

TASSI IN DISCESA

**CRESCITA
GLOBALE: INDIZI
DI FRENATA**

di **Marcello Minenna**

Un fenomeno insolito sta caratterizzando i mercati obbligazionari globali in questa estate di ripresa economica. Pil e consumi sono in deciso recupero in tutte le economie sviluppate con i tassi di disoccupazione in graduale riassorbimento; nel mentre i tassi di inflazione sono ai massimi da 18 mesi.

In questo contesto, dovrebbe

essere acquisita una pressione al rialzo dei tassi di interesse governativi (e quindi una discesa dei prezzi dei titoli), supportata da un progressivo *shift* delle politiche delle principali banche centrali verso la normalizzazione.

Le aspettative degli operatori sono state però disattese.

—*Continua a pag. 12*

di **Marcello
Minenna**



LA CINA, IL VIRUS E LE SPINTE AL RIBASSO SUI TITOLI GOVERNATIVI

INDIZI DI FRENATA PER LA CRESCITA GLOBALE

—*Continua da pagina 1*

Dai massimi di metà maggio 2021, infatti, i tassi di interesse governativi nelle principali economie occidentali hanno cominciato a scendere decisamente.

Negli Usa la curva dei *Treasuries* ha perso circa 15 punti base in 3 mesi, con il calo evidente sul lungo periodo. Nell'area Euro la discesa è stata più accentuata (mediamente 26 punti base), nonostante si partisse da un livello inferiore e si è distribuita lungo tutta la struttura a termine (c.d. *term structure*) della curva dei rendimenti. Si conferma in ogni caso una spinta al ribasso sulle scadenze lunghe/molto lunghe, che *de facto* "appiattisce" la *term structure*. Questo è un fenomeno globale che ha trovato conferme anche sui mercati australiani e giapponesi e che induce a pensare ad una causa determinante globale.

Indubbiamente il quadro macroeconomico internazionale si è rapidamente raffreddato nel corso delle ultime settimane.

Una spiegazione ovvia a cui si ricorre è la diffusione crescente della

variante Delta del coronavirus, che sta innescando con la sua maggiore contagiosità nuove ondate epidemiche inattese anche in Paesi con una significativa quota di popolazione già vaccinata.

Un secondo fattore esplicativo - meno ovvio - punta alla crescente influenza dell'economia cinese negli scambi internazionali con l'Occidente. Già da diversi mesi infatti il ciclo di espansione del credito bancario alle imprese in Cina stava mostrando un rallentamento marcato (linea rossa) ed è passato in negativo proprio a partire da maggio 2021. Questo ha avuto degli effetti progressivi a cascata sui principali *partner* commerciali di Pechino, in special modo l'area Euro.

Il grafico mette in relazione il ciclo di espansione del credito in Cina (in gergo tecnico il *credit impulse*, riportato con un *lag* di 6 mesi) connesso alla politica monetaria cinese con le variazioni a 12 mesi dell'indice dell'attività manifatturiera delle imprese tedesche. In altri termini, un aumento del credito ad imprese e consumatori in Cina tende a provocare, con un ritardo di 6 mesi, una variazione

contestuale dell'attività delle imprese tedesche attraverso un aumento delle esportazioni verso la Cina. Se si considera che la relazione che lega questa due variabili è indiretta e diluita nel tempo, nell'ultimo decennio lo stimolo monetario all'economia cinese è apparso in forte correlazione con una crescita dell'attività industriale in Germania.

In questa prospettiva ci si può ragionevolmente attendere un ulteriore peggioramento delle prospettive di crescita, più nell'area Euro che negli Usa dove ci sono fattori di mercato temporanei all'opera che hanno contribuito a contenere la curva dei tassi più del previsto. In Europa ci sarà da attendere a lungo per sperimentare un (eventuale) rialzo dei tassi.

Marcello Minenna, Direttore Generale



dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

📍@Marcello Minenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali

Il credito al consumo in Cina e l'export tedesco

La dipendenza dell'export tedesco dalla domanda domestica cinese
Dati in %

