

15 marzo 2021

Il Sole **24 ORE**

AREA EURO

RAGIONI E RISCHI DELLA CORSA AL RIALZO DEI TASSI MONETARI

di Marcello Minenna

La ripresa dell'inflazione dovrebbe essere un fenomeno temporaneo: almeno questa parrebbe essere la linea ufficiale seguita dalle principali banche centrali del mondo. Tuttavia il mercato continua a non credere fino in fondo a questa versione: il nuovo stimolo fiscale *monstre* dell'amministrazione Biden, la crescita accelerata dell'offerta di moneta e cenni di ripresa nell'andamento dei salari in un contesto di domanda di servizi al consumatore repressa potrebbero implicare livelli di inflazione più alti dell'atteso.

Questa divergenza di aspettative tra istituzioni e mercato si sta riflettendo in un generale innalzamento dei tassi di interesse sui titoli governativi USA: in soli 30 giorni i rendimenti dei titoli a medio-lungo termine sono cresciuti di quasi 40 punti base e la tendenza al rialzo si sta consolidando. D'altronde perché detenere in portafoglio titoli a tassi di rendimento bassissimi quando si ritiene che ben presto l'offerta del Tesoro USA sarà più lucrativa?

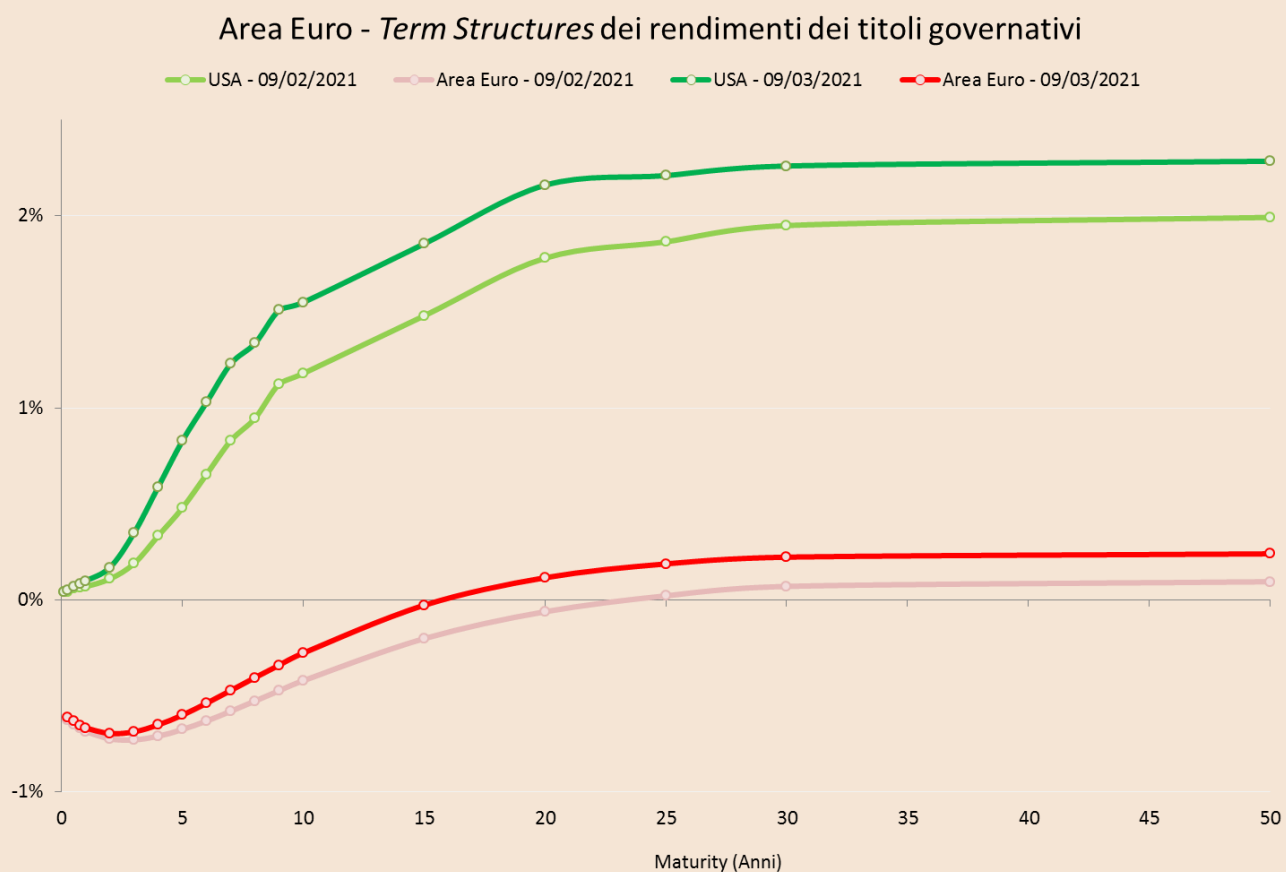
Se pure i fondamentali dell'economia USA giustificassero questo riaggiustamento della *view* di mercato, lo stesso non si può dire per altre economie duramente colpite dalla crisi pandemica, come quella dell'area Euro, dove la recessione *double dip* deve ancora dispiegare i suoi effetti negativi su occupazione e PIL. Eppure nel mondo più fluido dei mercati finanziari, il rialzo dei tassi di interesse in USA sta contagiando rapidamente altre aree geografiche, in alcuni casi forzando la mano alle banche centrali delle economie più esposte alle dinamiche dei tassi di interesse USA e del Dollaro.

La banca centrale ucraina ha inaspettatamente aumentato i tassi di interesse, mentre in Brasile ci si attende una stretta monetaria nella prossima settimana. Anche in Cina le autorità hanno segnalato una prossima riduzione degli stimoli monetari e fiscali.

I TASSI IN EUROPA STANNO SALENDO

Nell'area Euro la pressione al rialzo dei tassi- minima a gennaio 2021 - si è fatta via via più evidente nel corso del mese di febbraio: tra il 09/02 ed il 09/03, i rendimenti dei titoli a 10 anni hanno fatto registrare un incremento medio di circa 15 punti base, che diventano 18 su un orizzonte di 20 anni (cfr. Figura 1). Sul breve termine, i movimenti sono più ridotti ma comunque improntati al rialzo.

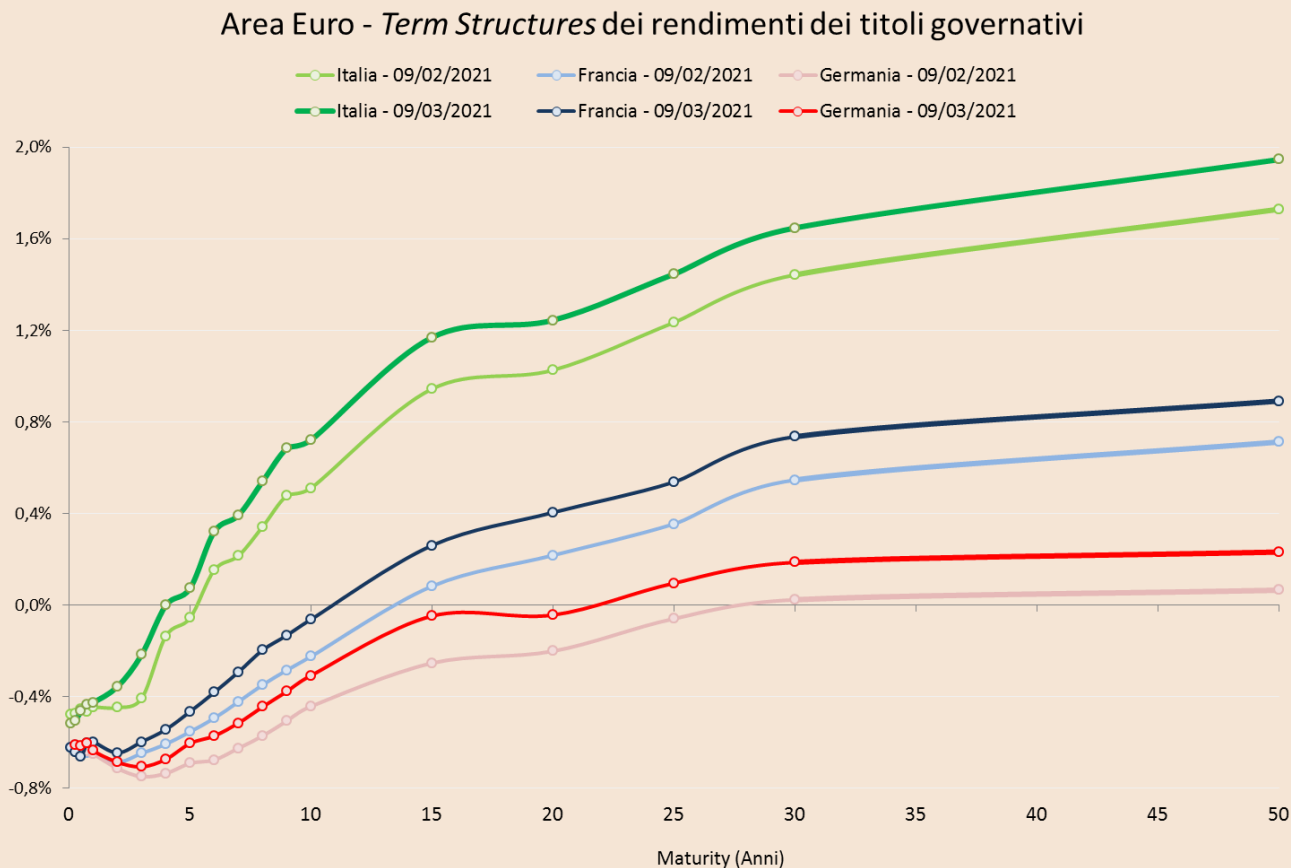
Figura 1



Fonte: BCE, FED

Lo *shift* delle curve governative verso l'alto riguarda tutte le principali economie dell'area Euro (cfr. Figura 2), con un effetto più che proporzionale sul debito dei Paesi periferici. Ad esempio a fronte di un incremento dei rendimenti a 10 anni per *Bund* tedeschi ed OAT francesi di circa 15 punti, *Bonos* spagnoli e BTP si sono mossi di 21 e 24 punti rispettivamente.

Figura 2

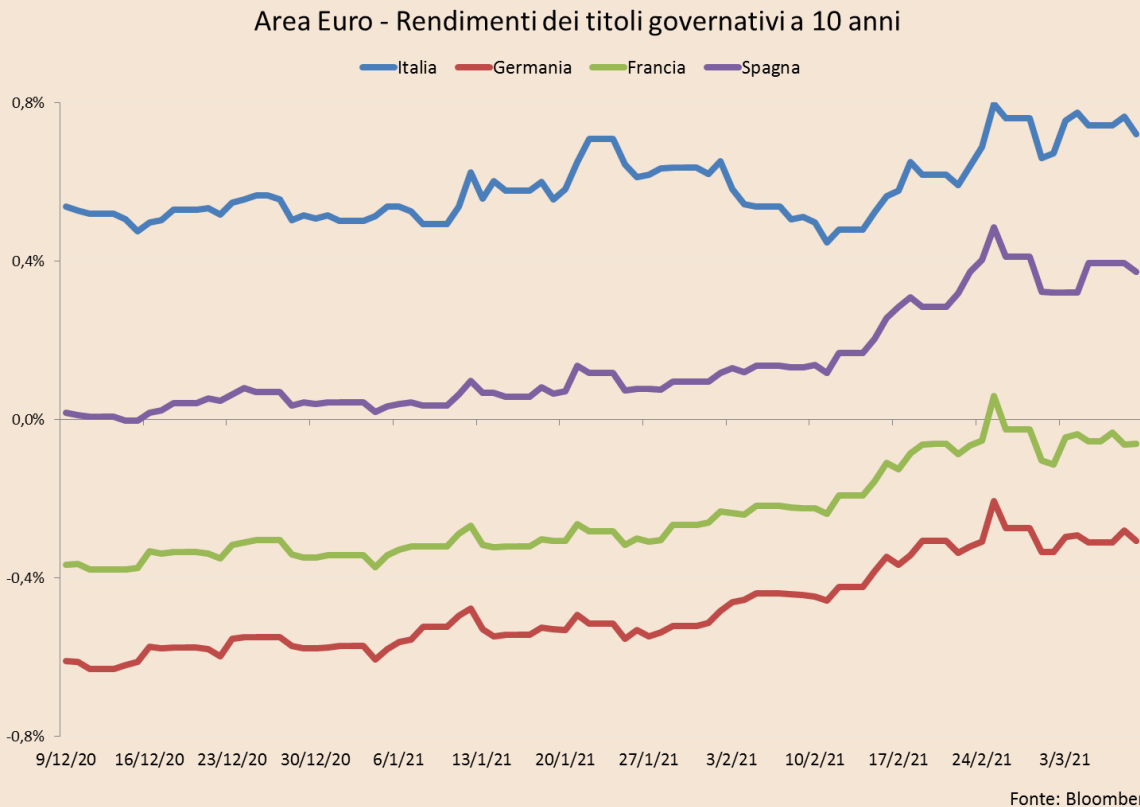


Fonte: Bloomberg

Anche osservando l'andamento nel tempo dei rendimenti dei titoli dei Paesi in analisi (cfr. Figura 3), si nota una correlazione pressoché perfetta: un primo periodo tra dicembre 2020 e gennaio 2021 caratterizzato da un rialzo strisciante ed un'accelerazione a partire dalla seconda metà di febbraio 2021.

Soltanto per quanto riguarda l'Italia si notano alcune differenze, per via dell'impatto concomitante della crisi politica: dapprima una fiammata dei tassi di interesse nella seconda metà di gennaio e poi un rientro rapido degli stessi dopo la definizione del nuovo esecutivo. Da metà febbraio, i rendimenti dei BTP tornano a muoversi in stretta sintonia con quelli degli altri paesi europei.

Figura 3



Nel breve-medio periodo il problema non riguarda il rifinanziamento del debito pubblico: le tesorerie dei vari Paesi hanno ampia flessibilità nella gestione delle scadenze al fine di evitare un *pass-through* in asta dei rialzi dei rendimenti registrati sul mercato secondario, la cui entità rimane comunque (per ora) modesta. Nonostante i livelli di debito molto elevati, la resilienza delle finanze pubbliche resta buona (pur con le dovute differenze tra Paesi): secondo stime recenti della banca d'investimenti *Goldman Sachs*, il livello massimo per i tassi di interesse che comprometterebbe la sostenibilità del debito sulla scadenza di 7 anni è del 2,75% per i BTP, del 3% per gli OAT, del 5,5% per i *Bonos* e del 5,75% per i *Bund*.

L'IMPATTO SUL MERCATO DEL CREDITO

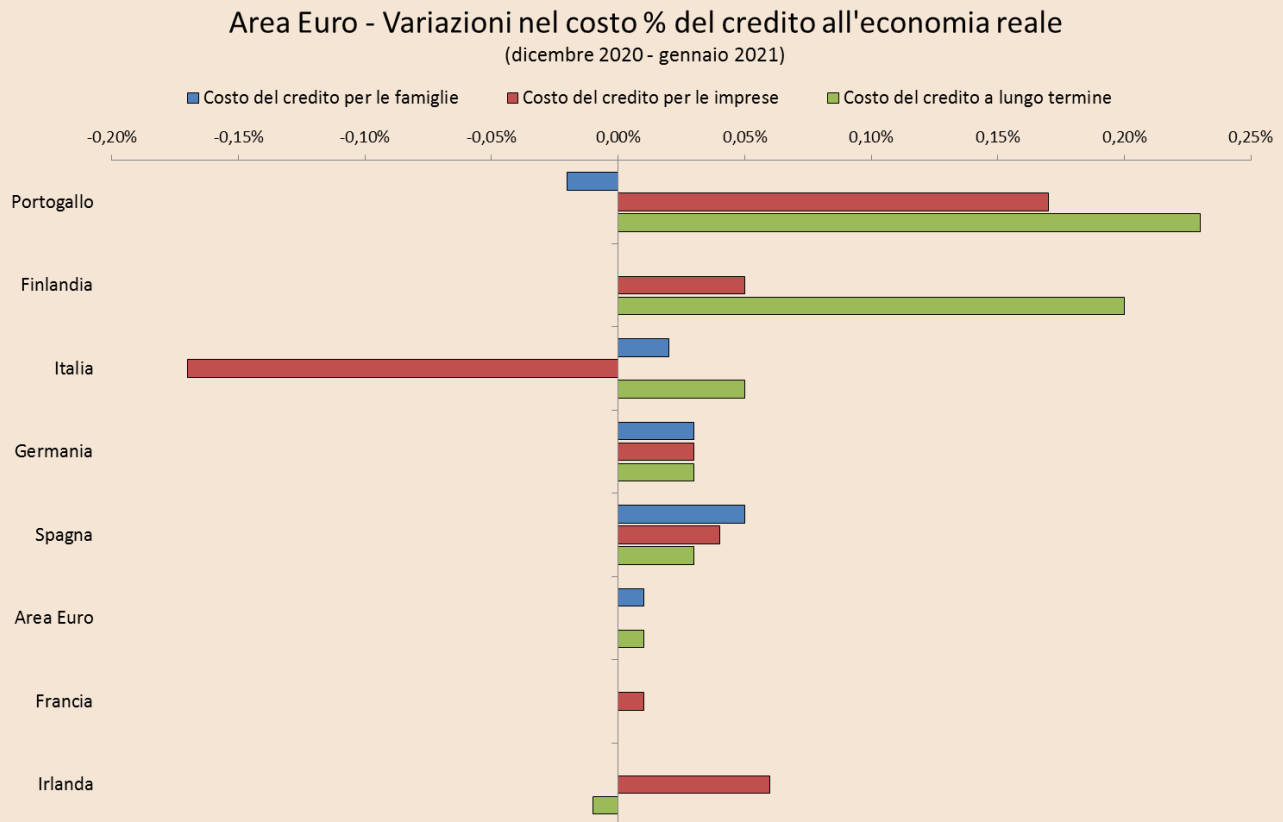
La preoccupazione è altrove: una crescita evidente dei rendimenti nominali a fronte di un tasso di inflazione che rischia di rimanere inchiodato su valori troppo bassi comporta un rialzo dei tassi di interesse reali. Questa è una condizione tossica per un'economia in recessione perché provoca contraccolpi negativi sul credito all'economia reale proprio nel momento in cui è necessario

che questo cresca. Non a caso si tratta di uno scenario esattamente opposto a quanto auspicato nelle ultime settimane da diversi membri del *board* della Banca Centrale Europea (BCE) come *outlook* per l'economia europea: tassi reali negativi protratti per un lungo periodo.

Fabio Panetta, François Villeroy ed il vice-presidente Luis de Guindos hanno mostrato tutti apprensione per il *trend* mostrato dai tassi di interesse ed assicurato una pronta reazione da parte della politica monetaria. Alcuni di loro sono apertamente a favore di una salda politica di *yield curve control*, da mantenere per tutto il periodo di uscita dalla crisi pandemica. Il tema resta molto dibattuto tra i membri del *board*: nell'ultimo *meeting* dell'11 marzo la presidente Lagarde sembra avere escluso una strategia di controllo diretto della curva dei rendimenti da parte della BCE.

L'attenzione ad eventuali *spill-over* sul mercato del credito in questo periodo deve restare altissima: il debolissimo *trend* di crescita di dicembre-gennaio ha già avuto degli effetti osservabili sul costo del credito all'economia reale (cfr. Figura 4).

Figura 4



Fonte: BCE

Gran parte delle economie dell'area Euro ha osservato dei modestissimi incrementi, dopo quasi 12 mesi di discesa ininterrotta del costo di accesso al credito, più evidente sui finanziamenti a lungo termine. Al di là dei movimenti che per ora sono sicuramente trascurabili per ora, occorre rimarcare l'inversione di tendenza che è stata immediata. C'è da attendersi che l'impatto dei rialzi dei rendimenti governativi della seconda metà di febbraio avrà delle ripercussioni più evidenti sui costi dei prestiti.

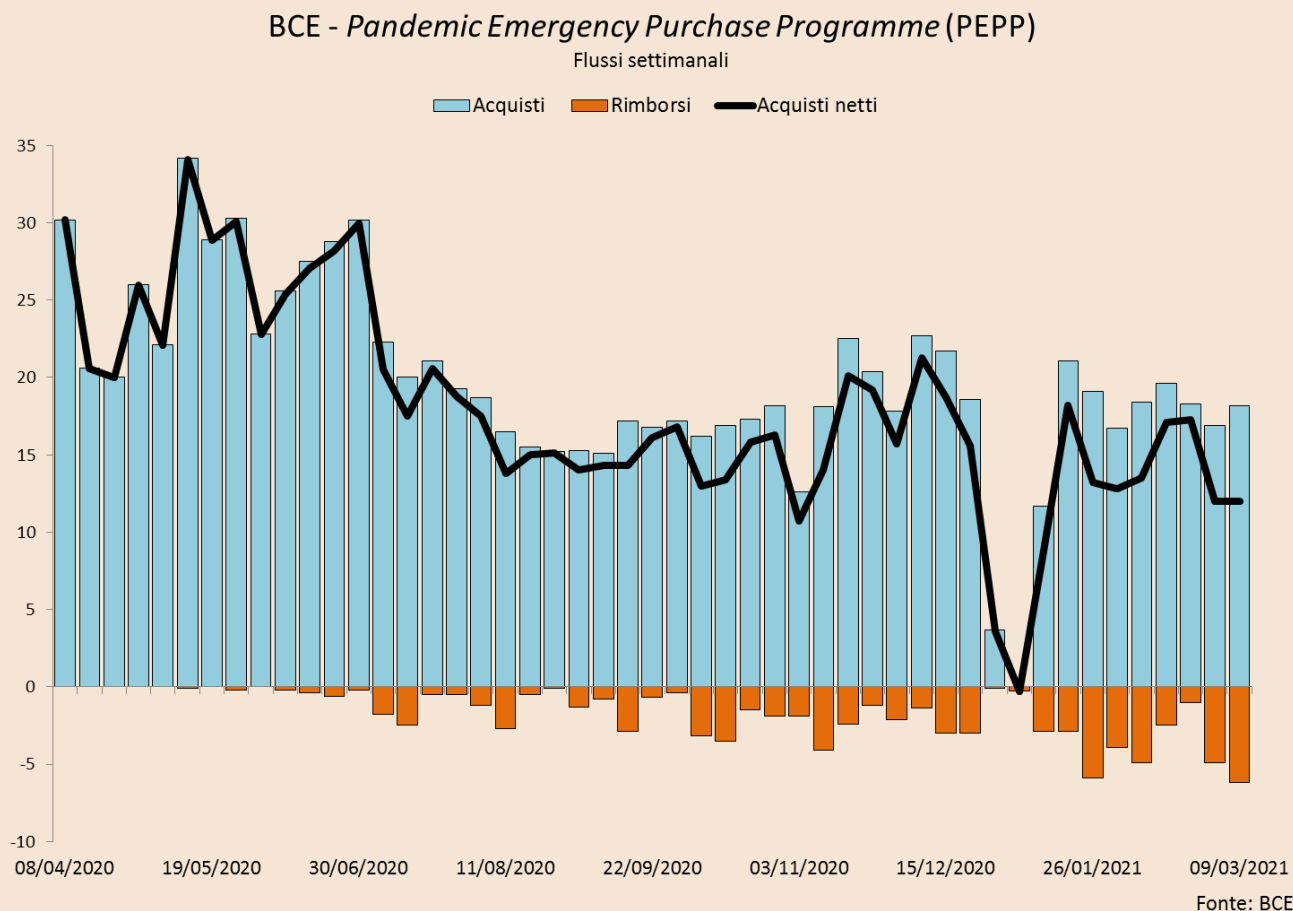
LA LINEA DI AZIONE DELLA BCE

Nel corso del 2020 la BCE ha mostrato di avere uno strumento molto efficace nel contenere movimenti indesiderati dei tassi di interesse governativi: il programma pandemico di acquisto titoli (*Pandemic Emergency Purchase Programme*). Lanciato nella seconda metà di marzo 2020, in poche settimane è arrivato a rappresentare l'80% di tutti gli acquisti netti di *assets* settimanali effettuati dalla BCE con valori superiori ai 35 miliardi di € per diverse settimane. Dopo il picco primaverile il ritmo si è assestato intorno ai 20 miliardi settimanali lordi. A fine febbraio 2021 gli acquisti totali del programma dovrebbero aver raggiunto gli 870 miliardi e si stima che per marzo 2022 si possa arrivare intorno ai 1.700 miliardi, lievemente al di sotto del limite massimo previsto di 1.850 miliardi.

Il vantaggio del PEPP è la completa flessibilità nella determinazione del livello di acquisto necessario per ogni Paese e la rapidità di modifica ed esecuzione dei piani di acquisto settimanali, su cui il *board* ha pieno controllo. Il PEPP è lo strumento ideale – molto più di altri schemi di acquisto più standard come il PSPP – per frenare tempestivamente le tensioni sul mercato secondario.

Fino al *meeting* dell'11 marzo tuttavia la BCE non ha mostrato di voler incrementare gli acquisti settimanali in risposta alle dinamiche di mercato (cfr. Figura 5). Anzi, complici alcune operazioni di rimborso consistenti (barre arancioni), nelle ultime settimane gli acquisti netti di titoli si sono ridotti piuttosto che aumentare.

Figura 5



Quindi da un lato il *board* è parso voler prendere una posizione più proattiva nel contrastare aumenti indesiderati dei tassi di rendimento, dall'altra non ha dato seguito in termini di operatività sui mercati.

Adesso sembra che la situazione possa finalmente cambiare: la Presidente Lagarde ha annunciato ufficialmente un cambio di passo nel ritmo degli acquisti del PEPP, pur se all'interno del limite massimo di 1.850 miliardi. Non ci si attende comunque un'immediata accelerazione ma piuttosto un graduale incremento delle operazioni. Finalmente la BCE fa seguire alle dichiarazioni i fatti: uno *hiatus* tra dichiarazione/azione troppo lungo avrebbe potuto essere controproducente in termini di efficacia dello stimolo.

La decisione sembra essere frutto di un laborioso compromesso, segnale di una non sorprendente spaccatura all'interno del Consiglio Direttivo, dove il Presidente *Bundesbank* Weidmann sta già disegnando un percorso di uscita dallo stimolo monetario.

Nel 2020 – per la prima volta dal 1979 – la *Bundesbank* non ha distribuito dividendi per via dell'impatto (largamente atteso) dei costi dei prestiti agevolati T-LTRO all'economia reale. Dato che i dividendi vengono poi restituiti quasi integralmente al governo, l'eliminazione è *de facto* una misura di espansione “quasi-fiscale” perché impatta indirettamente i conti pubblici. Un cambiamento non da poco per una banca centrale molto conservatrice.

È comprensibile che una *policy* di esplicito *yield curve control* sulla falsariga dell'esperienza giapponese possa essere considerata una misura troppo di “frontiera”. Questo vale anche per una BCE straordinariamente flessibile nell'adattarsi al nuovo contesto macro-economico pandemico, dove le modalità di allocazione della liquidità a livello globale sono cambiate radicalmente grazie alla rete di linee di liquidità di emergenza (*C6 swap lines*) tra le principali banche centrali del mondo.

Massima attenzione dunque, bisogna proteggere in ogni modo i germogli della ripresa economica in arrivo.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli
@MarcelloMinenna
Le opinioni espresse sono strettamente personali