

# Ampia volatilità sui tassi in vista della riunione Bce

Il bilancio settimanale vede un calo di circa 15/20 centesimi sui decennali e di 5/10 sui due anni

/ Stefano PIGNATELLI

Aumenta la volatilità sui mercati obbligazionari. Gli interventi più restrittivi del previsto del presidente Fed di martedì e mercoledì hanno condotto a un significativo rialzo dei tassi soprattutto sul tratto breve/medio. Poi improvvisamente tra giovedì e venerdì si è assistito a un deciso dietrofront, senza neanche aspettare i dati occupazionali americani (dati che vedono *payroll* a 311 mila superiori al consenso, ma un aumento a 3,6% del tasso di disoccupazione e un aumento delle paghe orarie inferiore alle attese). Alla fine il bilancio settimanale vede un **calo** di circa **15/20 centesimi** sui **decennali** e di **5/10** sui **due anni**. Il Bund 10 scende a 2,52%; il Bond Usa 10 anni è a 3,84%; l'Irs 10 a 3,10% (seguì tassi e valute su [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu)).

Le attese per l'**Euribor 3 mesi** (*fixing* 2,98% +14 cent. in settimana) avevano toccato un massimo per settembre/dicembre a 4,15%, livello da cui rientrano a 4% circa cioè simili a quelli della scorsa settimana. Scendono invece di 15/20 centesimi le attese per l'Euribor 2024-2025.

Sembra quindi iniziare a serpeggiare il timore che con rialzi così ampi dei tassi principali sarà inevitabile una **recessione** nel 2024/2025, con le banche centrali che dovranno correre ai ripari abbassando significativamente i tassi, ma avranno battuto l'inflazione. Conferma di ciò si ha guardando alla **forward inflation 5y5y**: quella eurozona – mentre Lagarde e Powell usavano toni più restrittivi del consensus – è scesa da 2,60% a 2,35%, quella Usa da 2,65% a 2,40%.

Se tentiamo di allungare lo sguardo ai prossimi anni gli scenari restano fluidi, ma le posizioni vanno polarizzandosi. Da una parte c'è chi sostiene che quella che abbiamo visto negli ultimi tre anni è solo una parentesi determinata da circostanze **eccezionali** che, una volta rientrate, riporteranno a un mondo simile a quello del 2019. Le caratteristiche strutturali rispetto ad allora non sono cambiate e continueranno a concorrere a mantenere bassi i tassi d'interesse.

L'invecchiamento della popolazione e la sua richiesta

di titoli sicuri continua, resta alto il risparmio, i regolatori impongono alle istituzioni finanziarie di bloccare in strumenti *risk free* una parte importante dei loro attivi. I tassi reali rimarranno **inferiori** al tasso di crescita reale dell'economia. Non avremo più tassi negativi, ma il tasso reale neutrale rimarrà intorno a quei 50 punti base sui quali la Fed sta cercando di muoversi.

C'è invece chi sostiene che i tre anni passati hanno comportato una **rottura** e nulla sarà più come prima. Il 2% di inflazione, che prima era un tetto, è ormai destinato a trasformarsi in un pavimento. Il tasso neutrale dovrà salire molto oltre i 50 punti base stimati dalla Fed.

Tornando alla cronaca – in attesa della riunione Bce di giovedì prossimo e di quella Fed di fine mese in cui verranno fornite le nuove previsioni macro – la testimonianza di Powell al Congresso, con i suoi toni assai restrittivi e la sua apertura a **rialzi dei tassi più aggressivi** ha condotto una parte del mercato a prevedere 50 bps di rialzo da parte Fed e 75 cent. dalla Bce.

Nonostante ciò riteniamo che la retorica Fed sia più che giustificata per tentare di mantenere bassa l'inflazione attesa (che è una componente importante dell'inflazione puntuale), ma che concretamente le scelte operative saranno **più moderate**. Powell non decide da solo e il Fomc (board operativo) è mediamente più colomba di lui. La Fed, se alzasse di 50 bps, smentirebbero sé stessa (dalle ultime *minute* emerge che rialzi di 25 cent. sono adeguati).

## Scenario base con rialzo limitato a 25 bps per la Fed e 50 cent. per la Bce

Inoltre gli effetti dei rialzi non si sono ancora dispiegati. Rimaniamo dell'idea che un rialzo limitato a **25 bps** per la Fed e a **50 cent.** per la Bce sia ancora lo scenario base, accompagnato però da un'insistente retorica sulla necessità di mantenere tassi elevati ancora per lungo tempo.