

Il parere dell'economista capo di Raiffeisen Delusioni sui tassi d'interesse già programmate



Da tempo i regali sono stati riposti da qualche parte, il tacchino è stato mangiato, i fuochi d'artificio sono stati sparati e i buoni propositi sono in bilico e stanno già traballando. Il nuovo anno ha preso il via e sta seguendo il suo corso. Il 2024 comincia come l'anno delle aspettative. Considerato che sul fronte dei tassi d'interesse e sui mercati molti aspetti positivi sono già scontati all'inizio dell'anno, per il prosieguo le delusioni sono già programmate. Anche per quanto riguarda l'andamento delle quotazioni alle borse. Ciò significa che la probabilità di sorprese negative che mettano sotto pressione i corsi è più elevata rispetto alla probabilità di sorprese positive che trainino le quotazioni.

Di conseguenza, l'avvio nel 2024 potrebbe risultare difficoltoso. Negli ultimi due mesi, i mercati hanno ampiamente anticipato le aspettative sui tassi d'interesse rispetto alla realtà. Per quest'anno i corsi scontano già fino a sei riduzioni dei tassi d'interesse nella misura di 25 punti base ciascuna da parte della banca centrale statunitense (Fed), anche se di recente quest'ultima ha prospettato soltanto tre interventi in tal senso. Per quanto attiene alla Banca centrale europea (BCE) si prevedono, invece, cinque tagli ai tassi di riferimento. E secondo le aspettative del mercato, anche la Banca nazionale svizzera (BNS) dovrebbe allentare a sua volta i tassi d'interesse per tre volte nel corso di quest'anno. A fronte di tali scenari viene da chiedersi se il mercato abbia visto giusto nel prospettare riduzioni massicce e ripetute dei tassi da parte delle banche centrali. E i dubbi in questo ambito sono sicuramente d'obbligo. Se ben vi ricordate, all'inizio dello scorso anno il mercato aveva riscontato, a dir poco, notevoli difficoltà nel prevedere con esattezza il raggiungimento dello zenit da parte dei tassi di riferimento. A marzo sulla scia della crisi bancaria regionale negli Stati Uniti, il mercato ipotizzava persino tagli ai tassi d'interesse e riuscì a valutare correttamente il picco degli incrementi dei tassi soltanto verso i mesi estivi.

La contrazione sorprendentemente marcata dell'inflazione è stata determinante per scatenare il recente rally al ribasso dei tassi d'interesse. Secondo il rinomato indice dei prezzi della spesa per i consumi personali (Personal

Consumption Expenditure Index, PCE), tenuto in alta considerazione dalla Fed, a fine novembre l'inflazione negli Stati Uniti ha registrato una flessione collocandosi al 2,6%, mentre nell'eurozona l'inflazione è calata persino al 2,4%. Tuttavia, i valori dell'inflazione complessiva sovrastimano la tendenza dei prezzi sottostanti, che viene invece interpretata e "catturata" meglio dall'inflazione core. Negli Stati Uniti l'inflazione di fondo, la quale misura il rincaro al netto dei prezzi volatili dell'energia e dei generi alimentari, si è ridimensionata scendendo solo a novembre al 3,4%. Nell'eurozona l'inflazione core ha raggiunto lo stesso livello a dicembre. Ciò significa che sussiste tuttora un considerevole divario rispetto al livello di inflazione che la Fed e la BCE considerano come stabilità dei prezzi.

È probabile che i tassi d'inflazione continueranno ad abbassarsi ulteriormente nei prossimi mesi, ma non più allo stesso ritmo. In futuro uno dei fattori che ha accompagnato il rally dei tassi al ribasso dovrebbe venire meno: ossia l'andamento del prezzo del petrolio. Dato che nonostante la guerra in Medio Oriente abbia causato un aumento a breve, il prezzo del greggio ha evidenziato una flessione scendendo al di sotto degli 80 dollari statunitensi al barile di Brent, ma ora sembra aver toccato il fondo. Oltre agli effetti di base del rincaro dei prezzi energetici in via di esaurimento, anche il venir meno di misure di compensazione legate all'energia e all'inflazione dovrebbe spingere al ribasso più lentamente l'inflazione complessiva nei prossimi mesi.

Un secondo fattore che potrebbe rallentare la normalizzazione della dinamica dei prezzi è la sensibile crescita dei salari. I dati più recenti sul mercato del lavoro non solo hanno confermato la robusta solidità dell'economia statunitense, ma anche l'elevato fabbisogno di forza lavoro che sta mantenendo alta la dinamica dei salari. Con un aumento dello 0,4% rispetto al mese precedente, oppure del 5,4% su base annua, la crescita degli stipendi orari medi negli Stati Uniti a fine anno è stata di nuovo superiore a quella dei mesi precedenti. Anche nell'eurozona la crescita dei salari nominali a novembre è stata altresì elevata, pari al 3,8%. Dalla prospettiva dell'inflazione si tratta di aumenti salariali "nocivi", in quanto incrementano in misura eccessiva il costo del lavoro per le imprese, costringendole ad incrementare ulteriormente i prezzi dei loro prodotti e servizi. Inoltre, si alimenta in tal modo l'inflazione, come dimostrano le aspettative sui prezzi di vendita nel settore

Il parere dell'economista capo di Raiffeisen Delusioni sui tassi d'interesse già programmate

dei servizi, che verso la fine dell'anno segnalavano di nuovo aumenti dei prezzi più marcati e superiori alla media sia negli Stati Uniti che nell'eurozona.

Per quanto tempo ancora i guardiani monetari potranno manterranno al livello attuale i tassi di riferimento è una questione ampiamente dibattuta. Consentendo ai tassi di riferimento di aumentare più tardi nel tempo e in misura meno elevata rispetto ad esempio a quanto richiesto dalla regola di Taylor, tenuta ampiamente in considerazione, la banche centrali hanno voluto, in effetti, mantenere più a lungo i tassi di riferimento al livello raggiunto. La regola di Taylor è una norma semplificata per la determinazione del tasso d'interesse a breve termine della politica monetaria. Nonostante la sua semplicità, si è dimostrata una regola d'oro utile e utilizzabile. Il mantra "più elevati per più a lungo" riguardo ai tassi di riferimento, ripetutamente invocato da entrambe le banche centrali, continua a risuonare nelle nostre orecchie. Le due banche centrali hanno concluso il loro ciclo di rialzo dei tassi a un livello inferiore di circa 100 punti base rispetto a quanto suggerito dalla regola di Taylor. Corrispettivamente, sia la Fed che la BCE si sono espresse a favore del mantenimento del livello dei tassi per un periodo di tempo sufficientemente lungo in modo tale da riportare l'inflazione al livello obiettivo. Alla base di questa intenzione è molto probabile che vi siano i risultati tratti dall'esperienza negli anni Settanta, allorché i tassi d'interesse furono allentati troppo presto, piuttosto che la regola di Taylor. Tuttavia, con il rapido calo dell'inflazione si riducono altresì i requisiti della regola di Taylor, e questo implica che le dichiarazioni delle due banche centrali saranno presto sottoposte a un test di credibilità. Storicamente, il plateau dei tassi d'interesse ha rappresentato un'eccezione piuttosto che la regola. Inoltre, di recente il presidente della Fed statunitense ha smesso di continuare a far riferimento agli anni Settanta. Anche il nostro scenario di base prevede corrispettivamente un allentamento dei tassi di riferimento nel corso dell'anno, ma a un ritmo nettamente più lento rispetto a quello già scontato dai mercati all'inizio dell'anno. Prevediamo, infatti, tre interventi di riduzione dei tassi di riferimento da parte sia della Fed che della BCE entro la fine dell'anno e un solo allentamento da parte della BNS. Considerato che in Svizzera si è dovuto aumentare i tassi d'interesse in misura molto meno marcata, la Banca nazionale svizzera può gestire la propria politica monetaria in modo molto più disteso. Vi sono stati diversi incrementi tardivi

dei prezzi amministrativi. A prescindere da questo, però, numerose altre categorie dei prezzi esibiscono un rallentamento della dinamica. Malgrado l'incremento dell'imposta sul valore aggiunto, le imprese svizzere intendono incrementare i prezzi solo moderatamente verso la fine dell'anno.

Questo scenario che abbiamo delineato ci sembra più coerente rispetto all'evoluzione già scontata dai mercati a inizio anno. Una chiara maggioranza di economisti prevedeva infatti un atterraggio morbido dell'economia mondiale e una crescita corrispettivamente elevata degli utili delle aziende. Allo stesso tempo, però – come già menzionato sopra – i futures sui tassi implicavano tagli ai tassi di riferimento in una misura tale che probabilmente questa manovra sarebbe stata presa in considerazione solo in caso di recessione o di gravi distorsioni sui mercati finanziari. Il mercato si è dunque sbagliato per quanto riguarda sia le previsioni economiche che quelle sui tassi. Gli ultimi movimenti dei tassi d'interesse nei primi giorni del mese di gennaio lasciano tuttavia presagire che il mercato stia attualmente avvicinando le proprie aspettative sui tassi a un quadro più realistico.

Fredy Hasenmaile, economista capo Raiffeisen

Il parere dell'economista capo di Raiffeisen Delusioni sui tassi d'interesse già pro- grammate

Importanti note legali

Esclusione di offerta

I contenuti della presente pubblicazione vengono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non costituiscono dunque né un'offerta agli effetti di legge né un invito o una raccomandazione all'acquisto, ovvero alla vendita, di strumenti di investimento. La presente pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto di emissione ai sensi dell'art. 652a o dell'art. 1156 CO. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relativi a questi prodotti sono contenute nel rispettivo prospetto di quotazione. A causa delle restrizioni legali in singoli paesi, tali informazioni non sono rivolte alle persone la cui nazionalità o il cui domicilio si trovi in un paese in cui l'autorizzazione dei prodotti descritti nella presente pubblicazione sia soggetta a limitazioni. La presente pubblicazione non ha lo scopo di offrire all'investitore una consulenza in materia d'investimento e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza Clientela privata e/o dopo l'analisi dei prospetti informativi di vendita vincolanti. Decisioni prese in base alla presente pubblicazione avvengono a rischio esclusivo dell'investitore.

Esclusione di responsabilità

Raiffeisen Svizzera società cooperativa intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera società cooperativa non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione. Raiffeisen Svizzera società cooperativa non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi), causati dalla distribuzione della presente pubblicazione o dal suo contenuto oppure legati alla sua distribuzione. In particolare, non si assume alcuna responsabilità per le perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari.

Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

La presente pubblicazione non è il risultato di un'analisi finanziaria. Le «Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) non trovano pertanto applicazione in questa pubblicazione.
