

# Economia. Se torna l'inflazione, la Bce cambia politica



Vignetta di Cecco

Tratto da [lavoce.info](http://lavoce.info)

DI ANGELO BAGLIONI, professore ordinario di Economia Politica presso l'Università Cattolica di Milano

Il ritorno dell'inflazione potrebbe indurre la Bce a rivedere la sua politica ultra-espansiva. Non c'è però una relazione meccanica che, con un eventuale aumento dei tassi di interesse, la costringa a vendere i titoli di stato che ha già acquistato.

Il ritorno dell'inflazione e le pressioni sulla Bce

Le tensioni inflazionistiche emerse di recente in Europa e altrove pongono un problema di rilievo: cosa accadrebbe se le banche centrali dovessero prendere atto che la fiammata inflazionistica in corso non è poi così temporanea come

continuano ad affermare e, di conseguenza, fossero costrette ad abbandonare bruscamente le attuali politiche ultra-espansive? Non è detto che sia così: è possibile che i fattori alla base delle tensioni sui prezzi, dai costi dell'energia e delle materie prime ai vincoli all'offerta, siano effettivamente transitori. Man mano che passano i mesi, però, il rischio che la previsione sia troppo ottimistica si fa sempre più concreto. Conviene allora riflettere sulle conseguenze di una uscita dalle politiche di allentamento quantitativo (Quantitative easing – Qe) e di tassi di interesse nulli (se non addirittura negativi) più rapida di quanto si ipotizzava prima dell'estate. Del resto, in alcuni ambienti politici e finanziari del Nord Europa, le pressioni sulla Banca centrale europea affinché abbandoni l'attuale impostazione di politica monetaria si fanno sempre più insistenti: si veda il dibattito in occasione dell'audizione del presidente della Bce, Christine Lagarde alla Commissione Affari monetari del Parlamento europeo, nonché le dichiarazioni di Christian Sewing, presidente di Deutsche Bank e dell'Associazione delle banche tedesche.

Tra le diverse implicazioni, una è particolarmente rilevante per un paese ad alto debito come l'Italia: quale sarebbe la ripercussione di una stretta monetaria sul costo del finanziamento, e quindi sulla sostenibilità, del debito pubblico accumulato dal nostro paese?

Come già discusso nel n. 3/2021 di Osservatorio Monetario, un eventuale incremento dei tassi di interesse da parte della Bce nel corso del 2022 (quindi prima di quanto desumibile dalla forward guidance della Bce stessa) avrebbe un impatto rilevante sul costo del debito, costringendo il governo a rivedere le sue previsioni. Lo scenario governativo di finanza pubblica sconta infatti la permanenza dei tassi di interesse di mercato sugli attuali livelli molto bassi. Tuttavia, vi è anche qualche elemento di relativo ottimismo. Le politiche monetarie non convenzionali attuate negli ultimi anni hanno

profondamente cambiato l'assetto operativo delle banche centrali, consentendo una gestione separata dei tassi di interesse e della liquidità. Ciò implica che la fine del programma di acquisto di titoli (Pandemic Emergency Purchase Programme – Pepp) prevista per il prossimo marzo non comporti necessariamente un aumento dei tassi di interesse. Non solo, ma un eventuale aumento dei tassi potrà avvenire in presenza di un rinnovo dello stock di titoli nel portafoglio della Bce (roll-over) anche per un prolungato periodo di tempo. In altri termini, non vi è alcuna relazione meccanica tra aumento dei tassi d'interesse e fine degli acquisti di attività finanziarie, o addirittura vendita, da parte della banca centrale. I timori che l'uscita dal Qe costringa la Bce a vendere titoli di stato sul mercato sono quindi eccessivi.

Il contributo della politica monetaria al finanziamento del debito pubblico

Entrando più nel dettaglio, alcuni dati ci dicono che il contributo della politica monetaria della Bce al contenimento del costo del debito pubblico è stato finora molto rilevante. Il contributo passa non solo dall'effetto di calmierare i tassi di mercato, ma anche per il meccanismo delle retrocessioni: gli interessi pagati dal Tesoro sui titoli detenuti dall'Eurosistema gli vengono in massima parte restituiti, di fatto azzerando il servizio del debito sulla quota detenuta dalla banca centrale. Questa quota supererà il 30 per cento nel marzo prossimo, data prevista per la fine del Pepp. In valori assoluti, stimiamo che l'Eurosistema arriverà a detenere titoli del debito pubblico italiano per un importo pari a 761 miliardi di euro alla fine di marzo 2022, per effetto degli acquisti accumulati nell'ambito dei due programmi Pepp e Pspp (Public Sector Purchase Programme). Tenendo conto della scadenza media dei titoli, il Tesoro risparmierà gli interessi su circa un terzo del suo debito per un periodo di sette anni (nell'ipotesi che l'Eurosistema detenga fino a scadenza i titoli già acquistati).

## La exit strategy

Cosa succederà al portafoglio-titoli della Bce, se dovesse decidere di adottare una politica monetaria più restrittiva per contrastare le pressioni inflazionistiche? Il rialzo dei tassi avverrà contestualmente a una riduzione dello stock di titoli detenuti? Probabilmente no. Ce lo dice la teoria monetaria (decoupling principle) e ce lo conferma la forward guidance della Bce.

Il primo punto può essere sintetizzato come segue (si veda questo libro per una trattazione approfondita). L'abbondanza di liquidità, creata nel tempo attraverso gli acquisti di attività finanziarie sul mercato, ha prodotto un eccesso strutturale di offerta sul mercato monetario, tale da spingere stabilmente i tassi di interesse di mercato al loro limite inferiore, costituito dal tasso applicato alle operazioni di deposito fatte dalle banche presso la banca centrale (deposit facility). Questo floor system consente alla banca centrale di applicare variazioni ai tassi di policy, senza dovere adeguare la base monetaria al nuovo livello dei tassi: in particolare, è possibile aumentare il tasso sulla deposit facility, che guida i tassi di mercato, senza dovere ridurre la base monetaria attraverso una vendita di titoli sul mercato. L'eccesso di riserve introduce così un grado di libertà in più nella gestione della politica monetaria: quantità di moneta e tassi di interesse possono essere gestiti indipendentemente. Questa proprietà non valeva nell'assetto tradizionale, nel quale le due variabili, quantità e tassi, erano strettamente interdipendenti: in un sistema in cui la base monetaria era relativamente scarsa, la quantità offerta andava opportunamente regolata, attraverso le operazioni di mercato aperto, per adeguarla al livello desiderato dei tassi di interesse.

Il decoupling principle assume particolare rilievo nel momento in cui la banca centrale vuole impostare una strategia di uscita dal Qe. Le decisioni relative all'uscita dai programmi

di acquisto di attività finanziarie e quelle relative ai tassi di interesse possono essere prese e attuate in tempi diversi. La Bce intende sfruttare questa possibilità, come emerge dalla sua forward guidance, comunicata più volte e ribadita nella sua ultima decisione (28 ottobre 2021). In essa si legge, in relazione al programma Psp: "Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della Bce". In riferimento al programma Pepp, si legge: "Il Consiglio direttivo seguirà a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza almeno sino alla fine del 2023".

Quale assetto operativo nel futuro?

Ci si può chiedere se, nel lungo periodo, il portafoglio-titoli accumulato sia destinato a essere smaltito, attraverso il mancato rinnovo dei titoli in portafoglio (roll-off). Sul punto la Bce non ha ancora fatto chiarezza, al contrario della Federal Reserve Bank. Quest'ultima ha chiarito che il nuovo assetto operativo della politica monetaria americana (new normal) richiede il mantenimento di un'ampia offerta di base monetaria, che a sua volta implica il mantenimento di un ampio portafoglio-titoli. La Bce deve ancora chiarire se intende mantenere il nuovo assetto, basato sull'eccesso strutturale di riserve, oppure intende in futuro ritornare al vecchio assetto basato sulla scarsità di riserve. Nel primo caso, potrà mantenere un ampio stock di titoli in portafoglio, mentre nel secondo dovrà ridurlo in misura consistente. Il ritorno al vecchio assetto, prevalente prima dell'avvento della politica monetaria "non convenzionale", appare poco probabile. La recente revisione della strategia poteva essere l'occasione per fare chiarezza su un aspetto cruciale nella gestione della politica monetaria nell'area euro, ma così non è stato.

**Lavoce è di tutti: sostienila**

Lavoce.info non ospita pubblicità e, a differenza di molti

altri siti di informazione, l'accesso ai nostri articoli è completamente gratuito. L'impegno dei redattori è volontario, ma le donazioni sono fondamentali per sostenere i costi del nostro sito. Il tuo contributo rafforzerebbe la nostra indipendenza e ci aiuterebbe a migliorare la nostra offerta di informazione libera, professionale e gratuita. Grazie del tuo aiuto

**SOSTIENI LAVOCE**