

I tassi europei non seguono quelli Usa

La correlazione quasi nulla dell'ultimo periodo lascia ben sperare che tensioni sui tassi Usa non portino ad aumenti di quelli Bund e dei tassi Irs

/ Stefano PIGNATELLI

Protagonisti gli Usa non solo per i deplorabili fatti di Washington, dove si è consumata una gravissima crisi politica con eventi senza precedenti nella storia della democrazia del Paese, ma anche per i tassi di interesse. L'inaspettata vittoria dei democratici al Senato spiana la strada all'ambizioso **pacchetto di stimolo** proposto da Joe Biden. Un Senato controllato dai democratici premia la crescita globale e in questo modo gli asset a rischio più elevato (nuovi record per le borse), mentre tende a danneggiare i Treasury che scontano un aumento del rosso sia del bilancio sia del commercio.

Tutto ciò, unitamente all'inizio della campagna di vaccinazione, ha condotto a una significativa **revisione al rialzo** dei tassi americani a **medio lungo termine**.

Il rendimento del Bond Usa 10 anni è passato da 0,95% dell'ultima seduta 2020 all'**1,08%**. Si conferma inesorabile il rialzo dei tassi americani iniziato da area 0,70% di settembre-ottobre (medie mensili). Ferma invece la parte a breve con il 2 anni in area 0,15% (seguì tassi e valute su www.aritma.eu).

Il recente rialzo dei rendimenti Usa e delle aspettative sull'inflazione alimentano le speranze della Fed che il nuovo approccio di politica monetaria della banca centrale funzioni e possa ricevere un'ulteriore spinta da decisioni di **maggiore spesa** prese da un Congresso a guida democratica.

Nonostante il rialzo delle stime di inflazione Usa per il 2021-2022 sia in larga misura dovuto al confronto statistico (previsione Fed 2021-2023 circa 2%), appare evidente un aumento delle **aspettative di inflazione** a medio lungo termine: la *forward inflation* americana a 5 anni per i prossimi 5 anni è passata dal 2% di settembre-ottobre al 2,4%.

Sembrano quindi esserci molte giustificazioni al rialzo dei tassi Usa e anche i presupposti per ulteriori rialzi con il Bond 10 che potrebbe portarsi stabilmente nei prossimi mesi a muoversi nel range 1-1,5% e probabilmente con maggiore frequenza nella parte alta.

Se avessimo un rendimento medio 2021 a 1,5% avrem-

mo un **tasso reale** medio 2021 di -0,3% (stima Cpi Fed 1,8%) cioè esattamente quello rilevato sull'anno appena finito. Sarebbero comunque livelli bassi di rendimento se si guardasse solo ai tassi reali la cui media degli ultimi 5 anni è +0,2%, ma in questa fase vi sono altre forze strutturali che impediscono ai tassi di salire più di tanto (acquisti Fed, enorme liquidità, carenza di titoli "sicuri", invecchiamento della popolazione che predilige asset poco rischiosi).

Altri fattori che spingeranno tendenzialmente verso l'alto i tassi entreranno in gioco molto più in là nel tempo come la disaffezione degli "stranieri" ai governativi Usa: gli investitori esteri detengono il 30% del debito Usa, uno dei livelli più bassi di sempre.

Per quanto riguarda i **tassi europei** il fattore più rilevante da monitorare è la **correlazione** con i tassi Usa. Per ora il Bund appare sganciato dal gemello americano: se guardiamo le medie mensili da settembre-ottobre, cioè da quando il Treasury ha iniziato a salire, il Bund 10 si è mantenuto sostanzialmente stabile (-0,57% media ottobre e -0,58% media dicembre). Ciò trova conferma anche con quanto accaduto in queste prime sedute 2021 con il Bond 10 salito di 15 centesimi e il Bund 10 di soli 3 centesimi (-0,52%).

Conferme positive arrivano dai Btp

La correlazione quasi nulla dell'ultimo periodo lascia ben sperare che tensioni sui tassi Usa non portino ad aumenti di quelli Bund e quindi dei tassi Irs (sostanzialmente stabili da inizio anno; Irs 10 -0,23%). L'**inflazione europea** contribuisce a mantenere **bassi i tassi**: quella di dicembre (stima flash comunicata ieri) è risultata -0,3% inferiore alle attese di -0,2% tendenziale (stabile quella "core" al netto di energia e alimentare fresco a +0,2%). La *forward inflation* 5y5y è 1,32%.

Conferme positive arrivano dai **Btp**, il cui rendimento in queste prime sedute 2021 si muove al ribasso (0,52% il decennale) con lo spread che stringe a 104 bps nonostante le fibrillazioni politiche.