

28 febbraio 2022

Il Sole 24 ORE

Politiche monetarie

TASSI DI INTERESSE REALI IN RIALZO A LIVELLO GLOBALE: SUONA L'ALLARME PER I DEBITI PUBBLICI?

di Marcello Minenna

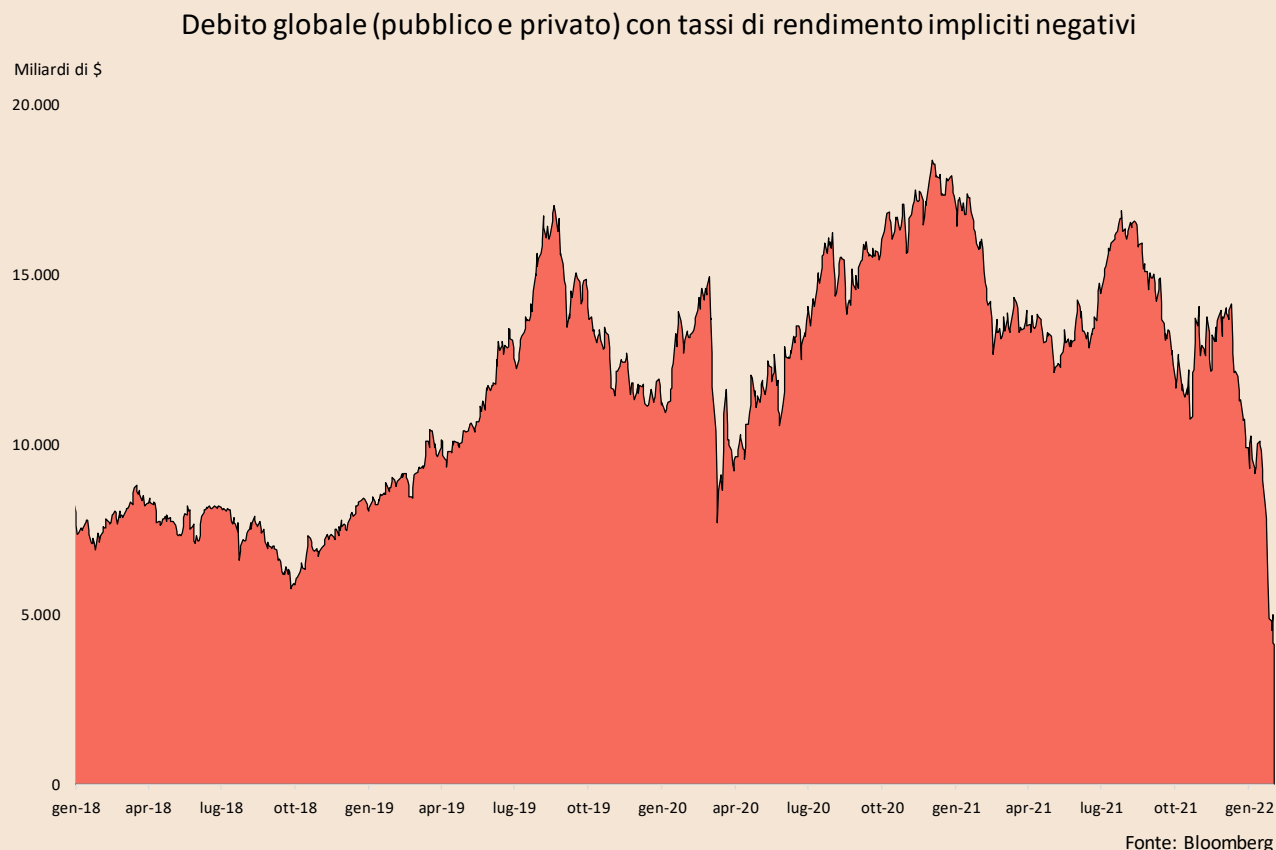
La svolta delle banche centrali occidentali verso uno *stop* accelerato alle politiche monetarie espansive sta provocando degli effetti macroscopici sui rendimenti dei debiti pubblici e privati quotati sui mercati secondari. Negli ultimi giorni, la probabilità che la *Federal Reserve* (FED) possa effettuare 7 rialzi dei tassi di interesse chiave nel corso del 2022 implicita nei prezzi *dei Federal Funds Futures* ha raggiunto il 90%. Nel frattempo, nell'area Euro le aspettative di rialzo dei tassi da parte della Banca Centrale Europea (BCE) entro luglio 2022 hanno raggiunto il 50%.

Questo rapido cambiamento nelle aspettative degli operatori si sta riflettendo in un radicale *repricing* del valore dei debiti pubblici e privati. In parole semplici, se ci si aspetta che i tassi di interesse sui titoli che saranno emessi a breve diventino significativamente più alti, i *bonds* circolanti che sono stati emessi a tassi molto bassi o negativi perdono di *appeal* per gli investitori e vengono negoziati a prezzi più bassi. Specularmente, il loro rendimento implicito sale.

Un metodo efficace per visualizzare questo fenomeno è l'osservazione di un indice composito elaborato dal *data provider Bloomberg*, che stima a livello globale quanto debito è negoziato a tassi di rendimento negativi (cfr. Figura 1). Ad inizio dicembre 2021 il controvalore complessivo di questi titoli superava ancora i 14.000 miliardi di \$. Poco più di 2 mesi dopo, ci sono meno di 4.000 miliardi a tasso negativo, prevalentemente titoli governativi giapponesi o

tedeschi a breve termine; una riduzione del -70% registrata prevalentemente sui *bond* a lunga scadenza, con rendimenti vicini alla soglia dello 0% e maggiormente sensibili a variazioni dei tassi di interesse.

Figura 1



UNO SGUARDO GLOBALE AI TASSI DI RENDIMENTO REALI

Naturalmente l'aumento dei tassi di interesse nominali è stato una conseguenza della crescita dei tassi di inflazione, che vengono incorporati dagli operatori nei rendimenti dei *bond* come compensazione per la svalutazione dovuta alla crescita tendenziale del livello dei prezzi.

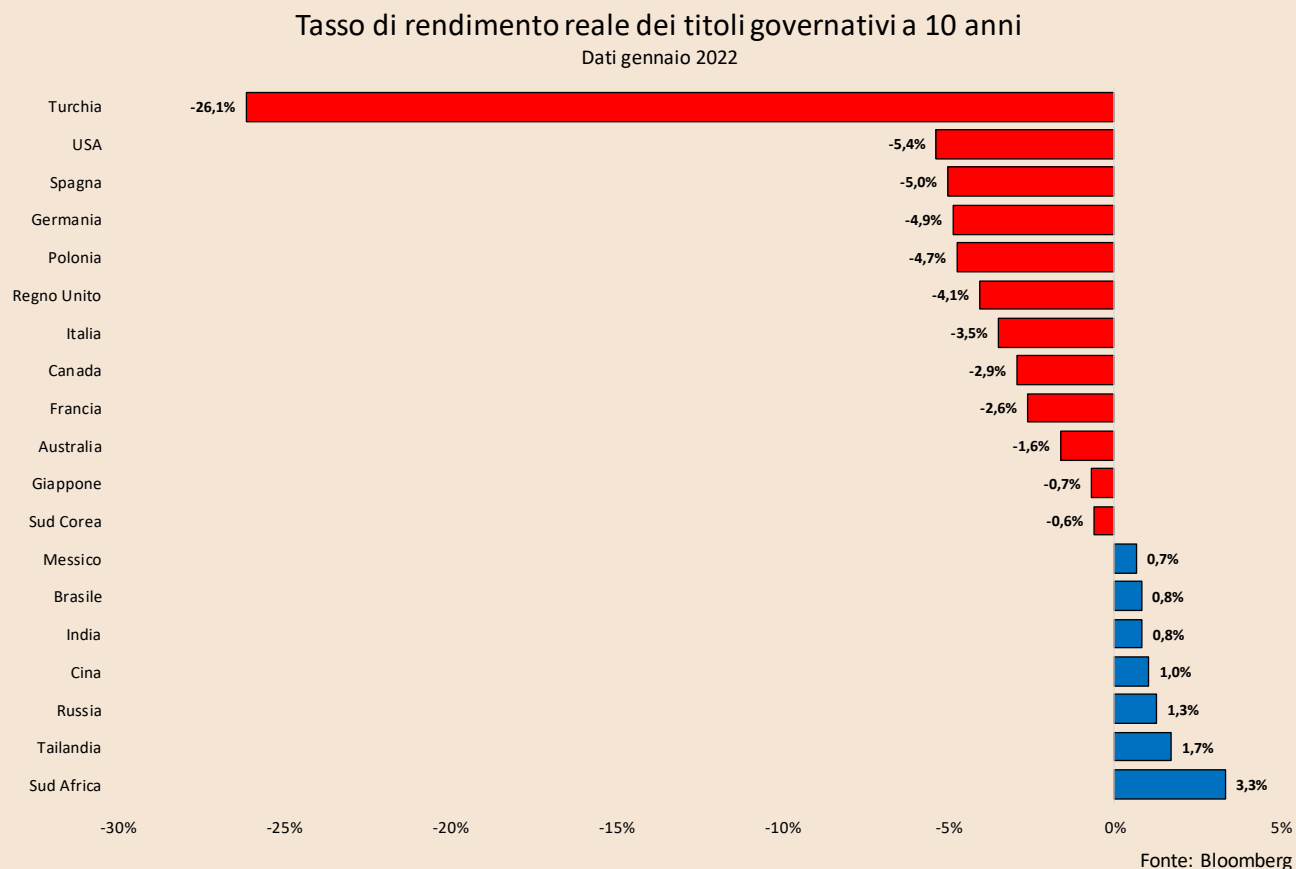
Il vigore dell'inflazione nel corso del 2021 ha sorpreso i *policy-makers*: a seguito delle riaperture, le economie avanzate hanno risposto con decisione alla portata storica degli stimoli fiscali e monetari. PIL ed occupazione hanno recuperato i livelli pre-pandemia con diversi trimestri di anticipo e la domanda

globale di merci ha subito un'impennata senza precedenti, anche per via delle restrizioni pandemiche tutt'ora in vigore su ampie categorie di servizi (turismo, viaggi e cultura *in primis*) che hanno distorto i comportamenti dei consumatori.

Specularmente, dal lato dell'offerta, la disponibilità di gas, petrolio e materie prime ha segnato il passo, esacerbata da complessi colli di bottiglia nel sistema di distribuzione globale delle merci. Un *mix* tossico di fattori che si è dimostrato persistente: catene di approvvigionamento interrotte, costi di trasporto elevati aggravati dalle misure di sicurezza anti-COVID, scarsità di *container* e porti congestionati. Anche la carenza di manodopera è diventata un problema, costringendo le aziende manifatturiere e dei servizi a operare al di sotto della capacità potenziale e con pressioni persistenti al rialzo dei salari.

Fino a poche settimane fa, l'incremento dei rendimenti nominali dei *bond* governativi e *corporate* è stato largamente insufficiente a compensare l'improvvisa fiammata dell'inflazione che ha caratterizzato la ripresa economica globale del 2021. In altri termini, i tassi di interesse reali (al netto del tasso di inflazione) sono scivolati ai minimi storici degli ultimi 20 anni. Uno sguardo allargato alle principali economie mondiali (cfr. Figura 2) ci mostra come, a fine gennaio 2022, gran parte di esse era caratterizzata da tassi di rendimento reali decisamente negativi. I tassi reali erano sotto zero in tutte le economie avanzate, mentre gli unici valori moderatamente positivi si osservavano in economie emergenti specializzate nell'*export* di materie prime.

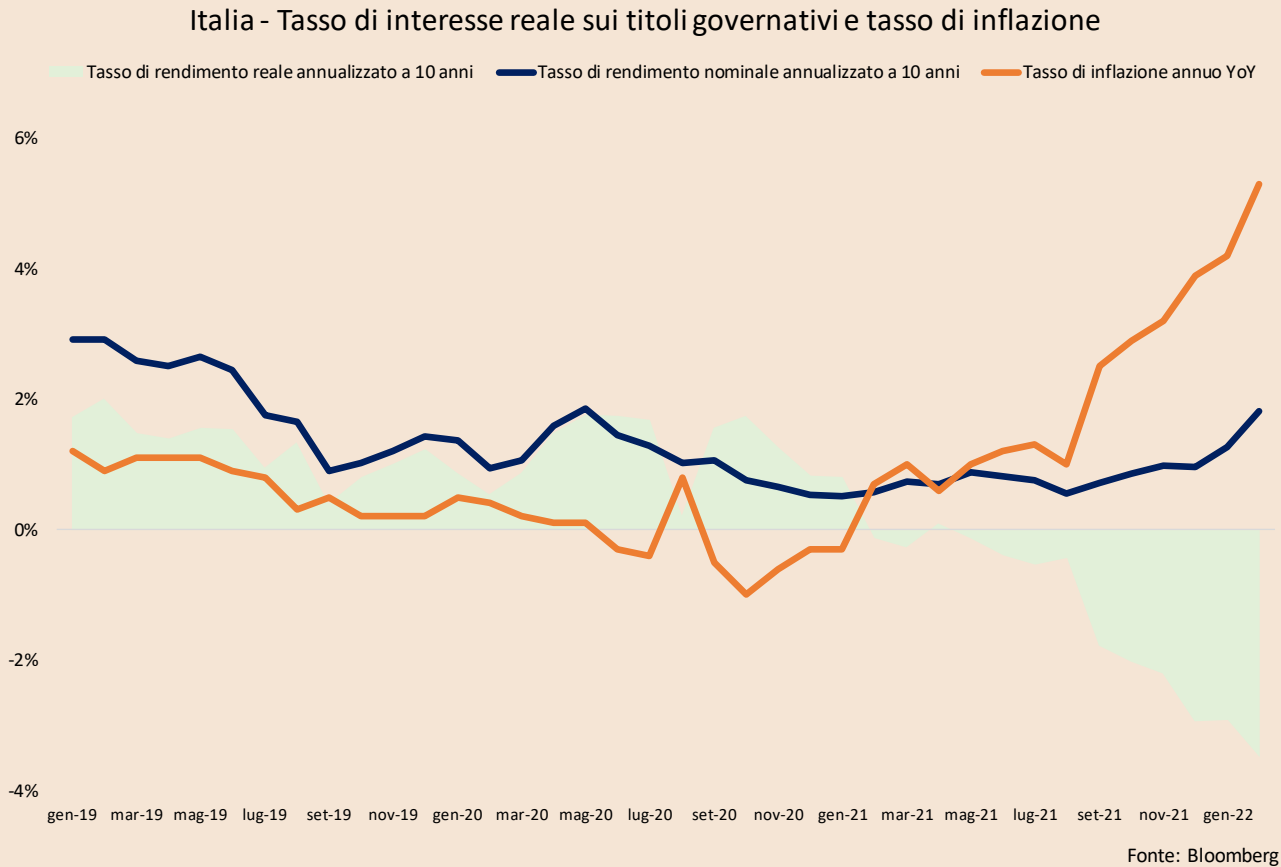
Figura 2



Spicca in particolare il caso della Turchia, dove a fronte di un tasso di inflazione superiore al 50% ed in crescita incontrollata, la banca centrale ha risposto in maniera non ortodossa (obbedendo ad un *diktat* politico) con un ribasso dei tassi di interesse-chiave.

Allargando l'analisi all'andamento negli ultimi 2 anni si comprende meglio il cambio di passo imposto ai tassi di interesse reali dallo *shock* inflattivo degli ultimi 12 mesi. Si osservino i casi relativi ai titoli governativi tedeschi ed italiani a 10 anni (cfr. Figure 3 e 4).

Figura 3

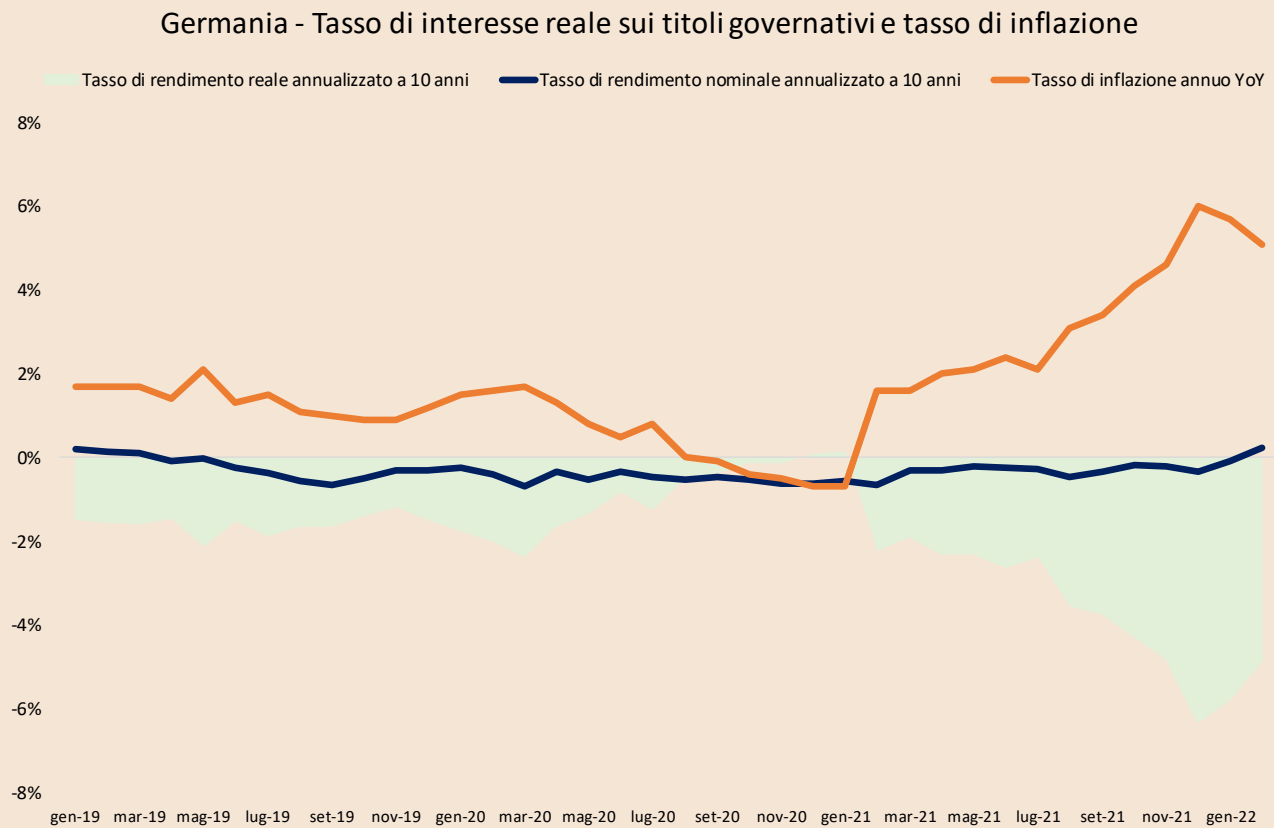


Fino ad inizio 2021, Italia e Germania sono caratterizzati da regimi diversi: in Italia (Figura 3) il tasso di rendimento reale è moderatamente positivo, in dipendenza di un tasso di inflazione vicino a zero e tassi di interesse nominali stabilmente superiori all'1%. In Germania (Figura 4) il tasso reale è invece da tempo sotto lo zero, a causa dei tassi di interesse negativi che caratterizzavano tutta la *term structure* dei *Bund* tedeschi, richiestissimi dagli investitori internazionali per il loro ruolo di *safe assets* dell'area Euro.

Da gennaio 2021, la ripresa improvvisa dell'inflazione a livello globale impatta in egual misura sui 2 Paesi: la dinamica dei prezzi accelera in maniera sincrona sia in Germania che in Italia, portando a gennaio 2022 il tasso di inflazione annuo intorno al 6% nelle due economie. Il tasso di rendimento nominale dei titoli governativi italiani, che hanno una base di investitori meno ampia e strutturata dei *Bund* tedeschi, risponde più rapidamente ai movimenti

dell'inflazione (+130 punti base), mentre il tasso nominale dei titoli tedeschi cresce solo marginalmente di 50 punti base.

Figura 4



Fonte: Bloomberg

Il risultato è un calo molto marcato del tasso di interesse reale nei 2 Paesi, più evidente sul mercato secondario tedesco per le ragioni sopra esposte. Dalla Figura 4 è visibile anche la recentissima inversione di tendenza in Germania dovuta sia ad un calo del tasso di inflazione (maggiormente evidente) sia ad una crescita più convinta dei tassi di interesse nominali.

Uno scenario di tassi reali negativi era stato auspicato dalla BCE come effetto desiderato del programma di espansione monetaria, nella prospettiva di favorire l'espansione del credito a consumatori ed imprese e rafforzare la ripresa economica. L'obiettivo si può dire sia stato largamente centrato, anche se l'aumento dei prezzi è stato più violento di quanto preventivato dalla BCE.

Il crollo dei tassi reali ha avuto peraltro un ulteriore effetto (che potremmo definire “benefico” dal punto di vista del debitore), chiaramente visibile dai dati, sulla dinamica dei debiti pubblici.

L’IMPATTO DELLO SHOCK INFLATTIVO SUI DEBITI PUBBLICI

In linea di principio, un tasso di inflazione elevato erode il valore di quella parte (prevalente) dello *stock* di debito pubblico che non è protetta da clausole di indicizzazione. È possibile verificare numericamente che i 6/9 mesi di sostenuta inflazione che l’area Euro ha sperimentato nel 2021 hanno già avuto un effetto visibile sull’indebitamento pubblico.

Le Figura 5 e 6 rappresentano (barre gialle) le variazioni trimestrali dello *stock* di debito pubblico tedesco ed italiano in termini nominali, a cui si affiancano (barre grigie) le stesse grandezze ponderate con il c.d. deflatore del PIL, ossia tenendo conto della variazione del livello generale dei prezzi nel medesimo periodo. Se il tasso di inflazione registrato all’interno dell’economia è positivo, la barra grigia dovrà essere necessariamente più bassa rispetto alla gialla. Il carico reale del debito pubblico dunque si alleggerisce in misura proporzionale all’aumento del livello dei prezzi nel trimestre di riferimento. Specularmente, in periodi di deflazione (come la primavera-estate 2020) il peso reale dell’aumento di debito diventa superiore rispetto a quello nominale, i.e. le barre grigie sono più alte delle gialle.

Figura 5

Italia - Variazioni % trimestrali del debito con o senza deflatore del PIL

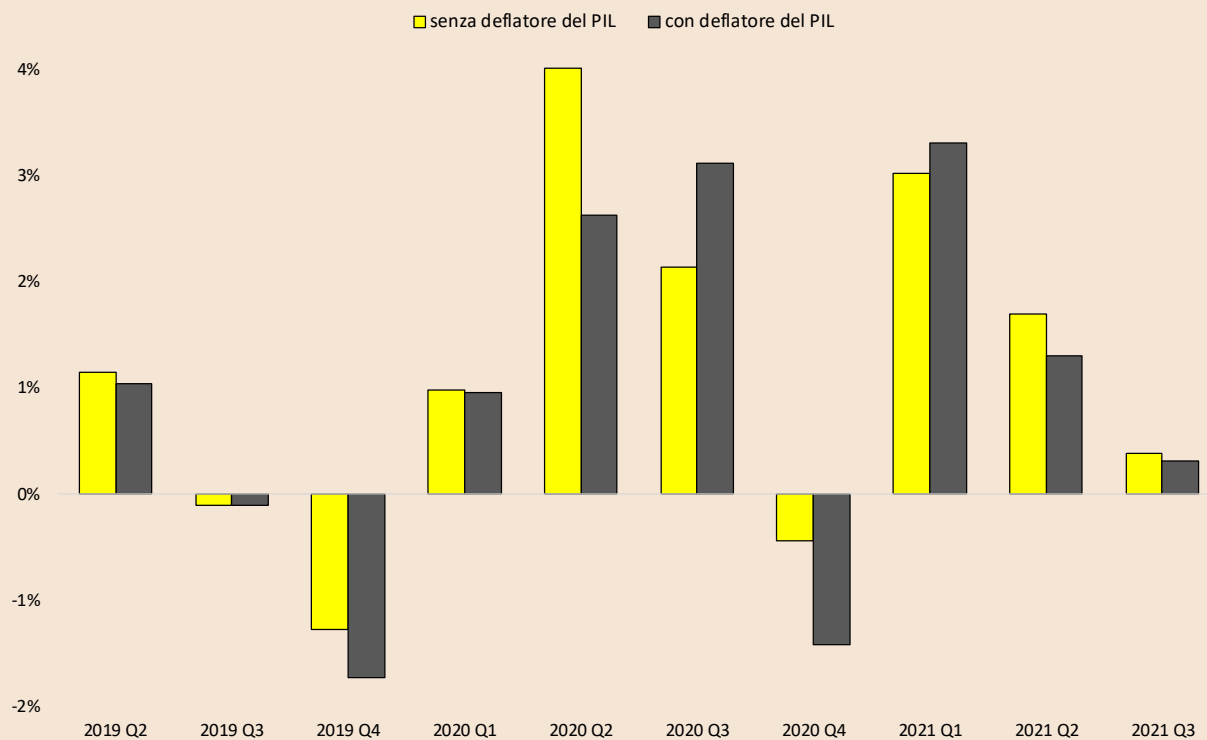
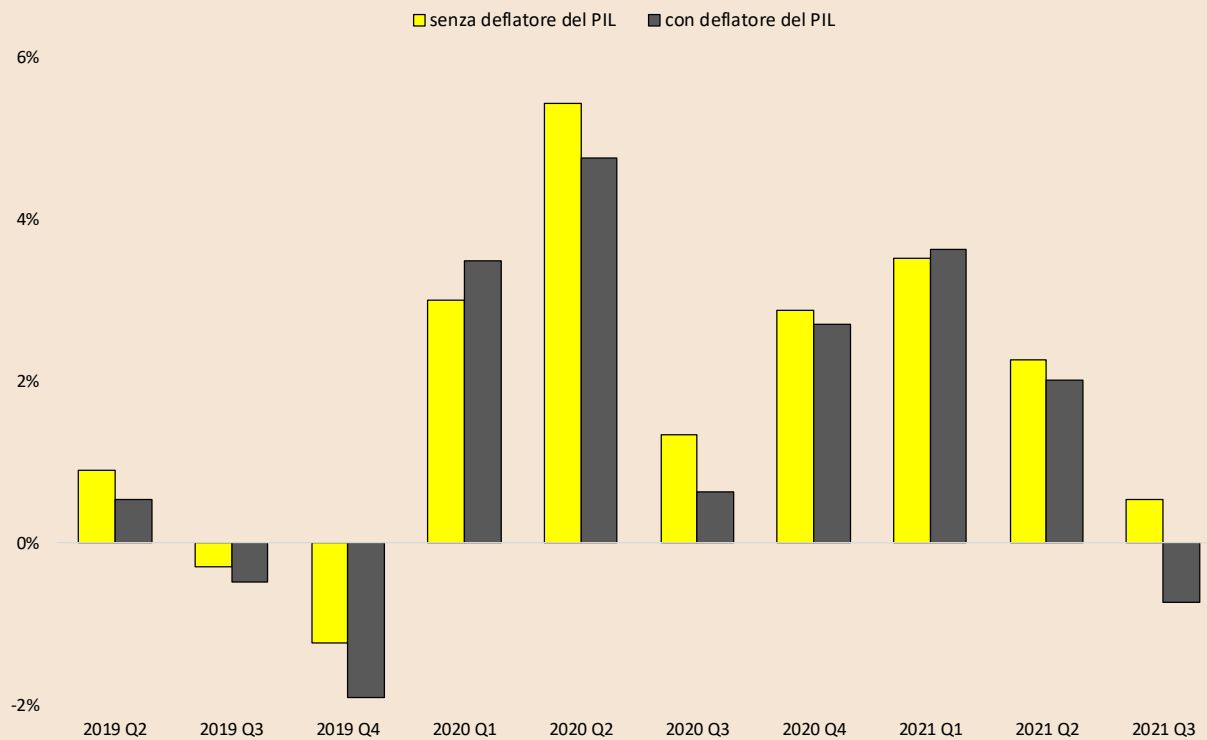


Figura 6

Germania - Variazioni % trimestrali del debito con o senza deflatore del PIL



Fonte: Bloomberg

Dai dati si possono isolare agevolmente due distinti sotto-periodi: 1) lo *shock* pandemico del 2020, durante il quale gli incrementi di debito pubblico sono stati massicci e spesso aggravati dal crollo improvviso dei prezzi, in special modo dei servizi 2) la ripresa progressiva del 2021 in cui il debito ha rallentato la sua corsa ed è stato “ammortizzato” da un tasso di inflazione crescente.

Notabilmente nel quarto trimestre 2021, a fronte di un incremento nominale dello 0,53%, il debito tedesco in termini reali è sceso dello -0,74%, cioè l’inflazione ha più che compensato la crescita del debito, andando ad intaccare lo *stock* precedente. Lo stesso fenomeno è osservabile sul debito governativo spagnolo, mentre per l’area Euro il debito reale è risultato sostanzialmente invariato a fronte di un aumento dell’1% in termini nominali.

UNA TRANSIZIONE DELICATA

In definitiva, i tassi reali in territorio profondamente negativo hanno agevolato la gestione del debito pubblico durante il 2021. Il nuovo anno tuttavia sembra promettere altrimenti: se i tassi di interesse nominali sul mercato secondario si stanno adeguando alle prospettive di normalizzazione monetaria delle banche centrali, le aspettative di inflazione sono attese in moderazione in tutte le aree valutarie. L’effetto combinato dei due fenomeni comporterebbe un significativo *catch-up* dei tassi reali rispetto ai valori nominali.

Difficile comunque parlare di allarme per quanto riguarda il debito e di necessità di intervenire in senso restrittivo sui *deficit* pubblici. Si parte da tassi reali molto bassi e gran parte del debito governativo dell’area Euro è a tasso fisso con una durata media di oltre 7 anni: qualsiasi effetto negativo derivante da tassi nominali più alti avrebbe effetto solo su una quota marginale di debito in rifinanziamento e si diluirebbe nel tempo.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell’Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali