

# Politiche monetarie ultra accomodanti

Scendono i tassi nonostante l'inflazione sia ben oltre i target delle banche centrali e la crescita sia oltre il potenziale

/ Stefano PIGNATELLI

Mercoledì scorso, al termine della consueta due-giorni del Fomc, braccio operativo della Fed, la banca centrale Usa ha detto che la ripresa economica degli **Stati Uniti** è ancora sulla buona strada nonostante l'aumento delle infezioni da coronavirus dovuto alle varianti, mostrandosi ottimista ma segnalando un dibattito ormai in corso sul *tapering*, senza dare per ora dettagli su un'eventuale tempistica. In conferenza stampa Powell ha dichiarato di voler vedere "numeri forti" sull'occupazione prima di cominciare a ridurre i 120 miliardi di dollari di acquisti mensili di obbligazioni messi in campo dallo scorso anno per combattere lo shock economico generato dalla pandemia.

La Fed, come atteso, ha anche mantenuto il suo tasso di interesse di riferimento *overnight* **vicino allo zero**. E i numeri provenienti dal mercato del lavoro sono stati tutt'altro che confortanti, visto il balzo delle richieste di sussidi settimanali di disoccupazione.

Anche dal punto di vista della **crescita** è giunta una delusione, visto che la lettura preliminare del Pil II trim. è risultata pari a 6,5% contro attese di 8,5% (seguì tassi e valute su [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu)).

Questi dati hanno rafforzato l'ipotesi di una **Fed ancora accomodante** e che rinverrà alla riunione di settembre se non a quelle di novembre o dicembre qualsiasi decisione di riduzione di stimolo monetario (prima della riunione il 75% degli operatori – sondaggio Reuter – stimava che a Jackson Hole ad agosto sarebbe stato dato l'annuncio di inizio *tapering*). Tutto ciò ha permesso ai tassi Usa di limare ancora di qualche centesimo i già **bassi livelli** con il Bond 10 all'1,24%. Il Bund 10 segue il gemello Usa portandosi a -0,45% da -0,41% di una settimana fa.

Unico dato che invece avrebbe potuto spingere per un rialzo dei tassi è l'advance Pil price index risultato superiore al *consensus*, ma si sa che l'inflazione è diventato un fattore poco "market mover" visto che gli operatori – per convinzione o per convenienza – stanno accettando la narrazione delle banche centrali secondo cui nel 2022 e 2023 i **prezzi** torneranno al **2%** se non leggermente sotto.

Una situazione ideale quella di **tassi reali** ampiamente

negativi per chi ha debito. In sostanza le banche centrali stanno creando ad arte le aspettative schiacciando i rendimenti e lasciando salire l'inflazione in modo da creare livelli **ampiamente negativi** di tassi reali. L'inflazione è una sorta di tassa invisibile, ma assorbe lentamente gli eccessi di debito specie se la composizione del debito è sul fisso e la sua *duration* è stata sapientemente allungata.

## Scenario con livelli ampiamente negativi di tassi reali

La Fed e la Bce faranno di tutto per rendere concreto questo scenario; il rischio è che nei prossimi mesi, indicativamente da oggi a fine anno/inizio 2022, l'inflazione non subisca contrazioni e la crescita continui a mantenersi decisamente forte; si andrebbe incontro a una fase perdurante di **forte inadeguatezza** dei **rendimenti** rispetto al ciclo economico.

La forza persuasiva delle banche centrali è inoltre evidente se si considera che a marzo il Bond Usa era all'1,78% con un'inflazione prospettica più bassa e con previsioni di crescita decisamente più contenute delle attuali.

Il fattore positivo è che anche se vi fosse un riposizionamento dei mercati sulle curve dei tassi, si partirebbe da livelli decisamente **compressi**. Alcuni studi econometrici stimano un potenziale rialzo dei rendimenti a 10 anni di mezzo punto o di un punto percentuale a seconda che la Fed porti da 120 mld attuali a 60 mld mese gli acquisti di titoli o li azzeri. Un passo indietro della Fed significa che quei titoli dovranno essere collocati sul mercato con conseguenti tensioni rialziste.

A proposito di **inflazione**, quella tedesca è salita al 2,9% tendenziale dal 2,1% di giugno contro attese di 2,6%; una crescita di questa entità è giustificata dall'effetto base per la riduzione temporanea dell'IVA l'anno scorso su varie voci del paniere nazionale, oltre che dal rincaro dei prezzi dell'energia. L'inflazione flash Ue sale al 2,2% (attese 2%).

Sorpresa positiva dal **Pil Ue II trim.** al 2% (attese 1,5%) e da quello italiano (2,7%; attese 1,5%), mentre delude quello tedesco (1,5%; attese 2%).