



IO CPI

Cosa sta succedendo ai tassi a lungo termine

di Giampaolo Galli e Gianmaria Olmastroni

9 ottobre 2026

Negli ultimi mesi in quasi tutte le economie avanzate sono aumentati molto i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine, proseguendo la risalita iniziata dopo la pandemia: in molti Paesi sono ai massimi dal 2006-2007. Il recente rialzo riflette una serie di fattori concomitanti: ha un ruolo l'aumento dell'inflazione attesa, ma sono in crescita anche le stime del premio a termine, cioè il compenso richiesto dall'investitore per la componente d'incertezza relativa agli scenari futuri, oggi alta vista la situazione geopolitica e il deterioramento dei conti pubblici a livello globale. Contribuiscono al rialzo dei tassi anche la maggior offerta di obbligazioni private, spinta dai finanziamenti all'intelligenza artificiale, e il rientro dai programmi d'acquisto delle banche centrali. Gli aumenti sono in buona parte il riflesso di ciò che sta succedendo negli Stati Uniti.

* * *

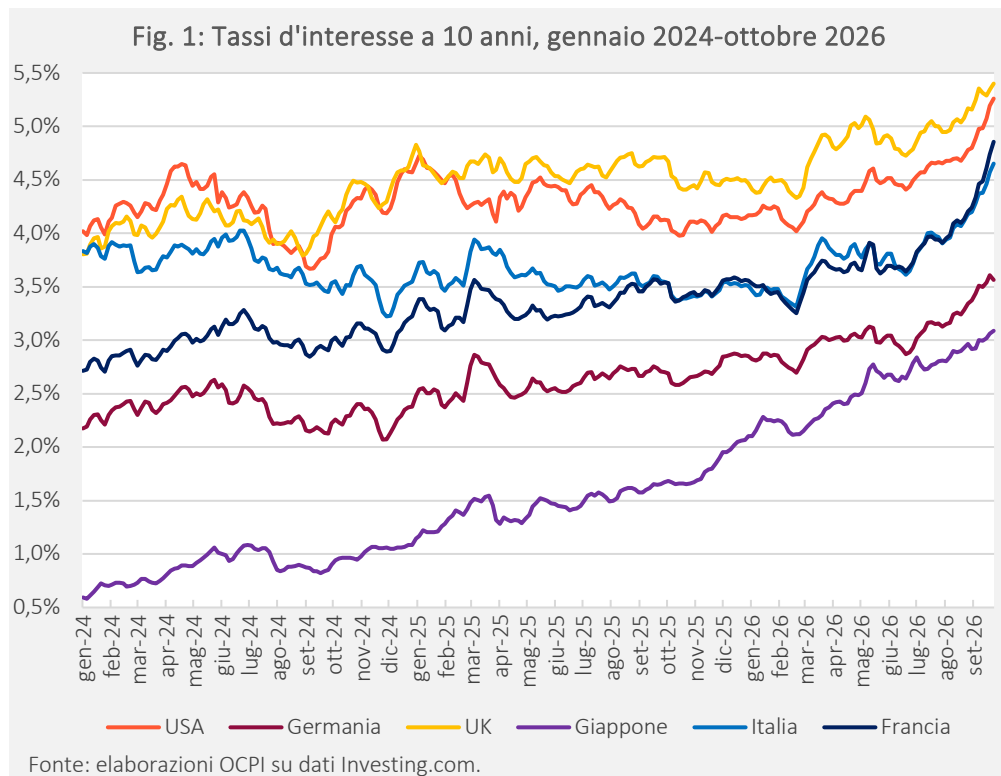
Negli ultimi mesi, in tutte le principali economie avanzate si sono verificati notevoli aumenti dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine.¹ Il rialzo si inserisce in una tendenza iniziata dopo la pandemia, che ha interrotto un lungo periodo di tassi particolarmente bassi. Quali fattori spiegano questa evoluzione?

I tassi d'interesse

La Fig. 1 mostra l'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni di Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, Germania, Francia e Italia da gennaio 2024. Pur con oscillazioni e differenze tra Paesi, negli ultimi mesi emerge un rialzo generalizzato, particolarmente marcato nelle ultime settimane. I rendimenti britannici e americani rimangono i più elevati del gruppo, mentre quelli giapponesi, partendo da livelli molto bassi, sono aumentati di oltre 250 punti

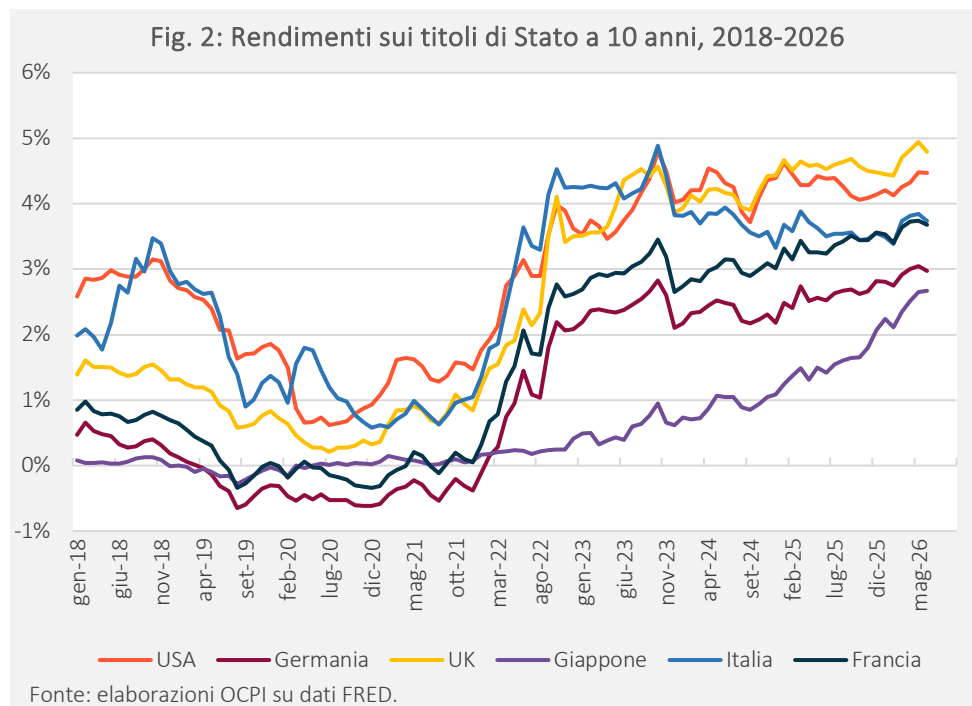
¹ Per ora, l'aumento sta interessando più le economie avanzate di quelle emergenti. Vedi: Cotterill K., Herbert E., ["Emerging markets outperform developed markets as bond rout deepens"](#), *Financial Times*, 2 ottobre 2026.

base. Nell'area dell'euro, i rendimenti francesi hanno raggiunto e poi superato quelli italiani, a fronte di livelli più contenuti in Germania.²

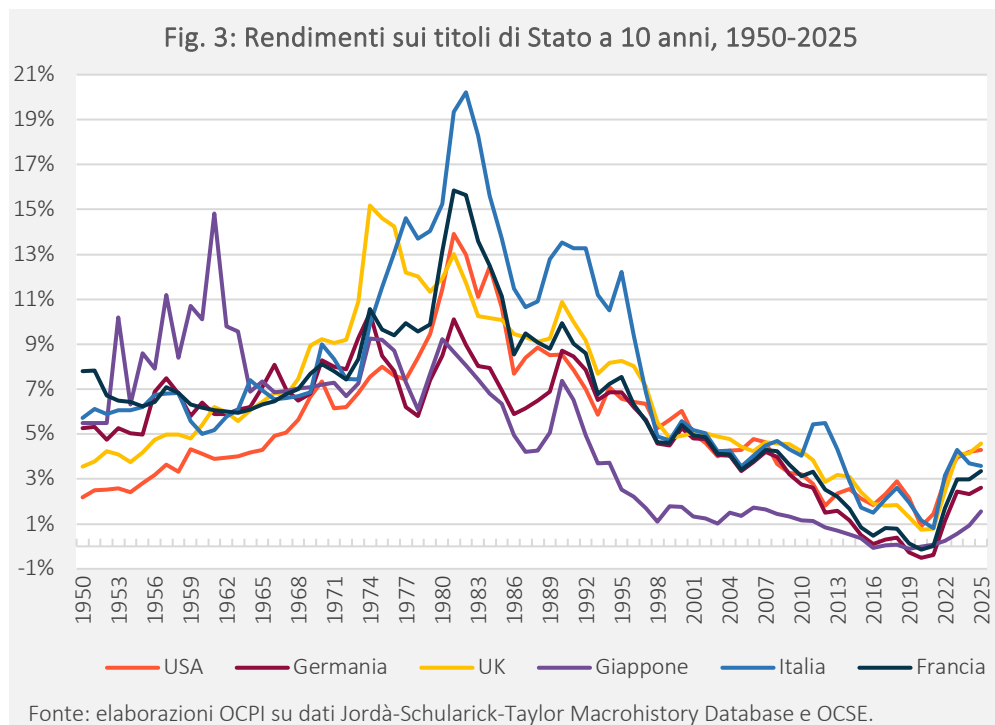


Tale rialzo prosegue quello iniziato dopo la pandemia: nel 2018 i rendimenti erano inferiori all'1% in Germania, Francia e Giappone, poco sopra l'1% per il Regno Unito, e vicini al 3% solo per gli Stati Uniti e per l'Italia (Fig. 2); per quest'ultima la differenza con gli altri Paesi europei era dovuta al maggior rischio paese, vista l'instabilità politica di quel periodo e la lunga coda della crisi del 2012. La tendenza si è invertita con la ripresa dell'economia a seguito della pandemia e il ritorno dell'inflazione. Le pressioni sui prezzi erano già emerse nel 2021, visto il recupero della domanda, anche derivante dagli interventi a sostegno dell'economia. Ha poi fortemente contribuito all'alta inflazione lo shock di offerta derivante dalla guerra in Ucraina nel febbraio 2022. Le banche centrali hanno quindi aumentato i tassi ufficiali e progressivamente ridotto il sostegno fornito dagli acquisti di titoli.

² Notare come, riguardo agli Stati Uniti, l'elezione di Donald Trump nel novembre 2024 sia sì coincisa con un'iniziale salita, ma anche con successive discese: non sembra che sia stata l'elezione di Trump in sé a portare al rialzo duraturo dei rendimenti.



Il rialzo assume un significato diverso se confrontato con un periodo più lungo. Il periodo degli anni 2010 è stato segnato da tassi d’interesse eccezionalmente bassi (Fig. 3): in tutti i Paesi considerati, la media del decennio è stata la più bassa dal 1950 (Tav. 1).³



³ I dati storici sui tassi d’interesse provengono dal “Macrohistory Database”, composto dagli economisti Oscar Jordà, Moritz Schularick e Alan Taylor e disponibile [a questo link](#). Per i dettagli metodologici, vedi: Jordà et al., “The Rate of Return on Everything, 1870–2015.”, *Quarterly Journal of Economics*, 134(3), 1225-1298, 2019.

Tav. 1: Rendimenti a 10 anni, 1950-2019

	USA	Germania	UK	Giappone	Italia	Francia
1950-1959	2,9	5,8	4,3	8,0	6,2	6,8
1960-1969	4,7	6,6	6,6	8,6	6,3	6,5
1970-1979	7,5	7,9	11,8	7,7	10,9	9,1
1980-1989	10,6	7,6	10,4	6,5	14,8	11,8
1990-1999	6,7	6,6	8,0	3,6	10,0	7,0
2000-2009	4,5	4,1	4,7	1,4	4,5	4,3
2010-2019	2,4	1,1	2,7	0,5	3,2	1,6

Fonte: elaborazioni OCPI su dati Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database e OCSE.

Rendimenti così bassi trovano spiegazione nella crisi finanziaria: dopo la crisi quest'ultima la politica monetaria, già considerata accomodante, divenne ancor più espansiva, portando i tassi di policy allo zero. Ciò non fu sufficiente per imprimere un impulso espansivo all'attività economica, essenzialmente perché si era inceppato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, per via delle crisi di fiducia nel sistema finanziario. Ciò indusse prima la Federal Reserve (Fed) e qualche anno dopo le altre grandi banche centrali, tra cui la Banca Centrale Europea (BCE), ad attuare politiche "non convenzionali": le banche centrali cominciarono ad acquistare grandi masse di titoli di Stato sul mercato secondario, sostenendone i prezzi e abbassandone i rendimenti.

I livelli attuali vanno quindi valutati anche rispetto a quelli precedenti alla crisi finanziaria, e non soltanto rispetto ai livelli più recenti. Il confronto suggerisce che una parte del rialzo possa rappresentare il superamento delle particolari condizioni dello scorso decennio.

Le possibili cause

Come notato da diversi osservatori, il recente rialzo dei tassi riflette una serie di fattori concomitanti:⁴

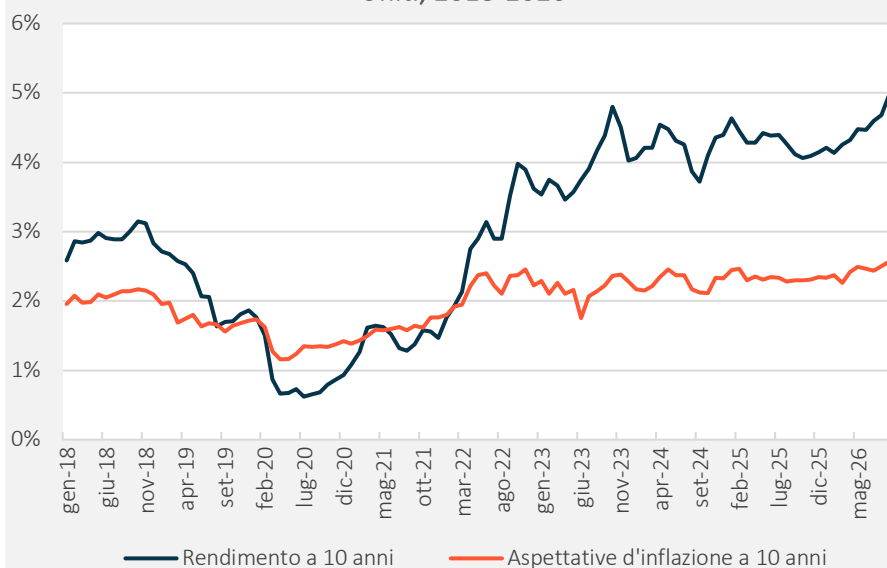
⁴ L'idea che il rialzo dei tassi sia dovuto a una forte pluralità di fattori è proposta da molti commentatori. Vedi, per esempio, Giles C., ["Why are bond yields so high?"](#), *Financial Times*, 6 ottobre 2026; Bini Smaghi L., ["Choc energetico, inflazione e IA fanno salire i tassi di interesse"](#), *Il Foglio*, 3 ottobre 2026; Coy P., ["10 Ways to Explain Why Interest Rates Are So High"](#), *The New York Times*, 23 settembre 2026.

- **Inflazione e aspettative sui futuri tassi d'interesse**

La prima componente dei tassi d'interesse a lungo termine è rappresentata dalle aspettative sui futuri tassi a breve termine; questi possono, tra le altre cose, riflettere l'inflazione attesa. Se gli investitori si aspettano un'alta inflazione futura, si aspetteranno anche alti tassi a breve futuri. È plausibile che questa sia rilevante nei recenti rialzi viste le tensioni commerciali e i recenti conflitti, con conseguenze sul costo dell'energia.

Tuttavia, l'aumento dell'inflazione attesa, da solo, non spiega l'intera salita dei rendimenti. Prendiamo per esempio gli Stati Uniti: da ottobre 2025 a oggi il rendimento a 10 anni è salito di circa un punto percentuale, ma le aspettative d'inflazione di soli 0,3 punti (Fig. 4).⁵ Occorre quindi considerare anche altre componenti del rendimento.

Fig. 4: Rendimenti a 10 anni e aspettative d'inflazione a 10 anni, Stati Uniti, 2018-2026



Fonte: elaborazioni OCPI su dati FRED.

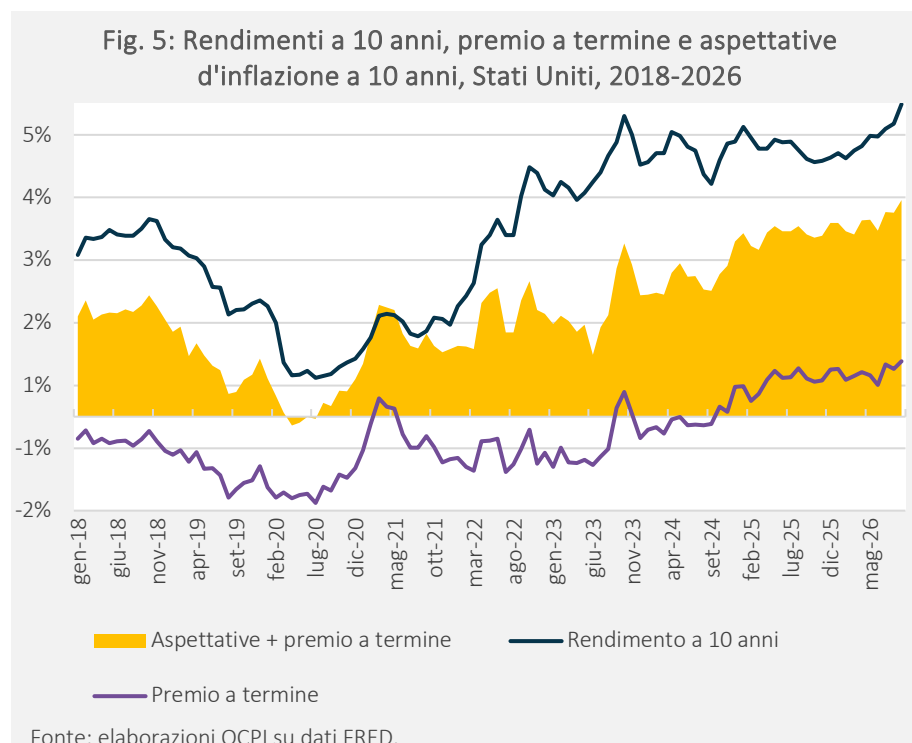
- **Premio a termine**

La seconda componente dei tassi d'interesse a lungo termine è il premio a termine, cioè la compensazione all'investitore per il rischio che il tasso d'interesse di mercato vari durante la vita del titolo, e dunque cambi il suo valore. Si tratta della componente d'incertezza relativa agli scenari futuri, che in questo periodo potrebbe valere molto vista la situazione geopolitica.

⁵ Le aspettative d'inflazione considerate sono quelle stimate dalla Federal Reserve, ottenute tramite un modello che utilizza sia i dati sui rendimenti dei titoli sia quelli sull'inflazione attuale e sui sondaggi sulle aspettative. La serie storica è disponibile [a questo link](#).

Il premio a termine non può essere direttamente osservato, ma stimato tramite modelli. Secondo il modello statistico utilizzato dalla Federal Reserve di New York, la stima del premio a termine sui titoli statunitensi a 10 anni è passata dal -0,1% dell'estate 2024, prima dell'elezione di Trump, a +0,6% nell'ottobre 2025 (linea viola nella Fig. 5).⁶ Nell'ultimo anno, a partire da aprile, è salita ulteriormente di 0,3 punti percentuali. L'aumento del premio a termine, sempre tenendo conto che si tratta di una stima, pare quindi un fattore rilevante nei recenti rialzi.

Sottraendo dal rendimento decennale l'inflazione attesa e il premio a termine, otteniamo una misura approssimativa dei tassi reali a breve che gli investitori si aspettano nei prossimi dieci anni. Nella Fig. 5 questa misura corrisponde alla distanza tra la linea blu e l'area gialla. Da aprile è aumentata di circa 0,3 punti percentuali: il rialzo dei rendimenti sembra quindi riflettere anche l'attesa di tassi reali più elevati.



Una possibile spiegazione di maggiori tassi reali futuri potrebbe essere lo stato di salute atteso dell'economia americana: se consumi, investimenti e occupazione aumentano, aumenta la probabilità che la banca centrale aumenti i tassi d'interesse. Inoltre, una domanda sostenuta rispetto alla capacità produttiva può rendere più difficile il

⁶ Per le stime, vedi la pagina ["Treasury Term Premia"](#) nel sito web della Federal Reserve Bank of New York. Il premio è ottenuto come differenza tra il rendimento e la componente attribuita dal modello Adrian, Crump, and Moench (ACM) al percorso atteso dei tassi a breve. Le stime dipendono dalle ipotesi del modello e non sono una misura ufficiale della Federal Reserve.

rientro dell'inflazione: l'inflazione attesa può restare relativamente stabile proprio grazie ai più elevati tassi a breve futuri.

- **Debito pubblico e disavanzi**

Un altro possibile fattore del rialzo dei rendimenti è il deterioramento delle prospettive dei conti pubblici. Negli Stati Uniti, il rapporto debito/Pil è aumentato molto negli ultimi anni, mentre in altre economie avanzate è alto già da tempo (Tav. 2). È plausibile aspettarsi difficoltà nei conti pubblici di molte economie avanzate visti l'alto livello di debito e le pressioni dal lato della spesa, dovute sia alle tendenze della demografia sia all'esigenza di aumentare le spese per la difesa.

Tav. 2: Rendimenti a 10 anni e rapporto debito/Pil

	2007		2017		2026	
	Rendimenti a 10 anni	Rapporto debito/Pil	Rendimenti a 10 anni	Rapporto debito/Pil	Rendimenti a 10 anni (media dei primi 9 mesi)	Rapporto debito/Pil (previsioni)
Francia	4,3%	65%	0,8%	99%	3,8%	116%
Germania	4,2%	64%	0,3%	64%	3,0%	63%
Italia	4,5%	103%	2,1%	134%	3,8%	137%
Giappone	1,7%	150%	0,1%	203%	2,6%	207%
Regno Unito	5,0%	43%	1,2%	86%	4,8%	102%
Stati Uniti	4,6%	65%	2,3%	106%	4,5%	124%

Fonte: elaborazioni OCPI su dati OCSE e FMI.

Queste dinamiche possono aumentare i rendimenti attraverso entrambi i canali descritti sopra: disavanzi che sostengono la domanda possono indurre gli investitori ad attendersi una politica monetaria più restrittiva, e quindi tassi a breve più elevati. Ma, soprattutto, il maggior livello di debito può aumentarne la rischiosità, richiedendo un premio a termine più alto.

- **L'offerta di titoli privati**

Il fabbisogno di finanziamento non riguarda soltanto gli Stati. Anche le imprese raccolgono risorse sui mercati obbligazionari, contribuendo all'offerta complessiva di titoli di debito. Il debito privato è diventato particolarmente rilevante anche per via dei recenti aumenti negli investimenti in intelligenza artificiale. A fine 2025 il debito obbligazionario delle imprese statunitensi ha raggiunto i 12 trilioni di dollari, circa il 40% del Pil. Nel solo 2025 nove società del settore tecnologico (Alphabet, Meta, Oracle, Amazon, IBM, Apple, Tencent,

Alibaba, Microsoft) hanno emesso obbligazioni per 122 miliardi; l'OCSE prevede che tra il 2026 e il 2030 gli investimenti di queste aziende in intelligenza artificiale verranno finanziati a debito per oltre un trilione.⁷ Titoli pubblici e privati competono, almeno in parte, per le risorse degli investitori. A parità di domanda, una maggiore offerta può quindi richiedere rendimenti più elevati per essere assorbita.

- **La riduzione dei portafogli delle banche centrali**

All'offerta di nuovi titoli si aggiunge il venir meno di una parte della domanda delle banche centrali. Durante i programmi di acquisto, queste avevano assorbito grandi quantità di obbligazioni, riducendo il rischio di tasso detenuto dagli altri investitori e contribuendo a comprimere il premio a termine. La riduzione dei portafogli coerente con la politica monetaria restrittiva attuata dopo il 2022 prevede la vendita o il mancato reinvestimento dei titoli in scadenza. Ciò implica che si riduca la domanda complessiva di titoli, ritirandosi un compratore importante come la banca centrale, e che una quota maggiore del debito sia detenuta dal mercato, aumentando il premio a termine.

In questo contesto, le principali banche centrali si trovano in fasi diverse: la BCE non rinnova titoli in scadenza, così come la Bank of England;⁸ la Bank of Japan continua ad acquistare titoli pubblici, ma ne sta riducendo il ritmo.⁹ La Federal Reserve ha interrotto la riduzione del proprio portafoglio dal dicembre 2025.¹⁰ Riguardo agli Stati Uniti, non sarebbe quindi corretto attribuire il recente rialzo americano a un Quantitative Tightening della Fed ancora in corso.

Gli USA e il resto del globo

L'analisi precedente si è concentrata soprattutto sugli Stati Uniti, in quanto centro finanziario del globo. I rendimenti americani, essendo storicamente considerati un asset sicuro, fanno da punto di riferimento per gli altri titoli; ciò

⁷ Vedi la sezione "Debito delle imprese" della nostra precedente nota: ["I nuovi rischi sul debito globale, pubblico e privato"](#), 3 aprile 2026. I dati provengono dal rapporto OCSE ["Global Debt Report 2026"](#), del 4 marzo 2026.

⁸ Vedi [questo link](#) al sito della BCE per quanto riguarda l'Asset Purchase Programme (Quantitative Easing), e [questo link](#) per il Pandemic Emergency Purchase Programme. Per la Bank of England, vedi [l'aggiornamento di politica monetaria di settembre 2026](#).

⁹ Vedi: Bank of Japan, ["Plan for the Outright Purchases of Japanese Governments Bonds"](#), 16 giugno 2026.

¹⁰ Vedi la pagina sul sito della Federal Reserve: ["FOMC Communications Related to Policy Normalization"](#), 26 novembre 2025.

significa che un rialzo dei tassi americani potrebbe trasmettersi anche ai rendimenti degli altri Paesi.

Ciò è documentato dalla letteratura economica, pur con intensità diverse tra Paesi e periodi. Uno studio della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) su 30 economie stima che una variazione di un punto percentuale del rendimento decennale americano sia associata, in media, a una variazione di circa 0,6 punti dei rendimenti decennali esteri.¹¹ Un'analisi più recente, sempre della BRI, mostra che l'influenza dei rendimenti americani su quelli delle altre principali economie avanzate si è rafforzata dalla seconda metà del 2024: gli shock ai rendimenti decennali USA sono associati a circa un terzo delle variazioni inattese dei rendimenti decennali tedeschi e britannici.¹²

¹¹ Vedi: Hofmann B. e Takáts E., [“International monetary spillovers”](#), *BIS Quarterly Review*, settembre 2015. L'analisi considera 22 economie emergenti e otto economie avanzate di minori dimensioni nel periodo 2000–2014.

¹² Vedi: Avalos F., Todorov K. e Xia D., [“US spillovers amid macroeconomic divergence”](#), *BIS Quarterly Review*, marzo 2025.