

## IL FUTURO DEI TASSI

### Scenari a medio termine



*Fernand Léger (1881-1955). Le Pont*

Due tra i più influenti economisti mainstream, Olivier Blanchard e Larry Summers, discutono del futuro dei tassi d'interesse in un video appena pubblicato sul sito del Peterson Institute.

Blanchard e Summers sono d'accordo solo su tre punti, l'andamento insostenibile della politica fiscale americana (ma non di quella europea), l'epica sopravvalutazione (come la definisce Summers) dell'azionario rispetto ai bond e il fatto che il mondo vedrà una significativa ripresa degli investimenti. Per il resto c'è un dissenso di fondo, di natura strategica, su quello che sarà il mondo dei prossimi 5-20 anni.

Blanchard sostiene in sintesi che quella che abbiamo visto negli ultimi tre anni è solo una parentesi determinata da circostanze eccezionali che, una volta rientrate, ci restituiranno un mondo non troppo diverso rispetto a quello del 2019. Le caratteristiche strutturali di quel mondo non sono cambiate e continueranno a concorrere a deprimere i tassi d'interesse. C'è ancora un eccesso di risparmio rispetto agli investimenti e c'è ancora la stessa ricerca di sicurezza, con i regolatori che impongono alle istituzioni finanziarie di bloccare in strumenti risk free una parte (che crescerà ancora in futuro) dei loro attivi.

L'aumento degli investimenti (reshoring, riarmo, transizione energetica) eroderà in parte il surplus di risparmio, ma i tassi reali rimarranno inferiori al tasso di crescita reale dell'economia e continueranno a giustificare il debito pubblico buono, quello destinato a migliorare la produttività del sistema. I tassi non torneranno più negativi, ma il tasso reale neutrale rimarrà limitato intorno a quei 50 punti base sui quali la Fed si sta muovendo.

Per Summers, invece, i tre anni passati hanno comportato una rottura strutturale e nulla sarà più come prima. Il 2 per cento di inflazione, che prima era un tetto e dal 2019 è diventato un punto medio, è ormai destinato a trasformarsi in un pavimento, da raggiungere per onore di firma nei

momenti bassi del ciclo ma dal quale ci si risolleverà rapidamente non appena l'economia tornerà ad accelerare.

L'inflazione, per Summers, non basterà a contenere il rapporto debito/Pil, che nei prossimi vent'anni salirà in media di un punto all'anno. Stimando in 3 punti base l'effetto sui tassi di ogni punto percentuale di aumento del rapporto debito/Pil, il tasso neutrale dovrà salire di un punto percentuale oltre i 50 punti base stimati dalla Fed. Al rialzo concorrerà l'invecchiamento della popolazione, che Summers interpreta alla Goodhart come fattore d'inflazione e non di deflazione come si pensava fino al 2019.



*Fernand Léger. Paysage animé*

Con un tasso neutrale vicino, se non superiore, al tasso di crescita dell'economia verrà meno la nozione di debito pubblico buono e la politica fiscale dovrà diventare restrittiva.

Venendo al breve termine, Blanchard si dice favorevole a portare dal 2 al 3 per cento l'obiettivo di inflazione delle banche centrali. Summers si dice contrario, ma concede che al 2 per cento effettivo si possa tornare senza troppa fretta attraverso una disinflazione opportunistica.

Che conseguenze possiamo trarre, come investitori, da questa discussione? Osserviamo che di scenari a medio termine non ce ne sono molti altri in circolazione, soprattutto se si resta all'interno di condizioni al contorno geopolitiche che escludano situazioni di rottura. Per queste ultime rinviemo allo scenario di Pozsar, che ipotizza un'economia di guerra con inflazione strutturalmente elevata e controllo di curva.

Se si esclude il controllo di curva, gli scenari di Summers e Blanchard inducono a preferire l'obbligazionario rispetto all'azionario. Nell'ipotesi di un ritorno al 2019, ricordiamo che alla fine di quell'anno il 2 anni americano rendeva l'1.60, mentre il 10 anni era all'1.90. Nemmeno Blanchard ipotizza che torneremo su quei livelli, ma nel suo scenario l'inclinazione della curva, oggi pesantemente negativa, tornerebbe leggermente positiva (una condizione che, nello scenario di Summers, richiederebbe una recessione).



*Fernand Léger. La Ville*

I multipli azionari, nello scenario di ritorno al 2019, non avrebbero spazio per espandersi perché sono già oggi agli stessi livelli di allora (per l'SP 21.77 sugli ultimi 12 mesi, fonte Birinyi) pur con tassi molto più alti. Nello scenario di Summers, d'altra parte, dovrebbero contrarsi. In mancanza di spazio per un'espansione dei multipli, la crescita dell'azionario dovrebbe poggiare interamente su quella degli utili.

Venendo ai giorni nostri, la testimonianza di Powell al Congresso, con i suoi toni preoccupati e la sua apertura a rialzi dei tassi più aggressivi è stata giustamente letta dai mercati come ambigua. Qualcuno, come la casa di consulenza di Larry Meyer (molto stimato numero tre della Fed ai tempi di Greenspan), è passato a prevedere 50 punti base di rialzo senza nemmeno attendere gli imminenti dati su occupazione e inflazione. Altri, come Alan Blinder (molto stimato numero due della Fed ai tempi di Greenspan) ritengono che il ciclo di rialzo dei tassi si concluderà presto con un tasso terminale vicino al 5 per cento.

Ricordiamo che Powell non decide da solo e che il suo board è mediamente più colomba di lui. Altre volte, del resto, la durezza di linguaggio di Powell è servita a coprire scelte concrete più moderate. Per questo rimaniamo dell'idea che un rialzo limitato a 25 punti base sia ancora ben possibile, magari accompagnato da un'insistenza più forte sulla lunga durata futura della fase di tassi alti.



Fernand Léger. *Le remorqueur*

I dati su occupazione e inflazione dei prossimi giorni saranno forti ma non fortissimi. Se non ci saranno sorprese l'azionario non si allontanerà molto dai livelli attuali.

**Alessandro Fugnoli**  
Kairos Group Strategist

#### **Disclaimer**

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa e non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, la completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazioni e senza preavviso né successiva comunicazione. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione non essendo tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione. Ev eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web [www.kairospartners.com](http://www.kairospartners.com). La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentiti, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari.

Kairos Partners SGR SpA  
Via San Prospero, 2  
20121 Milano - Italia  
T +39 02 77718.1  
[www.kairospartners.com](http://www.kairospartners.com)

