

Bce incerta sull'inflazione

Il rischio è che correre dietro all'inflazione renda molto più brusca la frenata dell'economia che già così potrebbe essere molto decisa

/ Stefano PIGNATELLI

Un'altra settimana di **significativi rialzi** per rendimenti e tassi: 25-30 bp in Usa e 15-20 sulle curve europee di Bund, Irs e Btp.

La curva Usa si è invertita con le scadenze 3-7 anni che rendono più del 10 anni (2,34%). I tassi Future Libor usd 3 mesi salgono di 30 centesimi sul tratto fino a giugno 2023 dove il parametro trimestrale è previsto al **3%** massimo dei prossimi 5 anni. Dopo tale data scende progressivamente verso il 2,50%, livello su cui i tassi future si assestano (seguì tassi e costo del funding su www.aritma.eu).

In termini di **livelli massimi** poco è cambiato rispetto alla scorsa settimana (3%); ciò che invece è cambiato è la velocità con cui i medesimi verranno raggiunti. In sostanza si prevede che la Fed possa essere più rapida e decisa ad alzare e questo appare ancora più probabile dopo i dati di ieri sul mercato del lavoro che hanno visto le richieste settimanali di sussidio di disoccupazione scendere su livelli che non si vedevano dal 1969 e ben sotto il consensus.

La crescita Usa appare solida e **poco influenzata** dalla guerra in Ucraina. Gli Stati Uniti sono marginali esportatori netti di petrolio e la bilancia energetica complessiva nel 2022 dovrebbe essere in modesto deficit per via di prodotti petroliferi diversi dal greggio. Le esportazioni di gas naturale Usa, raddoppiate nel 2021 e salite al 10% della produzione domestica, sono previste dall'Energy Information Agency in ulteriore espansione. Il blocco delle importazioni di prodotti energetici dalla Russia (7,9% del totale) dovrebbe avere effetti contenuti e stimolare gli investimenti e la produzione domestica di greggio. Nel comparto agricolo, gli USA sono esportatori netti. Il Dipartimento dell'Agricoltura prevede per il 2022 un ulteriore aumento del saldo positivo nel comparto dei cereali. Le conseguenze principali del conflitto sono sull'inflazione che parte da livelli già elevati (7,9% febbraio). Lo scenario di crescita rimane positivo, anche se incerto. In tale situazione la Fed può occuparsi principalmente dell'inflazione.

La Bce non può fare altrettanto: la dipendenza energetica ed alimentare non lo consente. Il rischio è che correre dietro all'inflazione renda molto più brusca la **frenata dell'economia** che già così potrebbe essere molto decisa, sicuramente più di quanto la stessa banca centrale ha previsto per il 2022 (3,7%). Se si arrivasse ad un

razionamento energetico per affrancarsi dalle forniture russe probabilmente si andrebbe in recessione. La politica fiscale da sola non compenserà i minori investimenti fissi e i consumi (è vero che il risparmio è salito ma l'incertezza potrebbe indurre a non spendere) e allora la politica monetaria dovrà necessariamente ancora essere di forte supporto.

L'inflazione potrebbe passare in secondo piano: rientrerà dopo i prossimi picchi tra giugno e settembre in parte per il rallentamento economico, in parte perché scenderà il prezzo dell'energia guidato dalle decisioni politiche globali che imporranno un freno alla speculazione sui prodotti energetici e poi bisogna ricordare che in Asia la **dinamica dei prezzi** è assolutamente sotto controllo in quasi tutti i Paesi (Cina 2-2,5%; Giappone 0,5%) escluso India per via della sua dipendenza dal petrolio (5%).

Il dato che ha sorpreso in settimana sono gli indici Pmi direttori acquisti che sono risultati essere migliori delle attese: l'effetto del conflitto non sembra preoccupare più di tanto anche se potrebbe non essere ancora stato rilevato completamente nei **questionari** (la guerra è iniziata il 24 febbraio e i dati vengono raccolti proprio in quei giorni).

I rendimenti europei salgono anche perché si potrebbe assistere ad un aumento delle emissioni per coprire in deficit nuove spese in campo energetico e militare. In particolare ciò potrebbe rivelarsi un rischio per l'Italia che vedrà un nuovo **scostamento di bilancio** con emissioni superiori a quelle programmate, ma è anche vero che le nuove spese potrebbero essere assorbite da eventuali programmi di emissioni congiunte a livello Ue.

Il tema è quindi cosa accade se la crescita sarà più bassa e il deficit superiore alle attese: sarebbe pesante per l'Italia a meno che le nuove spese vengano appunto finanziate **a livello comunitario**. Non escludiamo che la Bce possa continuare nei suoi acquisti QE se fosse necessario.

In uno scenario che può modificarsi significativamente in poco tempo, per ora i **tassi europei** seguono quelli Usa e salgono: il Bund 10 oltre lo 0,50%; l'Irs 10 a 1,15%; il Btp decennale (2,05%) sale di circa 15 centesimi come il Bund con lo spread fermo in area 150 bps.