

Importante rialzo dei tassi europei

È molto difficile fare ipotesi sul nuovo scenario; le previsioni Bce e le più recenti evidenze macro sono per ora l'unico riferimento concreto

/ Stefano PIGNATELLI

I conservatori e i socialdemocratici, in trattative per formare una coalizione di Governo tedesco, hanno concordato la creazione di un fondo speciale per le infrastrutture da 500 miliardi di euro in dieci anni e si preparano ad allentare il "freno al debito" sulle spese per la **difesa**, che potranno superare a deficit l'1% del Pil. La riforma – che sarà presentata in Parlamento in settimana – segnerebbe una storica **inversione di tendenza** rispetto alle **regole di indebitamento** imposte dopo la crisi finanziaria globale del 2008, che da allora sono state criticate da molti come obsolete e in taluni casi controproducenti.

La notizia, completamente inaspettata, ha condotto a un imponente **rialzo** dei rendimenti e dei tassi eurozona.

Rispetto a inizio mese il Bund 10 è **salito** di 45 cent. (2,83%), il 2 anni di 25 cent. (2,24%), il Btp 10 di 43 cent. (3,96%). L'Irs 10 sale di quasi 40 cent. (2,70%), il 2 anni di 20 cent. (2,34%). Lo spread Btp-Bund resta stabile, scende ancora lo spread Irs-Bund attualmente a meno 13 bps quando storicamente era positivo di 10-30 centesimi (seguì tassi e valute su www.aritma.eu).

Dunque i tassi Ue sembrerebbero saliti sul ragionamento che ci sarà un'ondata di emissioni (offerta) che dovrà trovare una domanda pronta ad accoglierla e maggior debito significa una minor solidità degli emittenti. La reazione è stata violenta, con i tassi che cercano di adeguarsi al nuovo scenario su cui è difficilissimo fare ipotesi. L'unico riferimento concreto per ora sono le **previsioni Bce** e le più recenti evidenze macro. Da tali punti di vista il rialzo di questa portata apparirebbe poco giustificabile vista la revisione al ribasso del Pil da 1,1 (previsione di dicembre) a 0,9% (previsione aggiornata giovedì scorso in concomitanza con la riunione Bce e il ribasso del depo al 2,50% da 2,75%). Apparirebbe invece abbastanza coerente con la **revi-**

sione al rialzo da 2,1 a 2,3% dell'**inflazione 2025** (vedi tabella in calce all'articolo). Un Bund al 2,80% genera un tasso reale dello 0,50% in linea con le medie storiche.

Sembrerebbe quindi che i mercati si siano adeguati a questa realtà quasi in modo automatico senza sapere ancora bene come valutare l'impatto dell'aumento di spesa tedesco. Inoltre lo stimolo tedesco ed europeo genererà **risultati positivi sulla crescita** forse già nella seconda parte dell'anno e dunque anche da questo punto di vista potrebbe essere giustificato un Bund sui livelli attuali. Le previsioni della Bce sono state fatte prima e non incorporano le decisioni di Germania ed Eurozona.

Molto più difficile è ipotizzare come verrà assorbita l'enorme quantità di carta di prossima emissione. Si potrebbe anche ipotizzare che – in stile pandemia – la Bce possa assorbire quanto necessario, gonfi nuovamente il suo bilancio e poi nel corso degli anni lo smaltisca gradualmente evitando impennate di rendimenti e inflazione. Quest'ultima rischia di subire **pressioni al rialzo** per via di un aumento della base monetaria. Se questo fosse lo scenario, ma anche se fosse solo vero in parte, per il mercato obbligazionario saranno tempi duri con una pressione al rialzo sui rendimenti a **medio lungo termine**. Torneranno di attualità il mercato monetario e i titoli legati all'inflazione. La saga sui dati aumenterebbe da una parte nell'immediato le pressioni sull'inflazione, ma contribuirebbe a un rallentamento della crescita. Sarà inoltre da valutare l'impatto su cpi e Pil del rialzo dell'euroUSD (+4%), uno dei più elevati della storia.

Negli **Usa** invece i **tassi stanno scendendo**: i deboli dati – per ultimi quelli occupazionali di venerdì scorso inferiori alle attese – lasciano prevedere una frenata dell'economia.

PREVISIONI BCE					
		2024	2025	2026	2027
PIL	0,6	0,8	0,9 (1,1)	1,2 (1,4)	1,3
INFLAZIONE	5,4	2,4	2,3 (2,1)	1,9 (1,9)	2 (1,9)
INFLAZIONE CORE	5	2,9	2,3 (2,3)	1,9 (2)	1,9
() previsioni precedenti di DICEMBRE					