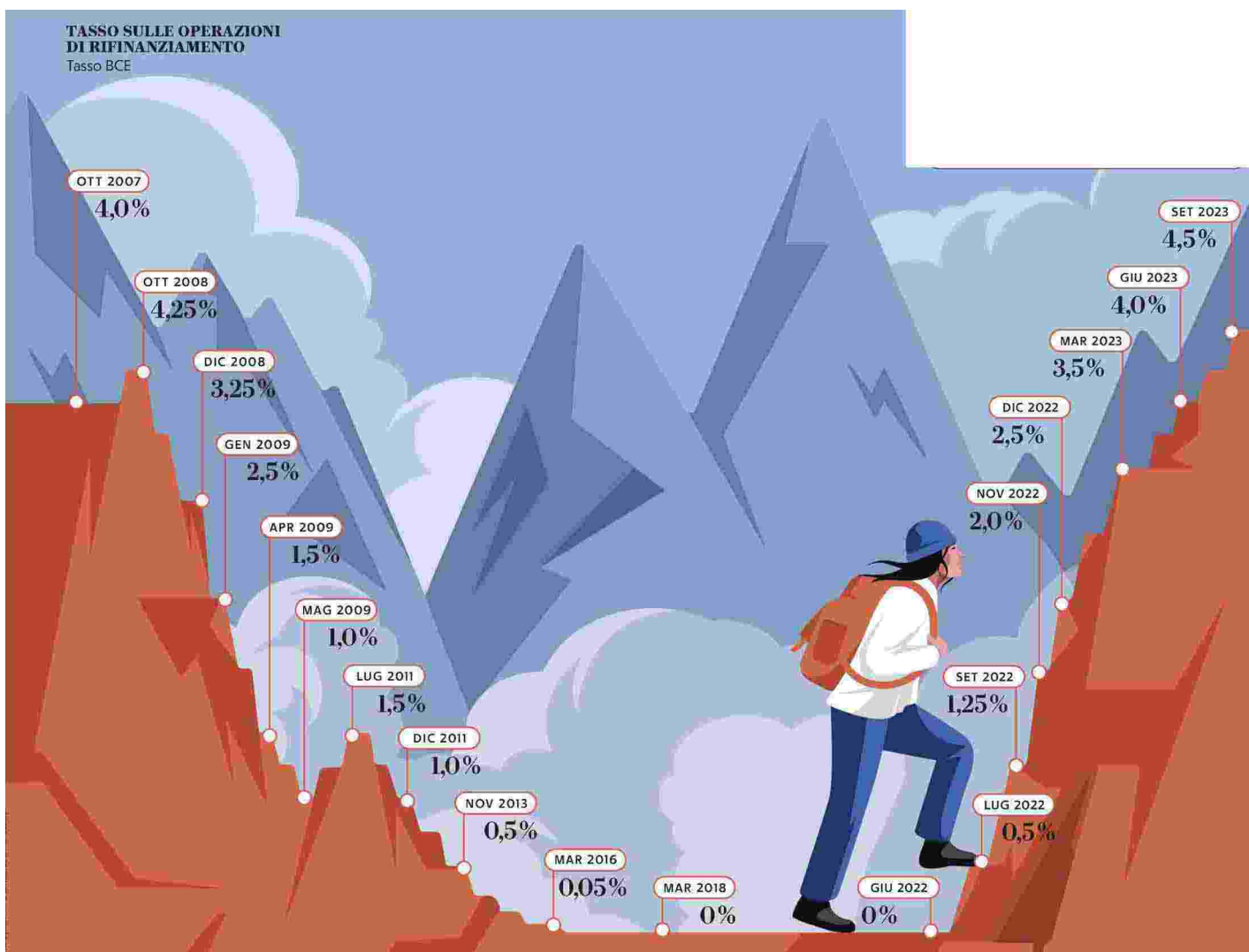


# In vista del picco

La ripida salita dei tassi d'interesse dovrebbe essere prossima alla fine. Ma dopo la vetta potrebbe non esserci la discesa, bensì un lungo altopiano. Che lascerà segni profondi sulla crescita globale

Vittoria Puledda, Eugenio Occorsio e Sara Bennewitz pag. 2-5



Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

139308

GLI SCENARI

# Banche centrali Il picco dei tassi è vicino ma la discesa tarderà ancora

L'aumento del petrolio contribuisce a cambiare le attese sulle mosse di Fed e Bce. E soprattutto sposta in là il momento in cui si comincerà a tagliare

Vittoria Puledda

**S**orpresa: la cima dell'Euroverest - sempre più vicina - non è una vetta da cui discendere, più o meno rapidamente, ma rassomiglia tanto a un inquietante altopiano in quota. Dove respirare è notoriamente difficile: con l'aria rarefatta e dopo una scalata troppo veloce, dopo aver attraversato 500 punti base di rialzo dei tassi negli Stati Uniti e 450 in Europa. Vero che i valori assoluti sono stati ben più alti nella storia, ma l'accelerazione no (anche perché si partiva da zero).

E come se non bastasse, ora la quasi totalità degli esperti - economisti e gestori di portafoglio - concorda: il dilemma non è se si è proprio arrivati in vetta (magari manca ancora un pezzetto, ma grosso modo si vede la fine) quanto il crescente timore che su quei valori ci resteremo; probabilmente, a lungo. «Più alto, per più tempo, ora deve essere

l'ipotesi di base, commenta Andrea Seminara - ceo di Redhedge asset management, con base a Londra - le stime di mercato indicano intorno al 30% la possibilità un rialzo dei tassi Fed entro fine anno, mentre non credo che la Bce alzerà i tassi».

Intendiamoci, non è indifferente se ci saranno o meno altri ritocchi: anche un solo rialzo di 25 punti base dei tassi Bce si traduce - per esempio - in una perdita di prezzo da 97 a 95 punti sul Btp decennale con scadenza nel novembre 2033. Insomma, le conseguenze ci sono; ma quello che spaventa di più è se non si torna indietro con rapidità. «In effetti, potremmo aver raggiunto il picco in tutto (fiscale, inflazione, liquidità....) nel senso che tutti i fattori che hanno contribuito alla tenuta dell'economia globale si sono ormai trasformati», scrive Rowe Price, gestore di patrimoni con asset da 1.300 miliardi di dollari. Che con-

clude: «L'atterraggio morbido è solo una favola».

Ma cosa è che ha fatto cambiare opinione agli osservatori e alle banche centrali, che hanno avuto parole da "falco" anche quando hanno sospeso per un giro i rialzi (nel caso della Fed)? Una delle ragioni forti, anche se non l'unica, è il prezzo del petrolio, passato in poco tempo da 84 a 97 dollari al barile (e solo a inizio luglio era a 72). Per ora non si è trasmesso sull'inflazione europea, ma il meccanismo di contagio non è sempre immediato. «Da una ventina di giorni a questa parte, con le decisioni di Arabia Saudita e Russia all'Opec+ lo scenario è cambiato» spiega Rony Hamaui, professore di Economia monetaria all'Università Cattolica di Milano. Ragioni geopolitiche e ragioni economiche concorrono alla fiammata dei prezzi energetici (incluso il diesel e in parte minore il gas); del resto, i Paesi estrattori fanno

che queste sono le ultime occasioni per far cassa con l'oro nero. «A questo punto l'inflazione non scenderà, anzi potrebbe persino riprendere a salire», continua l'economista, «e questo inevitabilmente significa tassi ancora alti, e più a lungo di quanto pensassimo. Anzi, se la fiammata dei prezzi del petrolio porterà a un altro shock non credo che le banche centrali potranno stare ferme: i rialzi non sono armi troppo efficaci per gelare i prezzi energetici, ma Fed e Bce le useranno ugualmente. Nonostante la recessione: soprattutto in Europa il soft landing si tradurrà in una brusca frenata, mentre forse gli Usa riusciranno a evitare l'atterraggio duro».

Le prossime scadenze delle banche centrali sono concentrate alla fine del mese (il 26 ottobre la Bce, il primo novembre la Fed). Sempre in quei giorni verrà reso noto anche il piano di rifinanziamento dei Treasury bond americani: nel terzo trimestre ne sono stati emessi per mille miliardi di dollari. Una massa enorme di carta, che sta creando pressione sul fronte dei tassi negli Stati Uniti, mentre in Italia il rendimento del Btp decennale è salito fino al 4,9% quando solo un mese fa superava di poco il 4%. Anche i titoli tedeschi hanno preso a salire, ma come al solito la fragilità dell'Italia si riflette nello spread, che è tornato a flirtare con quota 200. Per gli inguaribili ottimisti, un anno fa era a un soffio da 250, ma è una consolazione effimera: molti osservatori sottolineano che le difficoltà dei conti pubblici italiani, i 15 miliardi di maggiore spesa per interessi che l'Italia si troverà a pagare nel 2024, il rallentamento della crescita del Pil (ormai stimata allo 0,8% per l'anno in corso) e il deficit 2024 più alto del previsto gettano tinte fosche sul nostro Paese.

Un quadro serio, che potrebbe diventare ancora più pesante se la Bce decidesse di continuare sulla strada degli aumenti dei tassi. «Ritengo che i tassi in Europa abbiano raggiunto il livello massimo, anche se non è possibile escludere che ci sia un altro piccolo ritocco di 25 punti base - sostiene Gregorio De Felice, capo economista e responsabile Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo - il punto è che la politica mone-

taria resterà restrittiva ancora a lungo. Più di quanto stimi il mercato: le nostre previsioni parlano di un primo taglio dei tassi Bce nel settembre 2024, seguito da un altro a dicembre. Il mercato invece sconta nei contratti future tre ribassi nel prossimo anno, a partire da giugno: credo sia troppo ottimista, i nostri modelli dicono che l'inflazione complessiva in area euro non scenderà sotto il 2% se non all'inizio 2025 e quella "core" lo farà solo nel secondo trimestre 2025. In questo contesto, la Bce non allenterà i cordoni tanto presto».

Altre incognite - riforma del Patto di Stabilità a parte - riguardano la fine del programma di rinnovo dei titoli in scadenza che la Bce ha in pancia nel dossier Peep (gli acquisti straordinari varati per contrastare gli effetti della pandemia). Si tratta di 1.671 miliardi di titoli (in larga misura di Stato) ancora nei forzieri della banca. Per il momento, è previsto che i rinnovi proseguano «almeno fino alla fine del 2024». Ma anche su questo versante, ove la Bce ritenesse che si deve tenere la linea dura nella stretta monetaria per contrastare l'inflazione, potrebbero esserci inasprimenti: all'interno dell'istituzione il punto è materia di dibattito e alcuni membri vorrebbero anticipare la riduzione del portafoglio già a inizio 2024. Costi quel che costi, anche una brusca frenata dell'economia.

«Fino a quando non ci sarà una recessione molto dura la Banca centrale europea non allenterà la stretta - conclude Seminara - anche per avere in serbo qualche arma (i ribassi dei tassi) per contrastare il possibile forte peggioramento del ciclo. Intanto osserviamo che tutti gli indicatori di rischio si stanno allargando: è fisiologico in una fase di tassi alti e di incertezza sulla crescita futura». Che in genere si accompagna anche con un aumento delle insolvenze.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



I PROTAGONISTI



RONY  
HAMAUI

Professore  
di Economia  
politica  
alla Cattolica



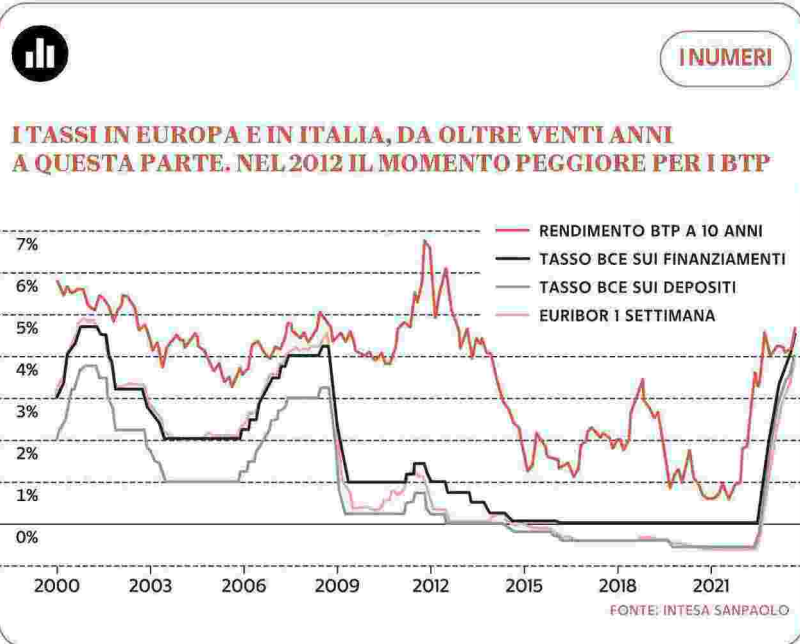
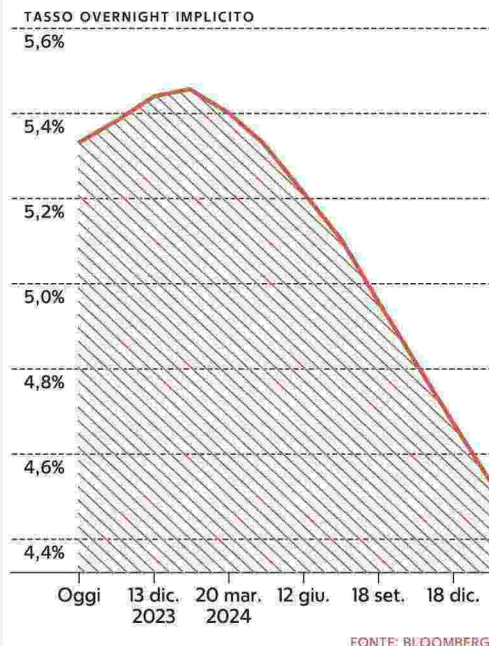
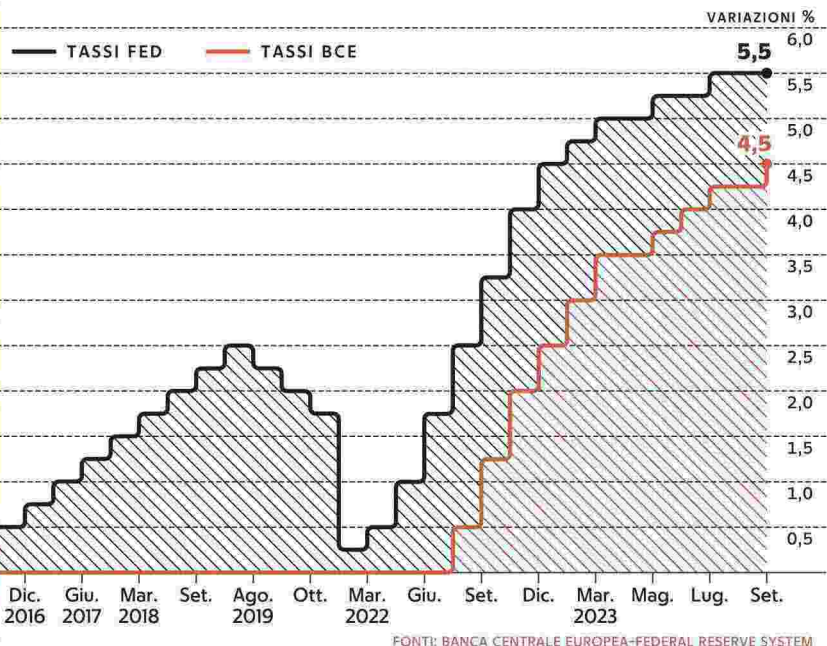
GREGORIO  
DE FELICE

Capo  
economista  
Intesa  
Sanpaolo

**I VALORI UFFICIALI E QUELLI DI MERCATO  
 LE DUE BANCHE CENTRALI A CONFRONTO E L'OVERNIGHT STIMATO NEGLI USA**

La rincorsa dei tassi ufficiali, partita nel 2022, negli States e in Europa  
 Dall'altra parte dell'Atlantico i tassi impliciti espressi dagli operatori  
 stimano una discesa dei valori a partire dalla primavera 2024

Le stime negli Usa sono per una discesa  
 molto rapida, dopo un ultimo  
 colpo di coda nella parte finale dell'anno



Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

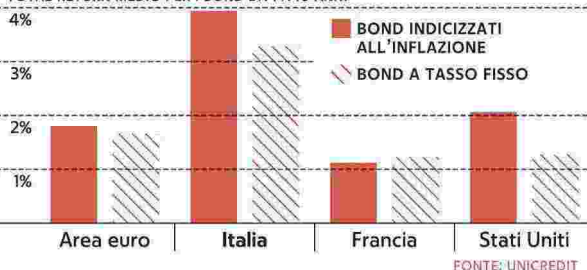


**INUMERI**

**LA SPINTA DELL'INFLAZIONE HA GONFIATO I RENDIMENTI TOTALI DEI BOND INDICIZZATI**

Il total return prende in considerazione le cedole e l'andamento delle quotazioni dopo le emissioni

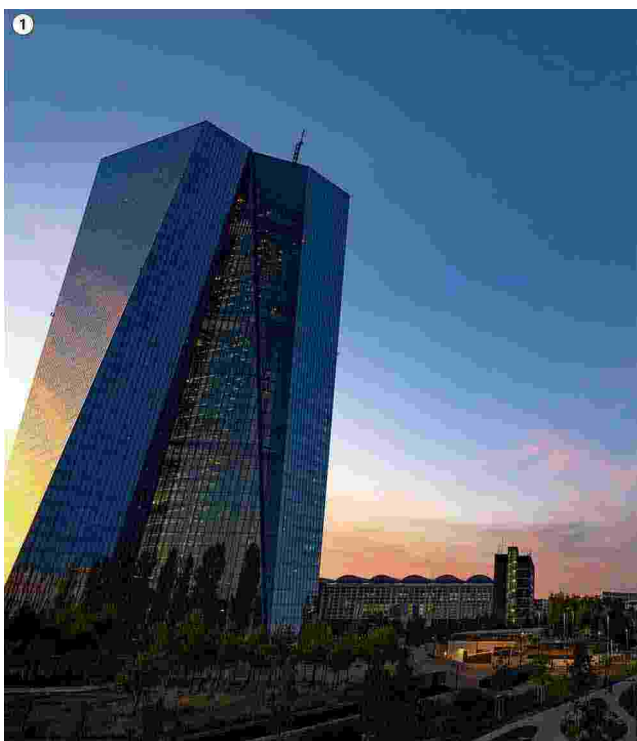
TOTAL RETURN MEDIO PER I BOND DA 1 A 10 ANNI



① La sede della Bce, a Francoforte. La riunione del Consiglio sarà il 26 ottobre, mentre la Fed si riunirà il 1° novembre

**IL RALLY**

Nell'ultimo mese, con i tagli alla produzione decisi dall'Opec+, il petrolio Brent è salito da 84 dollari al barile fino a un massimo di 97



Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

139308