 il rialzo è stato di circa **5 centesimi** su tutta la curva (10 anni da -0,64% a -0,57%) ma dovuto ad altre cause: in particolare ad un calo delle aspettative di un taglio Bce (depo o refi) nel 2021 (lo si evince dal rialzo dei tassi Future Euribor), da dati macro tedeschi ed europei superiori alle attese (indici Pmi direttori acquisti, Ifo e Zew) e da aspetti tecnici che vedono nel livello -0,60% un forte supporto.

Eppure se si ragionasse in termini di tassi reali il Bond Usa 10 anni dovrebbe salire dall'attuale 0,94% almeno in area 1,5%. Se utilizziamo le stime dell'inflazione Fed (1,2% nel 2020; 1,8% e 1,9% nel 2021 e 22) il tasso reale medio sul decennale Usa nel 2020 chiuderà a -0,30%

che è anche l'attuale livello. Se prendessimo per buono un tasso reale di -0,30% per i prossimi due anni vorrebbe dire avere un rendimento Bond 10 Usa medio annuo dell'1,5% circa. Se poi utilizzassimo lo stesso ragionamento, prendendo come base le previsioni di **inflazione Bce** (0,2%; 1% e 1,1% rispettivamente per il 2020-21 e 22) per stimare il rendimento Bund 10, dovremmo assistere ad un importantissimo rialzo nel corso del 2021 da -0,60% a +0,30/0,40%.

Il tasso reale medio 2020 sul Bund 10 è -0,70% (livello simile a quello attuale); il tasso reale medio ultimi 5 anni è -0,90%; se si ipotizza, come nel caso Usa, di avere nel 2021 un tasso reale uguale al 2020, ecco che il rendimento del Bund dovrebbe salire a +0,30/0,40%.

Le "elucubrazioni" sui tassi reali per ora non entrano nelle considerazioni degli **investitori istituzionali**: prevalgono altri aspetti come la determinazione delle banche centrali, attraverso i piani di acquisto titoli, nel tenere i rendimenti bassi anche perché nel 2021 aumentano le emissioni globali per far fronte al crescente debito e tassi più alti di finanziamento sul primario potrebbero essere un costo insostenibile per molte economie in questa fase; un rialzo dei tassi avrebbe anche implicazioni negative sui bilanci delle banche e delle istituzioni che detengono titoli; persiste inoltre un'enorme domanda di carta di qualità che è merce sempre più rara. Tuttavia, l'esame dei tassi reali rappresenta comunque un riferimento per stimare la direzione/livello dei rendimenti nel medio-lungo termine una volta che si tornerà alla piena normalità post COVID (fine 2021-inizio 2022).

I **rendimenti Btp** si increspano appena in settimana (10 anni 0,57 da 0,55%) grazie anche allo sblocco del NextEu; ulteriore restringimento dello spread Btp-Bund a 113 bps. In generale sono resistenti tutti i periferici grazie anche al supporto Bce ma continua ad apparire poco giustificabile che i Bonos spagnoli e portoghesi rendano circa 50 cent. in meno e il 10 anni greco sia agli stessi livelli del Btp. Una spiegazione potrebbe essere che questi Paesi hanno usufruito del Mes.

Previsioni Fed				
	2020	2021	2022	2023
Pil	-2,4 (-6,5)	4,2 (4)	3,2 (3)	2,4
Inflazione	1,2	1,8 (1,7)	1,9 (1,8)	2
() previsioni precedenti di settembre				
Previsioni Bce				
	2020	2021	2022	2023
Pil	-7,3	3,9 (5)	4,2 (3,2)	2,1
Inflazione	0,2 (0,3)	1	1,1 (1,3)	1,4
() previsioni precedenti di settembre				