

L'inflazione USA spaventa i mercati

Le banche centrali sono intervenute in settimana a ribadire l'assoluta tranquillità sul tema

/ Stefano PIGNATELLI

Un'altra settimana di **forte rialzo** per i tassi di interesse e per i rendimenti a medio lungo termine. Il Bond Usa sale a 1,5%, il Bund a -0,22%, il Btp 10 a 0,82% e l'Irs 10 a +0,07%. Rialzi che si aggirano sui 20 cent. per i titoli Usa ed Italia e di 10 cent. su Bund e Irs. Poco mosse le scadenze a breve: ferme quelle Usa e lieve increspatura di qualche centesimo per Bund e Irs. Soffre di più la carta italiana con rialzi di 10 cent. sul tratto breve (seguì tassi e valute su www.aritma.eu).

Le **forti vendite** sull'obbligazionario sono dettate da aspettative di inflazione in rialzo significativo rispetto allo scenario di riferimento: le previsioni di Fed e Bce di dicembre erano assolutamente tranquillizzanti, anzi l'inflazione resta sotto i target (previsione 2021-22-23 della Bce 1-1,1-1,4%; della Fed 1,8-1,9-2%). Le banche centrali sono intervenute in settimana a ribadire l'assoluta tranquillità sul tema; difficile dubitare di esse, che hanno a cuore la dinamica inflattiva, anche se sono orientate sempre a vigilare su quella di medio lungo termine.

Se guardiamo a quella di breve appare evidente che nei prossimi mesi, nel secondo trimestre, possa esserci un'**impennata** del dato tendenziale ma ciò deriva dall'effetto base con il 2020 e dal rialzo del petrolio. Potrebbero esserci punte al 2,4-2,6% tra aprile e giugno per la cpi Usa e del 1,7-1,9% per quella Eurozona ma nella seconda parte dell'anno. Calcolata la media degli ultimi 5 anni di variazioni mensili mese per mese (media ultimi 5 anni del mese di gennaio, febbraio, marzo...) e proiettati questi dati sul 2021 otteniamo una Cpi Usa simile a quella prevista dalla Fed (1,8%) mentre risulterebbe più alta per l'Ue (1% la previsione Bce contro 1,4%).

Al di là di queste semplici evidenze statistiche la domanda di fondo resta irrisolta: ci sono **pericoli** che si vada verso un'inflazione molto più alta di quella prevista da Fed e Bce? In sintesi estrema, allo stato attuale non si hanno elementi per contraddire le banche centrali. La disoccupazione elevata, la produttività e la capacità produttiva restano adeguate. Dal lato dell'offerta, i timori di sconvolgimento delle catene produttive a causa della pandemia si sono rivelati privi di fondamento. Qualche timore può esserci dal lato domanda specie negli Usa dove la ripresa sarà trainata dai con-

sumi e dal risparmio record (cosa inusuale per gli americani risparmiare). La dinamica inflazionistica risulta molto più incerta nel lunghissimo periodo dove i fattori strutturali dovrebbero comunque contenerla.

La *forward inflation 5y5y* (inflazione a 5 anni attesa tra 5 anni), indicatore monitorato attentamente, a inizio febbraio ha segnato un massimo a 2,5% quella Usa e 1,6% quella Ue; poi si è assistito ad un calo (ieri 2,2% quella Usa e 1,35% quella Ue). Questo indica che gli operatori sono diventati meno "sicuri" di un rialzo della cpi. Un segnale che potrebbe essere letto come la fine di questa **fase di vendite** sull'obbligazionario. Questo unitamente a considerazioni sui tassi reali lasciano presupporre che il repricing sia praticamente giunto al termine e prima di nuovi rialzi sia necessario capire l'evoluzione della ripresa.

Se guardiamo al **tasso reale** sul decennale Usa, nel 2020 è stato di -0,30%; se ipotizzassimo che nel 2021-22 restasse a -0,30%, con l'inflazione prevista dalla Fed (1,8%; 1,9%) vorrebbe dire avere un rendimento nominale dell'1,5% - 1,6% che combinazione è il livello odierno ed era il livello pre lockdown (un anno fa). In sostanza c'è stato un adeguamento dei tassi nominali ai tassi reali e quindi il rialzo ha semplicemente portato i rendimenti Usa su valore più equilibrati. Potrebbe anche esserci un nuovo rialzo ma dovrebbe essere supportato da attese di crescita e inflazione più alte delle attuali.

Appare lievemente diverso sul Bund dove la ricerca del punto di "equilibrio" relativamente ai tassi reali, lascia ancora spazio di 10-20 cent. di rialzo ma difficilmente adesso. Per il decennale -0,25% resta il riferimento nel breve ma nel corso dell'anno, tra alti e bassi la tendenza è verso **quota zero** se non, per fine anno, un ritorno in positivo. Ciò non dovrebbe stupire: un Bund 10 per fine anno/inizio 2022 a +0,20/+0,30% esprimerebbe gli stessi tassi reali del 2020. Per ora questi tassi non danno fastidio alla crescita, alla sostenibilità dei debiti e alle borse (il calo in settimana arriva dopo un febbraio da record); se la stabilità fosse messa in discussione le banche centrali hanno le armi da usare o semplicemente da sbandierare, per controllare la parte lunga della curva.