

QE, tassi e spesa per interessi

L'avvio del QE da parte della banca centrale europea ci porta a formulare nuove stime sulla spesa per interessi, che potrebbe ridursi in misura non trascurabile, facilitando così il rispetto degli obiettivi di finanza pubblica. Inoltre, è già in corso una trasformazione delle curve dei tassi.

L'avvio del *quantitative easing* (QE) da parte della BCE avrà, tra i diversi effetti, un impatto sulla spesa per interessi passivi. Già nel corso degli ultimi mesi, nell'attesa che la BCE varasse il piano, si è verificata una riduzione costante della curva dei tassi sui titoli di stato italiani e ora l'avvio degli acquisti, previsto per marzo, comporterà un ulteriore appiattimento della curva verso il limite dello 0 per cento.

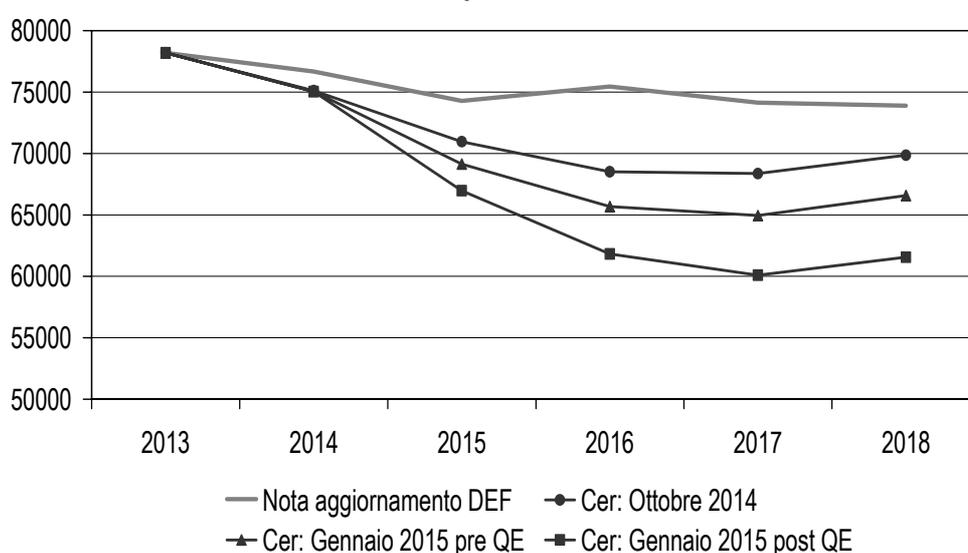
Il QE potrà avere effetto sul livello dei tassi di interesse italiani anche indirettamente, a seguito della riduzione del livello dei tassi che si registrerà nei paesi *core*. Infatti, è possibile che una parte degli investitori internazionali decida di abbandonare titoli di stato con rendimenti prossimi allo 0 per cento per inserire in portafoglio titoli di stato con un rendimento leggermente superiore. Di conseguenza vi sarà un trasferimento di risorse dal centro dell'area euro verso la *periferia*.

Data questa situazione, la spesa per il servizio del debito tenderà a ridursi rispetto alle precedenti previsioni, a tutto vantaggio dei saldi di finanza pubblica.

Nella tavola e nel grafico seguenti sono rappresentate le modifiche intervenute nelle nostre stime sulla spesa per interessi. Esse sono messe a confronto con le ultime previsioni ufficiali elaborate dal Governo, presentate nella Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanza, pubblicata lo scorso ottobre.

Tavola 1. Interessi passivi: confronto tra previsioni governative e previsioni Cer

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nota aggiornamento DEF	78.201	76.670	74.280	75.446	74.150	73.897
Cer: Ottobre 2014	78.201	75.112	70.962	68.510	68.365	69.859
Cer: Gennaio 2015 pre QE	78.201	75.055	69.139	65.688	64.948	66.571
Cer: Gennaio 2015 post QE	78.201	75.055	66.976	61.831	60.098	61.566

Grafico 1. Interessi passivi: andamento delle previsioni governative e delle previsioni Cer

L'effetto QE è evidente e nella previsione riduce ulteriormente l'ammontare di interessi passivi che lo Stato italiano sarà chiamato a pagare. Rispetto alla stima del Governo, che era sembrata conservativa già ad ottobre, la riduzione è netta sin dal 2015. Considerando che nel 2016 il Governo prevedeva una risalita degli interessi e poi una loro solo graduale riduzione, ne deriva che la differenza tra la previsione post varo QE e quella di ottobre della Nota sia decisamente ampia, 14 miliardi nel 2016 e nel 2017.

Si consideri, inoltre, che l'ultima previsione è stata ottenuta impostando un livello del tasso decennale pari all'1,4 per cento nel biennio 2015-2016. Attualmente il tasso di interesse del decennale spagnolo è già inferiore a questo livello, e molto più bassi sono i tassi dei paesi *core*. Quando gli acquisti di titoli partiranno, si può supporre che anche il titolo decennale italiano vedrà crescere il suo valore e, quindi, il tasso di interesse potrebbe risultare ancora inferiore a quello previsto. Il QE dovrebbe avere meno impatto sui

titoli a breve termine poiché il tasso è già basso e non saranno interessati direttamente dagli acquisti. Abbiamo impostato un tasso di interesse medio dei Bot pari allo 0,25 per cento nel 2015-2016. Entrambi i tassi, quello a 10 anni e quello sui Bot, sono poi previsti in graduale aumento a partire dal 2017.

Inoltre, se il QE dovesse avere l'impatto previsto (diretto e indiretto) è possibile che la spesa per interessi potrà essere, a consuntivo, anche inferiore rispetto alle previsioni.

Un ulteriore effetto dell'annuncio del QE è da individuare nella modifica delle curve dei tassi. Nel grafico 2 sono riportate le yield curve dell'instaneous forward rate per i titoli governativi tripla A dell'area euro e per tutti i titoli governativi dell'area euro nei giorni 19 gennaio (lunedì pre QE), 26 gennaio (primo lunedì post QE) e 2 Febbraio (secondo lunedì post QE). È interessante sottolineare l'evoluzione di queste curve nel corso di queste settimane. Entrambe sono diventate più piatte, con il differenziale tra tassi a lungo termine e tassi a breve termine che si è, quindi, ridotto. Ciò è giustificato dal fatto che la parte breve della curva (fino a 2 anni) non sarà interessata dal QE. Tra le due curve si nota però una differenza: l'impatto del QE è stato molto più accentuato per la media di tutti i titoli dell'area euro rispetto ai soli titoli tripla A. Tant'è che la differenza tra le curve è ora inferiore ai 100 punti base, con una riduzione di oltre 40 punti base per le scadenze più lunghe nel corso delle due settimane esaminate.

**Grafico 2. Curva dei tassi: yield curve, instataneous forward rate.
Media titoli area euro e titoli tripla A.**

