

POLITICHE MONETARIE

**TASSI IN RIALZO,
PER ORA
ALLARME
DEBITI RIDOTTO**

di **Marcello Minenna** — a pagina 17

DOPO GLI STOP ALLE POLITICHE MONETARIE ESPANSIVE

TASSI IN RIALZO, PER ORA, SENZA ALLARME DEBITI

di **Marcello
Minenna**



Lo stop accelerato alle politiche monetarie espansive annunciato dalle banche centrali occidentali, in attesa delle valutazioni che la guerra in Ucraina potrebbe causare, sta provocando effetti macroscopici sui rendimenti dei debiti pubblici e privati quotati sui mercati secondari. Negli ultimi giorni, la probabilità che la Fed possa effettuare fino a 7 rialzi dei tassi di interesse chiave nel corso del 2022 è al 90%. Nel frattempo, nell'area Euro le aspettative di rialzo dei tassi da parte della Bce entro luglio 2022 hanno raggiunto il 50%.

Questo cambiamento nelle aspettative degli operatori si sta riflettendo in un radicale *repricing* del valore del

debito. Il controvalore complessivo dei titoli negoziati a rendimento implicito negativo, che a dicembre 2021 superava i 14 mila miliardi di \$, è sceso a meno di 4 mila miliardi, prevalentemente titoli governativi giapponesi o tedeschi a breve termine.

Generalmente l'inflazione viene incorporata dagli operatori nei rendi-

menti dei *bond* come compensazione per la svalutazione. Nel 2021 però, l'incremento dei rendimenti nominali dei *bond* governativi e *corporate* è stato insufficiente a compensare la fiammata dell'inflazione che ha caratterizzato la ripresa economica mondiale.

La domanda globale di merci ha subito un'impennata senza precedenti in risposta alla portata storica degli stimoli fiscali e monetari. 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.

Come conseguenza, i tassi di interesse reali (al netto dell'inflazione) sono scivolati ai minimi degli ultimi 20 anni. A fine gennaio 2022 i tassi reali erano decisamente negativi in tutte le economie avanzate, mentre gli unici valori moderatamente positivi si osservavano in economie emergenti specializzate nell'export di materie prime. Uno scenario di tassi reali negativi era stato auspicato dalla Bce, nella prospettiva di favorire l'espansione del credito a consumatori ed imprese. Il crollo dei tassi reali ha avuto peraltro un ulteriore effetto, che potremmo definire "benefico" dal punto di vista del debitore. 6/9 mesi di sostenuta inflazione nell'area Euro hanno già eroso il valore di quella parte (prevalente) dello *stock* di debito pubblico che non è protetta da clau-

sole di indicizzazione.

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. Lo stesso fenomeno è osservabile sul debito governativo spagnolo, mentre per l'area Euro il debito reale è risultato invariato a fronte di un aumento dell'1% in termini nominali.

Il nuovo anno tuttavia sembra promettere altrimenti: se i tassi di interesse nominali stanno salendo, 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 sul debito e di necessità di intervenire in senso restrittivo sui *deficit* pubblici. Si parte da tassi reali bassi e gran parte del debito è a tasso fisso con durata media di oltre 7 anni: qualsiasi effetto negativo di tassi nominali più alti avrebbe effetto solo sulla quota di debito in rifinanziamento e si diluirebbe nel tempo.

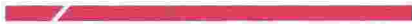


















Direttore generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

Le opinioni espresse sono strettamente personali

📧 @MarcelloMinenna

Tassi reali negativi nelle economie avanzate

Tasso di rendimento reale dei titoli governativi a 10 anni, gennaio 2022

| | | |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| Turchia |  | -26,1 |
| Usa |  | -5,4 |
| Spagna |  | -5,0 |
| Germania |  | -4,9 |
| Polonia |  | -4,7 |
| R. Unito |  | -4,1 |
| Italia |  | -3,5 |
| Canada |  | -2,9 |
| Francia |  | -2,6 |
| Australia |  | -1,6 |
| Giappone |  | -0,7 |
| Sud Corea |  | -0,6 |
| Messico |  | 0,7 |
| Brasile |  | 0,8 |
| India |  | 0,8 |
| Cina |  | 1,0 |
| Russia |  | 1,3 |
| Thailandia |  | 1,7 |
| Sud Africa |  | 3,3 |

Fonte: Bloomberg