

GENNAIO 2025

## FUCINO FLASH

# I RENDIMENTI DEI TREASURIES AMERICANI E LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE



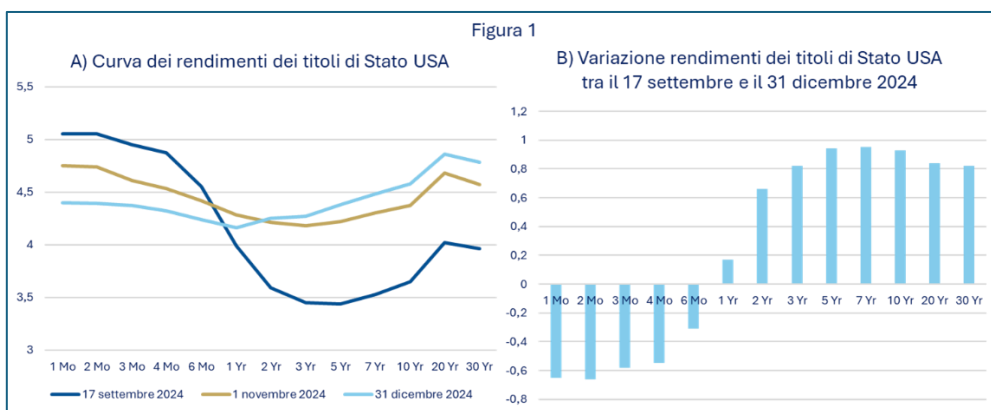
Banca del Fucino

1923 | 2023

## FUCINO FLASH

### I RENDIMENTI DEI TREASURIES AMERICANI E LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE

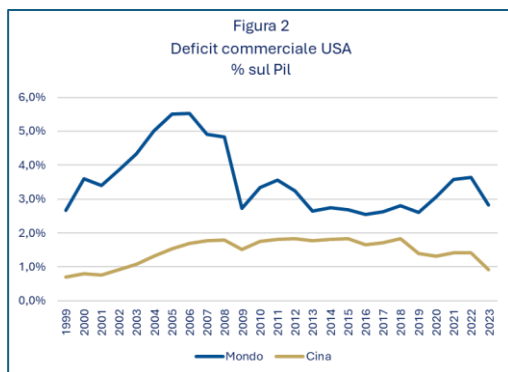
Tra settembre e dicembre 2024 la **curva dei rendimenti dei titoli di Stato USA** ha registrato importanti movimenti: i rendimenti sulla parte corta della curva sono diminuiti, mentre quelli sulla parte lunga sono cresciuti (Figura 1A). Si tratta di uno sviluppo degno di nota, visto che negli stessi mesi la Federal Reserve ha eseguito **tre tagli dei tassi di interesse**, per una riduzione totale pari a 100 punti base. Ad un allentamento della politica monetaria di norma fa seguito un calo generalizzato dei rendimenti, coerentemente con la funzione di riferimento che i tassi di policy esercitano sull'intera economia, anche per quanto riguarda la remunerazione che lo Stato deve offrire ai propri creditori. Tuttavia, così non è stato: tra il 17 settembre 2024 – il giorno precedente il primo taglio da parte della Fed – e il 31 dicembre 2024 i **titoli di Stato USA** con durata pari o superiore a un anno **hanno visto aumentare i propri rendimenti** da un minimo di 17 punti base a un massimo di 95 (Figura 1B).



Le ragioni di questi movimenti, apparentemente contraddittori con le mosse della Fed, sono da ricercarsi nelle **mutate aspettative dei mercati** in relazione al futuro andamento dell'**inflazione** e della **politica monetaria USA**. L'elezione di Donald Trump alla Casa Bianca, in particolare, ha ingenerato nei mercati preoccupazione per un ritorno dell'inflazione, di cui alcune politiche proposte dal neoletto Presidente potrebbero essere la causa. Le principali politiche in questione sono due:

#### 1) I dazi commerciali.

Prima e dopo la propria vittoria, Trump ha promesso dazi commerciali al 60% sulle importazioni dalla Cina e al 10% su quelle provenienti da tutti gli altri Paesi del mondo, una misura che, nel suo intento, dovrebbe permettere alle imprese americane di guadagnare competitività sulle concorrenti straniere.



Gli Stati Uniti dell'ultimo decennio non sono nuovi a casi di politica commerciale di stampo protezionistico; **finora** però – come mostrato nella Figura 2 – **l'imposizione di dazi non ha ridotto il deficit commerciale americano** (il maggiore contributo positivo recente alla bilancia commerciale è stato rappresentato dall'aumento delle esportazioni di energia e materie prime, in particolare verso l'Europa).

Assumendo come riferimento quanto visto durante il primo mandato di Trump, e considerando l'ipotesi di dazi al 10% sulla totalità delle importazioni USA, il risultato sarebbe con ogni probabilità, più che una rinascita della manifattura statunitense, un aumento generalizzato dei

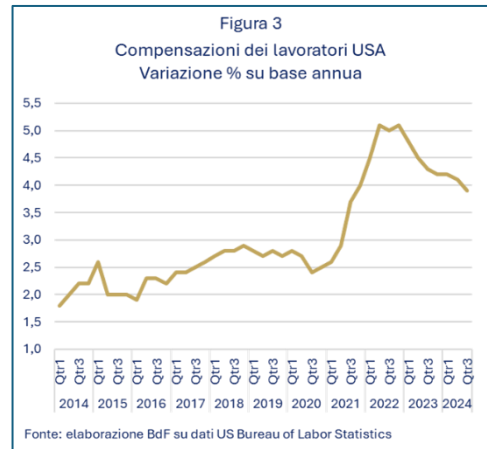
prezzi al consumo.

## 2) Le politiche migratorie.

Trump ha inoltre promesso di fermare – o limitare notevolmente – l’immigrazione negli USA, in particolare quella proveniente dal Sud America, nonché una politica più severa per quanto riguarda i rimpatri degli immigrati irregolari già presenti nel Paese.

Anche questa proposta potrebbe rivelarsi inflattiva, per via della **riduzione dell’offerta di forza lavoro** entro l’economia americana. Non va dimenticato che tra le preoccupazioni principali delle autorità monetarie USA nel corso del 2024 vi è stata la **crescita delle retribuzioni**, crescita che, nella seconda metà

dell’anno appena conclusi, sembrava essersi sufficientemente indebolita da placare la paura di una ripresa dell’inflazione (Figura 3). Una riduzione della forza lavoro disponibile potrebbe per contro restituire forza alle spinte salariali, e quindi, potenzialmente, alla crescita dei prezzi.



Secondo calcoli realizzati dal **Peterson Institute for International Economics**, l’impatto sui prezzi al consumo delle politiche economiche di Trump potrebbe essere sostanziale, facendo aumentare il **tasso di inflazione al 2026 fino al 6% (scenario migliore) o al 9,3% (scenario peggiore)**.

Ad alimentare le preoccupazioni dei mercati si sono poi aggiunte le **revisioni effettuate dalla Fed sulle proprie stesse proiezioni** a dicembre. Come mostrato in tabella, il 2024 si è rivelato un anno più positivo del previsto per quanto riguarda crescita e tasso di disoccupazione, ma peggiore in relazione proprio all’inflazione, il cui valore medio per l’intero anno è stato rivisto dal 2,6% al 2,8%; anche per il 2025 le proiezioni sull’inflazione sono state riviste al rialzo, passando dal 2,2% al 2,5%. Revisioni che possono apparire modeste, ma che hanno importanti conseguenze sul percorso previsto di riduzione dei tassi di interesse: se a settembre ci si attendevano quattro tagli da 25 pb nel 2025, **adesso l’aspettativa è di soli due tagli**, per un totale di 50 pb di riduzione. È questo il nuovo scenario di base per le autorità monetarie statunitensi; una quota significativa degli operatori di mercato, invece, non esclude che il 2025 possa vedere solamente un taglio da 25 verso la metà dell’anno, o addirittura nuovi aumenti dei tassi.

		2024	2025	2026	2027	Lungo periodo
Variazione % del Pil	Proiezioni Settembre	2,0	2,0	2,0	2,0	1,8
	Proiezioni Dicembre	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8
Tasso di disoccupazione	Proiezioni Settembre	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2
	Proiezioni Dicembre	4,2	4,3	4,3	4,3	4,2
Inflazione core (Core PCE)	Proiezioni Settembre	2,6	2,2	2,0	2,0	X
	Proiezioni Dicembre	2,8	2,5	2,2	2,0	X
Federal Funds Rate a fine anno	Proiezioni Settembre	4,4	3,4	2,9	2,9	2,9
	Proiezioni Dicembre	4,4	3,9	3,4	3,1	3,0

Federal Reserve, *Summary of Economic Projections*, December 18, 2024.

Si tratta di uno sviluppo che aggiunge una terza ragione a quelle che hanno probabilmente contribuito al rialzo dei rendimenti sui Treasuries:

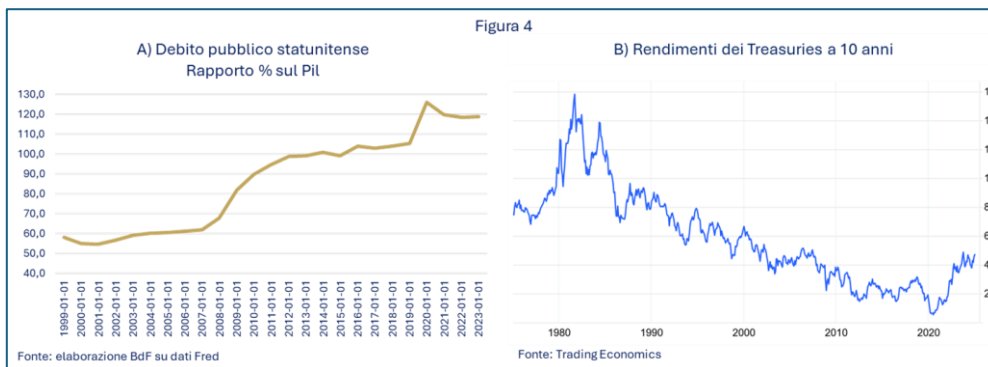
## 3) La crescita del rapporto debito/pil degli Stati Uniti.

Un rialzo dei rendimenti sui Treasuries, se dovesse rivelarsi stabile nel tempo, innalzerebbe il **costo del servizio del debito per gli USA**, un debito peraltro – secondo diversi analisti – destinato a crescere anche al di là della componente degli interessi a causa delle politiche che l’attuale amministrazione intende implementare, prima fra tutte il progetto di riduzione della

pressione fiscale.

Sul più lungo periodo, inoltre, si può notare come **il rapporto debito/pil USA sia cresciuto quasi senza soluzione di continuità a partire dai primi 2000**, con una forte accelerazione negli anni della Grande Recessione e in quelli immediatamente successivi (Figura 4A). All'aumento dei titoli emessi dal Tesoro statunitense **non ha però fatto seguito alcun aumento dei rendimenti** (considerando il titolo decennale come benchmark, Figura 4B): questi ultimi hanno invece proseguito nel proprio trend di discesa – in corso, di fatto, dai tempi del Volcker shock dei primi anni '80 – almeno fino alla stretta monetaria varata dalla Fed nel 2022.

È certamente presto per dirlo, ma non è da escludersi che si possa essere oggi di fronte ad **un'inversione di tendenza**, per cui l'espansione dell'emissione di titoli sovrani da parte del Tesoro USA non è più avvertita dai mercati come totalmente priva di rischio, a differenza di quanto avvenuto negli ultimi decenni.



È difficile che questi movimenti dei tassi USA non abbiano **ripercussioni sull'Europa**, e specialmente sulla sua politica monetaria. La situazione macroeconomica dell'UE – con alle spalle due anni di semi-stagnazione e ancora scarsi segnali di futura ripresa – è certamente differente da quella statunitense. Proprio la **debolezza della crescita europea** indurrebbe a pensare che nei prossimi mesi la BCE debba proseguire nel proprio percorso di **“normalizzazione” dei tassi di interesse**; secondo diversi analisti, in effetti, non sarebbe privo di senso un graduale passaggio da un'impostazione restrittiva ad una espansiva, eventualmente coadiuvata anche da una politica fiscale comunitaria di tipo espansivo.

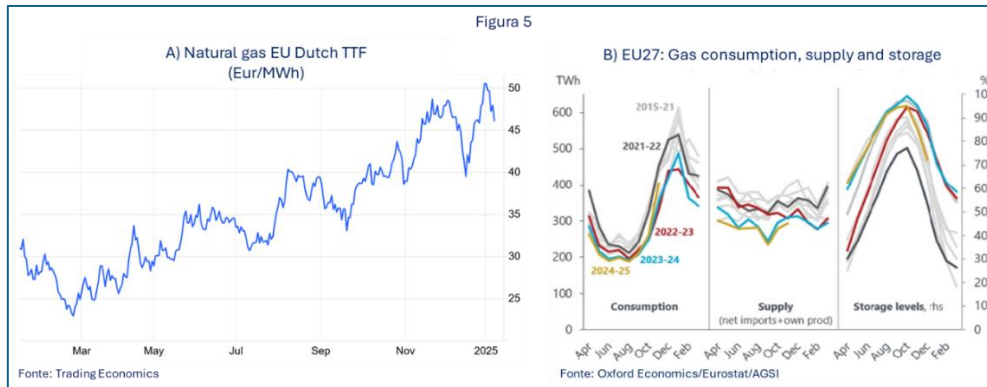
È al contempo indubbio come la BCE non agisca nel vuoto, dovendo considerare con particolare attenzione le mosse delle altre grandi banche centrali globali, prima fra tutte la Fed. Un'eccessiva **divergenza** tra i tassi di interesse statunitensi e quelli europei **potrebbe condurre l'euro a svalutarsi nei confronti del dollaro** (più di quanto non abbia già fatto negli anni post-pandemici per il combinato di ritardo della BCE nell'attuazione della stretta monetaria e debolezza della crescita dell'Eurozona). Considerando il forte peso che le esportazioni di prodotti manifatturieri ricoprono nell'economia europea, una svalutazione dell'euro potrebbe non sembrare una prospettiva così preoccupante. Bisogna però, al contempo, tenere conto di due aspetti fondamentali della questione, i quali potrebbero **indurre la BCE a mantenere più a lungo un'impostazione restrittiva**:

### 1) Il costo dell'energia.

L'aumento dei prezzi dell'energia ha costituito uno dei driver principali – se non il principale – dell'inflazione del 2022-23. Una svalutazione dell'euro nei confronti del dollaro rischierebbe di far crescere ulteriormente il costo dell'energia, già oggi elevato nel confronto storico e con effetti già ben visibili sulla competitività internazionale delle imprese europee.

La BCE, inoltre, a differenza della Fed, non ha alcun “doppio mandato”, avendo come unico compito quello della stabilità dei prezzi. È dunque comprensibile che le autorità monetarie europee siano preoccupate dai dati sull'inflazione di dicembre, che hanno visto un rialzo dei prezzi dell'Eurozona al 2,4% (2,2% a novembre); ancora più preoccupante, però, è il fatto che

proprio i **prezzi dell'energia** abbiano **interrotto il proprio calo su base annua**, calo che è stato la chiave della relativamente rapida disinflazione del 2024: nel corso del 2024 il **TTF** ha totalizzato una **crescita del 45%** circa, portando il prezzo del gas, il 31 dicembre, a toccare i 50 euro per MWh, un valore ben superiore alla media precedente la crisi energetica (Figura 5A). Un ruolo importante nel determinare questo risultato è stato svolto anche dal **più rapido consumo dei depositi di gas naturale** disponibili in Europa rispetto al periodo aprile 2022-aprile 2024 (Figura 5B).



## 2) L'obiettivo della stabilità monetaria.

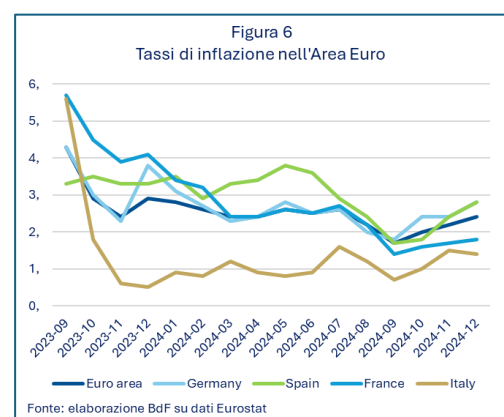
Non bisogna inoltre dimenticare come tra le **intenzioni che hanno portato alla nascita della moneta comune europea** vi fosse quella di creare un sistema monetario stabile, tale da porre i Paesi europei al riparo dalle crisi valutarie dalle quali furono ripetutamente colpiti negli anni '80 e '90. A questo va poi aggiunta l'idea di **una moneta capace di far concorrenza allo stesso dollaro** statunitense come valuta internazionale. Si tratta di intenzioni che difficilmente possono essere conciliate con ampie oscillazioni dei tassi di cambio, oscillazioni che, infatti, la BCE ha finora sempre cercato il più possibile di limitare.

Se quindi l'effetto di tassi più elevati più a lungo negli USA dovesse concretizzarsi, non è peregrino pensare che anche la BCE, per evitare di veder l'euro svalutarsi nei confronti del dollaro più di quanto non sia già successo, possa decidere di mantenere tassi di interesse più elevati, anche a discapito della crescita.

Tassi su livelli relativamente elevati per un periodo più lungo del previsto sono probabilmente destinati ad avere effetti diversi sui vari Paesi membri dell'Area Euro, soprattutto – ma non unicamente – in relazione ai **differenti tassi di inflazione** (Figura 6).

**L'Italia**, da ottobre 2023, registra i **tassi di inflazione più bassi tra le maggiori economie dell'Area**. Questo significa che, al momento, l'economia italiana è sottoposta ad **un livello di restrizione monetaria più elevato** rispetto agli altri principali Paesi europei, una condizione decisamente poco favorevole alla crescita.

Sembra in ogni caso **difficile che i tassi di policy nell'Area Euro possano tornare ai livelli prossimi allo zero** ai quali i mercati si erano abituati dai tempi del primo Quantitative Easing della BCE.



Autori: Vladimiro Giacché, Michele Tonoletti  
 Direzione Comunicazione, Studi e Innovazione Digitale  
 Banca del Fucino