

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO 3-2021

**Lo scenario economico
post-Covid. Quale exit strategy?**



Lo scenario economico post-Covid Quale exit strategy?

novembre 2021

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore), Massimo Bordignon, Fedele De Novellis, Marco Lossani, Andrea Monticini



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Marco Lossani (Direttore LAM), Angelo Baglioni, Alberto Banfi, Andrea Boitani, Domenico Delli Gatti, Piero Giarda.

Laboratorio di Analisi Monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore:

Segreteria: Barbara Caprara

Via Necchi, 5 - 20123 Milano

tel. 02-7234.2487 - laboratorio.monetario@unicatt.it - [LAM](#)

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Largo A. Gemelli, 1 - Milano

Segreteria: Via Necchi, 5 - Milano – tel. 02-72342472 - www.assbb.it



INDICE

INTRODUZIONE	pag. 1
1. LE PROSPETTIVE DELL'ECONOMIA ITALIANA ED EUROPEA – Fedele De Novellis	pag. 3
1. La ripresa “a V” del 2021	3
2. Ripresa dell'economia e aumento dell'inflazione	6
3. L'exit strategy delle politiche	11
4. Stili di vita e comportamenti di consumo	12
5. La posizione dell'Italia	15
6. Caveat	18
2. IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO E' SOSTENIBILE?– Massimo Bordignon	21
1. Introduzione	20
2. La politica di bilancio per il prossimo triennio	23
3. La scommessa	25
4. I rischi	26
5. Qualche simulazione	29
3. L'USCITA DALLE POLITICHE MONETARIE ECCEZIONALI E LE IMPLICAZIONI PER IL DEBITO PUBBLICO – Angelo Baglioni	33
1. L'impatto dei programmi di acquisto della Bce (PEPP e PSPP) sul debito pubblico	33
2. La exit strategy della Bce	37
3. Il new normal della politica monetaria americana	39
4. La revisione della strategia: Bce e Fed a confronto	42
4. LE IMPLICAZIONI DELLA POLITICA MONETARIA USA PER I PAESI EMERGENTI – Marco Lossani	45
1. La ripresa dell'inflazione: permanente o temporanea?	47
2. Taper Tantrum (Maggio 2013)	51
3. COVID- Tantrum (Agosto -Novembre2021)	53
4. Due taperings a confronto: 2013 vs. 2021	56
5. Conclusioni	57
5. LE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE DELLA BCE – Andrea Monticini	60
1. La politica monetaria non convenzionale	61
2. Le operazioni TLTRO-III	61
3. TLTRO-III e banche italiane: situazione aggregata	62
4. La situazione delle principali banche italiane	63
5. Le prospettive con la scadenza delle operazioni TLTRO-III	66

INTRODUZIONE

Angelo Baglioni[♦]

La crisi pandemica ha indotto i policymaker di tutto il mondo ad adottare politiche eccezionali, di natura sia fiscale sia monetaria. Il nostro paese e l'Europa non fanno eccezione: il governo italiano ha adottato una politica fiscale fortemente espansiva, anche facendo leva sulle ingenti risorse messe a disposizione dei paesi membri dalle iniziative europee. La Bce ha ripreso i piani di acquisto di attività finanziarie su larga scala (dopo averli interrotti per un breve periodo nel 2019) e ha potenziato le operazioni di finanziamento a lungo termine al sistema bancario.

La prospettiva di un superamento della emergenza sanitaria, pur con le dovute cautele relative alle diverse "ondate" della pandemia, pone un quesito importante: quale sarà la strategia di uscita dalle politiche straordinarie messe in campo in reazione alla recente crisi? Il numero 3/2021 di *Osservatorio monetario* cerca di rispondere a questa domanda, concentrandosi su due aspetti cruciali: la sostenibilità del debito pubblico e il ritorno alla normalità nella gestione della politica monetaria.

Prima di affrontare tali problemi, partiremo dallo scenario macroeconomico con cui i *policymaker*, e tutti gli agenti economici in generale, si confronteranno nei prossimi anni. La progressiva rimozione delle misure di distanziamento ha favorito una robusta ripresa dell'economia europea nei trimestri centrali del 2021. La ripresa è stata assecondata dall'adozione di politiche di segno espansivo, che nel corso di quest'anno si sono sovrapposte alla ripresa legata alle riaperture, accentuando quindi la velocità del recupero della domanda. In diversi settori i ritmi di crescita della domanda hanno superato quelli

dell'aumento dell'offerta, generando tensioni sui prezzi; tuttavia, l'ipotesi prevalente è che tali tensioni siano destinate ad essere superate nei prossimi mesi. L'economia italiana ha condiviso i tratti della congiuntura "a V" europea, descrivendo una contrazione più marcata nella fase dei *lockdown* e un rimbalzo maggiore al momento delle riaperture. La ripresa dei trimestri centrali del 2021 è alla base delle stime di una crescita vivace che si trascinerà nei risultati del 2022. Lo scenario governativo è caratterizzato da una crescita robusta, superiore al trend degli anni scorsi, anche nel 2023 e nel 2024.

Questa previsione è basata sulla capacità del nostro paese di realizzare gli investimenti e le riforme previsti dal Pnrr: solo a questa condizione, non banale, la maggiore crescita diventerà strutturale. Nel lungo periodo, la sostenibilità del debito pubblico italiano dipenderà in misura cruciale dal fatto che il sentiero di crescita del PIL si porti strutturalmente al di sopra di quello storicamente osservato nel nostro paese. Pur di perseguire una trasformazione dell'attuale rimbalzo economico in un processo duraturo di più elevata crescita economica, il governo italiano intende prolungare l'attuale politica fiscale espansiva, prevedendo una spesa pubblica addizionale per poco più di un punto di PIL nei prossimi tre anni. Tuttavia, è opportuno non nascondersi i rischi della politica espansiva perseguita dal governo, soprattutto per quello che riguarda la sostenibilità del debito. Questa dipende sostanzialmente da due fattori: il tasso di crescita futuro dell'economia e l'andamento del costo del debito. La scommessa del governo è che il primo aumenti in modo sostanziale nei prossimi anni e che il secondo resti invece molto basso.

Un contributo importante alla sostenibilità del debito pubblico viene dalla politica monetaria. La quota di debito pubblico italiano detenuta

[♦]Università Cattolica del Sacro Cuore



dall'Eurosistema supererà il 30% alla data prevista come termine del PEPP (marzo 2022). Nell'ipotesi che l'Eurosistema detenga fino alla scadenza i titoli acquistati, il Tesoro italiano beneficerà di un risparmio in conto interessi, grazie al meccanismo delle retrocessioni, su circa un terzo del suo debito per un periodo di sette anni. La *forward guidance* della Bce sembra escludere un aumento dei tassi di policy per il prossimo anno; in ogni caso, anche quando tale aumento verrà attuato, questo non comporterà una riduzione del portafoglio-titoli detenuto dall'Eurosistema.

Tra l'anno scorso e quest'anno, sia la Banca centrale europea sia *Federal Reserve Bank* statunitense hanno portato a termine la revisione delle rispettive strategie. Seppure dotata di un obiettivo simmetrico di inflazione, la nuova strategia della Bce non si configura come un vero e proprio *average inflation targeting*, adottato dalla Fed. Sotto questo profilo, essa si presenta più debole di quella della Fed e potenzialmente meno efficace nell'ancorare le aspettative inflazionistiche.

Negli USA, è possibile che l'andamento dell'inflazione e del prodotto nei prossimi mesi spingano la Fed a generare "sorprese", anticipando il rialzo dei tassi d'interesse rispetto a quanto dichiarato lo scorso 3 novembre. Ciò esporrebbe i paesi emergenti a elevati rischi: l'inflazione in ripresa, unita alla debolezza del ciclo economico, all'elevato debito (per lo più in dollari) e a un limitato spazio di manovra per la politica fiscale, rende queste economie ancora oggi vulnerabili a fenomeni di *capital reversal*. L'esperienza del *taper tantrum* del 2013 fornisce utili indicazioni al riguardo, anche se la situazione appare oggi meno fragile di allora, anche per il sostegno fornito dal FMI e dalla World Bank a questi paesi.

1 – LE PROSPETTIVE DELL'ECONOMIA ITALIANA ED EUROPEA

Fedele De Novellis[♦]

- *La ripresa economica, favorita dalla rimozione delle misure di distanziamento, è stata assecondata dall'adozione di politiche, monetarie e fiscali, di segno espansivo. Mentre nel 2020 queste politiche hanno contrastato la recessione dell'economia, nel 2021 si sono sovrapposte alla ripresa legata alle riaperture, accentuando quindi la velocità del recupero della domanda.*
- *In diversi settori i ritmi di crescita della domanda hanno superato quelli dell'aumento dell'offerta, generando tensioni sui prezzi. Queste, tuttavia, dovrebbero essere superate nel giro di pochi mesi, anche perché dall'anno prossimo l'intonazione espansiva delle politiche fiscali dovrebbe attenuarsi e gli effetti delle riaperture dovrebbero esaurirsi.*
- *L'economia italiana ha condiviso i tratti della congiuntura europea, descrivendo una contrazione più marcata nella fase dei lockdown e, simmetricamente, un rimbalzo maggiore al momento delle riaperture.*
- *Recentemente il Governo ha proposto uno scenario macroeconomico caratterizzato da una crescita al di sopra del trend degli anni scorsi anche nel 2023 e nel 2024. Tale previsione è legata a un programma di politiche i cui impatti attesi sono coerenti con le stime di una crescita relativamente robusta.*
- *Tuttavia, lo snodo critico riguarda la capacità di realizzare effettivamente tali politiche. Il Pnrr prevede un aumento considerevole del flusso di investimenti annui, ma i precedenti devono indurre a valutare con prudenza la capacità di realizzare tale programma dal punto di vista della capacità di spendere le risorse stanziare e, soprattutto, di selezionare progetti di investimento in grado di produrre gli impatti attesi sulla crescita nel medio termine.*

1. La ripresa “a V” del 2021

Il biennio 2021-22 per le economie dell'area euro è segnato, secondo le tendenze in corso e gli auspici, dal superamento della crisi del Covid-19.

Si tratta di una fase di ripresa dai tratti peculiari, condizionati a loro volta dalle caratteristiche della recessione del 2020.

Dal punto di vista puramente quantitativo, la recessione del 2020 è stata breve. La caduta del Pil è durata solo due trimestri – il primo e il secondo del 2020 – ma è stata decisamente più profonda rispetto agli episodi di recessione dell'epoca moderna. Molto veloce è risultata anche la

successiva fase di ripresa iniziata dal terzo trimestre del 2020.

Le tendenze dei trimestri passati hanno quindi evidenziato un andamento “a V (si veda FIG. 1)”, con una elevata sincronia nei cicli dei diversi Paesi, ma con alcuni sfasamenti nella collocazione dei punti di svolta dei settori, dovuti ai tempi e alle modalità delle misure di distanziamento cui questi sono stati sottoposti.

La contrazione iniziale è stata determinata dalle misure di lockdown dei primi mesi della pandemia, e recuperata per molti settori già nel terzo trimestre del 2020; per diverse attività dei servizi il percorso è stato però più accidentato, con una

[♦]REF Ricerche



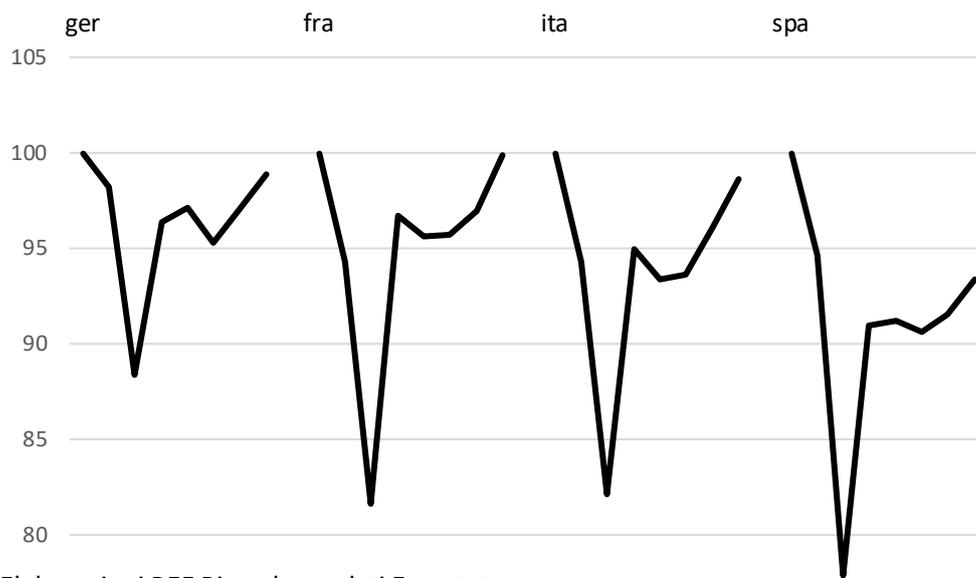
seconda fase di chiusure nel periodo invernale, e una nuova fase di riaperture dalla primavera inoltrata del 2021.

La ripresa del 2021 è quindi un esito della rimozione dei fattori alla base della crisi del periodo precedente. Anche per questo i Paesi che sono caduti di più durante la fase di recessione registrano poi una ripresa più intensa. A metà 2021 le maggiori economie dell'area euro evidenziano quindi una distanza dai livelli del Pil pre-crisi relativamente simile.

La ripartenza del 2021 ha reso più agevole la strategia di convivenza con il Covid-19 grazie ai progressi nelle campagne vaccinali. Tutti gli scenari correnti scontano che i vaccini rendano possibile una fase di convivenza con il virus anche nel 2022. Tuttavia, questa ipotesi resta soggetta a margini di incertezza elevati. Tanto più che molte economie, soprattutto emergenti, si caratterizzano per un'incidenza della popolazione vaccinata ancora modesta.

FIG. 1 – Il Pil delle economie dell'area euro: IV '19 – III '21

Indici IV '19 = 100



Elaborazioni REF Ricerche su dati Eurostat

Oltre all'effetto meccanico delle chiusure-riaperture vi sono anche altri fattori che sono intervenuti, condizionando le caratteristiche del quadro economico. Questi sono in buona parte legati alle politiche economiche adottate per contrastare la recessione.

Nelle economie avanzate banche centrali e Governi hanno adottato misure straordinarie, con una mobilitazione di risorse che supera

decisamente gli interventi messi in campo per affrontare la grande crisi del 2008.

Tutte le maggiori banche centrali hanno adottato politiche di acquisto di rilevanti quantitativi di titoli, in modo da mantenere i tassi d'interesse su livelli bassissimi. Inoltre, sono state adottate misure per favorire l'erogazione di credito bancario a famiglie e imprese e prevenire crisi di liquidità. Queste misure sono state a loro volta

supportate da interventi degli Stati, consistenti in garanzze pubbliche ai prestiti bancari e prestiti pubblici alle imprese.

L'Italia è fra i Paesi che hanno maggiormente beneficiato degli acquisti di titoli di Stato da parte della Bce, dato il maggiore stock di debito pubblico e quindi il relativo rischio di un allargamento dello spread sui nostri tassi d'interesse.

Anche la politica di bilancio è stata di segno estremamente espansivo. Per l'intera area euro si è passati da una situazione prossima al pareggio del periodo 2017-19 a un saldo intorno al 7 per cento del Pil nel 2020 seguito da un miglioramento nel corso del 2021. Il peggioramento del saldo è concentrato nel primo anno; tuttavia, nettando i saldi dagli effetti del ciclo, si stima che la politica fiscale del 2021 sia rimasta di segno espansivo¹. In generale molte economie che avevano varato interventi a sostegno di famiglie e imprese anche per quest'anno, stanno registrando andamenti migliori dei saldi rispetto a quanto preventivato, sia per effetto della ripresa dell'economia sulle entrate, che per le minori esigenze di sostegno attraverso i sistemi degli ammortizzatori sociali e i sussidi alle imprese.

Nel 2020 il peggioramento del deficit pubblico nei maggiori Paesi dell'area euro è stato del medesimo ordine di grandezza. La politica fiscale europea è stata d'altra parte mediamente meno espansiva di quella americana dove, dato anche il ben più elevato livello di partenza², il deficit pubblico è arrivato a superare il 15 per cento nel 2020 registrando solo una leggera riduzione quest'anno.

Nella FIG. 2 si confronta per le maggiori economie avanzate (i Paesi dell'area euro oltre a Usa,

Giappone, Svezia, Svizzera e Regno Unito) l'andamento dell'economia con le misure di politica fiscale adottate per contrastare la crisi. La variabile utilizzata per descrivere l'andamento dell'attività economica è la variazione dell'output gap registrata da ciascun Paese, mentre l'impatto della politica di bilancio è misurato dagli "impulsi fiscali"³.

Si osserva come nel 2020 tutti i Paesi siano andati in recessione (l'output gap si riduce e quindi tutti i Paesi si posizionano nella parte al di sotto dell'asse delle ascisse) e la politica di bilancio abbia operato in direzione anticiclica (i Paesi si posizionano a destra dell'asse delle ordinate), di fatto reagendo all'introduzione delle misure di distanziamento;

Nel 2021 gli impulsi fiscali all'attività economica sono rimasti prevalentemente di segno espansivo, ma agendo questa volta in direzione pro-ciclica (nel 2021 l'output gap migliora in tutti i Paesi).

Tale effetto è stato in parte non voluto, in quanto il miglioramento del ciclo è stato legato alla rimozione delle misure di distanziamento, che non potevano essere previste prima che emergessero evidenze dell'efficacia delle campagne vaccinali. Fra le maggiori economie dell'area euro la Germania registra un impulso fiscale nullo e la Francia di segno negativo. Va detto che proprio per l'effetto "sorpresa", legato all'intensità della ripresa del 2021, molti Paesi stanno vedendo un sottoutilizzo delle risorse stanziata a inizio anno.

Elemento di interesse è che in entrambi gli anni l'impulso fiscale negli Stati Uniti supera quello di tutti gli altri Paesi, mentre il Giappone nel 2021 registra un impulso fiscale di segno negativo.

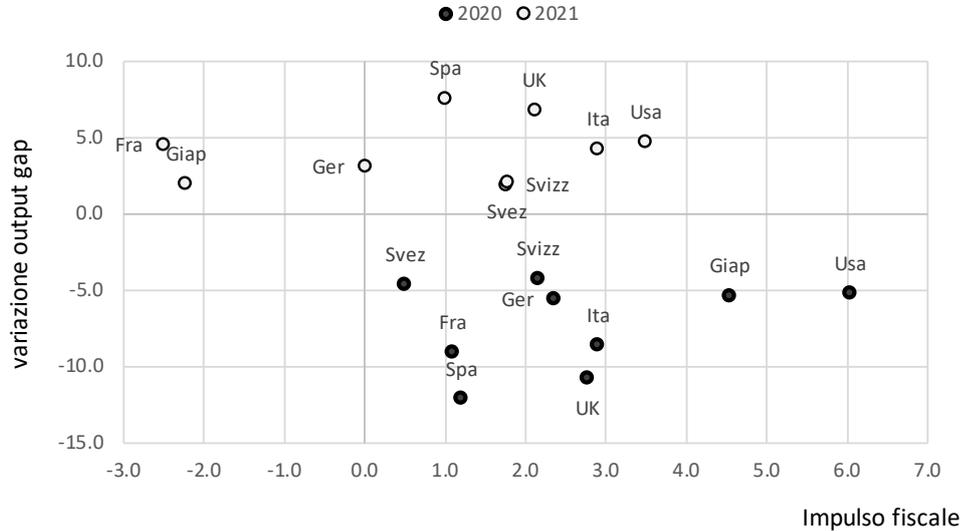
¹ Nel 2020 l'allargamento del deficit è dipeso in parte dalle politiche di segno espansivo adottate dai Governi e in parte dall'impatto della stessa recessione sui saldi di finanza pubblica. Viceversa, il 2021 è stato un anno di ripresa, per cui l'andamento dell'economia ha agito nella direzione di migliorare il saldo, compensando

l'effetto di peggioramento legato alle ulteriori risorse stanziata dai Governi per gli interventi di contrasto alla recessione.

² Nel 2019 il deficit pubblico Usa era stato pari al 7.2 per cento del Pil, a fronte dello 0.6 dell'area euro.

³ ovvero la variazione del saldo primario strutturale.

FIG. 2 - Impulsi fiscali e variazione dell'output gap



Elaborazioni REF Ricerche su dati Draft Budgetary Plans nazionali per i Paesi dell'area euro e Ocse per gli altri

2. Ripresa dell'economia e aumento dell'inflazione

L'orientamento espansivo delle politiche di bilancio nel 2021 è giustificato dalla necessità di garantire un pieno recupero dei livelli di attività economica pre-pandemia, e limitare gli effetti della recessione sulla capacità produttiva. L'obiettivo era cioè quello di minimizzare gli effetti di lungo periodo della crisi. Tuttavia, il dibattito su questi temi è stato vivace. Soprattutto nel caso americano, l'adozione delle misure del cosiddetto "Piano Biden" aveva sollecitato una riflessione sul tema dell'incoerenza fra andamento del ciclo economico e orientamento della politica di bilancio nel corso di quest'anno.

In particolare, alcuni economisti avevano sollevato il tema dell'eccessivo sostegno alla domanda derivante dalla politica di bilancio che, sovrapponendosi all'impulso alla ripresa indotto dalle riaperture, avrebbe potuto condurre la

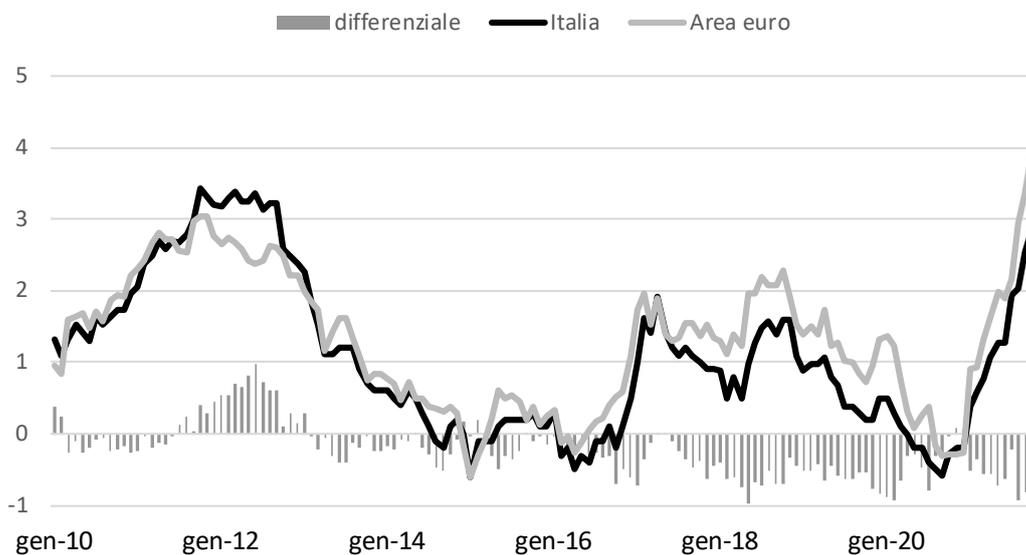
domanda su livelli superiori al prodotto potenziale, determinando le premesse per una accelerazione dell'inflazione (Blanchard O., 2021, Summers L., 2021).

Nel corso dell'anno il dibattito è stato poi alimentato da segnali concreti di accelerazione dei prezzi, particolarmente marcati nel caso degli Stati Uniti, ma più recentemente evidenti anche in Europa. L'accelerazione è risultata più pronunciata in Germania, dove è stata superata la soglia del 4 per cento, anche a seguito di alcune variazioni della fiscalità indiretta⁴. Tuttavia, l'accelerazione è rimasta circoscritta prevalentemente, almeno per ora, all'andamento dei prezzi dei prodotti e delle tariffe energetiche; gli indicatori di core inflation sono rimasti su valori contenuti, pur essendovi diverse indicazioni di un inizio degli effetti cosiddetti di "second round", ovvero legati alla traslazione dei maggiori costi per l'acquisto di materie prime sui prezzi dei prodotti finali.

⁴ In Germania nella seconda metà del 2020 erano state ridotte le aliquote Iva. I prezzi nella seconda metà del 2021 si confrontano quindi con prezzi più bassi che

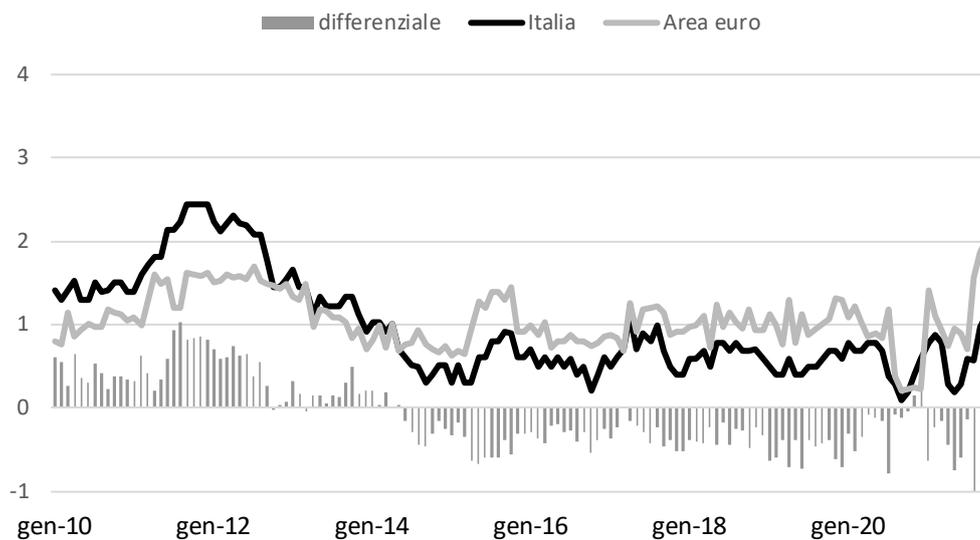
incorporano l'abbassamento momentaneo delle aliquote.

FIG. 3 – Inflazione al consumo
Indice Nic per l'Italia, Ipca per l'area euro



Elaborazioni su dati Istat e Eurostat

FIG. 4 – Inflazione core; al netto degli alimentari e dell'energia
Indice Nic per l'Italia, Ipca per l'area euro



Elaborazioni su dati Istat e Eurostat



L'accelerazione dei prezzi è un riflesso delle caratteristiche peculiari della recente fase di ripresa. In particolare, i fattori sui quali è utile porre l'attenzione sono tre:

- i rincari che hanno caratterizzato le materie prime, e in particolare i prezzi del gas;
- le tensioni sui prezzi legate all'instabilità della domanda;
- i problemi relativi all'adeguamento dell'offerta di lavoro alla ripresa della domanda.

Sul primo punto, un aspetto importante è che molti settori, non solo quelli delle materie prime, durante il lockdown del 2020 avevano maturato aspettative molto conservative sull'evoluzione della domanda, e questo aveva indotto i produttori a pianificare livelli dell'offerta contenuti. Questi settori sono stati quindi colti di sorpresa dalla forza della ripresa.

D'altra parte, molte imprese industriali nel corso della crisi avevano adottato politiche volte a minimizzare i fabbisogni di liquidità, anche attraverso un decumulo pronunciato delle scorte di materie prime e semilavorati.

Quando la ripresa si è materializzata i produttori di commodities non sono riusciti quindi ad adeguare rapidamente l'offerta rispetto ai livelli più elevati della domanda, e questo ha portato a incrementi di rilievo dei prezzi.

Su questo aspetto si innesta l'andamento peculiare delle quotazioni del gas naturale in Europa; i cui rincari hanno recentemente determinato rialzi importanti dei prezzi dell'energia elettrica, con effetti sui costi di produzione in tutte le filiere industriali.

Sebbene il mercato del gas abbia già in passato registrato forti rialzi delle quotazioni per periodi brevi, l'entità dei rincari, e il fatto che questi abbiano portato a un disallineamento con il mercato petrolifero, differenziano la fase in corso dai precedenti storici. Sul mercato del gas sono

intervenuti anche fattori di natura geopolitica. In particolare, ha pesato il razionamento dell'offerta da parte della Russia allo scopo di fare pressione sul Governo tedesco per accelerare gli iter autorizzativi per l'apertura del Nord Stream 2, il gasdotto del Baltico, in modo da disporre di una via di fornitura alternativa al passaggio attraverso l'Ucraina.

Il secondo punto, relativo all'instabilità della domanda, si lega ai comportamenti di due gruppi di settori: quelli la cui domanda è stata stimolata dalla stessa pandemia, e quelli dove la rimozione delle misure di distanziamento ha portato a una ripresa dell'attività molto veloce.

Riguardo ai settori dove la domanda è stata particolarmente sollecitata dalla pandemia stessa, il caso più significativo è quello dei semiconduttori. L'accelerazione della domanda di dotazioni per l'informatica, guidata dalle nuove esigenze legate a smartworking e didattica a distanza, ha portato in tensione l'intera filiera, generando aumenti dei prezzi e provocando in alcuni casi delle interruzioni di produzione per mancanza di chip in diversi settori utilizzatori, e in particolare nel settore dell'auto.

Circa i settori nei quali sono emersi rialzi molto marcati della domanda nella fase delle riaperture, l'aspetto da sottolineare è la velocità della ripresa durante questa fase dopo una ancor più rapida contrazione nel periodo precedente. Questa instabilità dipende dal fatto che la decisione di rimuovere le misure di distanziamento è un atto amministrativo, che quindi porta a riaprire alcune attività anche nel giro di pochi giorni. Per settori che hanno attraversato una fase abbastanza prolungata di chiusure, si pensi a casi come quelli della ristorazione o degli alberghi, ciò comporta esigenze di carattere organizzativo (fra cui riassunzioni di personale, ricostituzione dei magazzini). Nel breve periodo ne può derivare che l'offerta non è in grado di tenere il passo con la

maggior domanda, generando quindi tensioni sui prezzi.

Il terzo punto, relativo alle tendenze dei mercati del lavoro, è legato all'andamento dell'offerta di lavoro nel corso della pandemia. Nei Paesi dell'area euro, così come nelle altre maggiori economie avanzate, l'offerta di lavoro si è contratta nel corso della crisi. Un comportamento di questo genere è abbastanza usuale nei periodi di recessione, riflettendo soprattutto fenomeni di scoraggiamento dei lavoratori che, date le difficoltà a trovare un impiego, rinuncerebbero ad effettuare azioni di ricerca attiva. Tuttavia, l'aspetto che ha attratto maggiormente l'attenzione nei mesi scorsi è che l'offerta di lavoro ha stentato a ripartire anche quando è iniziata la ripresa dell'economia, al punto che diversi indicatori delle condizioni del mercato del lavoro, come ad esempio il tasso di posti vacanti, si sono portati sui livelli precedenti l'inizio della recessione. Ci si chiede quindi se siamo in presenza di un abbassamento strutturale dell'offerta di lavoro, cui corrisponderebbe una diminuzione del prodotto potenziale dell'economia (e quindi una chiusura dell'output gap più vicina di quanto si ritenga).

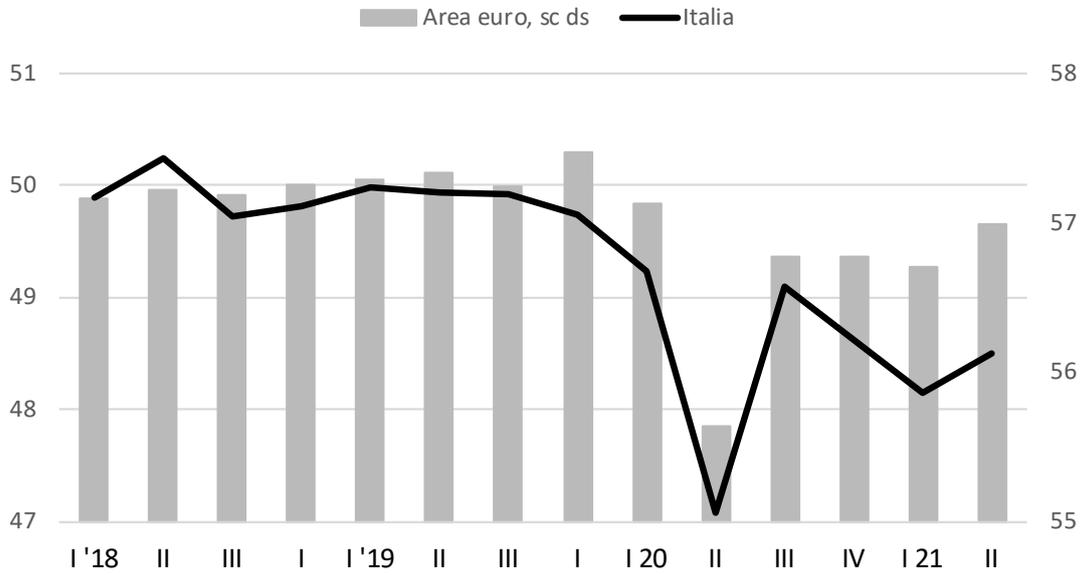
Su questi aspetti, che peraltro sono emersi, e con manifestazioni anche più marcate, negli Stati Uniti, si è aperto quindi un dibattito, che ha messo in luce un insieme di concause.

In particolare, sono stati evidenziati i seguenti aspetti:

- la perdita del posto di lavoro da parte di persone anziane prossime alla maturazione del diritto alla pensione, che quindi avrebbero deciso di non rientrare nel mercato date le incertezze sui rischi della presenza nei luoghi di lavoro;
- i minori arrivi di immigrati in alcuni Paesi per i limiti legati alle quarantene prima e ai certificati vaccinali più di recente;
- le difficoltà lavorative per le donne che hanno avuto i figli piccoli in dad, che quindi avrebbero ridotto le azioni di ricerca nell'incertezza relativa all'evoluzione della pandemia;
- la minore disponibilità da parte dei lavoratori ad accettare posti nei quali il rischio di contagio è più elevato data la condivisione di spazi con molte persone (è il caso dei camerieri nei ristoranti);
- le difficoltà a riprendere l'attività da parte di lavoratori che non sono ancora guariti completamente dalla malattia, per i cosiddetti effetti di long Covid;
- l'aumento del salario di riserva nei Paesi che hanno temporaneamente aumentato l'assegno per la disoccupazione. Peraltro, nei Paesi europei dove sono stati adottati schemi di lavoro a orario ridotto (come la Cig in Italia), la riduzione della domanda di lavoro si materializza attraverso la flessione delle ore lavorate pro-capite, senza dare luogo a espulsione di manodopera, il che evidentemente non incentiva i lavoratori a offrirsi sul mercato anche quando lavorano poche ore alla settimana.

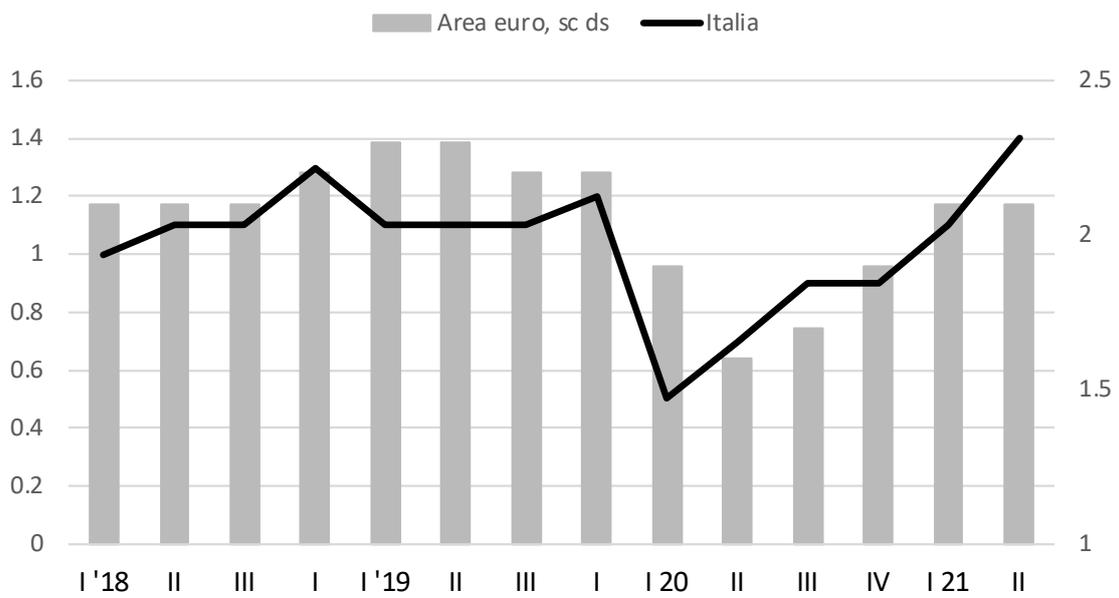
Nel complesso, è anche per effetto della bassa reattività dell'offerta di lavoro che il tasso di disoccupazione ha iniziato a ridursi rapidamente. Tuttavia, come abbiamo osservato, si tratta di fattori per lo più legati strettamente alle conseguenze del Covid, e che quindi potrebbero essere reversibili anche in tempi rapidi una volta superata la pandemia. A favore della lettura che circoscrive la portata delle tensioni nel mercato del lavoro nell'area euro vi è anche il fatto che la dinamica salariale non ha evidenziato sinora segnali di accelerazione.

FIG. 5 – Tasso di attività: Italia e area euro
popolazione in età superiore ai 15 anni



Elaborazioni su dati Istat e Eurostat

FIG. 6 – Tasso di posti vacanti: Italia e area euro



Elaborazioni su dati Istat e Eurostat

3. L'exit strategy delle politiche

L'ipotesi di una relativa stabilità delle dinamiche salariali circoscrive anche la portata del recente fenomeno inflazionistico, riconducendolo a un fatto di carattere transitorio. Questa chiave di lettura sinora è stata condivisa nelle valutazioni delle principali banche centrali, e negli andamenti dei mercati finanziari. La reazione dei tassi d'interesse rispetto all'accelerazione dei prezzi è stata difatti molto contenuta.

Tuttavia, il quadro di sostenuta ripresa dell'economia e i segnali di aumento dei prezzi hanno portato l'attenzione sul tema dell'exit strategy dalle politiche adottate nel corso dell'ultimo anno e mezzo.

Dal lato delle politiche monetarie la prospettiva è quella di un'uscita molto graduale, con l'avvio del tapering l'anno prossimo, accompagnato da un lungo periodo di riacquisto dei titoli in scadenza; i tassi d'interesse non aumenteranno né quest'anno, né il prossimo (per un'analisi si veda più avanti al Capitolo 3 di questo rapporto).

Dal lato della politica fiscale l'ipotesi prevalente è quella di una riduzione piuttosto marcata dei deficit dei maggiori Paesi. Un aspetto interessante è che tale riduzione si verifica nel 2022 senza che i Governi adottino esplicite misure di carattere restrittivo. In parte ciò è dovuto agli effetti della ripresa, ma in parte conta anche il fatto che molte delle misure introdotte per affrontare la crisi sono di carattere temporaneo, a valere su un periodo circoscritto, in genere limitato all'anno solare in corso. In altri termini, la riduzione del deficit è legata anche al fatto che dal 2022 vi è un miglioramento della componente discrezionale del saldo già implicita nella legislazione vigente.

Una conseguenza di ciò è che l'impulso fiscale inverte di segno rispetto a quanto osservato nel 2020 e nel 2021. Va anche considerato che questo tipo di comportamento dal 2022 caratterizzerà

tutte le maggiori economie, anche quelle fuori dall'area euro, contemporaneamente.

Una valutazione delle conseguenze di questa impostazione delle politiche fiscali deve però considerare che il miglioramento dei saldi sarà relativamente graduale, e contestuale al protrarsi della fase di ripresa. Molte misure di protezione di imprese e famiglie, introdotte contemporaneamente alle misure di distanziamento, verranno rimosse proprio a condizione che la fase delle riaperture si protragga, rendendo di fatto inutili questi provvedimenti.

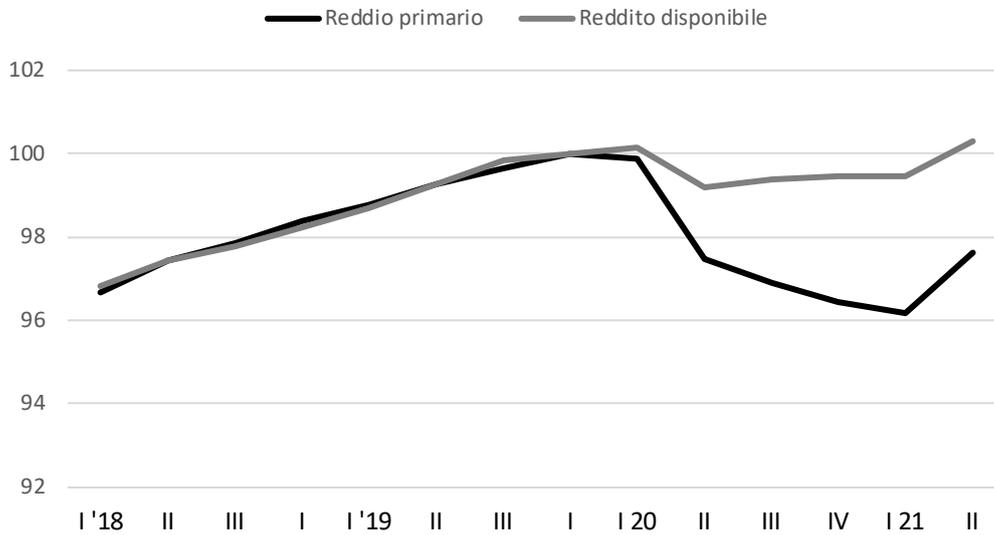
Il peso giocato dalle politiche di bilancio negli ultimi due anni può essere illustrato attraverso il contributo che queste hanno fornito alla formazione del potere d'acquisto delle famiglie. Nel grafico si mostra l'andamento del reddito, che ha seguito le oscillazioni del ciclo, e quello, molto più stabile, del reddito disponibile delle famiglie. Quest'ultimo ha beneficiato delle scelte della politica di bilancio, soprattutto in termini di aumento dei trasferimenti, compensando la caduta del reddito primario.

In prospettiva, la simmetria fra andamento dei redditi primari e misure di sostegno da parte del bilancio pubblico si riproporrebbe, con un segno del rispettivo contributo alla formazione del reddito disponibile invertito. Per questo, mentre i redditi delle famiglie migliorano grazie soprattutto alla ripresa del mercato del lavoro, il reddito disponibile resterebbe più stabile, a seguito della riduzione dei trasferimenti pubblici.

In generale, quindi, la ripresa non porterà benefici di rilievo al potere d'acquisto dei consumatori.

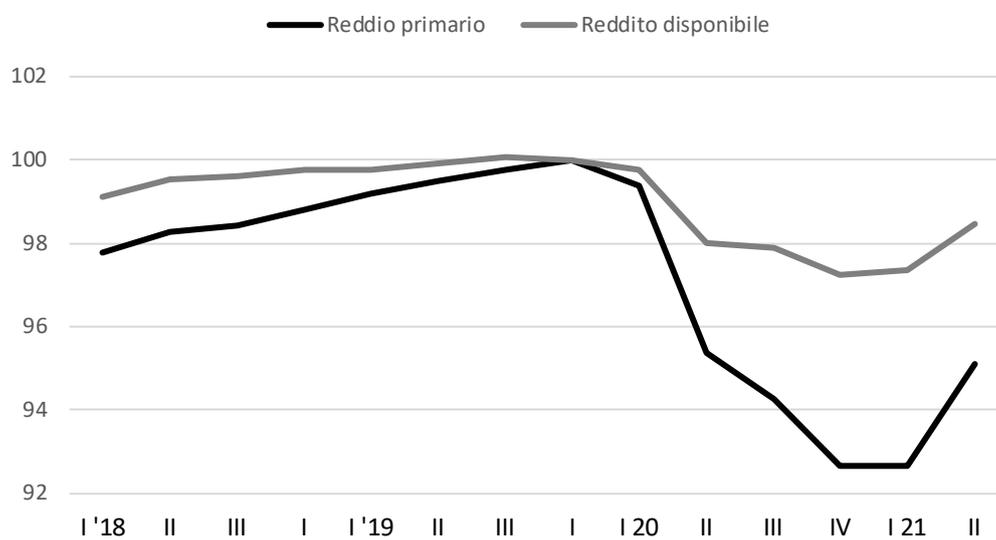
Tuttavia, gli scenari di uscita dalla crisi proiettano, a fronte della stabilità del reddito disponibile reale, una crescita vivace dei consumi. L'ipotesi è che nei prossimi trimestri la propensione al risparmio si contragga, proseguendo un andamento già avviato da alcuni ultimi trimestri.

FIG. 7 – Area euro: reddito e reddito disponibile
a prezzi costanti; mm 4 trimestri; 2019 = 100



Elaborazioni su dati Eurostat

FIG. 8 – Italia: reddito e reddito disponibile delle famiglie
a prezzi costanti; mm 4 trimestri; 2019 = 100



Elaborazioni su dati Eurostat

4. Stili di vita e comportamenti di consumo

La fase più acuta della crisi ha visto un aumento eccezionale del tasso di risparmio delle famiglie causato dalle limitazioni ad effettuare alcune spese, allo scopo di assecondare il distanziamento

sociale. Si è in effetti trattato prevalentemente di una forma di risparmio indesiderato. Nel periodo del lockdown del 2020 ha caratterizzato la maggior parte dei consumi al netto dei beni di prima necessità, mentre durante la seconda ondata i

limiti agli acquisti sono stati concentrati sui servizi ricettivi e gli spettacoli.

L'aumento del tasso di risparmio ha riguardato in misura nettamente maggiore le fasce di famiglie i cui redditi sono stati poco intaccati dalla crisi, sia perché hanno subito minori perdite di potere d'acquisto, sia perché hanno ridotto maggiormente la spesa.

La tenuta dei redditi per la fascia medio-alta riflette la minore frequenza delle interruzioni dell'attività lavorativa (lo smartworking ha interessato soprattutto le attività delle professioni e dei servizi finanziari e il pubblico impiego) o perché hanno beneficiato di misure di protezione adeguate attraverso gli ammortizzatori sociali.

La più ampia contrazione dei consumi nelle famiglie a reddito medio-elevato dipende dal fatto che i vincoli amministrativi ai consumi sono stati prevalentemente concentrati in alcuni servizi i cui acquisti incidono molto di più sui consumatori a reddito elevato (è il caso soprattutto di alberghi, ristoranti, viaggi aerei, cinema, teatri).

Le famiglie a reddito medio-alto hanno quindi beneficiato di una relativa stabilità del rispettivo reddito disponibile, ma hanno anche visto cadere la loro spesa in misura maggiore. Questo aspetto è importante, in quanto comporta che l'aumento del tasso di risparmio ha caratterizzato i soggetti meno vulnerabili, che hanno aumentato il loro stock di ricchezza. Ne deriva anche che queste tipologie di famiglie sono anche quelle che dovrebbero ripristinare più rapidamente i livelli di spesa pre-crisi.

Non a caso, tutti gli scenari di previsione correnti incorporano l'ipotesi di una rapida riduzione della propensione al risparmio per spiegare la ripresa del 2021-22.

Tuttavia, su questo aspetto vi sono ancora diversi caveat che vanno considerati.

Il tema è da un lato quello degli effetti della pandemia sulle preferenze delle famiglie.

Soprattutto se la convivenza con il Covid-19 dovesse protrarsi per alcuni anni, anche molti comportamenti di consumo potrebbero non normalizzarsi, anche per semplici comportamenti di autoprotezione da parte dei consumatori; inoltre, questo tipo di shock potrebbe avere modificato le aspettative, inducendo le famiglie a comportamenti di spesa più prudenti.

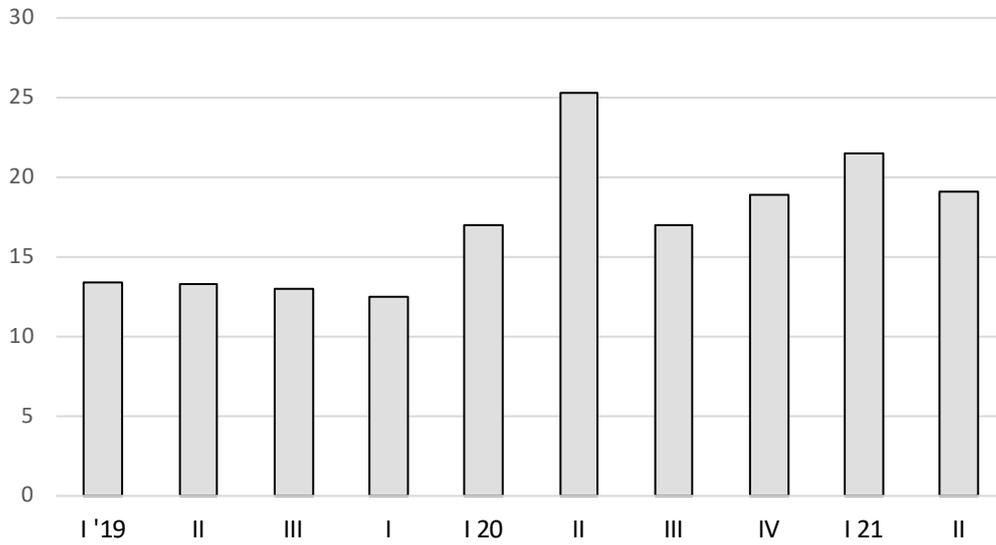
Inoltre, alcuni cambiamenti negli stili di vita potrebbero divenire permanenti, e ostacolare la ripresa di alcune voci della domanda. Va ricordato come la pandemia abbia innescato una riorganizzazione della produzione di alcuni settori. Per una quota di lavoratori le modalità di lavoro da remoto potrebbero continuare anche una volta superata l'emergenza.

Allo stesso modo, è probabile che la quota dell'e-commerce o l'utilizzo dei servizi di e-banking consolidino i più elevati livelli raggiunti, riducendo definitivamente le necessità di una rete distributiva capillare sul territorio. Minori uffici e minori attività al pubblico ridisegneranno le caratteristiche dei centri urbani, soprattutto nelle grandi città.

Cambiamenti nella struttura dei consumi e nell'organizzazione dell'attività porteranno a modificare la struttura produttiva con settori il cui peso sull'economia risulterà definitivamente superiore a quello pre-pandemia (informatica, spese per l'abitazione, commercio on-line e logistica) e altri che invece vedranno ridurre il proprio peso (servizi di ristorazione e distribuzione tradizionale soprattutto nei grandi centri urbani, mobilità urbana).

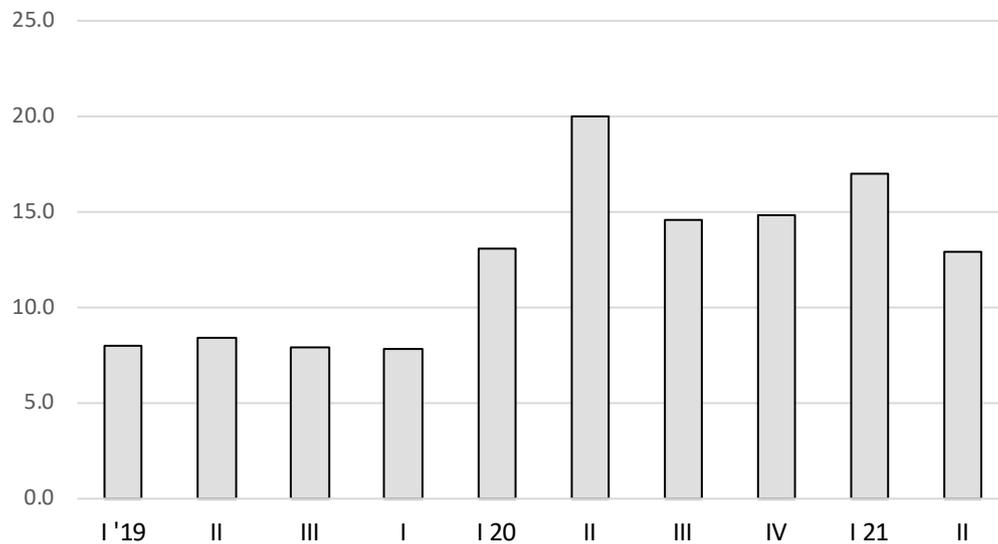
Ecco allora che il tema dell'incontro fra domanda e offerta di lavoro, una volta superate le difficoltà contingenti legate alle riaperture, si ripresenterà sotto una nuova forma, che è quella del matching delle competenze fra quanti usciranno dai settori in crisi e quanti saranno assorbiti dai nuovi settori in crescita.

FIG. 9 – La propensione al risparmio delle famiglie dell’area euro
in % del reddito disponibile



Elaborazioni su dati Eurostat

FIG. 10 – La propensione al risparmio delle famiglie in Italia
in % del reddito disponibile



Elaborazioni su dati Eurostat

In alcuni casi, il matching delle competenze potrà essere di soluzione relativamente agevole, in particolare per la domanda di lavoratori con qualifiche contenute. E' il caso quindi dei

lavoratori che saranno assorbiti nella logistica e nel settore dei trasporti. In molti Paesi, e in particolare in Italia, è anche in corso una ripresa a ritmi significativi del settore delle costruzioni, che

tende a creare, insieme al relativo indotto, molti posti di lavoro, frequentemente con mansioni coperte da lavoratori immigrati.

E' anche possibile che nei prossimi anni possano emergere delle difficoltà legate da un lato alla capacità delle imprese di adeguarsi al nuovo ambiente, caratterizzato da forti innovazioni nei processi di produzione, e, dall'altro, alla disponibilità di lavoratori più istruiti soprattutto negli ambiti delle discipline STEM.

Nel complesso, quindi, il cambiamento nella struttura produttiva che stiamo osservando richiede una capacità di adattamento dalla quale deriveranno conseguenze importanti sulla competitività, e quindi sul potenziale di sviluppo in un'ottica che va oltre il breve periodo.

Contano la flessibilità e la capacità di gestire cambiamenti organizzativi di vasta portata da parte delle imprese, e di adottare misure in grado di rendere meno onerosa la transizione da parte dei Governi.

5. La posizione dell'Italia

Non è un caso che i Governi, e quello italiano in particolare, stiano rivolgendo attenzione crescente a politiche di rafforzamento della struttura produttiva e in particolare nell'ambito della digitalizzazione. A queste si aggiungono poi le nuove priorità, di recente acquisizione nell'agenda delle politiche, che, pur con estremo ritardo, stanno cercando di affrontare le questioni poste dalla transizione ambientale delle rispettive economie.

Recentemente, il Governo italiano ha proposto un programma che, in netta opposizione rispetto alle tendenze del recente passato, adotta su una stance espansiva della politica di bilancio che,

congiuntamente all'ipotesi di una fase di ripresa del quadro economico internazionale, dovrebbero condurre l'economia italiana verso una fase di crescita.

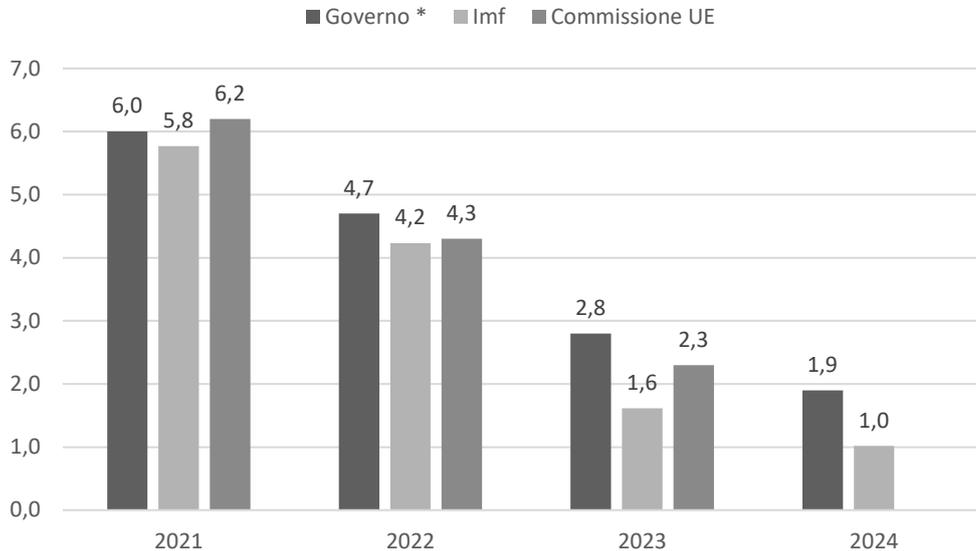
Le previsioni del Governo puntano su un quadro di uscita dalla recessione nel biennio 2021-22 a ritmi relativamente sostenuti, che incorpora in buona parte risultati già acquisiti sulla base della crescita realizzata nel corso del 2021. Inoltre, nel quadro del Governo si estrapola la fase positiva al 2023-24, quando sono attesi incrementi medi del Pil più elevati rispetto alle tendenze dell'economia italiana negli ultimi decenni.

Nonostante queste previsioni rappresentino una discontinuità per l'economia italiana, esse risultano non distanti da quelle del consenso dei previsori e degli organismi internazionali. Appare quindi utile evidenziare quali sono le caratteristiche di questo scenario e, conseguentemente, i rischi ad esso associati.

Il primo punto di forza dello scenario è rappresentato dalla stabilità dei tassi d'interesse europei e dello spread, basati come di consueto sulle curve dei tassi di mercato. Nel quadro macro del Governo le condizioni finanziarie restano accomodanti e, dato il graduale incremento dell'inflazione, questo si traduce in un livello dei tassi d'interesse di segno negativo in termini reali in tutto l'orizzonte delle previsioni della NadeF.

Agli effetti della politica monetaria accomodante si aggiungono poi quelli di una stance fiscale che, pur percorrendo un sentiero di riduzione del deficit, sarà decisamente più favorevole rispetto a quanto sperimentato negli anni passati. Questo risultato è reso possibile dal contributo di cinque fattori.

FIG. 11 – Le previsioni di crescita dell’economia italiana confronto fra il Governo e gli organismi internazionali



Elaborazioni REF Ricerche su dati Mef

Il primo è che la il Governo indica un obiettivo sul deficit meno impegnativo rispetto agli anni scorsi, quando la politica di bilancio era vincolata da obiettivi di miglioramento del saldo nel medio termine⁵, limitandosi invece a indicare un deficit leggermente superiore al 3 per cento del Pil nel 2024. Da questo punto di vista va rammentato come il recente dibattito sulla governance europea si stia spostando verso un superamento dell’obiettivo del saldo in pareggio, a favore di una soglia limite del 3 per cento del Pil⁶.

Il secondo è rappresentato dall’andamento dei tassi d’interesse che, come visto si mantengono su un livello molto basso anche nelle previsioni per i prossimi anni. Su questo aspetto va ricordato che

l’Italia nei prossimi anni beneficerà anche della quota di prestiti che riceveremo attraverso la Recovery and Resilience Facility. Il costo medio del debito pubblico scenderebbe sino a portarsi sotto il 2 per cento, anche in virtù del fatto che una quota rilevante dei titoli in scadenza, emessa prima del 2010, paga cedole elevate. La spesa per interessi in percentuale del Pil si riduce quindi in misura significativa nonostante l’aumento del rapporto debito Pil avvenuto degli ultimi due anni. Il terzo aspetto è che una quota significativa dei titoli di Stato italiani è attualmente detenuta dalla Banca d’Italia. Gli interessi pagati su questi titoli vengono poi retrocessi al bilancio pubblico come dividendi (0.4 per cento del Pil nel 2021); questo

⁵ Per diversi anni questo è accaduto attraverso l’adozione nella programmazione di una “clausola di salvaguardia” basata sulla previsione di un incremento delle aliquote Iva negli anni successivi.

⁶ Ad esempio nella proposta formulata in Esm (2021) si indica un tetto al deficit del 3 per cento del Pil, insieme a un valore di riferimento del 100 per cento per il

rapporto debito/Pil, mentre sarebbe abbandonato l’obiettivo di medio termine sul saldo strutturale, a favore di limiti alla spesa e al livello del saldo primario, che dovrebbero essere su valori in grado di assecondare la convergenza del rapporto debito/Pil verso un valore pari al 100 per cento.

ha l'effetto di aumentare le entrate del bilancio pubblico, aumentando il saldo primario senza che ne derivino effetti restrittivi sull'attività economica.

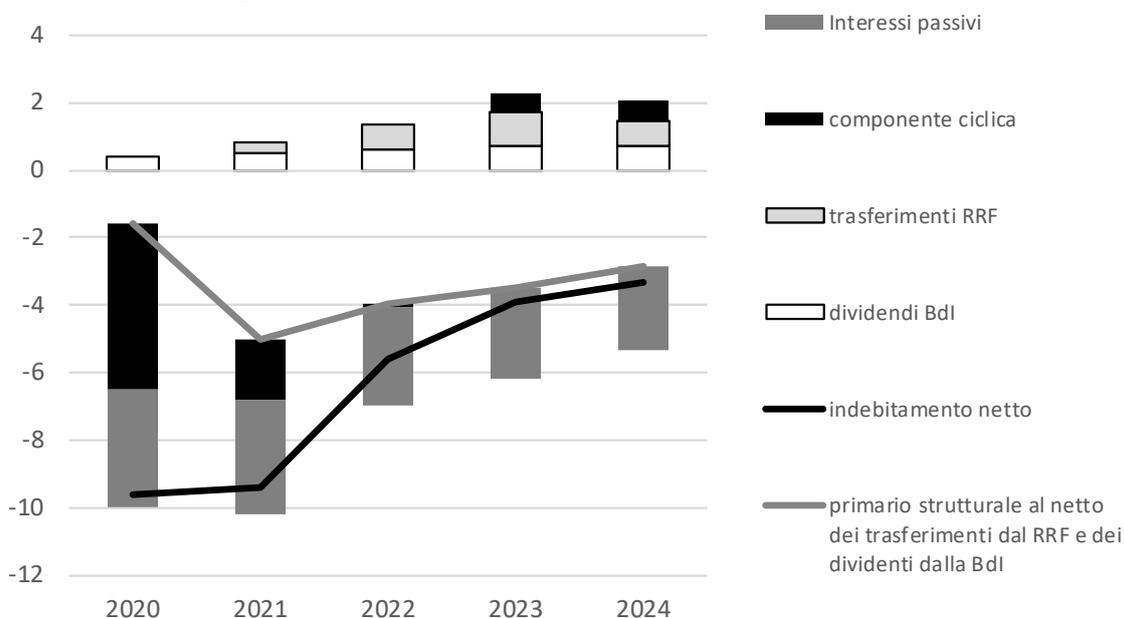
Il quarto aspetto è costituito dal fatto che il saldo dei prossimi anni beneficia di un'altra componente che non ha impatti restrittivi sull'economia, rappresentata dai trasferimenti del RRF all'Italia.

Il quinto, e più importante fattore, è, infine, rappresentato dagli impatti del ciclo economico sul saldo primario. Il quadro di crescita relativamente sostenuta comporta che, a fronte di un peso della componente del saldo legata al ciclo che nel 2020 spiegava quasi 5 punti percentuali di deficit, dal 2023 questa voce assumerà segno positivo, ovvero contribuirà a ridurre il deficit.

La scomposizione del peso dei diversi fattori è illustrata nel grafico successivo (FIG. 12). Le due

linee del grafico mostrano, rispettivamente, l'andamento del deficit atteso nei prossimi anni, in rapida riduzione, e quello di una misura della stance fiscale, rappresentata dal "saldo primario strutturale al netto dei trasferimenti RRF e dei dividendi Bdl". Questa seconda linea presenta un andamento nettamente più stabile nel corso del tempo, dimostrando come in questo scenario lo sforzo di aggiustamento dei conti pubblici sia modesto, del tutto alla portata. Nell'ultimo anno delle previsioni della NadeF, il 2024, il livello di questa variabile si situerebbe poco al di sotto del 3 per cento; mentre il deficit complessivo sarebbe di poco superiore, data una spesa per interessi che verrebbe ad essere quasi completamente compensata dalle altre tre voci (componente ciclica, trasferimenti RRF, e dividendi Bankitalia).

FIG. 12 – Il miglioramento dei conti pubblici italiani: una scomposizione NadeF, quadro programmatico, dati in % del Pil



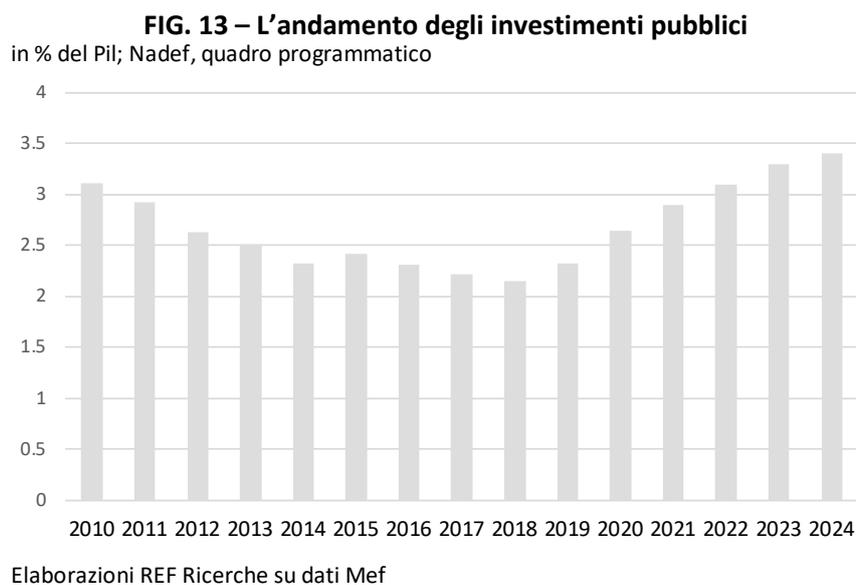
Elaborazioni REF Ricerche su dati Mef

Il mix di politiche monetarie e fiscali indicato va inoltre qualificato ulteriormente tenendo conto del fatto che all'interno della struttura dei saldi vi è una ricomposizione della struttura della spesa pubblica, con un incremento dell'incidenza degli investimenti pubblici. Tale andamento recepisce il programma di investimenti finanziati con le risorse del RRF che, per una quota significativa andranno ad aggiungersi al flusso "normale" di investimenti. L'ambizione è quella di sostenere la crescita non solo attraverso il consueto impulso alla domanda aggregata, ma anche contribuendo a rafforzare la struttura produttiva dopo un lunghissimo periodo di bassi investimenti pubblici, che hanno portato a un deterioramento della dotazione infrastrutturale del Paese, oltre che alimentato il nostro divario nelle competenze digitali.

Va rammentato al proposito che il programma di investimenti pubblici indicato dal Governo italiano si accosta a un insieme di riforme su aspetti cruciali per la crescita, che raccolgono le tradizionali raccomandazioni della Commissione al nostro Paese. Gli ambiti più rilevanti riguardano la riforma della Pa e la riduzione dei tempi della giustizia civile.

Queste riforme, unitamente all'eredità di una dotazione maggiore in termini di stock di capitale pubblico, dovrebbero avere l'effetto di aumentare la crescita della produttività totale dei fattori, consentendo di aumentare la dinamica del Pil potenziale. Si tratta di riforme di carattere strutturale, i cui effetti tendono a manifestarsi di solito nel lungo periodo. Tuttavia, non va trascurato il fatto che per riforme di questo genere, se ritenute credibili, gli effetti sull'economia possono manifestarsi anche in tempi rapidi, data la riduzione del premio al rischio e l'aumento dell'attrattività del Paese per gli investitori internazionali.

Naturalmente il programma di politica economica descritto conduce anche a esiti positivi dal punto di vista della finanza pubblica. L'aumento del tasso di crescita dell'economia rende ancora più favorevole il differenziale fra tasso di crescita dell'economie e tasso d'interesse reale; il rapporto fra debito pubblico e Pil si porta difatti su un sentiero decrescente nei prossimi anni.



6. Caveat

E' sulle basi sopra discusse che il Governo ha formulato con la Nedef uno scenario macroeconomico caratterizzato da tassi di crescita dell'economia che, come già osservato, pur non essendo distanti dal consenso dei previsori nazionali e degli organismi internazionali, rappresenterebbero una palese discontinuità rispetto agli andamenti dell'economia italiana negli anni passati. E' utile quindi una esplicitazione dei fattori di rischio dello scenario.

Non ci soffermiamo esplicitamente sui rischi del quadro economico generale. Si deve comunque avere presente che l'ipotesi relativa alla progressiva rimozione delle misure di distanziamento, che ispira gli scenari macroeconomici recenti, è soggetta ad ampi margini di incertezza. Senza necessariamente ipotizzare l'emergere di nuove varianti resistenti ai vaccini disponibili, va considerata l'eventualità di ricorrenti problemi dovuti a quarantene e lockdown in ambito locale che ancora a lungo generano fasi di rallentamento e problemi al funzionamento delle catene globali del valore. L'uscita dalla crisi dei prossimi trimestri non sarà dunque semplice.

L'intensità della ripresa dell'economia italiana indicata nelle previsioni del Governo non è però legata a assunzioni particolarmente favorevoli riguardo al contesto economico esterno, come detto non distanti dagli scenari del consenso dei previsori. La vera discontinuità sta piuttosto nell'ipotesi che nei prossimi anni si verifichi a una vera e propria rivoluzione nelle politiche economiche interne, attraverso la realizzazione del piano di investimenti e delle riforme annunciate per i prossimi anni.

Da questo punto di vista, è opportuno sottolineare che i rischi non stanno nelle quantificazioni degli impatti di tali politiche sulla crescita attesa, quanto nella probabilità che le politiche

annunciate vengano effettivamente realizzate. Si tratta difatti di ambiti nei quali le esperienze dei decenni passati hanno prodotto esiti molto deludenti, concorrendo in maniera determinante a spiegare la lunga fase di stagnazione dell'economia italiana.

La perplessità riguardo alla attuazione di queste riforme deriva dal fatto che, rispetto alle riforme strutturali realizzate nel recente passato, il programma annunciato dal Governo comporta uno sforzo e capacità decisamente maggiori dal punto di vista della sua implementazione. Negli ambiti nei quali si è intervenuti negli anni scorsi, si pensi ad esempio agli interventi sul mercato del lavoro o in materia pensionistica, le misure tendevano a completarsi nel momento della approvazione della norma, perché andavano a modificare soprattutto i comportamenti del settore privato.

La politica economica attuale, viceversa, intende modificare i comportamenti del settore pubblico, e quindi non si esaurisce nella fase della decisione, richiedendo alla Pa di essere in prima linea già nella fase di realizzazione del programma di investimenti pubblici. Perché queste producano gli esiti sulla crescita auspicati occorre che le risorse a disposizione vengano effettivamente spese e in forma aggiuntiva a non sostitutiva del normale flusso di investimenti (e qui le esperienze di utilizzo dei fondi del normale ciclo di spesa europeo non sono certamente di buon auspicio), ma occorre anche una capacità di selezione degli investimenti da realizzare, tenendo conto delle esigenze dei diversi territori, e un governo del processo di realizzazione, anche per evitare che un flusso di spese così ampio possa venire indirizzato in base a canali clientelari e infiltrazioni da parte della criminalità, che potrebbero evidentemente sortire effetti di peggioramento della qualità della classe dirigente e deterioramento del capitale sociale, soprattutto in alcune aree del Paese.



Certamente, il fatto che molte delle azioni da attuare rappresentino delle condizionalità per l'erogazione dei fondi del NGEU incentiva azioni coerenti e sollecita la macchina amministrativa. Tuttavia, va anche ricordato che si tratta di un programma che impegna l'Italia per molti anni, e che vincola le scelte anche su un orizzonte temporale che va oltre quello del Governo in carica. Se, dunque, il programma delle politiche che stanno dietro le ipotesi sulla crescita presenta più di qualche rischio di mancata realizzazione in presenza di un Governo che ha un forte commitment verso questa azione di rilancio, a maggior ragione lo scenario diventerebbe più incerto in un quadro politico che non si dovesse riconoscere negli impegni presi dal nostro Paese.

Riferimenti bibliografici

- Blanchard O. (2021) In defense of concerns over the \$1.9 trillion relief plan, Peterson Institute for International Economics
- European Fiscal Board (2021) Annual Report 2020
- European Stability Mechanism (2021) Eu Fiscal Rules; reform considerations
- Eurostat (2021) Early Estimates on income and poverty in 2020
- Istat, Indagine sulle nuove disuguaglianze prodotte dalla pandemia nel mondo del lavoro (luglio 2021)
- Oecd (2021) Economic Outlook, n. 109
- Summers L. (2021) The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too. The Washington Post, 4 febbraio

2. IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO E' SOSTENIBILE?

Massimo Bordignon[♦]

- *Nonostante gli alti livelli di deficit e debito già raggiunti, il governo si propone di peggiorare gli indicatori di finanza pubblica per il prossimo triennio, prevedendo una spesa pubblica addizionale per poco più di un punto di PIL in tutti i prossimi tre anni.*
- *Il governo appare dunque determinato a correre un rischio calcolato, pur di perseguire una trasformazione dell'attuale forte rimbalzo economico in un processo duraturo di più elevata crescita economica. La ragione è che senza quest'ultima anche l'obiettivo della sostenibilità del debito potrebbe essere rimesso in discussione.*
- *Anche ai bassi tassi di interessi attuali, l'eccesso di debito che il paese ha accumulato per affrontare la pandemia, e che accumulerà in futuro per finanziare il Pnrr, non sarà garantito dalla maggiore crescita del PIL, a meno che questa maggior crescita non diventi strutturale.*
- *Eliminare la divergenza con il resto dell'Europa in termini di crescita è una necessità, anche solo per garantire la nostra permanenza futura nell'Unione Europea e nell'area dell'euro. Ma è opportuno non nascondersi i rischi della politica espansiva perseguita dal governo, soprattutto per quello che riguarda la sostenibilità del debito. Questa dipende sostanzialmente da due fattori: il tasso di crescita futuro dell'economia e l'andamento del costo del debito. La scommessa del governo è che il primo aumenti in modo sostanziale nei prossimi anni e che il secondo resti invece molto basso.*

1. Introduzione

La situazione eccezionale creata dalla crisi pandemica ha sostanzialmente rimosso dal dibattito politico italiano il tema del debito pubblico (e della sua sostenibilità), tema che invece in passato aveva in pratica monopolizzato tutte le discussioni sulla finanza pubblica italiana. Questo è tanto più sorprendente alla luce del livello raggiunto dal debito; il debito pubblico italiano negli ultimi 2 anni è aumentato di oltre 300 miliardi di euro ed in rapporto al PIL, al 154% stimato per il 2021, ha raggiunto forse il livello più elevato nella storia del paese in tempi di pace. Naturalmente, il paradosso ha facili spiegazioni. Tutte le economie (sviluppate) del mondo hanno reagito con forza alla minaccia del Covid e alle restrizioni che è stato necessario imporre per

contrastare la pandemia, usando pesantemente la leva del disavanzo per sostenere le imprese e i lavoratori colpiti dallo shock pandemico. E come già discusso nel capitolo 1, se i deficit pubblici accumulati dall'Italia nel biennio 2020-21, entrambi attorno al 10% del PIL per anno, sono assolutamente straordinari rispetto alla nostra storia recente, sono viceversa del tutto in linea e perfino inferiori a quanto è stato fatto contemporaneamente in altri paesi avanzati, sia in Europa che nel resto del mondo. In più, le Banche centrali, e questa volta anche la BCE, sono intervenute massicciamente a sostegno dei propri governi, varando programmi di acquisto di titoli di debito assolutamente straordinari. In Italia, gli acquisti della BCE hanno superato le nuove emissioni, tant'è che paradossalmente,

[♦]Università Cattolica del Sacro Cuore



nonostante l'incremento complessivo, la quota del debito pubblico in mano al settore privato si è perfino ridotta nell'ultimo biennio. L'azione delle banche centrali ha avuto l'effetto di ridurre fortemente spread e tassi di interesse; ed inoltre, poiché gli interessi pagati dai governi sui titoli detenuti dalle banche centrali vengono restituiti ai primi tramite il signoraggio, questo ha ulteriormente ridotto il costo effettivo del debito. Infine, in Europa, c'è stato anche il varo dello straordinario sforzo collettivo costituito dal NG-EU (si veda Bordignon, 2020) e ancor prima dalle risorse messe a disposizione dei paesi in forme varie dal bilancio europeo (compreso i prestiti agevolati dal SURE). In particolare, il principale programma del NG-EU, la *Recovery and Resilience Facility (RRF)*, finanziato con l'emissione di debito europeo, ha messo a disposizione dei paesi più colpiti dalla pandemia e più indietro nello sviluppo ingenti risorse. L'Italia come noto, è in termini assoluti il paese più beneficiato dal programma RRF; tra trasferimenti e prestiti agevolati, il Paese riceverà nel corso dei prossimi 5 anni quasi 200 mld di risorse da parte del bilancio europeo¹, circa 12 punti sul PIL 2019, a condizione naturalmente che rispetti il piano di interventi concordato con la Commissione Europea.

Queste politiche sono naturalmente da valutare positivamente, a fronte della minaccia esistenziale creata dalla pandemia. Ma in Italia sembrano però avere avuto anche l'effetto di far dimenticare il tema della sostenibilità delle finanze pubbliche. Una tendenza pericolosa in un paese da sempre caratterizzato da scarsa consapevolezza dei rischi generati da un debito pubblico eccessivo e da grande miopia nei comportamenti dei governi, sempre pronti a privilegiare il presente a scapito del futuro. Una tendenza ancor più pericolosa alla

luce del grande rimbalzo delle economie avanzate avvenuto nel corso del 2021, molto più rapido di quanto fosse previsto solo pochi mesi fa. Nell'Unione Europea, in particolare, alla luce delle ultime stime della Commissione Europea, 19 paesi su 27 recupereranno già quest'anno il reddito perduto nel 2020; ed anche l'Italia, con una crescita reale prevista dal governo al 6% nel 2021 lo recupererà già nel primo semestre del 2022². La forte ripresa segnala che le economie europee stanno ormai entrando in una fase post-pandemica; e per quanto rischi al ribasso non manchino, primo tra tutti naturalmente il rischio di nuove varianti del virus resistenti ai vaccini, è ovvio che le autorità di politica economica (e i mercati) si interrogano già sull'*exit strategy*, cioè sulle modalità di uscita dagli strumenti eccezionali introdotti per affrontare la pandemia.

Per la politica monetaria, sia in Europa che negli Stati Uniti, il tema è soprattutto quello del rischio che l'accelerazione della crescita, con mercati inondati dalla liquidità creata dalla politica iperespansiva seguita negli ultimi anni, possa generare una ripresa dell'inflazione, complici anche una serie di rapidi incrementi nei prezzi di materie prime e energia, dovuti a ritardi nell'offerta ed a vincoli emersi nelle catene internazionali di valore, soprattutto nei trasporti marittimi. Il problema è quali strumenti adoperare e con quali tempistiche per mantenere sotto controllo le aspettative inflazionistiche evitando nel contempo crisi nei mercati finanziari ed effetti recessivi sull'economia reale.

Per quella fiscale, il tema è quello di rendere la politica fortemente espansiva dell'ultimo biennio, e che proseguirà ancora nei prossimi anni grazie ai soldi del NG-EU, compatibile con un percorso di rientro dal debito, necessario soprattutto per i

¹ Una prima tranche di circa 25 miliardi è già stata pagata ad agosto 2021. Considerando anche il fondo *React EU*, le risorse ricevute superano i 200 miliardi.

² La caduta del PIL nel 2020 è stata pari a 8,2%.

paesi che presentano un elevato rapporto debito su PIL, a cominciare dal nostro. In Europa, questo tema si intreccia strettamente anche con il dibattito sulla revisione delle regole fiscali³. Come noto, il Patto di Stabilità e Crescita (PSG), vincolante soprattutto per i paesi dell'euro, è al momento sospeso a seguito della decisione presa dal Consiglio nel marzo 2020; ma rientrerà in vigore a partire dal 1° gennaio 2023. Il timore è che se il PSG non verrà riformato nel frattempo, il rispetto delle regole attuali possa condurre ad una politica fiscale eccessivamente restrittiva in Europa, così come era avvenuto nel 2011-13, dopo la crisi finanziaria del 2009-10, con l'effetto di causare una nuova recessione o comunque un rallentamento del processo di crescita. In effetti, visto l'accumulo di debiti e disavanzi avvenuto in quasi tutti i paesi europei nell'ultimo biennio e la rapida ripresa in corso (con una curva a "V" del prodotto negli ultimi 3 anni), un'interpretazione letterale delle regole attuali condurrebbe la Commissione Europea a porre a partire dal 2023 una ampia parte dei paesi sotto una procedura di deficit eccessivo o di rischio di disavanzo eccessivo, richiedendo un rapido riequilibrio dei conti.

In quanto segue, discutiamo di questi aspetti in ordine, con un'attenzione particolare ai problemi che questi sviluppi possono generare in termini di sostenibilità del debito italiano.

2. La politica di bilancio per il prossimo triennio

Il capitolo 1 già descrive in dettaglio la politica di bilancio che il governo italiano ha seguito nell'ultimo anno e quella che si propone di seguire nel prossimo triennio, alla luce della *Nota di Aggiornamento del Def*, approvata ad ottobre 2021 (Nadef, 2021). In breve, la crescita più elevata del PIL nel 2021, sia reale (6% invece di 4,5%) che nominale (con un deflatore del PIL all'1,5% invece che all'1,1%), rispetto alle previsioni del DEF, ha condotto ad un miglioramento di tutti gli indicatori, come conseguenza sia di un "effetto denominatore" (il maggior PIL nominale) che di un "effetto numeratore" (minori spese di quanto preventivato, per la minore necessità di sostenere occupazione e imprese, e maggiori entrate tributarie). Così, se il disavanzo pubblico per il 2021 era previsto all'11,8% del PIL nel DEF, diventa il 9,4% nella Nadef (in linea con quello a consuntivo del 2020, 9,6%), mentre il rapporto debito su PIL si fermerebbe al 153,5% invece del 159,8% originariamente previsto. Lo scenario macroeconomico tendenziale per il prossimo biennio rimane invece in linea con quanto previsto nel DEF, eccetto per una previsione di minor crescita nel 2022, ma essenzialmente solo per un effetto della modifica della "base" del calcolo, per la maggior crescita già registrata del 2021. Come nel DEF, l'ipotesi di fondo è di una crescita tendenziale nei prossimi anni nettamente superiore a quella registrata negli anni pre-

³ La consultazione pubblica sulla riforma delle regole era stata lanciata dalla Commissione già a febbraio 2020, a seguito di numerosi problemi emersi nell'attuazione del PSC negli anni successivi alla sua ultima revisione, nel 2011-13 (si veda EFB, 2019). Sospesa a seguito della pandemia, è stata rilanciata dalla Commissione a ottobre 2021, chiamando tutti gli stakeholders, compresi naturalmente i governi degli stessi paesi europei firmatari del Patto, a interrogarsi sulla desiderabilità e i contenuti di una possibile riforma

delle regole. La consultazione dovrebbe concludersi entro l'inizio dell'anno prossimo, per dare modo alla Commissione di avanzare proposte al Consiglio che consentano una revisione del PSC in tempo per la riattivazione delle regole nel 2023. Se anche il tempo non fosse sufficiente per una revisione completa delle regole sul piano legislativo, la Commissione spera in un accordo di massima tra i paesi firmatari che consenta alla stessa di interpretare il PSC alla luce della riforma che verrà introdotta in futuro.



pandemici; specificatamente, il 4,2% nel 2022, il 2,6% nel 2023, l'1,9% nel 2024.

La stima relativa al 2022 appare nel complesso convincente, ed è più o meno supportata da tutti i previsori, soprattutto alla luce del fatto che l'Italia deve recuperare ancora diversi punti di PIL rispetto al 2019. Per gli anni successivi, le previsioni sono più incerte e dipendono molto dalla conferma delle ipotesi ora positive sulla ripresa dell'economia mondiale. Ma soprattutto, l'accelerazione della crescita rispetto al periodo pre-pandemico viene attribuita dal governo al pieno dispiegamento del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (Pnrr) che dovrebbe sostenere la domanda interna, soprattutto per la componente relativa agli investimenti pubblici e privati.

Nonostante questo scenario già positivo, nel percorso programmatico, che prefigura la manovra di bilancio per il 2022 e per i due anni successivi, il governo si dimostra ancora più determinato nello spingere sul pedale della crescita economica. In particolare, nella Nodef, il governo assume la prospettiva che la crisi innestata dal Covid-19 possa essere considerata definitivamente superata solo quando l'economia abbia recuperato interamente la crescita perduta (e non solo il livello del PIL) a causa della pandemia, cioè quando il paese abbia recuperato il livello di reddito reale che avrebbe raggiunto in condizioni normali se la pandemia non ci fosse mai stata. Sulla base di estrapolazioni sulla crescita pre-pandemica, questo dovrebbe accadere solo all'inizio del 2024, e conseguentemente il governo dichiara l'intenzione di voler mantenere una politica di bilancio espansiva fino a quell'anno. Di conseguenza, nonostante gli alti livelli di deficit e debito già raggiunti, il governo si propone di *peggiorare* gli indicatori di finanza pubblica per il prossimo triennio, prevedendo una spesa pubblica

addizionale per poco più di un punto di PIL in tutti i prossimi tre anni.

Gli effetti di queste scelte sugli indicatori di bilancio sono evidenti. Così, se nello scenario tendenziale l'indebitamento netto si sarebbe ridotto della metà già nel prossimo anno per scendere poi al 2,1% nel 2024 (con l'avanzo primario che sarebbe tornato positivo, allo 0,4% sul PIL), lo scenario programmatico prevede una riduzione più graduale, con un indebitamento netto ancora superiore al 3% del PIL (3,3%) e un avanzo primario ancora negativo (-0,8%) nel 2024. A seguito della maggiore spesa, anche il PIL nel prossimo biennio dovrebbe crescere in misura ancora più robusta rispetto al tendenziale (rispettivamente, del 4,8% invece del 4,2% nel 2022 e del 2,8% invece del 2,6% nel 2023). E' anche opportuno ricordare che questi indicatori di bilancio non catturano interamente lo sforzo espansivo della politica fiscale nel prossimo triennio. Infatti, la componente trasferimenti delle risorse del NG-EU, per 69 miliardi, non entra nel computo del deficit nazionale (contabilmente si tratta di debito dell'Unione, non dei singoli paesi) e la maggior parte di queste risorse verrà speso nei prossimi tre anni, per circa un altro punto di PIL all'anno.

Per il governo, ciò che dovrebbe rendere questa politica così espansiva accettabile agli occhi degli investitori internazionali e dei partner europei, nonostante la rapida ripresa e il recupero del reddito 2019 già all'inizio del 2022, è il fatto che essa dovrebbe rimanere comunque coerente con una riduzione del rapporto debito pubblico su PIL, sebbene naturalmente meno rapida che nello scenario tendenziale. In particolare, il debito pubblico su PIL, dal punto di massimo raggiunto nel 2021, dovrebbe scendere rapidamente nel triennio successivo fino a raggiungere il 146% nel 2024. La ragione è il cosiddetto effetto "palla di neve"; la crescita nominale nel triennio resterebbe

continuamente più elevata della spesa per gli interessi sul PIL (ipotizzata in ulteriore riduzione, dal 3,4% attuale al 2,5% nel 2024) e questo consentirebbe di più che compensare gli effetti di incremento sul debito generati da disavanzi primari che rimarrebbero consistenti.

3. La scommessa

Il governo attuale appare dunque determinato a correre un rischio calcolato, lasciando da parte per il momento i problemi relativi alle finanze pubbliche, pur di sostenere ulteriormente la ripresa economica o più esattamente, pur di perseguire una trasformazione dell'attuale forte rimbalzo economico in un processo duraturo di più elevata crescita economica. Dietro questa scelta, c'è probabilmente la comprensione che senza quest'ultima, anche l'obiettivo della sostenibilità del debito potrebbe essere comunque rimesso in discussione. Per esempio, anche ai bassi tassi di interessi attuali, l'eccesso di debito che il paese ha accumulato per affrontare la pandemia e che accumulerà in futuro per finanziare il Pnrr non sarà garantito dalla maggiore crescita del PIL, a meno che questa maggior crescita non diventi strutturale, nel senso di mantenersi in parte anche negli anni e nei decenni successivi.

Un semplice esercizio numerico può forse aiutare a capire il punto. Il Pnrr presentato dal governo e approvato dalla Commissione (Pnrr, 2021) prevede una maggiore spesa per 235 miliardi di

euro nei 6 anni circa compresi tra la metà del 2021 alla fine del 2026⁴. Tenendo conto che una parte serve per finanziare spesa già programmata (per circa 70 mld) - dove dunque si sostituisce semplicemente un debito, più vantaggioso, con l'Europa ad un debito sul mercato- si tratta di circa 165 mld di spesa "aggiuntiva", o circa il 10% del PIL 2020. Nel dibattito pubblico, queste ingenti risorse provenienti dal bilancio europeo vengono spesso presentate come se fossero semplicemente "regalate" all'Italia. In realtà, direttamente (tramite il rimborso dei prestiti) o indirettamente (tramite maggiori esborsi al bilancio europeo), sono tutti soldi che il paese dovrà restituire in futuro, sia pure ai bassissimi tassi di interesse richiesti dall'Europa⁵. Cumulando tutta la crescita in più prevista nei 6 anni del piano, il documento approvato dal governo ad aprile stima una crescita addizionale, a seguito di questa maggior spesa "aggiuntiva", tra il 12,7 % e il 14,4% del PIL 2020, a fronte di un controfattuale in cui la spesa aggiuntiva è posta pari a zero.

Si tratta di un effetto moltiplicativo molto ambizioso, ma non impossibile, tenendo conto del fatto che oltre il 70% di questa spesa aggiuntiva è destinata a infrastrutture e che queste hanno anche un effetto di complementarità con gli investimenti privati. Tuttavia, poiché la pressione fiscale è attorno al 43% del PIL, anche se questi obiettivi ambiziosi venissero pienamente raggiunti, il gettito tributario salirebbe tra il 5 e il 6% del PIL 2020; sarebbe cioè insufficiente a

⁴ 30 mld di risorse nazionali, il resto finanziato da fondi europei, soprattutto la *Recovery and Resilience Facility* per 192 mld e il *React EU* per il rimanente. Andrebbe anche ricordato che a seguito dell'esame svolto dalla Commissione Europea, il Pnrr è stato lievemente rivisto dal governo rispetto a quanto presentato ad aprile 2021, con un'accelerazione delle riforme nel primo periodo e uno spostamento della spesa maggiormente nel periodo finale.

⁵ Questa è un po' un'approssimazione, perché in realtà l'attribuzione dei fondi all'Italia è stata un po' più generosa della quota del PIL italiano su quello che europeo (quota che definisce il pagamento dovuto al bilancio europeo). Inoltre, nel conto dei costi e dei benefici bisognerebbe anche contare il risparmio di interessi nel far finanziare all'Europa piuttosto che al mercato i 70 mld di spesa non addizionale prima ricordati. Ma queste precisazioni non inficiano l'argomento fondamentale presentato nel testo.



ripagare l'incremento del debito (il 10% del PIL prima ricordato), anche assumendo interessi pari a zero.

Questo naturalmente se l'effetto del Pnrr si esaurisse nel 2026 e l'economia riprendesse poi il suo percorso di sviluppo precedente, stimato attualmente, sulla base della crescita reale osservata negli anni precedenti alla pandemia, attorno allo 0,6% annuo⁶. Se invece le riforme e gli investimenti del Pnrr generassero un incremento permanente del tasso di crescita dell'economia, anche successivamente al 2026, il gettito addizionale dovuto a questa maggiore crescita potrebbe coprire anche l'incremento del debito. In particolare, il governo stima di portare con il Pnrr la crescita potenziale annua dell'economia italiana dallo 0,6% all'1,4%, in sostanza annullando il differenziale di crescita dell'Italia rispetto ai principali paesi europei. Un incremento permanente della crescita di questa misura sarebbe naturalmente più che sufficiente per finanziare il debito aggiuntivo richiesto dal Pnrr, nonché quello già accumulato a seguito della pandemia.

Questi conti aiutano forse a meglio comprendere la decisione presa dal governo di spingere il più possibile sulla crescita economica sia con il Pnrr che con le manovre per il prossimo triennio preannunciate dalla NadeF. La strategia non si basa infatti solo o anche principalmente sulle risorse in più da spendere grazie alle manovre e poi al Pnrr, ma piuttosto sul fatto che il Piano, in un contesto di ripresa di fiducia e di assenza di manovre restrittive, spinga anche gli operatori privati a scommettere di più sull'economia italiana, aumentando gli investimenti privati e conseguentemente la produttività e la crescita

economica. Un ruolo fondamentale in questo percorso è rappresentato dalle riforme del Pnrr (della pubblica amministrazione, del fisco, della giustizia civile, della scuola, della concorrenza etc.) che accompagnate alla rimozione di alcuni ostacoli strutturali tramite gli investimenti pubblici (digitale, trasporti, comunicazioni etc.) dovrebbero rendere più facile e più profittevole investire in Italia, sia per gli imprenditori nazionali che stranieri. Il consolidamento delle finanze pubbliche, tramite la ricostituzione di avanzi primari, comunque necessaria per garantire la riduzione graduale dell'elevato debito sul PIL, viene rimandato a dopo il 2024, cioè a dopo che l'economia abbia già avviato questo processo di ricostruzione e ripresa strutturale.

4. I rischi

A fronte della bassissima crescita italiana dell'ultimo ventennio, con impatti negativi sullo sviluppo della società italiana che vanno anche molto al di là del semplice dato economico, non si può non rimanere favorevolmente impressionati dalla determinazione dell'attuale compagine politica nel perseguire l'obiettivo della crescita. Eliminare la divergenza con il resto dell'Europa è una necessità, anche solo per garantire la nostra permanenza futura nell'Unione Europea e nell'area dell'euro. Ma è opportuno anche non nascondersi i rischi della politica espansiva perseguita dal governo, soprattutto per quello che riguarda la sostenibilità del debito. Questa dipende sostanzialmente da due fattori; il tasso di crescita futuro dell'economia e l'andamento del costo del debito. La scommessa del governo è che il primo aumenti in modo sostanziale nei prossimi

⁶ In realtà, la crescita media annua del PIL italiano nei vent'anni precedenti la pandemia è stata ancora più bassa, attorno allo 0,2%. Comunque, il dato è spinto verso il basso dalle due profonde recessioni che il paese

ha subito nel periodo, con la crisi finanziaria internazionale prima e la crisi dell'euro dopo. Correggendo il trend per queste crisi, si ottiene lo 0,6% riportato nel testo del governo.

anni e che il secondo resti invece molto basso. Su questo secondo tema torneremo più in dettaglio nel prossimo capitolo, discutendo dei rischi relativi alla ripresa dell'inflazione e dell'*exit strategy* della politica monetaria, come annunciata anche dalla revisione della strategia della BCE.

Per il primo aspetto, ci sono una serie di rischi da considerare. Alcuni di questi sono esogeni; le ipotesi macro-economiche sottostanti al prossimo triennio possono risultare eccessivamente ottimistiche, soprattutto alla luce della non risolta situazione epidemica nel mondo in via di sviluppo, che potrebbe influire sulla crescita della domanda globale (si veda capitolo 4), e per gli effetti che le strozzature sul lato dell'offerta, l'aumento nel costo dell'energia, la carenza di materie prime e semilavorati possono comportare nei livelli produttivi dei paesi industrializzati, il nostro incluso. Guardando un po' più in là, è anche difficile sfuggire all'impressione che si stiano sottovalutando i costi della riconversione produttiva necessaria per affrontare la crisi climatica, a partire da quelli imposti dall'ambizioso Green Deal europeo⁷.

Ma altri rischi sono di natura interna. Un primo rischio importante riguarda la capacità di riuscire effettivamente ad attuare il Pnrr, rispettando gli impegni presi con l'Europa⁸. E' bene ricordare che a parte i 25 mld già trasferiti come anticipo dall'Unione Europea ad agosto 2021, l'elargizione delle restanti 10 rate semestrali del Pnrr è

condizionata al rispetto di ben 528 condizioni da parte dell'Italia, tra "traguardi" (*milestones*, cioè obiettivi intermedi) e "obiettivi" (i risultati finali), di cui 42 devono essere ancora raggiunti entro la fine dell'anno. Il rispetto delle tempistiche del Piano, superando gli intoppi che inevitabilmente emergeranno⁹, richiederà una determinazione feroce da parte dei governi in carica nel prossimo quinquennio. E se il governo attuale offre garanzie in questo senso, per l'elevato livello tecnico medio dei suoi componenti e l'autorevolezza del suo presidente, esso è frutto di una situazione politica eccezionale che non è chiaro né quanto potrà durare né da cosa sarà sostituita. Dopo la parentesi felice rappresentata dall'attuale governo, un ritorno alla tradizionale instabilità del quadro politico italiano, che tipicamente si traduce in governi inconcludenti e di breve durata, mal si concilierebbe con il rispetto serrato degli impegni imposto dal Pnrr.

Un secondo rischio, connesso al primo, è sulla effettiva capacità del Pnrr di produrre i risultati sperati anche se venisse attuato esattamente come previsto. Come già ricordato, le stime di crescita legate al Pnrr non sono basate semplicemente sugli effetti generati sulla domanda interna dalla spesa aggiuntiva, ma dalla capacità del Piano di aumentare il potenziale di crescita dell'economia italiana, tramite una combinazione di riforme e di rimozione di vincoli infrastrutturali. Poiché gli impatti delle riforme

⁷ La Commissione stima in circa 650 miliardi all'anno da qui al 2030 la spesa in investimenti necessaria nell'Unione Europea per rispettare il Green Deal europeo, una cifra molto maggiore di quanto ora garantito dal NG-EU. Una parte dovrebbe essere finanziata dai privati, ma una parte, difficile da definire ex ante, necessariamente dovrebbe arrivare dai bilanci pubblici. Affrontare il costo sociale della transizione energetica richiederà anche considerevoli trasferimenti dai bilanci pubblici alle imprese e alle famiglie più colpite dal processo.

⁸ Si ricordi che la *Recovery and Resilience Facility* europea è appunto una "facility", non un "fund", come erroneamente si continua a ripetere nel dibattito pubblico italiano. Questo vuol dire che il paese prima anticipa e spende i soldi e poi la Commissione rimborsa, ma se e solo se le condizioni pattuite vengono rispettate.

⁹ E che in realtà sono già emersi, per esempio nell'assunzione nella PA delle figure tecniche che dovranno accompagnare il Piano o nella predisposizione di progetti adeguati da parte di alcuni territori.

sono necessariamente incerti e in alcuni casi comunque di lungo periodo è più su una ripresa degli *animal spirits* della società italiana nel medio periodo, alimentati da una maggior fiducia nel futuro, che si fonda la scommessa di una ripresa strutturale della crescita italiana. E questa non dovrebbe riguardare solo le medio-grandi imprese esportatrici italiane, che sono già perfettamente concorrenziali in ambito internazionale, ma la gran massa delle micro-imprese italiane, nell'industria come nei servizi, che presentano invece livelli di competitività assolutamente insufficienti. Per quanto questo sia ovviamente augurabile, si tratta di un'ipotesi che dovrà essere verificata nei fatti. Un terzo rischio, come già ricordato, è sull'orientamento della politica fiscale a livello europeo, a cominciare dalla riforma del PSC¹⁰. Questo è solo in parte un rischio esogeno, nel senso che la capacità negoziale del governo italiano, a partire dai risultati finora conseguiti, sarà molto importante nel determinarne le conclusioni. Gli orientamenti dei paesi europei sono in questo campo molto diversi. C'è una componente nord-europea favorevole ad una correzione rapida degli squilibri di finanza pubblica generati dalla pandemia, anche alla luce della rapida ripresa delle loro economie e del minor impatto economico che in questi paesi ha avuto il

virus, mantenendo di conseguenza sostanzialmente invariato l'attuale PSG. C'è viceversa una componente più "meridionale" favorevole invece ad un aggiustamento più graduale dei conti pubblici e che comunque lasci spazio ad una politica fiscale orientata alla crescita e agli investimenti, sulla base dell'assunto che la possibilità di una riduzione strutturale del debito risiede soprattutto in una maggiore crescita economica. Questa seconda visione richiederebbe una riscrittura del Patto, o perlomeno una sua condivisa diversa interpretazione su alcuni punti importanti¹¹. Come già osservato, per la forte integrazione delle economie europee, una politica fiscale eccessivamente restrittiva nei prossimi anni negli altri paesi europei (per esempio, anche solo in Germania e nel Nord Europa), necessariamente influenzerebbe negativamente la crescita italiana, anche indipendentemente dai vincoli che il PSG potrebbe imporre direttamente sulla politica di bilancio del paese.

Infine, nella partita c'è anche la possibilità di rendere il NG-EU uno strumento *permanente* di politica economica europea, a sostegno degli investimenti, soprattutto relativi alla transizione energetica, rinnovando a tal fine alla scadenza il debito europeo ora emesso (invece di rimborsarlo gradualmente ma interamente nel periodo 2026-

¹⁰ Per quanto possa sembrare paradossale, data l'alta crescita economica, i bassi tassi di interesse e l'elevatissimo deficit e debito pubblico di partenza, l'Italia in realtà rispetterà alcune regole europee più nel 2022 che negli anni pre-pandemici (ci si riferisce in particolare alla "regola del debito" e a quella della riduzione del disavanzo strutturale). Ma sia la correzione legata al recupero della crescita piuttosto che al livello del PIL, sia al fatto che si prevede di mantenere il disavanzo sopra il 3% fino al 2024, sono chiaramente in violazione di quanto stabilito attualmente dalle regole europee. Per confronto, si osservi che i paesi del Nord Europa, Germania inclusa, pensano di riportare il rapporto deficit su PIL sotto il 3% già a partire dal presente anno o al massimo dal 2022.

¹¹ L'orientamento dell'attuale PSG, a seguito delle riforme introdotte nel 2011-13, è eccessivamente restrittivo, con tutti i paesi che devono tendere ad un bilancio strutturale (cioè, al netto del ciclo) sostanzialmente in equilibrio ed una regola di riduzione del debito, per i paesi con un debito superiore al target del 60% del PIL, molto incisiva (una riduzione di un ventesimo all'anno della differenza tra il debito attuale e il target). Si osservi che la prima condizione, sostanzialmente ripresa dal *debt brake* tedesco, comporterebbe nel lungo periodo un rapporto debito su PIL prossimo a zero per ciascun paese, non il 60%. Si veda EFB, 2019.

2058, come attualmente previsto). Questa possibilità è comunque sicuramente condizionata all'evidenza di un buon successo del Pnrr attuale, soprattutto nei paesi maggiormente beneficiati (leggi, Italia) e richiederebbe come contropartita un inasprimento delle sanzioni relative a violazioni del PSC rinnovato, in primo luogo con un ridotto accesso a questi nuovi strumenti di finanziamento europei.

5. Qualche simulazione

Qualche conto può aiutare a rendere più chiari i possibili rischi sulla sostenibilità del debito pubblico italiano che possono derivare da una crescita minore del previsto o da un inasprimento del costo del debito. Nelle figure che seguono si sono prese come assodate le previsioni della NadeF in merito all'evoluzione del PIL e del debito e disavanzo nel prossimo triennio (fino al 2024) e ci si è chiesti cosa succederebbe se alcune ipotesi implicite dovessero cambiare nel lungo periodo, tenendo tutto il resto costante¹².

La FIG.1 per esempio si chiede cosa succederebbe al rapporto debito su PIL italiano se, pur con tassi di interesse invariati e un avanzo primario posto uguale a zero dal 2024 in poi, l'economia crescesse negli anni successivi in termini reali¹³ del 1,4% annuo (l'obiettivo del governo dichiarato con il Pnrr), dello 0,6% annuo (la crescita potenziale stimata dal governo in assenza degli effetti del Pnrr) oppure dello 0,2% annuo (la crescita effettiva osservata nel ventennio pre-pandemico). I risultati parlano chiaro. Il debito si ridurrebbe

rapidamente fino a raggiungere il 120% del PIL nel 2040 sotto l'ipotesi di forte crescita futura (1,4%), si ridurrebbe solo leggermente nel caso di crescita potenziale invariata (allo 0,6%) annuo, rimanendo ancora attorno al 140% nel 2040, e infine ricomincerebbe a salire dopo il 2025 con crescita annua uguale a quella media effettivamente osservata negli ultimi 20 anni (lo 0,2%; si veda la nota 6), per ritornare verso il 150% del PIL nel 2040. Il ruolo fondamentale giocato dalla crescita economica futura per la sostenibilità del debito appare con chiarezza da queste simulazioni.

La figura 1 è inoltre basata sull'ipotesi che i tassi di interesse restino invariati al basso livello previsto nel 2024, cioè ad una spesa per interessi pari al 2,5% del PIL (che si traduce in un costo del debito pari a circa 1,7%, dividendo la spesa per gli interessi per lo stock del debito complessivo). E' allora interessante chiedersi cosa succederebbe invece se il costo del debito crescesse, pur mantenendo l'ipotesi che il Pnrr sia di successo e che il paese effettivamente raggiunga una crescita potenziale pari all'1,4% del PIL a partire dal 2025.

¹² Le simulazioni sono state effettuate utilizzando un semplice modello di accumulazione del debito alla Domar; si ringrazia Simone Pellegrino per l'aiuto nello svolgere queste simulazioni. Nel modello, successivamente al 2024, non si tiene conto delle entrate da signoraggio, cioè della retrocessione degli interessi pagati sul debito pubblico italiano per la

componente che resterà nel bilancio della Banca d'Italia e della BCE.

¹³ L'inflazione, misurata dal deflatore del PIL, è stata posta uguale a 1,5% all'anno. La crescita nominale prevista nei vari casi è dunque semplicemente la somma della crescita reale +1,5.



FIG. 1 - Sostenibilità del debito e crescita economica

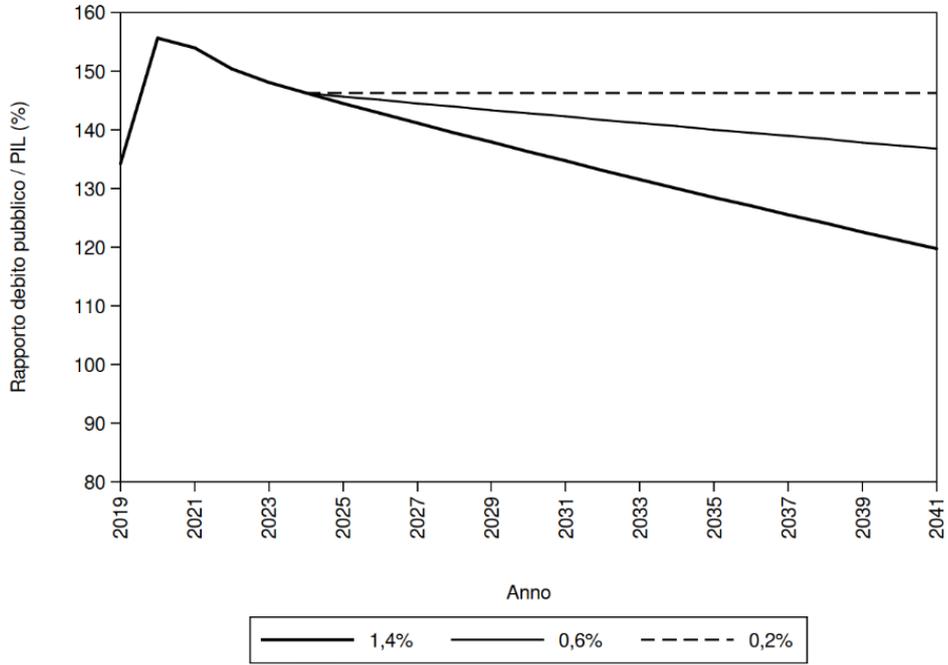


FIG. 2 Sostenibilità del debito e costo del debito

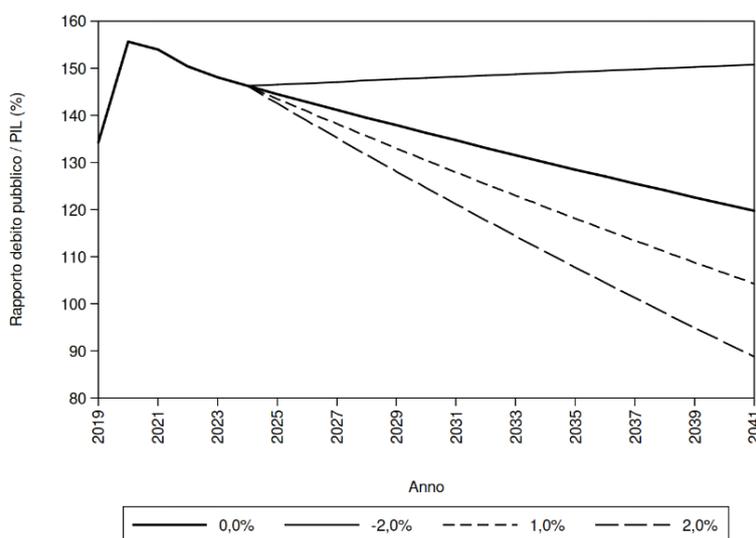


La FIG. 2 risponde alla domanda presentando tre ipotesi: costo del debito costante all'1,7%, costo del debito in crescita di un punto a partire dal 2025 (2,7%), costo del debito in forte crescita, di un punto e mezzo (3,2%), a partire dal 2025. I risultati sono di nuovo molto chiari; l'ipotesi costo del debito costante coincide con il risultato alta crescita della figura precedente (dove il costo del debito è appunto sempre tenuto costante al livello del 2024), con un debito su PIL che raggiunge il 120% nel 2040. Ma nel caso di un costo del debito in risalita di un punto (2,7%) il percorso di riduzione del debito si interrompe del tutto e il rapporto debito su PIL resta sostanzialmente allo stesso livello raggiunto nel 2024, attorno al 145%. Infine, nel caso di una netta risalita del costo del debito, il debito su PIL risale, raggiungendo il 157% del PIL nel 2040. Il messaggio di questa seconda simulazione è dunque chiaro. Mentre una maggiore crescita è essenziale per la sostenibilità

del debito, non è sufficiente, a meno che anche il costo del debito continui ad avere un'evoluzione favorevole nei prossimi anni¹⁴.

Infine, per completezza, andrebbe anche ricordato che nelle simulazioni si è supposto un avanzo primario sempre pari a zero negli anni successivi al 2024. In realtà, come ricordato sopra, l'avanzo primario sarà ancora negativo nel 2024 secondo le previsioni della NadeF, ma lo stesso governo dichiara nel documento la necessità di ricostruire avanzi primari positivi a partire dal 2025 (senza tuttavia indicare come ottenerli). Ed in effetti, negli ultimi venti anni, con l'eccezione delle due recessioni, il paese è sempre riuscito a mantenere un avanzo primario attorno all'1-1,5% del PIL. E' allora opportuno chiedersi anche che cosa succederebbe al debito se il paese, a partire dal 2025, effettivamente ricostruisse degli avanzi primari positivi.

FIG. 3 – Sostenibilità del debito e avanzi primari



¹⁴ Si ricordi comunque che in queste stime non si tiene conto del signoraggio, l'effetto retrocessione degli interessi al Tesoro per il debito pubblico italiano detenuto da Banca d'Italia e direttamente da BCE.

Naturalmente, nella misura in cui questo avviene per quote elevate del debito, le entrate dello stato aumentano e l'effetto negativo della crescita dei tassi di interessi sulla sostenibilità del debito si riduce.

Nella FIG. 3, sempre assumendo una crescita reale all'1,4% a partire dal 2025 e un costo del debito invariato all'1,7%, si considerano diverse ipotesi, da un disavanzo primario pari al 2% del PIL, ad avanzi primari pari rispettivamente allo 0% (l'ipotesi delle figure precedenti), all'1% e al 2% in tutti gli anni successivi al 2024, tenendo tutto il resto invariato. I risultati sono di nuovo istruttivi. Anche assumendo una forte crescita (1,4%) e un basso costo del debito (1,7%), il rapporto debito su PIL riprenderebbe rapidamente a salire se il paese continuasse a perseguire politiche in forte disavanzo (-2% del PIL annuo); viceversa, scenderebbe rapidamente se il paese ricominciasse ad accumulare avanzi. Per esempio, anche un avanzo primario solo dell'1% del PIL, date le ipotesi favorevoli su crescita e costo del debito, consentirebbe di riportare il rapporto debito su PIL sotto il 110% nel 2040.

Naturalmente, queste simulazioni sono puramente illustrative e soprattutto, limitandosi a modificare solo un parametro per volta, non tengono conto delle ovvie interazioni tra i diversi parametri (per esempio, gli effetti di maggiori avanzi o disavanzi primari sulla crescita). Ma sono sufficienti a chiarire alcuni punti. In primo luogo, è essenziale che la scommessa del governo si realizzi, cioè che effettivamente il paese riprenda a crescere in misura maggiore del passato, perché il debito possa ridursi in modo consistente, garantendone la sostenibilità. Con una crescita pari a quella effettiva osservata negli ultimi 20 anni (per ripetersi, lo 0,2% medio annuo), non c'è molta speranza di tener sotto controllo il debito, anche con le ipotesi più favorevoli sul suo costo futuro. Il paese dovrebbe comunque affidarsi ad avanzi primari elevati per garantire il debito, avanzi che a loro volta deprimerebbero ulteriormente la crescita. Riprendere a crescere e dunque mantenere comportamenti coerenti

rispetto a quest'obiettivo anche successivamente alla parentesi del governo Draghi (per esempio, nell'attuazione del Pnrr e nella gestione della finanza pubblica) è essenziale per garantire l'obiettivo della sostenibilità. In secondo luogo, un andamento favorevole dei tassi di interesse è comunque necessario per garantire un percorso virtuoso. Con un debito così elevato sul PIL, anche incrementi limitati nel costo del debito, implicando una maggiore spesa per interessi ed un'inversione dell'effetto "palla di neve" da positivo a negativo, possono essere sufficienti a far deragliare il percorso¹⁵. In terzo luogo, la sostenibilità del debito richiede comunque la ricostruzione di avanzi primari, la maggiore crescita da sola non è sufficiente. La buona notizia tuttavia è che se le ipotesi di maggior crescita e di basso costo del debito verranno rispettate in futuro, anche un limitato avanzo primario, non superiore a quanto il paese è tranquillamente riuscito a mantenere negli ultimi vent'anni, sarebbe sufficiente a garantire una rapida riduzione del rapporto debito su PIL.

Riferimenti bibliografici

- Bordignon M. (2020), La crisi pandemica e il futuro delle istituzioni europee, in Osservatorio monetario n. 2/ 2020.
- EFB, 2019, Assessment of EU Fiscal Rules with a focus on the six and two-pack legislation, European Fiscal Board, Brussels.
- NADEF, 2021. Nota di aggiornamento sul DEF, ministero del Tesoro, Roma, 5 ottobre 2021.
- Pnrr, 2021. Piano nazionale di ripresa e resilienza, presentato dal governo italiano, aprile 2021.

¹⁵ Ma si ricordi la nota precedente.

3. L'USCITA DALLE POLITICHE MONETARIE ECCEZIONALI E LE IMPLICAZIONI PER IL DEBITO PUBBLICO

Angelo Baglioni[♦]

- *La quota di debito pubblico italiano detenuta dall'Eurosistema supererà il 30% alla data prevista come termine del PEPP (marzo 2022).*
- *Nell'ipotesi che l'Eurosistema detenga fino alla scadenza i titoli acquistati, il Tesoro italiano beneficerà di un risparmio in conto interessi, grazie al meccanismo delle retrocessioni, su circa un terzo del suo debito per un periodo di 7 anni.*
- *La forward guidance della Bce sembra escludere un aumento dei tassi di policy per il prossimo anno. In ogni caso, anche quando tale aumento verrà attuato, questo non comporterà una riduzione del portafoglio titoli detenuto dall'Eurosistema.*
- *L'abbondanza di liquidità, creata nel tempo attraverso gli acquisti di attività finanziarie sul mercato, ha prodotto un eccesso strutturale di riserve bancarie nel mercato monetario. Questo introduce un grado di libertà in più nella gestione della politica monetaria: quantità di moneta e tassi di interesse possono essere gestiti indipendentemente.*
- *Ciò è confermato dall'esperienza della Federal Reserve: sia quando essa avviò nel 2014 l'uscita dai programmi di quantitative easing introdotti negli anni precedenti, sia quando essa ha annunciato il tapering il 3 novembre scorso.*
- *Tra l'anno scorso e quest'anno, sia la Fed sia la Bce hanno portato a termine la revisione delle rispettive strategie. Seppure dotata di un obiettivo simmetrico di inflazione, la nuova strategia della Bce non si configura come un vero e proprio average inflation targeting, adottato dalla Fed. Sotto questo profilo, essa si presenta più debole di quella della Fed e potenzialmente meno efficace nell'ancorare le aspettative inflazionistiche.*

Nel capitolo precedente, la sostenibilità del debito pubblico è stata valutata alla luce della politica fiscale del governo italiano. In questo capitolo, analizzeremo le implicazioni della politica monetaria per la sostenibilità del debito. Le misure eccezionali messe in campo negli anni scorsi hanno portato l'Eurosistema a detenere una quota consistente del debito pubblico italiano: ciò pone un problema nella prospettiva di una uscita, seppure graduale, da tali politiche. Tuttavia, per le ragioni che verranno esposte, il problema appare gestibile. L'esperienza della Fed nell'attuare una *exit strategy* dalle politiche di *quantitative easing* fornisce utili indicazioni. Infine, metteremo a

confronto le revisioni della strategia effettuate recentemente dalla Bce e dalla Fed.

1. L'impatto dei programmi di acquisto della Bce (PEPP e PSPP) sul debito pubblico

La sostenibilità del debito pubblico è influenzata in misura significativa dagli interventi della banca centrale sul mercato dei titoli di stato. Sotto questo profilo, gli interventi dell'Eurosistema sono stati molto consistenti a partire dallo scoppio della pandemia nel marzo 2020. Il programma *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) ha implicato una forte ripresa degli acquisti di titoli di stato emessi dai paesi dell'area euro, dopo che

[♦]Università Cattolica del Sacro Cuore



il *Public Sector Purchase Programme* (avviato nel 2015) era stato sospeso all'inizio del 2019 e poi ripreso nel novembre dello stesso anno ma per importi relativamente contenuti.

Nel dibattito corrente, questa fonte di finanziamento del debito pubblico viene spesso identificata come "finanziamento monetario", con il quale si intende che l'emissione di moneta, fatta dalla banca centrale per finanziare l'acquisto di titoli pubblici, sostituisce il prelievo fiscale. A questo proposito, va subito precisato che l'acquisto di titoli di stato da parte della banca centrale non costituisce necessariamente un finanziamento monetario del settore pubblico. Quando i titoli acquistati dalla banca centrale vanno a scadenza, infatti, il Tesoro del paese emittente deve restituire i soldi alla banca centrale, prelevando tasse a carico dei cittadini, tranne nel caso in cui quest'ultima rinnovi i titoli in scadenza comprandone altri dello stesso importo (facendo così il "roll-over" dei titoli in portafoglio). Il finanziamento monetario si configura solo se la banca centrale assicura il roll-over dei titoli in portafoglio all'infinito. Resta comunque il vantaggio, per il settore pubblico, di finanziarsi a costo nullo, poiché l'Eurosistema restituisce al Tesoro gli interessi ricevuti sui titoli pubblici in portafoglio. Ma questo vantaggio in conto interessi non va confuso con la possibilità di emettere moneta anziché prelevare tasse per finanziare la spesa pubblica.

Attraverso successive decisioni del Consiglio direttivo della Banca centrale europea, la dimensione complessiva degli acquisti di titoli previsti dal PEPP è stata portata dai 750 miliardi di euro, stabiliti inizialmente, a 1350 miliardi e poi 1850 miliardi: questa è la "envelope" a cui si fa attualmente riferimento nei comunicati ufficiali e nel dibattito di *policy*. Anche la *forward guidance* è stata via via rafforzata, estendendo l'orizzonte

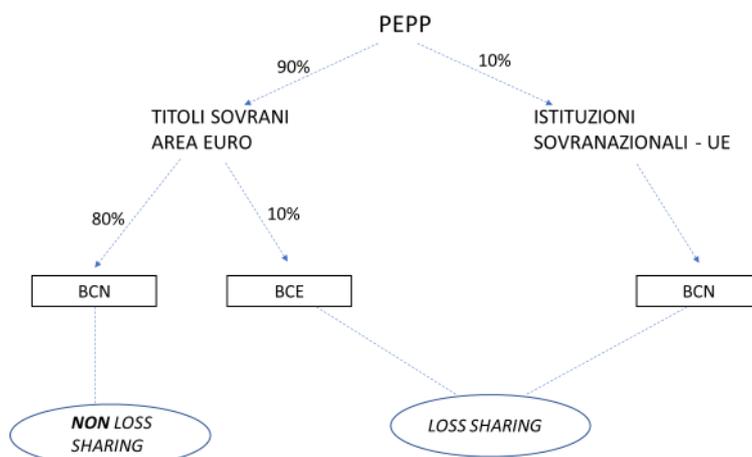
temporale degli acquisti netti, effettuati nell'ambito del PEPP, "almeno sino alla fine di marzo 2022 e, in ogni caso, finché il Consiglio non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus" (Decisione del 28 ottobre 2021).

I titoli acquistati nell'ambito del PEPP sono sia privati sia pubblici, ma questi ultimi prevalgono nettamente. Il range di scadenze è molto ampio: da tre mesi a trent'anni. La distribuzione del rischio all'interno dell'Eurosistema ricalca quella applicata nel programma *Asset Purchase Programme* (APP): mentre gli acquisti di attività finanziarie private avvengono in regime di condivisione del rischio, così non è per i titoli pubblici, ai quali si applica quanto già previsto nel PSPP (si veda la FIG. 1). Il 20% degli acquisti avviene in regime di *risk-sharing*: quelli effettuati direttamente dalla Bce (10% del programma) e quelli che hanno per oggetto titoli emessi dalle istituzioni sovranazionali europee (10%). La parte restante (80%) è a carico delle Banche centrali nazionali (Bcn).

Rispetto al PSPP, con il PEPP la Bce ha introdotto una rilevante innovazione: la possibilità di deviare dal principio delle *capital keys*. Questo continua ad essere il criterio di base per determinare la distribuzione degli acquisti di titoli pubblici nell'ambito del PEPP (*benchmark allocation*). Tuttavia, il Consiglio direttivo ammette una certa flessibilità nel modo in cui gli acquisti possono essere distribuiti nel tempo, tra categorie di titoli e tra paesi. Quest'ultimo punto apre ad una applicazione non rigida delle *capital keys*. Tuttavia, questa flessibilità è stata usata in misura significativa solo nei primi mesi di attuazione del programma; successivamente, la distribuzione degli acquisti per paese ha mostrato una convergenza verso le *capital keys*¹.

¹ Si vedano i dati riportati in Baglioni (2021).

FIG. 1 – PEPP (titoli pubblici): distribuzione degli acquisti e del rischio



L’impatto degli acquisti di titoli pubblici, effettuati nell’ambito del PEPP, sui differenziali di rendimento tra un paese e l’altro della zona euro è stato significativo. I paesi ad alto debito, come Italia e Spagna, hanno sofferto una impennata dei rendimenti, e dei relativi spread rispetto al debito pubblico tedesco, all’indomani della esplosione della pandemia: si veda la FIG. 2. Ciò era il riflesso del prevedibile aumento del rapporto debito/PIL, a causa del calo del PIL e dell’aumento di spesa pubblica per sostenere i settori colpiti dai *lockdowns*. La “rete di sicurezza” stesa dalla Bce (insieme agli accordi straordinari di carattere fiscale raggiunti in ambito comunitario) ha permesso di stabilizzare i mercati finanziari, assorbendo buona parte del nuovo debito pubblico emesso nel corso della pandemia: gli spread sono rientrati rapidamente sui valori precedenti allo scoppio della crisi pandemica. Attualmente, lo spread tra il titolo decennale italiano e l’analogo titolo tedesco si colloca poco al di sopra di un punto percentuale. Nel complesso, la ripresa del *quantitative easing* nell’era del coronavirus ha esercitato una duplice

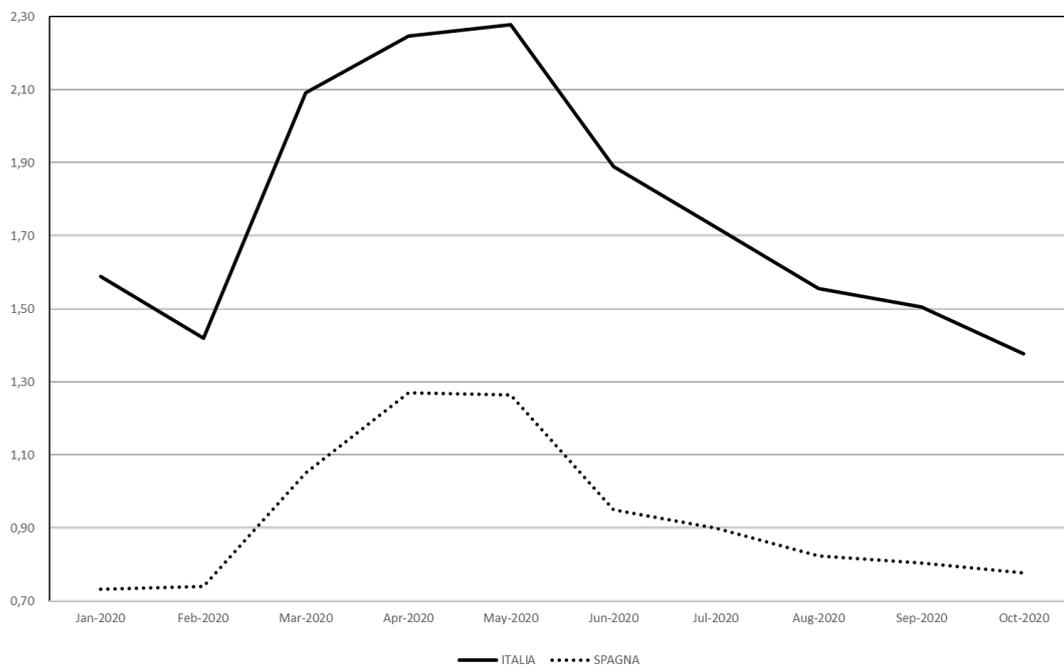
funzione: quella di contribuire ad accrescere la *stance* espansiva della politica monetaria e quella di stabilizzare i mercati finanziari, in particolare quello del debito pubblico, assicurando una corretta trasmissione della politica monetaria stessa in tutta l’area euro.

Oltre all’effetto di calmierare i tassi di interesse sui titoli pubblici emessi sul mercato finanziario, vi è un altro canale attraverso cui gli acquisti dell’Eurosistema contribuiscono a ridurre l’onere per interessi gravante sul debito pubblico: esso consiste nel fatto che gli interessi, ricevuti dalla banca centrale sui titoli pubblici detenuti, vengono retrocessi al settore pubblico. Di fatto, questo meccanismo annulla l’onere di interessi sulla quota di debito pubblico detenuta dall’Eurosistema. Il vantaggio che ne scaturisce per le casse dello Stato non è trascurabile, nonostante il basso livello dei tassi di interesse di mercato attualmente prevalente, dato che la quota di debito pubblico italiano detenuta dall’Eurosistema ha raggiunto un livello elevato. Già per effetto del PSPP, la quota di debito pubblico detenuta dalla Banca d’Italia aveva

raggiunto il 20% nel 2018. Dopo la temporanea sospensione di questo programma nel 2019, essa ha ripreso a crescere (di 6 punti percentuali) nel 2020 grazie al PEPP, sfiorando il 26% alla fine dell'anno. Tenendo conto del ritmo degli acquisti effettuati nel corso di quest'anno (non solo dalla Banca d'Italia ma anche dalla Bce, seppure in

misura assai minore) è facile prevedere che la quota di debito pubblico italiano detenuta dall'Eurosistema supererà il 30% alla data prevista come termine del PEPP, cioè marzo 2022.

FIG. 2 – Spread BTP-BUND e BONOS-BUND: crisi Coronavirus e impatto degli acquisti BCE
(titoli decennali)



Fonte dei dati: OECD.Stat

In valori assoluti, i titoli del debito pubblico italiano acquistati dall'Eurosistema con il PEPP ammontavano a 209 miliardi di euro alla fine di luglio 2021, in linea con la capital key dell'Italia (17%). Assumendo che la dotazione complessiva del programma venga spesa completamente, ciò dovrebbe comportare un acquisto cumulato di

titoli pubblici italiani pari a 315 miliardi di euro (1850 x 0,17) alla fine di marzo 2022. A questi occorre aggiungere i titoli acquistati tramite il PSPP: 427 miliardi alla fine di agosto 2021, che potrebbero arrivare a circa 446 alla fine di marzo 2022.² Complessivamente, possiamo stimare che l'Eurosistema arriverà a detenere titoli emessi dal

² I 19 miliardi aggiuntivi sono una stima, basata sull'ipotesi che l'APP prosegua fino al marzo 2022 al ritmo attuale: 20 miliardi di acquisti netti mensili, di cui

l'80% sia devoluto ai titoli pubblici nazionali (mentre il restante 20% sia destinato all'acquisto di titoli sovranazionali e privati).

Tesoro italiano per un importo pari a 761 miliardi di euro alla fine del marzo 2022, per effetto degli acquisti effettuati in esecuzione dei due programmi PSPP e PEPP.

La scadenza media residua dei titoli acquistati rispecchia quella dello stock del debito pubblico italiano sul mercato: circa 7 anni. Questo dato implica che, nell'ipotesi che l'Eurosistema detenga fino alla scadenza i titoli acquistati, il Tesoro italiano beneficerà di un risparmio in conto interessi, grazie al meccanismo delle retrocessioni, su circa un terzo del suo debito per un periodo di 7 anni.

2. La exit strategy della Bce

Le recenti tensioni inflazionistiche e l'uscita dell'economia europea dall'emergenza pandemica pongono un quesito importante: quale sarà la strategia di uscita della Bce dalle politiche espansive messe in atto per contrastare l'emergenza e quale sarà l'impatto di questa strategia sulle condizioni di finanziamento del debito pubblico dei paesi dell'area euro?

Per rispondere a questa domanda, bisogna anzitutto notare che la Bce considera l'incremento dell'inflazione registrato durante i mesi estivi (3% ad agosto) un fenomeno temporaneo, dovuto a fattori transitori come: aumento del prezzo del petrolio e dell'energia, rimozione della riduzione dell'IVA in Germania, vincoli dal lato dell'offerta di materie prime e beni intermedi. Lo staff della Bce prevede un tasso d'inflazione leggermente superiore al target per quest'anno (2.2%) ma anche un suo ritorno al di sotto del target per il biennio successivo: 1.7% per il 2022 e 1.5% per il 2023.³

Occorre anche considerare che, a seguito della revisione della strategia terminata nel luglio

scorso, il target del 2% per l'inflazione è diventato un obiettivo simmetrico, da perseguire nel medio termine. Inoltre, la Bce lascia aperta la possibilità che l'inflazione effettiva sia moderatamente superiore al 2% per un certo periodo: ciò al fine di ancorare le aspettative inflazionistiche al target del 2%, evitando che si radichino aspettative di inflazione inferiori al target.⁴ In linea con questa strategia, l'ultima decisione del Consiglio direttivo (28 ottobre 2021) rimanda un eventuale aumento dei tassi di interesse di policy "finché il Consiglio non vedrà l'inflazione raggiungere il 2% ben prima della fine del suo orizzonte di proiezione e in maniera durevole per il resto dell'orizzonte di proiezione".

Questa *forward guidance*, unitamente alle previsioni riportate prima, sembra escludere un aumento dei tassi di policy almeno per il prossimo anno (salvo che intervengano fattori che inducano una drastica revisione delle previsioni). In ogni caso, anche quando tale aumento verrà attuato, questo non comporterà necessariamente una riduzione del portafoglio-titoli detenuto dalla Bce. Ciò per effetto del nuovo assetto operativo della politica monetaria, che si è venuto creando grazie alle misure "non convenzionali" adottate negli ultimi anni. 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. Questo è costituito dal tasso applicato alle operazioni di deposito fatte dalle banche presso la banca centrale (*deposit facility* nell'area euro), che può coincidere con lo *zero lower bound (ZLB)* ma può anche divergere da esso. Questo *floor system* consente alla banca centrale di applicare variazioni ai tassi di policy, senza dovere adeguare la base monetaria al nuovo

³ Si veda il *Monetary Policy Statement* del 9 settembre 2021.

⁴ Si veda Bce (2021).



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. In altri termini, l'eccesso strutturale di riserve introduce un grado di libertà in più nella gestione della politica monetaria: quantità di moneta e tassi di interesse possono essere gestiti indipendentemente. Questa proprietà (nota come *decoupling principle*) 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.⁵

Il *decoupling principle* assume particolare rilievo nel momento in cui la banca centrale vuole impostare una strategia di uscita dal *quantitative easing*. La banca centrale può rallentare il ritmo degli acquisti di attività finanziarie fino ad azzerarlo (il cosiddetto "*tapering*") rimandando ad un momento successivo la decisione di aumentare i tassi di interesse di policy. Inoltre, la decisione di ridurre lo stock di base monetaria, non rinnovando i titoli detenuti alla loro scadenza, può essere rinviata ad un momento successivo ancora. 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. Sia la Bce sia la Fed intendono sfruttare questa possibilità, come emerge dalla loro *forward guidance*.

La *forward guidance* della Bce è stata ribadita nella decisione del 28 ottobre 2021. In essa si legge, in relazione al programma APP: "Il Consiglio direttivo seguita ad attendersi che gli acquisti netti mensili ... termineranno poco prima che inizierà a

innalzare i tassi di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo intende inoltre 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, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario". Inoltre, 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. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria." Questa *forward guidance* lascia prevedere una strategia di uscita dal *quantitative easing* secondo le fasi seguenti:

1. *Tapering*: graduale riduzione degli acquisti netti di attività finanziarie, fino al loro azzeramento.
2. *Roll-over* integrale: mantenimento dello stock di titoli acquistati, mediante il reinvestimento dei proventi, derivanti dal rimborso dei titoli in scadenza, in titoli dello stesso tipo.
3. Aumento dei tassi di interesse di *policy*.
4. Graduale riduzione dello stock di titoli in portafoglio, passando a un *roll-over* parziale ed eventualmente ponendo fine al rinnovo dei titoli in scadenza.

Si può quindi prevedere che una eventuale decisione di aumentare i tassi di policy, ponendo fine alla politica dei tassi negativi, non comporti una contestuale riduzione dello stock di titoli detenuti dalla Bce: il rinnovo dei titoli in scadenza potrà proseguire anche dopo l'aumento dei tassi;

⁵ Per una illustrazione più approfondita del *decoupling principle*, si veda Baglioni (2021).

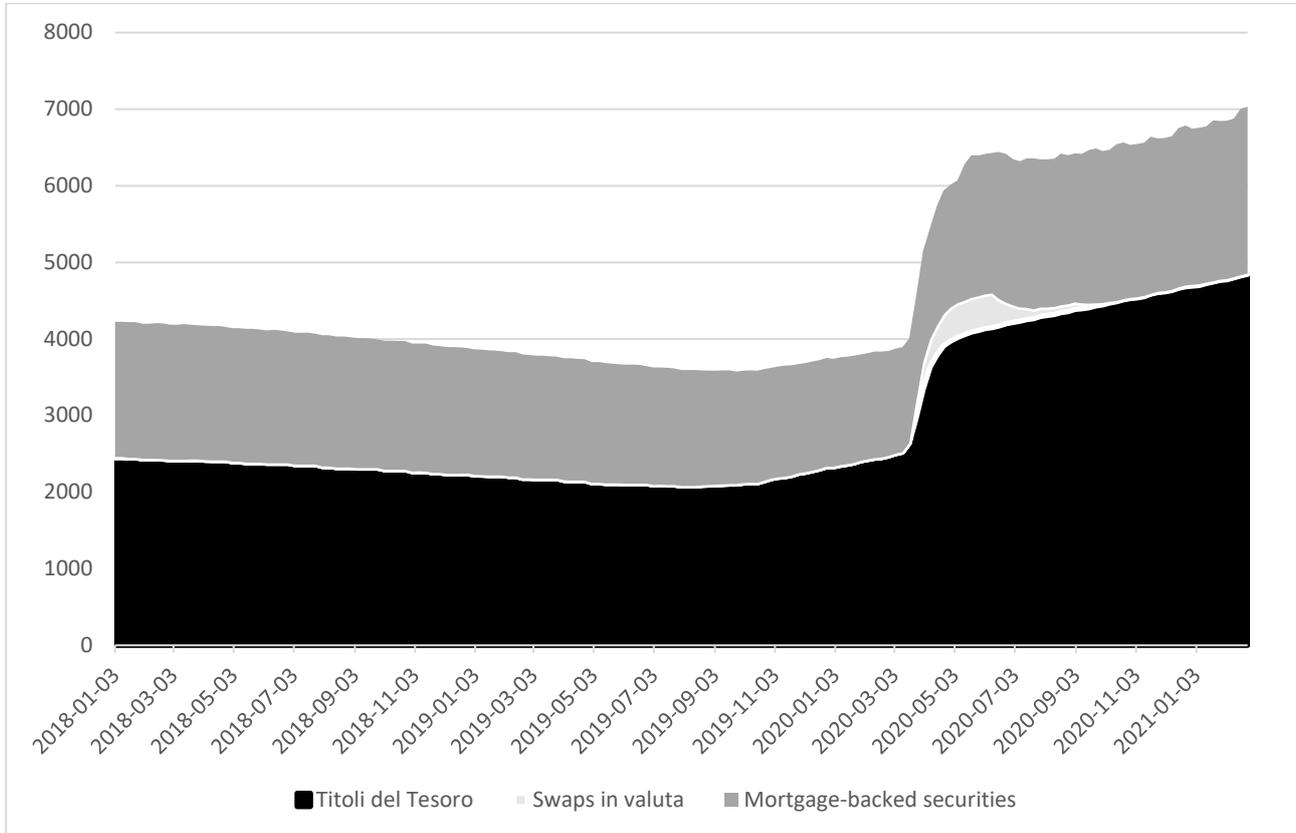
la successiva riduzione del portafoglio-titoli potrà essere graduale.

Ci si può chiedere se, nel lungo periodo, il portafoglio-titoli accumulato sia destinato ad essere completamente smaltito, attraverso il mancato rinnovo dei titoli in portafoglio (*roll-off*). Su questo punto la Bce non ha ancora fatto chiarezza, al contrario della Fed. Quest'ultima ha chiarito che il nuovo assetto operativo (*new normal*) richiede il mantenimento di un'ampia offerta di base monetaria, che a sua volta implica il mantenimento di un ampio portafoglio-titoli (come vedremo nella prossima sezione). 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 essa potrà mantenere un ampio stock di titoli in portafoglio, mentre nel secondo caso essa 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 questo aspetto cruciale nella gestione della politica monetaria nell'area euro, ma così non è stato.

3. Il *new normal* della politica monetaria americana

Può essere utile ripercorrere brevemente l'esperienza della Federal Reserve, quando essa avviò, nel 2014, la fase di uscita dai programmi di QE introdotti negli anni precedenti a seguito della crisi finanziaria ed economica. La *exit strategy* seguita dalla Fed ricalca le fasi che abbiamo individuato più sopra, che caratterizzano la *forward guidance* recentemente adottata dalla Bce. Nel gennaio del 2014 la Fed attuò un *tapering*, riducendo il ritmo degli acquisti di titoli previsti dal programma QE3 (avviato nel 2012) fino ad azzerarli nell'ottobre dello stesso anno. L'aumento dei tassi di interesse di *policy* venne avviato due anni più tardi, nel dicembre 2015, quando essi iniziarono a risollevarsi dallo ZLB. Il *roll-over* dei titoli in portafoglio continuò integralmente fino all'ottobre del 2017, quando la Fed avviò una fase di riduzione dello stock di titoli detenuti (nota come "*Quantitative Tightening*") peraltro solo parziale. La consistenza del portafoglio-titoli si ridusse del 15% nell'arco di un paio di anni: da 4.500 miliardi di dollari (ottobre 2017) a 3.800 miliardi (agosto 2019). Da allora lo stock di titoli detenuti dalla Fed non si è più ridotto, anzi è aumentato leggermente, anche prima della pandemia: si veda la FIG. 3. Ciò consente alla Fed di mantenere le condizioni di abbondante liquidità previste dal nuovo corso (*new normal*) della politica monetaria statunitense, che si caratterizza per i seguenti elementi.

FIG. 3 - Fed: portafoglio-titoli
(stock in miliardi di dollari)



Fonte dei dati: Federal Reserve Economic Data (FRED), *Federal Reserve Bank of St. Louis*

i) *Floor system.* L'eccesso strutturale di liquidità spinge stabilmente i tassi del mercato monetario verso il limite inferiore (*floor*), costituito dal tasso al quale sono remunerate le riserve bancarie (*interest on excess reserves - IER*). Gli intermediari sono in concorrenza tra di loro nel prestare fondi sul mercato, ma nessuno è disposto a prestarli ad un tasso inferiore a quello che può ricevere dalla banca centrale: questo è il *reservation rate*. Il punto di riferimento per il mercato monetario statunitense è il tasso IER, che è considerato dalla Fed il principale

strumento di regolazione dei tassi di interesse.

ii) *Ample reserves regime.* L'eccesso di riserve bancarie è diventata una caratteristica strutturale del meccanismo di controllo monetario, tanto che la gestione continua e precisa ("*active management*") della offerta di riserve, tipica del vecchio meccanismo di *interest rate steering*, non è più necessaria. Una volta terminata (nell'agosto 2019) la fase di riduzione dello stock di titoli in portafoglio mediante il mancato rinnovo di parte dei titoli in scadenza, le successive operazioni in titoli sono state finalizzate a mantenere le

riserve bancarie ad un livello sufficientemente ampio, secondo le stime e le valutazioni del Federal Open Market Committee (FOMC). Fanno parte di queste operazioni quelle di rinnovo (*roll-over*) dei titoli in portafoglio, che rimane ampio. Questo processo, dapprima di riduzione e poi di mantenimento di una dimensione adeguata del bilancio della Fed, va sotto il nome di “*balance sheet normalization*”.

- iii) *Quantitative easing*. Il QE rimane nella “cassetta degli attrezzi” della Fed. Questa resta pronta ad utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione, comprese le variazioni della dimensione e della composizione del suo bilancio, per attuare un allentamento monetario più ampio di quello possibile tramite una riduzione dei tassi di interesse, qualora le condizioni dell’economia americana lo richiedessero in futuro.

Nel 2019, La Fed ha esplicitamente dichiarato che quello appena sintetizzato è l’assetto destinato a prevalere nel lungo periodo, escludendo così il ritorno al vecchio approccio, basato sulla scarsità di riserve bancarie e sulla gestione puntuale dell’offerta di base monetaria.⁶ Da allora, le operazioni di mercato aperto sono finalizzate a mantenere nel sistema riserve bancarie sufficientemente ampie per assorbire eventuali shocks di liquidità. A questo fine, il portafoglio-titoli della Fed viene periodicamente adeguato per

tenere il passo con l’evoluzione dei fattori autonomi: il circolante e il saldo del conto detenuto dal Tesoro presso la banca centrale. Questi fattori assorbono base monetaria e vanno compensati con operazioni di acquisto di titoli sul mercato da parte della Fed: acquisti che hanno una natura tecnica e non comportano un allentamento della *stance* di politica monetaria.

La reazione alla crisi pandemica ha comportato un ritorno al QE nel 2020: i nuovi programmi di acquisto di attività finanziarie hanno portato ad una significativa espansione quantitativa, con un forte ampliamento del portafoglio-titoli (osservabile nella Figura 3) e un corrispondente aumento della dimensione del bilancio della Fed. Quest’anno, la prospettiva di un superamento della crisi sanitaria ed economica, insieme ai dati che evidenziano una ripresa dell’inflazione (seppure ritenuta temporanea dal FOMC) hanno indotto la Fed ad impostare un *exit strategy* dal QE, che seguirà prevedibilmente gli stessi passaggi (individuati più sopra) seguiti in passato.

Il Presidente della banca centrale americana Jerome Powell ha prefigurato, nel suo intervento al convegno di *Jackson Hole* del 27 agosto scorso, questa strategia di uscita. Prima ci sarà il *tapering*: la riduzione del ritmo al quale avvengono ogni mese gli acquisti netti di titoli rispetto al ritmo tenuto finora di 120 miliardi di dollari al mese (tra titoli pubblici e *asset-backed securities*). Anche quando questa riduzione avrà portato gli acquisti netti a zero, il rinnovo dei titoli in portafoglio, che andranno via via a scadere, continuerà per un lungo periodo, assicurando condizioni finanziarie accomodanti (“*accommodative financial conditions*”). L’eventuale aumento dei tassi di

⁶ Si veda il comunicato stampa del 30/1/2019: *Statement Regarding Monetary Policy Implementation and Balance Sheet Normalization*.



interesse avverrà in una fase successiva al *tapering* e a condizioni più esigenti (“*more stringent test*”). Per avviare il *tapering*, basta che l’organismo direttivo della Fed (il *Federal Open Market Committee*, FOMC) osservi sostanziali progressi verso il duplice obiettivo (*dual mandate*) della Fed: massima occupazione e stabilità dei prezzi. Per avviare un rialzo dei tassi occorrerà che le condizioni economiche siano coerenti con la massima occupazione e che l’inflazione abbia raggiunto, anzi superato per un certo periodo, l’obiettivo del 2%, dando così attuazione alla strategia di *average inflation targeting* (si veda la prossima sezione). Al momento queste condizioni non sono soddisfatte.

Nella sua riunione del 3 novembre 2021, il FOMC ha avviato il *tapering*, annunciando una riduzione di 15 miliardi di dollari al mese nel ritmo degli acquisti di titoli sul mercato, fino ad azzerare gli acquisti netti a metà del 2022. Per esplicita dichiarazione del Presidente Powell, questo annuncio non ha alcuna implicazione per la politica dei tassi di interesse: questi resteranno presumibilmente invariati ancora a lungo.

4. La revisione della strategia: Bce e Fed a confronto

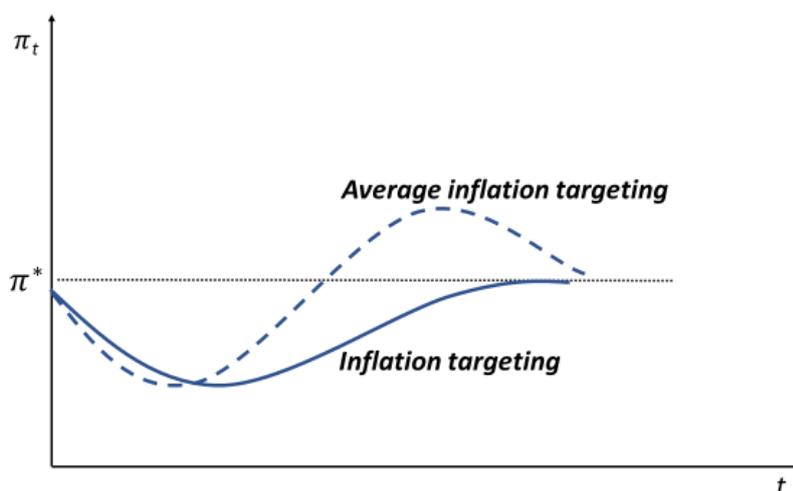
Tra l’anno scorso e quest’anno, sia la Fed sia la Bce hanno portato a termine la revisione delle rispettive strategie: la Fed nell’agosto del 2020, la Bce nel luglio del 2021.⁷ E’ interessante confrontare le due nuove strategie, per capire come le due banche centrali si muoveranno nel prossimo futuro, nella fase di uscita dalle misure eccezionali messe in campo per fare fronte alla crisi pandemica e in presenza di tensioni inflazionistiche in buona misura inattese fino a pochi mesi fa.

Nella nuova strategia della Fed, il target di inflazione (2%) è definito come un obiettivo *medio* di lungo periodo, con la esplicita precisazione che, a seguito di un periodo in cui il tasso di inflazione si collochi persistentemente al di sotto del 2%, la politica monetaria cercherà di riportare l’inflazione moderatamente al di sopra del 2% per un certo periodo. In passato non era così: nel caso in cui l’inflazione fosse inferiore al 2%, la Fed puntava a riportarla a quel livello, non al di sopra. La nuova formulazione prefigura un *average inflation targeting*, con lo scopo di rendere simmetrica la strategia della Fed e di aumentare la credibilità del suo target: questo dovrebbe fornire un’ancora più efficace alle aspettative. La Figura 4 consente di visualizzare l’evoluzione dell’inflazione (π) nel tempo, a seguito di uno *shock* che spinga il tasso d’inflazione al di sotto del suo valore-obiettivo (π^*) per un certo periodo, mettendo a confronto le due strategie: *inflation targeting* (linea continua) e *average inflation targeting* (linea tratteggiata).

La seconda innovazione introdotta lo scorso anno dalla Fed ha più a che fare con il suo assetto operativo che con la strategia. Il FOMC ha ribadito che lo strumento normale, attraverso cui realizzare la *stance* desiderata di politica monetaria, è la regolazione del tasso di interesse di *policy*, con l’indicazione di una fascia-obiettivo (*target range*) per il tasso del mercato interbancario (*federal funds rate*). Tuttavia, il FOMC ha anche confermato la sua volontà di continuare ad utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione per raggiungere gli obiettivi assegnati alla Fed dal *dual mandate* ricevuto dal Congresso: massima occupazione e stabilità dei prezzi. Esso ha così preso atto delle innovazioni (*quantitative easing, forward guidance*) già avvenute nella gestione operativa della politica monetaria americana, rendendole permanenti.

⁷ Si vedano: Fed (2020) e Bce (2021).

FIG. 4 – Average inflation targeting



Così come per la Fed, anche nella revisione della strategia operata dalla Bce la novità più rilevante riguarda la definizione di stabilità dei prezzi. Il target del 2% per l’inflazione è diventato un obiettivo *simmetrico*, da perseguire nel medio termine: deviazioni positive e negative da questo *target* sono considerate ugualmente indesiderabili. La precedente formulazione di stabilità dei prezzi, definita come un tasso di inflazione “*below but close to 2%*”, conteneva una potenziale asimmetria. Non essendo definita in modo puntuale, bensì come una fascia di valori limitata superiormente da un “*tetto*”, essa lasciava intendere che la Bce volesse reagire più aggressivamente a sforamenti verso l’alto dell’inflazione effettiva rispetto al 2% piuttosto che a scostamenti verso il basso.

Quando l’economia si trovi molto vicina allo *zero lower bound* per i tassi di interesse, la Bce lascia aperta la possibilità che l’inflazione effettiva sia

moderatamente superiore al 2% per un certo periodo. Tuttavia, la Bce non si impegna a conseguire l’obiettivo del 2% come media di lungo periodo, compensando periodi in cui l’inflazione sia al di sotto del target con altri in cui essa si collochi al di sopra. In altri termini, la nuova strategia della Bce *non* si configura come un vero e proprio *average inflation targeting*. Sotto questo profilo, essa si presenta più debole di quella della Fed e potenzialmente meno efficace nell’ancorare le aspettative inflazionistiche.⁸

Il Consiglio direttivo della Bce ha anche ribadito che, a fianco dei tassi di interesse di *policy*, entrano stabilmente nel suo *toolkit* i nuovi strumenti introdotti negli anni recenti: acquisti di attività finanziarie, prestiti a lungo termine al sistema bancario e *forward guidance*.

⁸ Si vedano le critiche avanzate in questo senso nel rapporto del CEPR (2021).

**Riferimenti bibliografici**

Baglioni A. (2021), Le frontiere della politica monetaria. Dal quantitative easing ai tassi negativi, Hoepli.

Bce (2021), The ECB's monetary policy strategy statement, 8 luglio.

CEPR (2021), The ECB strategy. The 2021 review and its future, Centre for Economic Policy Research, Londra.

Fed (2020), Statement on longer-run goals and monetary policy strategy, Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System, 27 Agosto.

4. LE IMPLICAZIONI DELLA POLITICA MONETARIA USA PER I PAESI EMERGENTI

Marco Lossani[♦]

Questo contributo si propone di analizzare le possibili conseguenze per le economie emergenti generate dalla gestione della politica monetaria USA, anche alla luce delle lezioni che si possono trarre dallo studio di quanto accaduto nel Maggio 2013.

- *Il primo paragrafo prende in esame lo scenario di inflazione e ciclo entro cui si collocano le recenti decisioni delle Fed, che lo scorso 3 Novembre ha annunciato l'avvio del tapering e l'invarianza dei tassi di policy.*
- *Il secondo paragrafo ricostruisce l'episodio del Taper Tantrum (Maggio 2013), successivo all'annuncio – allora reso in modo poco tempestivo e trasparente da Bernanke – capace di scatenare situazioni di crisi, soprattutto nei Fragile 5's (Brasile, India, Indonesia, Sud Africa, Turchia).*
- *Il terzo paragrafo si concentra sull'esame delle fragilità ancora oggi presenti in buona parte delle economie emergenti, che ancora oggi sono vulnerabili a fenomeni di capital reversal.*
- *Il quarto paragrafo mette in evidenza le differenze e le analogie tra il COVID- Tantrum attuale e il Taper-Tantrum del 2013.*
- *Il quinto e ultimo paragrafo conclude valutando come accanto alle perduranti, croniche vulnerabilità degli emergenti sia nel frattempo emerso un nuovo compact fatto di strumenti e operazioni realizzate da IMF e World Bank a sostegno delle economie più deboli.*

Diversi contributi hanno posto in evidenza un chiaro legame tra le decisioni prese dalla Fed, l'andamento dei tassi di interesse sui Treasuries e l'evoluzione ciclica delle economie emergenti. L'aumento dei tassi di interesse da parte della Banca Centrale USA si è infatti (quasi) invariabilmente accompagnato a deflussi di capitale dalle economie emergenti – che hanno provocato il deprezzamento delle loro valute e l'aumento dei loro tassi di interesse – che si sono spesso rivelati insostenibili, al punto da scatenare delle situazioni di crisi.

E' interessante chiedersi se ci troviamo in prossimità di un punto di svolta nella gestione della politica monetaria USA tale da provocare nelle economie emergenti effetti simili a quelli appena ricordati. Alla fine del mese di Febbraio il rialzo dei tassi a lunga USA aveva anticipato un

calo consistente dell'azionario di molti emergenti (con perdite superiori al 7% in una sola settimana). Nel mese di Agosto – in occasione del tradizionale meeting tra Banchieri Centrali a Jackson Hole – l'annuncio reso da Jay Powell sulla possibilità di un nuovo *tapering*, avviato riducendo gli acquisti mensili di 120 mld. di titoli da parte della Fed ben prima della metà del 2022, non aveva invece causato effetti degni di nota.

A distanza di più di 2 mesi dal meeting di Jackson Hole, la situazione appare più che mai fluida per effetto di una ripresa USA che inizia a mostrare segni di rallentamento, di un'inflazione che invece registra un'accelerazione mai sperimentata nel corso degli ultimi anni e di un andamento del ciclo emergente decisamente meno positivo di quanto ci si aspettasse. In uno scenario che nell'opinione dei più pessimisti sembra l'anticamera di una

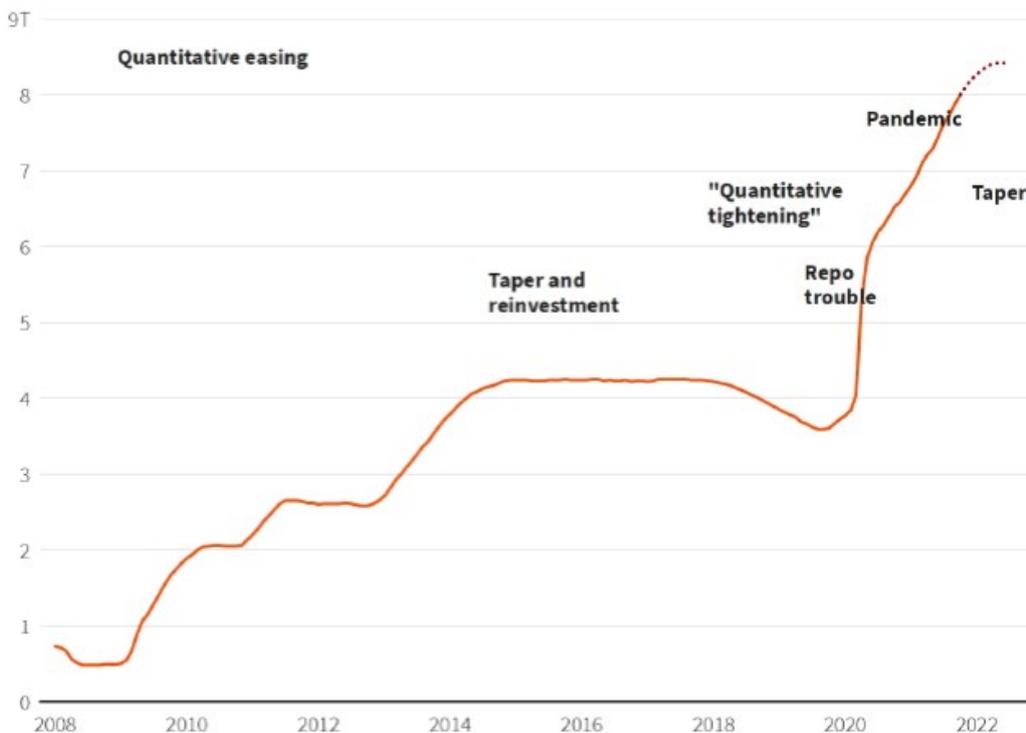
[♦]Università Cattolica del Sacro Cuore



stagflazione anni '70, una normalizzazione della politica monetaria USA – dopo quasi due anni di gestione straordinariamente espansiva per fronteggiare l'emergenza scatenata dalla pandemia che ha portato il bilancio della Fed a

superare gli 8.300 mld. di Dollari (FIG.1) appare del tutto inevitabile.

FIG.1 - Attivi della Fed (migliaia di mld. Dollari)



La decisione della Fed del 3 Novembre scorso – avviare il *tapering* entro la metà di novembre, senza ritoccare il livello dei tassi di policy – non ha escluso del tutto la possibilità che i prossimi annunci da parte della Fed potrebbero ancor causare effetti degni di nota sui mercati emergenti. Nonostante Powell abbia sinora tenuto fede alle promesse fatte tempo addietro (Marzo 2021) – quando dichiarò che la Banca Centrale si sarebbe impegnata a fornire una “comunicazione chiara” ben prima del vero avvio del *tapering* – c’è infatti ancora spazio per eventuali “innovazioni” nella gestione della politica monetaria USA,

ricinducibili a un andamento del ciclo differente da quanto atteso, o un aumento dei rendimenti di mercato dei titoli obbligazionari o a un deterioramento del *market sentiment*. In tutti e tre i casi, si manifesterebbe un inasprimento delle condizioni finanziarie per molti emergenti che scatenerrebbe – secondo le parole usate dalla Fed nel suo ultimo Financial Stability Report – deflussi di capitali e situazioni di stress. I paesi emergenti potrebbero trovarsi a rivivere una situazione non dissimile da quella Maggio del 2013. In quella occasione Ben Bernanke comunicò che la Fed stava pensando alla possibilità di avviare il

tapering del QE3. Il semplice annuncio – del tutto inatteso – del (possibile) inizio di una futura fase di riduzione degli acquisti di titoli scatenò effetti dirompenti sui mercati di diversi paesi emergenti, che si trovarono a vivere una fase di deprezzamento delle proprie valute unita a un deciso rialzo dei tassi di interesse.

Questo contributo si propone di analizzare le possibili conseguenze per le economie emergenti generate dalla gestione della politica monetaria USA, anche alla luce delle lezioni che si possono trarre dallo studio di quanto accaduto nel Maggio 2013. Il primo paragrafo prende in esame lo scenario di inflazione e ciclo entro cui si collocano le decisioni della Fed. Il secondo paragrafo ricostruisce l'episodio del *Taper Tantrum* (Maggio 2013), successivo all'annuncio – allora reso in modo poco tempestivo e trasparente da Bernanke – capace di scatenare situazioni di crisi, soprattutto nei Fragile 5's (Brasile, India, Indonesia, Sud Africa, Turchia). Il terzo paragrafo si concentra sull'esame delle fragilità ancora oggi presenti in buona parte delle economie emergenti. L'inflazione in ripresa unita alla debolezza del ciclo economico, all'elevato debito (per lo più in dollari) e a un limitato spazio di manovra per la politica fiscale rende queste economie ancora oggi vulnerabili a fenomeni di *capital reversal*. Il quarto paragrafo mette in evidenza le differenze e le analogie tra il *COVID-Tantrum* attuale e il *Taper-Tantrum* del 2013, sottolineando come la politica monetaria negli emergenti – dopo una prima fase di discontinuità con il recente passato – continui ad essere gestita in modo pro-ciclico in quanto stretta tra la gestione (in riduzione) dei tassi per stabilizzare il ciclo e l'uso dei tassi (in aumento) per limitare il deprezzamento del tasso di cambio – estremamente nocivo per via della presenza di passività dollarizzate e del peso rilevante di beni importati nel paniere dei prezzi. Il quinto e ultimo

paragrafo conclude valutando come accanto alle perduranti, croniche vulnerabilità degli emergenti sia nel frattempo emerso un nuovo *compact* fatto di strumenti e operazioni realizzate da IMF e World Bank a sostegno delle economie più deboli. Un quadro che tuttavia rende solo relativamente meno problematico l'attuale scenario fronteggiato dalle economie emergenti rispetto a quello di 8 anni orsono.

1. La ripresa dell'inflazione: permanente o temporanea?

Negli ultimi 6 mesi abbiamo assistito a un deciso incremento dei prezzi di diversi combustibili fossili e di molte altre materie prime. La quotazione del gas è 5 volte più alta di quella dello scorso aprile. Il prezzo del greggio ha raggiunto il picco degli ultimi 7 anni superando la soglia degli 80 Dollari al barile. Le quotazioni del carbone hanno registrati nuovi massimi relativi. Per di più, i prezzi dei beni alimentari sono cresciuti – rispetto all'inizio della pandemia – del 40%. I dati di inflazione al consumo hanno raggiunto i nuovi massimi dallo scoppio della Crisi Finanziaria Globale nel 2008. La variazione dei prezzi al consumo negli USA ha toccato il 6,2% in Ottobre su base annua, segnando il sesto mese consecutivo di rialzo dei prezzi superiore al 5%. Una volta depurati i dati di inflazione al consumo dal contributo fornito dai prezzi di alimentari ed energia si evidenzia però una crescita dei prezzi entrata in una fase di lieve rallentamento. In settembre la *core inflation* è stata infatti pari al 4,0%, in calo rispetto al precedente mese di agosto. Indicazioni simili provengono dal calcolo della "*super-core inflation*", che misura l'andamento dei prezzi al netto sia degli elementi volatili come alimentari ed energia che di quelli maggiormente colpite dalla pandemia – come auto e sue componenti e di alcuni tipi di servizi – e quindi più soggetti all'effetto rimbalzo indotto dal ritorno alla



normalità. Tale indicatore rimane infatti su livelli contenuti essendo passato dallo +0,31% (nel raffronto su base congiunturale) in Aprile al +0,22% in Giugno. Contemporaneamente, l'andamento del PIL inizia a dare segni di rallentamento. Il tasso di crescita congiunturale annualizzato del prodotto è risultato pari al 2,0% nel terzo trimestre – di gran lunga inferiore al +6,7% del secondo trimestre.

Di fronte a questo scenario gli analisti si stanno chiedendo se l'attuale fase ciclica sia una "normale reflazione" che tipicamente accompagna una ripresa (stimolata da politiche economiche fortemente espansive) successiva a una recessione profonda (come quella indotta dal COVID-19); oppure possa essere assimilata a un inizio di stagflazione, per certi versi simile a quelli degli anni '70. La risposta evidentemente richiede una riflessione più completa sulla vera natura (temporanea o permanente) degli shock (da domanda e da offerta). Il dibattito che è scaturito si è sostanzialmente concentrato su 5 fattori:

- a) Il rincaro delle materie prime ha in parte risentito dello scarso sviluppo conosciuto dalle attività estrattive in conseguenza della lunga fase di prezzi bassi per molte *commodities*, che avrebbero disincentivato l'attività di prospezione e di ricerca di nuovi giacimenti. Il risultato è stato una drastica riduzione della capacità produttiva del settore che richiederà non poco tempo per essere adeguata. Da qui il timore che in particolare la tensione sui prezzi – in modo particolare quelli dell'energia – possa assumere una connotazione di persistenza che potrebbe giustificare la creazione di aspettative di inflazione in crescita, ben oltre il breve periodo.
- b) La crescita salariale – manifestatasi in conseguenza di una ripresa della domanda di lavoro che si è accompagnata a vere e proprie

strozzature dal lato dell'offerta, condizionata ancora dalla evoluzione della pandemia – non sarebbe persistente. E' infatti vero che

- l'aumento dei salari USA ha raggiunto il 4,9% su base tendenziale in ottobre;
- la crescita dei nuovi posti di lavoro – andata incontro a una brusca decelerazione in settembre (+194.000 nuovi posti di lavoro contro i 500.000 attesi) che sembrava segnalare l'avvio del rallentamento della fase di espansione in corso e un possibile rallentamento della dinamica salariale – ha ripreso un andamento sostenuto. A ottobre sono stati creati 531.000 nuovi posti di lavoro, un dato decisamente superiore a quanto atteso.(450.000).

Tuttavia, non andrebbe dimenticato che

- il tasso di partecipazione della popolazione attiva alla forza lavoro (61,6%) rimane ancora inferiore ai livelli pre-pandemia (63,0%), in conseguenza di 4 milioni di lavoratori USA ancora oggi al di fuori della forza lavoro rispetto ai livelli raggiunti prima della pandemia;
- Il processo di creazione di nuovi posti di lavoro ha sensibilmente rallentato rispetto alla scorsa estate quando il sistema economico USA generava mediamente 1 milione di nuovi posti di lavoro al mese;
- la relazione strutturale tra la dinamica di prezzi e salari e la capacità produttiva inutilizzata è rimasta invariata (dopo il COVID-19) sui bassi livelli raggiunti prima della pandemia.

Il combinato disposto di questi fattori da un lato spiegherebbe la decisa riduzione del tasso di disoccupazione – passato dal 5,9% del mese di giugno al 4,8% in settembre al 4,6% in ottobre – e dall’altro supporterebbe la tesi secondo cui sarebbero da escludere sensibili incrementi nei prezzi sostenuti da incrementi salariali qualora la domanda di lavoro dovesse tornare a crescere in modo sostanziale.

- c) Le disarticolazioni delle Global Value Chains (GVCs) sono state recentemente magnificate dalle difficoltà incontrate nella gestione dei trasporti (soprattutto internazionali) (oltre alle conseguenze dei già citati *labour shortages* sul mercato del lavoro). Vi è quindi un problema più ampio dal lato dell’offerta che tuttavia nel giudizio di molti analisti sarebbe destinato a esaurirsi nello spazio di qualche trimestre, per via della attesa di una “normalizzazione” nel funzionamento delle GVCs, a prescindere dalla realizzazione di attività di *backshoring* o *near-shoring*.
- d) La forte ripresa della domanda in alcuni settori è risultata del tutto inattesa e ha contribuito a generare tensioni dal lato dei prezzi per diverse categorie di beni e servizi. Tuttavia è difficile prevedere quanto a lungo e con quale intensità questa ripresa della domanda – spesso dovuta alla manifestazione di domanda repressa generata dal lungo *lockdown* – potrà ancora manifestarsi nel corso dei prossimi trimestri.
- e) Le aspettative di inflazione a lungo termine rimangono ben ancorate, in quasi tutto il mondo avanzato, e prossime agli obiettivi inflazionistici delle principali Banche Centrali¹. Di conseguenza, lo scenario di una forte

ripresa inflazionistica sostenuta da aspettative che incorporano la continua crescita di prezzi e salari – per effetto di conseguenze persistenti della disarticolazione delle *supply chains* unita alla manifestazione ritardata di una domanda repressa durante la fase più stringente del lockdown - appare poco realistico.

La considerazione di questi elementi ha spinto numerosi analisti e policy-makers a ritenere l’attuale crescita dei prezzi un fenomeno temporaneo. Il FMI – all’interno dell’ultimo World Economic Outlook pubblicato ad Ottobre – sconta infatti un tasso di inflazione che nei paesi avanzati tornerà vicino al target del 2% entro il primo semestre del 2022. Una visione condivisa anche da banchieri centrali come Lagarde e Powell. Peraltro, lo scorso 3 Novembre il Governatore della Fed ha annunciato che – proprio per via del successo ottenuto sul fronte sia dell’occupazione che dell’inflazione – la Banca Centrale USA è pronta ad avviare il tapering del programma di acquisto di titoli varato il 15 Marzo 2020 in reazione alla pandemia. In quella occasione Powell ha chiarito che

- Il tapering verrà avviato a partire dalla metà di novembre, in ragione di minori acquisti mensili di titoli per 15 mld. (di cui 10 costituiti da minori acquisti di Treasuries) sino al Giugno 2022, quando la fase di sostegno all’economia mediante immissione di liquidità avrà termine;
- il tapering potrà essere accelerato o rallentato in funzione di quello che sarà l’andamento dell’economia in risposta all’evoluzione della pandemia e alla disarticolazione delle GVCs;

¹ Ad esempio, l’indicatore dell’inflazione attesa nell’Eurozona tra 5 anni per i successivi 5 anni mostra un livello pari all’1,85%, ancora inferiore al target.



- la Fed si aspetta che l'inflazione – che, per ammissione degli stessi top officials della Banca Centrale USA, ha raggiunto livelli decisamente inattesi – andrà decelerando nel corso dei prossimi mesi. Il suo scenario previsivo sconta un'inflazione media al 2,3% nel 2022 e al 2,2% nel 2023. Tuttavia, la stessa Fed riconosce che l'inflazione non sia più primariamente determinata da “fattori transitori”, ma sia ora riconducibile a fattori che ci si aspetta siano transitori (ma che non necessariamente lo sono davvero). Una distinzione apparentemente sottile, che tuttavia non è sfuggita ai diversi Central Bank watchers, che hanno subito sottolineato il cambiamento di enfasi nell'uso del wording e che lascia aperta la porta a possibili future revisioni nella conduzione della politica monetaria USA;
- la Fed può aspettare ad aumentare i tassi di policy ², almeno sino a quando il tasso di disoccupazione non raggiungerà – come recentemente affermato dal Vice Governatore Richard Clarida – il 3,8% considerato livello compatibile con il pieno impiego.

L'atteggiamento attendista della Fed e la rilevanza dei rischi globali

Su questo orientamento attendista assunto dalla Fed potrebbe aver influito anche la considerazione dello scenario globale in cui spiccano due elementi di rischio. Il primo costituito dal notevole rallentamento della ripresa economica nel mondo emergente e in via di sviluppo, in conseguenza – oltre che di vulnerabilità pregresse che limitano e vincolano la risposta di politica economica (tema su cui torneremo meglio in seguito) – del “*Great Vaccination Divide*”. La lentezza con cui procede la campagna vaccinale all'interno di molte di queste economie contribuisce a favorire la continua circolazione del virus e a impedire un ritorno a una condizione di normalità produttiva: in Vietnam (così come in buona parte dell'Asia Orientale), la crescita prevista oggi per il 2021 è inferiore di due punti percentuali a quella attesa alla fine del 2020! Il rallentamento in corso farà sì che – diversamente dal mondo avanzato in cui il PIL ritornerà sui livelli pre-pandemia già alla fine del 2022 – le economie emergenti e in via di sviluppo avranno bisogno di molti più anni per ritornare a un livello di produzione come quello pre-crisi. Una stretta monetaria USA comprometterebbe ulteriormente la ripresa di queste economie, con possibili effetti di retroazione sulla stessa economia USA.

Il secondo fattore di rischio è rappresentato dal “quasi-fallimento” del gigante immobiliare cinese Evergrande” che – ponendo a rischio la stabilità finanziaria cinese – può costituire un ulteriore fattore di freno alla ripresa del commercio internazionale, per effetto del possibile effetto contagio esercitato all'interno della regione asiatica orientale e - tramite le interconnessioni reali e finanziarie - su gran parte del resto del mondo. Non casualmente, in occasione della presentazione dell'ultimo Financial Stability Report, la Fed ha evidenziato la propria preoccupazione per le conseguenze sullo stesso sistema finanziario statunitense di una condizione di fragilità nel comparto immobiliare e, più in generale, nel mercato finanziario cinese. Non va infatti dimenticato che i rendimenti sui titoli obbligazionari junk cinesi denominati in dollari (per lo più emessi da società immobiliari) hanno superato il 25%, rendendo difficilmente rifinanziabile la posizione di molte imprese cinesi gravate da debito.

² I principali analisti hanno nel frattempo rivisto le loro stime sull'andamento dei tassi di policy anticipando il primo aumento da parte della Fed a partire dal mese di

Luglio 2022, con un secondo possibile incremento nel mese di novembre dello stesso anno.

La posizione attendista assunta dalla Fed è stata nel frattempo condivisa dai mercati. Nelle ultime settimane, i tassi sul mercato obbligazionario sono cresciuti in modo modesto. Il rendimento dei titoli governativi USA a 2 anni ha raggiunto lo 0,5%, un livello quasi doppio rispetto a quello di inizio mese, ma che garantisce dei rendimenti reali ancora ampiamente negativi³. Mentre i tassi sul decennale USA sono attorno all'1,5%. D'altro canto, analizzando il mercato azionario, non si può non sottolineare come sia l'indice S&P500 che l'indice NASDAQ abbiano raggiunto o siano in procinto di raggiungere nuovi massimi.

2. Taper Tantrum (Maggio 2013)

Lo scoppio della Crisi Finanziaria Globale nel 2008 ha determinato l'avvio delle politiche monetarie non convenzionali da parte delle principali Banche Centrali dei paesi avanzati, che hanno favorito un forte ridirezionamento dei flussi di capitale. Se prima dello scoppio della crisi, il 20% dei flussi di capitale veniva investito nei mercati emergenti, dopo l'avvio delle politiche non convenzionali quasi la metà di tali flussi affluiva – attirato dalla ricerca del rendimento – nei mercati emergenti. In alcune circostanze ciò si è accompagnato a veri e propri afflussi in eccesso (*capital overflow*) rispetto a quanto giustificabile sulla base dei fondamentali (Savay, Arora, Arvanitis et al., 2014). In particolare sono stati sei i paesi beneficiari di questo afflusso eccessivo: Cina, Brasile, India, Indonesia, Messico e Turchia, che hanno preferito lasciar apprezzare le loro valute sui mercati valutari⁴, anziché svolgere interventi accumulando riserve ufficiali. In poco tempo,

³ Persino i tassi sul Bund decennale, ancora su livelli negativi – sono andati crescendo passando dallo -0,78 allo -0,65%.

⁴ Nelle parole di Guido Montega, allora Ministro delle Finanze del Brasile, l'apprezzamento di diverse valute emergenti sarebbe stato il risultato di una vera e propria *currency war* avviata dai paesi avanzati con

l'apprezzamento del tasso di cambio unito a una domanda interna in forte crescita ha contribuito a far peggiorare notevolmente il loro saldo di parte corrente, proseguito sino al rallentamento generalizzato nel mondo emergente che inizia a manifestarsi nel 2013.

Il 22 Maggio 2013, Ben Bernanke annuncia che la Fed avrebbe iniziato a ridurre – a partire dal successivo mese di Luglio – l'intensità degli acquisti di titoli, avviati nel Settembre 2012 con il varo del QE3 (terza fase del Quantitative Easing, lanciato in risposta alla Grande Crisi Finanziaria del 2008)⁵. Il mero annuncio sorprende i mercati e scatena effetti immediati, dando luogo a ciò che verrà ricordato dagli addetti ai lavori come *Taper tantrum*. Il tasso sui titoli decennali USA aumenta (in meno di un mese) di quasi 100 punti base. I capitali iniziano a defluire in modo massiccio dalle economie emergenti verso il porto sicuro rappresentato dal mercato finanziario USA, contribuendo a favorire il sostanziale deprezzamento di diverse valute nei confronti del Dollaro e a far calare le quotazioni dei loro mercati azionari e obbligazionari, unitamente a un deciso incremento del premio pagato sui *sovereign CDS*. Dopo una prima reazione indiscriminata, la reazione dei mercati si concentra in particolare su quei paesi emergenti che sono più vulnerabili in conseguenza di un chiaro deterioramento delle grandezze fondamentali.

Per comprendere come l'episodio del Taper Tantrum del 2013 costituisca un riferimento utile per interpretare l'attuale fase congiunturale post-COVID-19 è utile considerare più in dettaglio due aspetti tra loro complementari: la reazione dei

l'obiettivo di drenare domanda attraverso la realizzazione di *beggar-thy-neighbor-policies*.

⁵ La riduzione degli acquisti netti di titoli (*tapering*) venne poi rinviata al 2014. Le diverse fasi della strategia di uscita della Fed dal programma QE3 sono state descritte nel capitolo precedente.



tassi a lunga USA e gli effetti dell'aumento dei tassi sulle economie emergenti.

Quando Bernanke annuncia il probabile avvio del tapering comunica *de facto* che i tassi di policy manovrati dalla Fed sarebbero aumentati (in futuro) prima di quanto originariamente previsto dal mercato sulla base dei precedenti comunicati resi dalla stessa Banca Centrale USA. Si viene così a manifestare un mutamento a sorpresa nella *forward guidance* della Fed che spiazza i mercati e spinge immediatamente verso l'alto i tassi a lunga scadenza. In altre parole, viene ad essere alterato l'effetto segnaletico delle politiche monetarie non convenzionali: l'effetto sui tassi a lunga è decisamente consistente, anche perché i volumi di titoli nel frattempo acquistati – e specularmente l'ammontare di liquidità immessa per sostenerne l'acquisto – era stato ragguardevole⁶. In estrema sintesi, l'episodio del Taper Tantrum può essere catalogato come un caso di cattiva gestione nella comunicazione della politica monetaria che disorienta i mercati e provoca confusione in quanto spiazza le aspettative che la stessa Banca Centrale aveva concorso a creare.

L'altro aspetto che rileva riguarda gli effetti dell'aumento dei tassi USA sulle economie emergenti. Si è già detto in apertura che ai maggiori tassi USA fanno seguito ingenti deflussi di capitale dal mondo emergente che innescano il sostanziale deprezzamento di molte delle loro valute nei confronti del Dollaro. In realtà il meccanismo di trasmissione è più complesso. Tipicamente l'aumento dei tassi USA si associa a un incremento dei tassi di interesse nelle

economie emergenti in proporzione maggiore, necessario per compensare il rischio di *default* (normalmente *country-specific*). Nonostante il rialzo dei tassi, i capitali defluiscono causando ampi deficit nella bilancia dei pagamenti che – in assenza di adeguati interventi svolti sui mercati valutari da parte delle Banche Centrali – provocano il deprezzamento delle valute emergenti. Il cambio deprezzato a sua volta alimenta il costo di beni importati – quali alimentari e prodotti energetici – che pesano notevolmente sulla definizione dell'indice dei prezzi al consumo, provocando una crescita dell'inflazione di origine estera⁷. Infine, l'aspetto più interessante riguarda la possibilità che il deprezzamento delle valute emergenti venga ad associarsi non a fasi espansive, trainate dalla crescita della componente estera della domanda, bensì a fasi contrattive. La spiegazione di queste *contractionary devaluations* va ricercata nella diffusa presenza (nei bilanci dei diversi soggetti operativi nelle economie emergenti) di passività dollarizzate, non adeguatamente controbilanciate da attività finanziarie denominate in Dollari. Quando il cambio si deprezza il *currency mismatch* dispiega i suoi effetti: il peso sui bilanci dei soggetti indebitati in Dollari può diventare così intenso da più che compensare l'eventuale effetto espansivo sulla domanda esercitato dalle maggiori esportazioni. Ovviamente la *contractionary devaluation* è tanto più intensa quanto maggior è il *mismatch valutario*: una condizione che si verifica con maggiore probabilità all'interno dei settori che non possono fare affidamento su

⁶ A settembre 2012 gli acquisti mensili previsti dal QE3 erano pari a 40 mld. Dollari al mese. Da dicembre 2012 gli acquisti vengono portati a 85 mld. Dollari al mese. Nel complesso a Maggio 2013 la Fed aveva immesso altri 500 mld. di liquidità aggiuntiva nel sistema, rispetto a quella esistente all'inizio del QE3. Utilizzando la semplice regola del pollice proposta dallo stesso Bernanke – secondo cui a ogni 500 mld. di acquisti di

titoli decennali del Tesoro USA corrispondeva a una riduzione di 20 punti base dei tassi a lunga – si può facilmente intuire l'enorme impatto del QE3 e del suo successivo *tapering* sui tassi a lunga.

⁷ Una preoccupazione notevole per quei paesi emergenti che importano energia come – tra gli altri – Cina, India e Turchia.

ricavi/attivi denominati in Dollari, come tipicamente avviene nel comparto dei *non tradable*, quali servizi e costruzioni.

Quanto accaduto a partire dal Maggio 2013 è per ampia parte coerente con questa ricostruzione. Tuttavia, dopo una prima reazione indiscriminata che dura un paio di mesi, i mercati differenziano in modo sostanziale la loro risposta al *tapering*. Alcuni paesi non vanno incontro a conseguenze particolarmente negative del *taper tantrum*: in altre parole, non si manifestano effetti degni di nota per le quotazioni di bonds, azioni e tassi di cambio per via di fondamentali relativamente ordinati. Altri paesi invece soffrono delle vere e proprie crisi. Cinque sono le economie emergenti che dimostrano di essere particolarmente vulnerabili: i cosiddetti Fragile 5's costituiti da Brasile, India, Indonesia, Sud Africa e Turchia. Le loro valute registrano un deprezzamento nominale nei confronti del Dollaro mediamente superiore al 10% in poco più di tre mesi, che si accompagna a perdite di Riserve Ufficiali e caduta delle quotazioni sia del mercato azionario che obbligazionario. Due sono le fonti principali di vulnerabilità della Bilancia dei Pagamenti di questi paesi: cospicui deficit nelle partite correnti (tra il 2 e l'8% del PIL) sostenuti dall'apprezzamento del tasso di cambio reale, che si accompagnano a un modesto stock di Riserve Ufficiali. Utilizzando un indicatore di adeguatezza dello stock di Riserve Ufficiali rozzo ma significativo come la *Greenspan-Guidotti rule* – secondo cui lo stock di Riserve Ufficiali dovrebbe essere almeno pari alla consistenza del debito estero a breve – si nota come nessuno dei 5 paesi fragili avesse riserve a sufficienza per fronteggiare un immediato deflusso di capitali. Il forte deprezzamento conosciuto dal tasso di cambio appare quindi come un effetto inevitabile.

3. COVID- Tantrum (Agosto -Novembre2021)

In occasione del tradizionale incontro di Jackson Hole – che alla fine dello scorso mese di agosto ha nuovamente riunito i principali banchieri centrali del mondo – Jay Powell annuncia che il rafforzamento dell'economia americana era ormai tale da rendere possibile l'avvio del *tapering* del programma di acquisto di titoli per 120 mld. di Dollari al mese iniziato il 15 Marzo 2020. A distanza di poco più di 8 anni, sembrava che tutto fosse pronto per assistere a una replica del copione già visto all'opera nel 2013.

Tuttavia, questa volta le cose sono andate diversamente. La tanto temuta reazione scomposta dei mercati non c'è stata. Il tasso sui Treasury è cresciuto ma in modo modesto – e rimane leggermente inferiore rispetto al punto di massimo relativo raggiunto in Aprile – in conseguenza di una comunicazione migliore e più tempestiva da parte della stessa Fed. Chi invece ha reagito in modo deciso è stata la capo-economista del FMI, Gita Gopinath. In un'intervista resa al Financial Times, Gopinath (Smith e Wheatley (2021), ha sottolineato con forza come i paesi emergenti non possano assolutamente permettersi una replica di quanto vissuto nel 2013 in conseguenza del *Taper tantrum*. La pressione indotta dai maggiori tassi di interesse e dal rafforzamento del dollaro sarebbe insostenibile per delle economie che continuano a soffrire intensamente le conseguenze del COVID-19, oltre che di croniche fragilità. Per comprendere la mancata reazione negativa da parte dei mercati e la preoccupazione espressa dalla Chief Economist del Fondo Monetario è opportuno fare un passo indietro e ricostruire quanto accaduto all'interno del mondo emergente dall'inizio dello scorso anno.

La notizia dell'esistenza della pandemia COVID-19 (Marzo 2020) provoca un vero e proprio crollo dei mercati finanziari internazionali unitamente a un



cospicuo deflusso di capitali dai mercati emergenti verso i “porti sicuri”. Nel corso dei primi tre mesi dell’anno il Dollaro registra un apprezzamento effettivo di quasi 10 punti percentuali, che si manifesta contemporaneamente a importanti deflussi di capitale, soprattutto attraverso il canale degli investimenti di portafoglio in obbligazioni: lo spread sovrano tra titoli di stato emessi da paesi emergenti e Treasuries cresce rapidamente.

La reazione quasi immediata da parte di Banche Centrali e Governi anche dei paesi emergenti consente di riassorbire gran parte di questi effetti negativi iniziali. Gli indici dei mercati di borsa ritornano rapidamente sui livelli raggiunti prima dell’inizio della crisi. I flussi di portafoglio così come gli spread sovrani si normalizzano. In particolare, questi effetti si manifestano in quei paesi emergenti che riescono persino a ridurre (anziché aumentare) i tassi di interesse di policy (Benigno et al., 2020). In effetti questa è la vera novità in positivo osservata in molti paesi emergenti all’indomani dello scoppio della pandemia. Tra Marzo e Aprile 2020 sono state molte le Banche Centrali che hanno lasciato deprezzare il tasso di cambio dando addirittura l’avvio – una volta raggiunto lo Zero Lower Bound – a operazioni non convenzionali di politica monetaria associate a una riduzione dei loro tassi a lunga. Il deprezzamento delle loro monete risulta in questa occasione meno insidioso del solito in quanto le aspettative inflazionistiche rimangono ancorate vicine agli obiettivi inflazionistici. Inoltre il *pass-through* tra cambio e prezzi si è nel frattempo ridotto, diminuendo il rischio di inflazione importata generata dal cambio debole (Aguilar e Cantù, 2020). Per di più, nonostante il già limitato spazio di manovra,

l’azione dei governi di molti emergenti in campo fiscale è molto aggressiva e consente la realizzazione di un *fiscal stance* decisamente anticiclico, che limita (relativamente agli sconvolgimenti indotti dal COVID-19) la caduta del reddito.

In realtà gli evidenti progressi durano solo lo spazio di qualche mese. La politica fiscale espansiva esaurisce rapidamente il suo già limitato spazio di manovra. Il valore medio del debito pubblico – di poco superiore al 50% del PIL (un valore spesso considerato il limite massimo al di sopra del quale scatta la cosiddetta *debt intolerance*⁸) alla fine del 2019 – cresce ulteriormente raggiungendo il 60%. Le emissioni lorde di titoli obbligazionari emergenti sorpassano gli 800 mld. USD nel 2020, facendo registrare un aumento superiore al 10% rispetto all’anno precedente. Il cospicuo incremento della posizione debitoria provoca diverse conseguenze negative. Le aspettative di inflazione e di deprezzamento del tasso di cambio tornano a crescere, così come i premi per il rischio. Sono quasi 30 i paesi cui nel 2020 viene attribuito un rating associato al giudizio di *non-investment grade* e sperimentano in corso d’anno quasi 70 *downgrades* del loro merito di credito. Nonostante il supporto fornito dalle Banche Centrali che in molti paesi acquistano grandi volumi di bond sovrani denominati in valuta locale (come Colombia, Indonesia, Messico, Polonia, Sud Africa, Turchia e Filippine), lo spazio fiscale si riduce.

Nell’arco di pochi trimestri si viene così a ripristinare uno scenario “più tradizionale” per gran parte delle economie emergenti, gravato da rischi e fragilità. Da qui le preoccupazioni espresse

⁸ La intolleranza al debito deriva dall’osservazione – dovuta a Reinhart Rogoff Savastano (2003) – che i paesi emergenti soffrono livelli di debito che invece i paesi avanzati riescono a gestire senza particolari tensioni.

Ciò è dovuto alla loro lunga storia fatta di elevata inflazione, di numerosi episodi di default sovrano e di vasti fallimenti di mercato.



da Gopinath, che trovano ulteriore sostegno nelle più recenti previsioni del FMI. L'ultimo World Economic Outlook riporta stime di crescita – per l'area emergente e in via di sviluppo – riviste al ribasso per 0,4 punti percentuali (rispetto al precedente esercizio previsivo). Il motivo dell'atteso rallentamento è da ricercare nella diffusione di nuove varianti del virus e nella lentezza con cui si svolge la campagna vaccinale che hanno provocato una nuova accelerazione dei decessi in molte aree emergenti. A ciò andrebbero aggiunte le preoccupazioni per l'andamento dei conti con l'estero e per l'evoluzione dei prezzi, soprattutto per quanto concerne quelli di beni alimentari ed energia. Ma soprattutto non andrebbe dimenticato che – in modo opposto rispetto a quanto fatto all'indomani dello scoppio della pandemia – diverse Banche Centrali hanno avviato una decisa restrizione monetaria.

In Russia – nonostante il paese sia esportatore di energia – i tassi sono stati aumentati dal 4,25 al 7,50%, per contrastare un'inflazione (8,1%) ben superiore al target (4%). In Brasile, il SELIC rate è stato aumentato dal 2 al 7,75%, attraverso 7 incrementi decisi nel corso del 2021 non solo per contrastare l'inflazione (superiore al 10% in Ottobre) e limitare il deprezzamento del Real ma anche per tentare di opporsi alle conseguenze negative sulle aspettative inflazionistiche generate da una politica fiscale rimasta fuori controllo per troppo tempo. (Relativamente) Più modesto, ma nella stessa direzione, l'intervento della Banca centrale in Messico ove l'aumento è stato solo di 75 punti base, dal 4,0 al 4,75% per contrastare un'inflazione che (in settembre) ha raggiunto il 6,0% – mentre la *core inflation* è al 4,9% – rispetto a un tasso obiettivo del 3%. Decisioni analoghe sono state prese anche in paesi emergenti dell'Est Europa come Polonia (aumento di 75 punti base, il secondo nel giro di due mesi,

per contrastare un'inflazione ormai prossima 7%), Repubblica Ceca, Ungheria e Romania.

Turchia

Un discorso a sé merita la Turchia. Il paese, che vanta circa 170 mld. di debito estero e un deprezzamento della propria moneta ormai vicino al 20% dall'inizio dell'anno, sta gestendo la politica monetaria in modo singolare. Nonostante la dipendenza dalle importazioni di beni energetici, che sconsiglierebbe un atteggiamento lasco nella gestione dei tassi di interesse, la Banca Centrale turca ha deciso infatti di ridurre i tassi di policy. Sahap Kavcioglu, il nuovo (ennesimo) Governatore della Banca Centrale, ha dichiarato che è nell'interesse della Turchia favorire un deprezzamento della propria moneta per sostenere le esportazioni così come l'insediamento di attività produttive in conseguenza di processi di *offshoring*. Per questo motivo ha ridotto ulteriormente i tassi di interesse portandoli al 16% nominale, mentre l'inflazione al consumo ha toccato il 19,9%!

L'insieme di ritrovate fragilità strutturali, di una reazione "tradizionale" da parte della politica monetaria unitamente all'incertezza sulle future mosse della Fed e sull'andamento futuro del prezzo dell'energia aiutano a capire la recente dinamica seguita dai tassi di cambio e dalle quotazioni di azioni e obbligazioni in molte economie emergenti. Sui mercati valutari, il rublo si è deprezzato – nel confronto con le quotazioni di inizio anno – di circa 7 punti percentuali nei confronti del Dollaro, mentre il Real brasiliano ha sfiorato un deprezzamento del 10% nonostante il forte aumento dei tassi. Il peso messicano ha invece vissuto un deprezzamento contenuto in 3 punti percentuali. L'andamento dei tassi di cambio ha influito negativamente sulla performance dell'indice azionario MSCI in dollari, rimasto



pressochè invariato rispetto alle quotazioni di inizio anno. Ancora peggiore la performance dell'indice elaborato da JP Morgan per i titoli di

debito denominati in valuta locale, tale da generare un rendimento espresso in dollari – negativo per 8 punti percentuali da inizio 2021.

TAB. 1 - Paesi emergenti: tassi di policy

Paese	Tasso di policy (nominale)	Tasso di inflazione	di	Tasso di policy (reale)	Ultima decisione Banca Centrale
Tailandia	0,50	1,70		-1,20	R Maggio'20
Corea	0,75	3,20		-2,50	A Agosto'21
Hong Kong	0,86	1,40		-0,50	R Marzo'20
Polonia	1,25	6,30		-5,00	A Novembre'21
Rep.Ceca	1,50	4,90		-3,40	A Settembre'21
Messico	4,75	6,00		-1,30	A Settembre'21
Russia	7,50	8,10		-0,60	A Ottobre'21
Brasile	7,75	10,30		-2,50	A Ottobre'21
Turchia	16,00	19,90		-3,90	R Ottobre '21

Nota: A (Aumento), R (Riduzione)

4. Due *taperings* a confronto: 2013 vs. 2021

Quali sono analogie e differenze tra il Taper tantrum e il Covid tantrum⁹?

Considerando l'operato della Banca Centrale USA è evidente che in entrambe le situazioni la Fed ha

volute segnalare ai mercati le sue azioni future. Tuttavia mentre nel 2013 l'operazione non era assolutamente andata a segno, in questi ultimi mesi del 2021 la strategia di comunicazione della Fed ha raggiunto i propri obiettivi. Rimane tuttavia

⁹ A onor del vero per completare la comparazione sarebbe necessario considerare anche l'episodio del Maggio 2018 quando l'inizio della fase di riduzione degli attivi da parte delle Fed coincise con importanti deflussi di capitale dal mondo emergente, che si accompagnò un generalizzato *sell-off* sul mercato dei bond USA e un apprezzamento del Dollaro sui mercati valutari. In quel frangente solo due emergenti andarono incontro a

tensioni: Argentina e Turchia accomunati da ampi disavanzi correnti – che richiedevano finanziamenti dall'estero – e da quota consistente di debito denominato in valuta estera. Il venir meno degli afflussi di capitale unito al deprezzamento delle loro valute sui mercati valutari causò non pochi problemi a entrambi i paesi emergenti.

il rischio legato alla possibilità che l'andamento dell'inflazione e del prodotto nei prossimi mesi spingano la Banca Centrale USA a generare delle sorprese (o "innovazioni"), anticipando il rialzo dei tassi rispetto a quanto dichiarato anche lo scorso 3 Novembre; o che il mercato incominci a incorporare nei prezzi delle attività finanziarie emesse dagli emergenti un deterioramento del *market sentiment* tale da innescare dei *capital reversals*.

Sul fronte delle economie emergenti vi sono sicuramente delle importanti differenze (Canuto, 2021). I deficit di parte corrente sono oggi decisamente più contenuti (0,5% contro il 4,5% del Pil di 8 anni orsono), anche per effetto della forte contrazione conosciuta dai flussi commerciali internazionali dopo lo scoppio della pandemia. Inoltre le riserve ufficiali sono più consistenti, mentre il debito estero in quota di Pil è calato. Infine, sono mediamente più contenuti sia l'inflazione che il grado di apprezzamento in termini reali del tasso di cambio, anche per effetto dei minori afflussi di capitale realizzatisi sul finire del 2020 che hanno concorso a determinare una minor crescita dello stock di passività finanziarie (indicativo della entità dei potenziali deflussi in caso di crisi di fiducia). Ciò non toglie che rimangano ancora molti punti di contatto con la fragile situazione del 2013. Molti paesi hanno ancora quote importanti di debito denominato in valuta estera. Altri soffrono ancora la dipendenza da afflussi di portafoglio molto volatili che possono facilmente dar luogo a fenomeni di *capital reversals*, innescando delle situazioni di crisi di bilancia dei pagamenti e condizioni di fragilità per l'intero apparato produttivo¹⁰. Ma il punto di maggior fragilità è costituito dal deciso deterioramento della condizione di finanza

pubblica per molti paesi che ha portato gli stessi verso livelli di debito decisamente prossimi a una condizione di insostenibilità, che potrebbe rapidamente deteriorarsi in conseguenza di un rialzo dei tassi USA.

5. Conclusioni

Come già avvenuto numerose volte in occasione di disastri (sia naturali che provocati dall'uomo), anche la pandemia COVID-19 ha provocato conseguenze particolarmente onerose che sono ricadute soprattutto sulle parti più deboli della popolazione. Ancora oggi, a più di un anno e mezzo di distanza dall'inizio della pandemia, il combinato disposto di lentezza nella campagna vaccinale, rallentamento della ripresa economica e incremento del prezzo dei beni alimentari ha contribuito ad aumentare il grado di vulnerabilità delle fasce più deboli della popolazione delle economie emergenti (e dei paesi in via di sviluppo).

Nella ricostruzione dello scenario internazionale una importante novità positiva è costituita dalla maggior dotazione di risorse e dal maggior numero di strumenti di intervento di cui ora dispongono istituzioni quali FMI e World Bank per contrastare le conseguenze della crisi pandemica, soprattutto all'interno delle regioni più deboli con l'obiettivo di fornire adeguato supporto a vantaggio dei più fragili.

Il FMI ha fornito 118 mld. di nuovi finanziamenti a 87 paesi che ne hanno fatto richiesta. Ha inoltre concesso – di concerto con la World Bank - a un ampio numero di paesi poveri una condizione di *debt relief* al fine di limitare o annullare la restituzione del debito da loro accumulato. Per di più, non va dimenticato come nello scorso mese di

¹⁰ Questa condizione è tanto più rilevante quanto più il finanziamento agli emergenti avviene tramite il canale bancario (Kalemli Oczan, 2021).



agosto il FMI abbia realizzato una nuova emissione di Special Drawing Rights (SDRs) per un ammontare equivalente a 650 mld. di Dollari. Di questi, più del 40% è stato allocato a vantaggio dei paesi più poveri, contribuendo ad accrescerne la disponibilità di riserve ufficiali (con positive conseguenze sui costi del loro indebitamento) o facilitarne la realizzazione della campagna vaccinale. Infine, è importante riconoscere che il rapido intervento posto in essere dal FMI ha costituito un esempio virtuoso di finanza catalitica, attraverso cui la mera presenza del FMI (in qualità di finanziatore ufficiale di un paese in crisi) ha svolto la funzione di attrattore nei confronti di finanziatori/finanziamenti privati che altrimenti non si sarebbero resi disponibili.

D'altro canto anche la World Bank ha elaborato una nuova strategia per attuare operazioni a sostegno delle economie più deboli. Tale strategia è stata declinata in tre diverse fasi temporali – sollievo (*relief*), ristrutturazione (*restructuring*) e ripresa (*resilient recovery*) – lungo 4 direttrici di intervento (salva vita, protezione dei vulnerabili, mantenimento e creazione di posti di lavoro e rafforzamento delle politiche e delle istituzioni). Nel complesso, sino allo scorso mese di Giugno, il gruppo World Bank aveva erogato 160 mld. Dollari di finanziamento, cui vanno aggiunti altri 20 mld. di Dollari stanziati a Luglio 2021 per finanziare l'acquisto di vaccini da parte dei paesi più deboli. Tuttavia, la considerazione di questi aspetti positivi non deve farci dimenticare che lo scenario in cui si troveranno a operare numerose economie emergenti nei prossimi mesi rimane denso di problemi. Peraltro, va detto che questi problemi sono la conseguenza non solo della lentezza con cui è stata realizzata la campagna vaccinale ma anche della cronica incapacità di affrontare e risolvere alcune vulnerabilità (una su tutte: il peso notevole di passività dollarizzate) che gravano da lungo tempo sull'operatività di questi sistemi e che

rendono questi ultimi ancora dipendenti da decisioni esterne, come la gestione della politica monetaria da parte della Fed. Il tempo ci dirà se il monito lanciato qualche mese fa da Gita Gopinath – capo-economista del FMI – secondo la quale gli emergenti non possono oggi permettersi una ripetizione del Taper Tantrum del 2013 – o innovazioni monetarie decise dalla Fed che colgano di sorpresa – costituisca una previsione pessimistica priva di fondamento oppure una oggettiva osservazione fondata sulla conoscenza della realtà.

Riferimenti bibliografici

- Aguilar, A. e Cantù C. (2020), Monetary policy response in emerging market economies: why was it different this time? BIS Bulletin, Novembre.
- Armstrong, R. (2021), The politics of the yield curve. And bubbles are very bad, Financial Times. Opinion, Unhedged., 2 November.
- Arslan, Y, M Drehmann and B Hofmann (2020), Central Bank Bond Purchases in Emerging Market Economies, BIS Bulletin, Giugno.
- Benigno, G., Hartley, J., Garcia-Herrero, C., Rebucci, A., e Ribakova, E. (2020) Credible Emerging Market Central Banks Could Embrace Quantitative Easing to Fight COVID-19, Bruegel, 6 luglio
- Canuto, O. (2021), Will Another Taper Tantrum Hit the Emerging Markets?, Brookings Institution Op-Ed, 15 Luglio
- Canuto, O. (2020) Quantitative Easing in Emerging Market Economies, Policy Center for the New South, 19 Novembre
- Hofmann, B., e Park, T. (2020), The broad dollar exchange rate as an EME risk factor, BIS Quarterly Review, December.
- Kalenli-Oczam, S. (2021), A COVID-19 Tantrum?, Finance and Development, Giugno.
- Krugman, P. (2021a), The Case for Supercore Inflation, The New York Times, 16 Aprile.
- Krugman, P. (2021b), Working Out: I'm still on Team Transitory, The New York Times, 2 Settembre.
- Reinhart, C., Rogoff, K., e Savastano, M., (2003), Debt Intolerance, Brookings Papers on Economic Activity, No.1.
- Savay, Arora, Arvanitis et al., (2014), Emerging Market Volatility: Lessons From the Taper Tantrum. IMF Staff Discussion Note.
- Smith, C. e Wheatley, J. (2021), Emerging economies cannot afford 'taper tantrum' repeat, says IMF's Gopinath, Financial Times, 29 Agosto.



5. LE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE DELLA BCE

Andrea Monticini♦

- *Nel 2019 la Banca Centrale Europea, dato il perdurare di incertezza sull'andamento del ciclo economico e sulle aspettative di inflazione, ha introdotto la terza serie di operazioni TLTRO.*
- *Il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea per contrastare gli effetti recessivi della pandemia sull'attività economica, nella sua riunione del 12 Marzo 2020 ha introdotto una serie di misure di politica monetaria, tra cui una nuova serie di operazioni TLTRO*
- *Le banche italiane non hanno mostrato particolare interesse per queste operazioni. Nella prima operazione TLTRO-III.1 hanno partecipato meno di 20 banche italiane aggiudicandosi una liquidità di circa 30 miliardi*
- *La BCE per incentivare la partecipazione ha modificato le condizioni di accesso alle operazioni TLTRO-III. A seguito di queste modifiche nell'operazione TLTRO-III.4 le 95 banche italiane che hanno partecipato hanno ottenuto 249,3 miliardi*
- *La fine di questo programma TLTRO produce per le banche un impatto sul margine di interesse. Inoltre, le banche dovranno ricorrere in modo più importante alla raccolta di liquidità tramite emissioni di prestiti obbligazionari.*

A fine 2019 a Whuan vengono registrati i primi casi di una strana influenza di origine virale. Rapidamente questa strana influenza si diffonde nel resto del mondo, dando modo, l'11 Marzo 2020, al direttore dell'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) Tedros Adhanom Ghebreyesus di definire la diffusione del Covid-19 non più una epidemia confinata ad alcune zone geografiche, ma una pandemia diffusa in tutto il pianeta. La pandemia nel marzo 2020 ha subito creato incertezze sia nelle famiglie, inducendole a contrarre la spesa per consumi in modo da aumentare il risparmio a scopo precauzionale, sia nelle imprese, inducendole a diminuire la spesa per investimenti. Inoltre, i primi provvedimenti adottati per contrastare la diffusione della pandemia hanno imposto restrizioni sugli spostamenti degli individui determinando, conseguentemente, un ulteriore calo del livello di attività economica. In questo scenario, il sistema bancario sarebbe stato incentivato "in modo

naturale" a ritirare la liquidità, provocando però un aggravio ulteriore all'andamento del ciclo economico. Il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea per contrastare gli effetti recessivi della pandemia sull'attività economica, nella sua riunione del 12 Marzo 2020 ha introdotto una serie di misure di politica monetaria. Lo scopo di questa azione di politica monetaria è stato di garantire l'accesso delle banche alla liquidità della BCE. In questo modo il sistema bancario avrebbe potuto contrastare gli effetti recessivi della pandemia sull'attività economica potendo sostenere il credito a famiglie ed imprese. In particolare, sono stati predisposti due differenti provvedimenti: 1) nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, Long Term Refinancing Operation aggiuntive e Pandemic Emergency Refinancing Operation; 2) definite condizioni più favorevoli per le operazioni Targeted longer-term refinancing operations III (TLTRO-III).

♦Università Cattolica del Sacro Cuore

1. La politica monetaria non convenzionale

La Banca Centrale Europea ha come obiettivo garantire la stabilità dei prezzi. Per raggiungere tale obiettivo controlla i tassi di interesse a breve termine, gestendo la liquidità in circolazione nell'area euro. Come strumenti operativi, la Banca Centrale Europea, affianca alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e alla riserva obbligatoria, le operazioni di mercato aperto. Le operazioni di mercato aperto possono essere di tipo temporaneo oppure definitivo, rientrano nel primo gruppo le operazioni di rifinanziamento con le controparti, mentre rientrano nel secondo gruppo gli acquisti predisposti in programmi definiti.

Con lo scoppio della crisi finanziaria nel 2008 e la crisi dei debiti sovrani dei Paesi periferici dell'area euro nel 2011, la BCE ha ampliato l'insieme delle misure di politica monetaria. In particolare accanto alle misure convenzionali di politica monetaria, ha introdotto misure non convenzionali. In queste ultime rientrano i programmi di acquisto di titoli e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine Targeted longer-term refinancing operations. Le operazioni TLTRO offrono liquidità agli istituti di credito con scadenza a lungo termine. Lo scopo è quello di rendere più efficiente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria che avviene tramite il canale dei tassi di interesse. Le operazioni TLTRO sono predisposte in modo da incentivare l'erogazione di prestiti all'economia reale. L'importo massimo che le banche possono richiedere alla BCE nell'ambito di queste operazioni, dipende strettamente da quanti prestiti hanno concesso a famiglie e imprese. Il prestito fornito dal sistema euro delle banche centrali viene concesso a fronte di titoli forniti come garanzia. Tra i titoli accettati come garanzia rientrano i titoli negoziabili ed i prestiti bancari sia

alle imprese che al settore pubblico. Ovviamente esiste un'armonizzazione per le banche operanti nell'area euro appartenenti a differenti sistemi nazionali, mentre il rischio sull'operazione è condiviso tra tutte le Banche Centrali nazionali.

2. Le operazioni TLTRO-III

Nel 2019 la Banca Centrale Europea, dato il perdurare di incertezza sull'andamento del ciclo economico e sulle aspettative di inflazione, ha introdotto la terza serie di operazioni TLTRO: si veda TAB. 1. Le caratteristiche di questa nuova tranche di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono le seguenti. La durata è fissata in tre anni e sono condotte con cadenza trimestrale con inizio fissato a Settembre 2019. L'importo massimo concesso ai partecipanti è pari al 55% dei prestiti erogati ad imprese non finanziarie e famiglie, con l'esclusione dei mutui. Il tasso di interesse applicato su queste operazioni è pari al tasso applicato sulle operazioni di rifinanziamento principale. A questa regola generale fanno eccezione le operazioni condotte tra il 24 Giugno 2020 e il 23 Giugno 2022 in cui si applica un ribasso di 50 punti base rispetto al tasso applicato sulle operazioni di rifinanziamento principale. Infine, le banche possono godere di un ulteriore ribasso sul tasso da pagare per il prestito ottenuto. Tale riduzione dipende dall'ammontare del credito erogato a famiglie e imprese non finanziarie. Tre sono i criteri per valutare se una banca possa ottenere questo ulteriore ribasso, il rispetto di tali criteri è valutato in tre periodi di osservazione.

Come avvengono i rimborsi? I partecipanti, a partire da Settembre 2021, su base trimestrale, possono esercitare l'opzione per estinguere o ridurre il finanziamento in anticipo, a condizione che sia trascorso un anno dalla data di regolamento della specifica operazione TLTRO

**TAB. 1 - Le operazioni TLTRO-III**

	TLTRO-III.1	TLTRO-III.2	TLTRO-III.3	TLTRO-III.4
Liquidazione	25 Settembre 2019	18 Dicembre 2019	25 Marzo 2020	24 Giugno 2020
Liquidazione del rimborso anticipato	29 Settembre 2021	29 Settembre 2021	29 Settembre 2021	29 Settembre 2021
Scadenza	28 Settembre 2022	21 Dicembre 2022	29 Marzo 2023	28 Giugno 2023

	TLTRO-III.5	TLTRO-III.6	TLTRO-III.7	TLTRO-III.8
Liquidazione	30 Settembre 2020	16 Dicembre 2020	24 Marzo 2021	24 Giugno 2021
Liquidazione del rimborso anticipato	29 Settembre 2021	22 Dicembre 2021	30 Marzo 2022	29 Giugno 2022
Scadenza	27 Settembre 2023	20 Dicembre 2023	27 Marzo 2024	26 Giugno 2024

	TLTRO-III.9	TLTRO-III.10
Liquidazione	29 Settembre 2021	22 Dicembre 2021
Liquidazione del rimborso anticipato	29 Giugno 2022	29 Giugno 2022
Scadenza	25 Settembre 2024	18 Dicembre 2024

3. TLTRO-III e banche italiane: situazione aggregata

Il programma TLTRO-III inizialmente non ha incontrato un buon apprezzamento, solo poche banche hanno partecipato, richiedendo importi contenuti. Nella prima operazione TLTRO-III.1 hanno partecipato meno di 20 banche italiane aggiudicandosi una liquidità di circa 30 miliardi (si veda Agnes, Antilici e Mosconi 2021, p. 9). La seconda operazione TLTRO-III.2 ha visto la partecipazione di circa 40 banche italiane che si

sono aggiudicate liquidità per poco più di 100 miliardi. Un risultato simile in termini di liquidità aggiudicata lo si è avuto con la TLTRO-III.3, sebbene, in questo caso, a differenza della precedente operazione il numero di banche italiane partecipanti rilevato è stato di poco superiore a 30. Risultati simili si sono avuti per gli altri Paesi dell'area euro. Dato questo debole interesse da parte delle banche, la Banca Centrale Europea per incentivare la partecipazione, anche a seguito della pandemia, ha modificato le

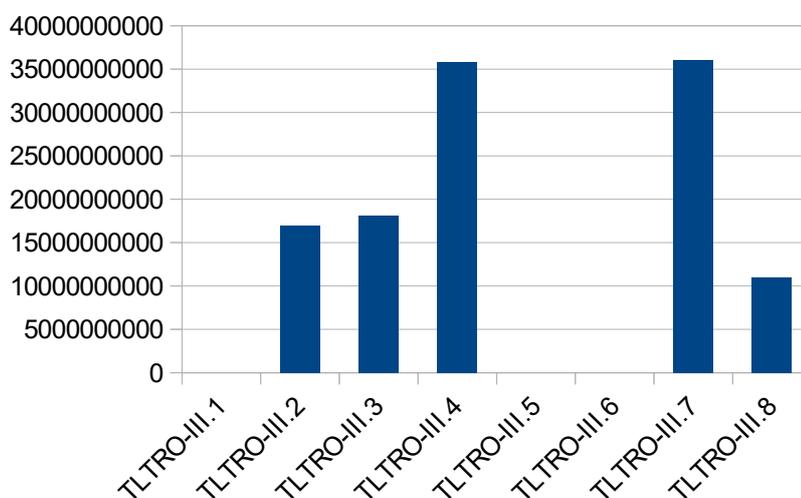
caratteristiche delle operazioni (si veda Agnes, Antilici e Mosconi 2021, p. 9). L’incentivo sembra aver sortito effetto, infatti l’operazione TLTRO-III.4 è stata contrassegnata da una forte richiesta pari a 249,3 miliardi da parte di 95 banche italiane. Data l’ampia partecipazione all’operazione TLTRO-III.4, le successive due operazioni TLTRO-III.5 e TLTRO-III.6 hanno mostrato un basso numero di partecipanti, rispettivamente circa 40 e poco più di 20 che si sono aggiudicati liquidità per poco più di 20 miliardi nella TLTRO-III.5 e poco più di 10 miliardi nella TLTRO-III.6. Per contro, l’operazione TLTRO-III.7, svolta nel mese di Marzo 2021 è stata caratterizzata per richieste di ben 76,8 miliardi da parte di 69 partecipanti.

4. La situazione delle principali banche italiane¹

Utilizzando i dati presenti nella banca dati Bloomberg è possibile ricostruire la liquidità ottenuta da alcune banche italiane nelle operazioni TLTRO-III.

Banca Intesa ha partecipato a cinque differenti operazioni TLTRO-III. In particolare, ha ottenuto circa 36 miliardi nelle operazioni TLTRO-III.4 e TLTRO-III.7, mentre non ha partecipato alle operazioni TLTRO-III.1, TLTRO-III.5 e TLTRO-III.6 (si veda FIG. 1).

FIG. 1 – La liquidità ottenuta da Banca Intesa nelle operazioni TLTRO-III.



Fonte: Bloomberg

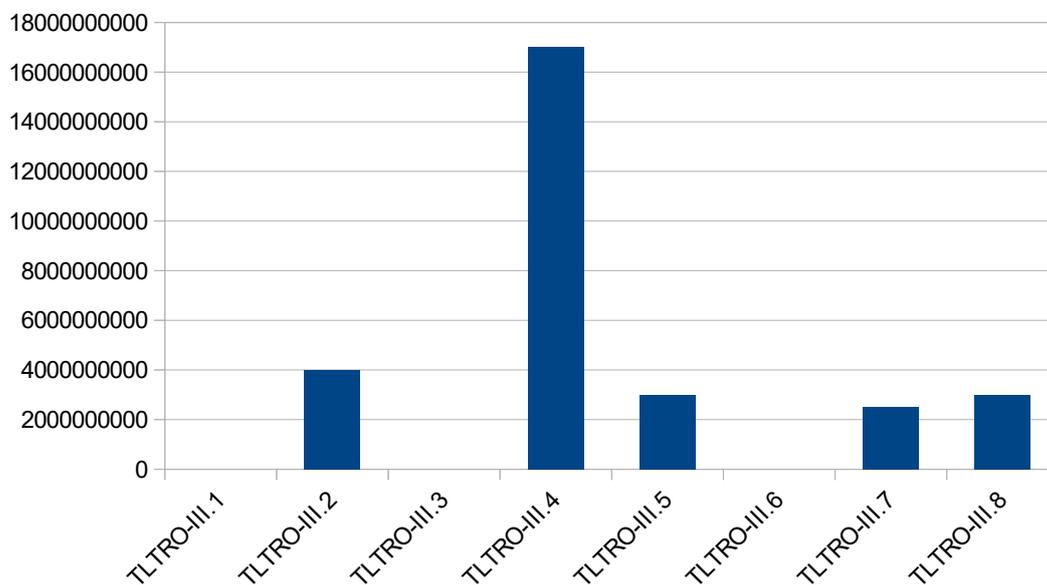
Unicredit ha partecipato soltanto alla TLTRO-III.4, ottenendo liquidità per 77 miliardi.

Banca Monte dei Paschi di Siena (si veda FIG. 2) ha partecipato a cinque operazioni TLTRO-III: la

seconda, la quarta, la quinta, la settima e l’ottava. Il massimo ammontare di liquidità aggiudicato è stato di 17 miliardi nella TLTRO-III.4.

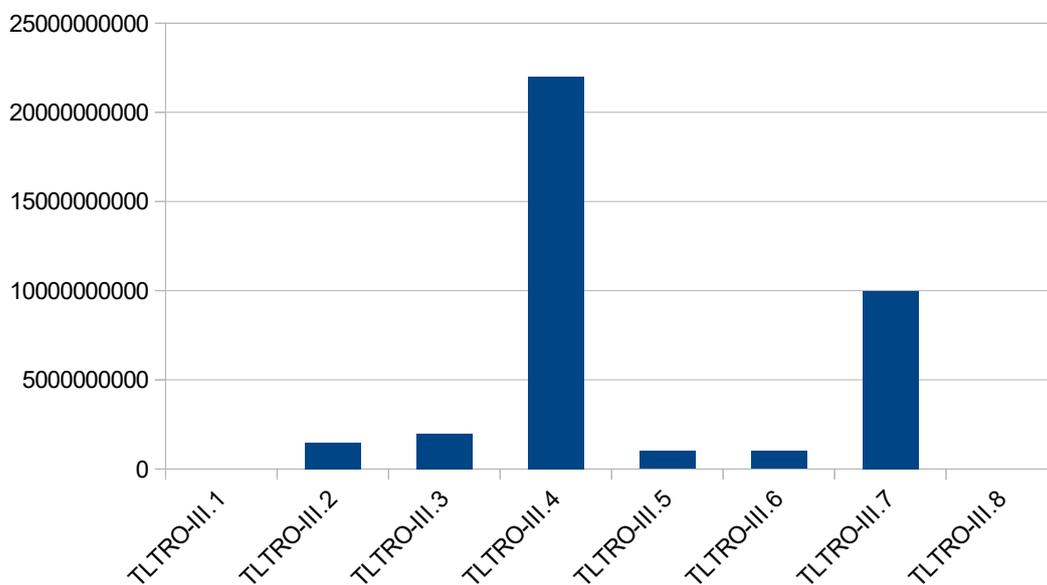
¹ I dati riferiti alle singole operazioni delle banche italiane sono stati ottenuti utilizzando la banca dati Bloomberg

FIG. 2: La liquidità ottenuta da Banca Monte dei Paschi nelle operazioni TLTRO-III



Fonte: Bloomberg

FIG. 3 - La liquidità ottenuta da Banco BPM nelle operazioni TLTRO-III.



Fonte: Bloomberg

Il Banco BPM ha partecipato a sei (si veda FIG. 3) operazioni TLTRO-III: la seconda, la terza, la quarta, la quinta, la sesta e la settima. Il massimo

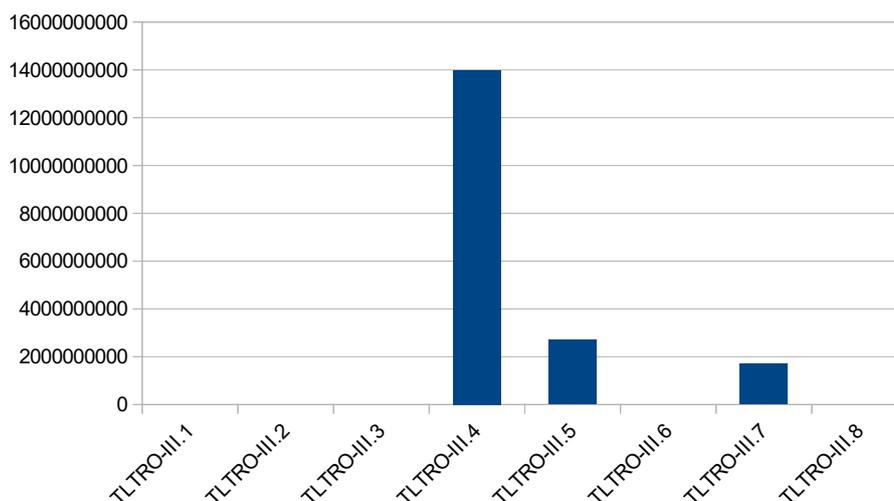
ammontare di liquidità aggiudicato è avvenuto in concomitanza con l'operazione TLTRO-III.4 dove

ha ottenuto 22 miliardi. Nella settima operazione TLTRO-III ha ottenuto 10 miliardi.

La Banca Popolare dell'Emilia Romagna (BPER) ha partecipato a tre (si veda FIG. 4) operazioni TLTRO-

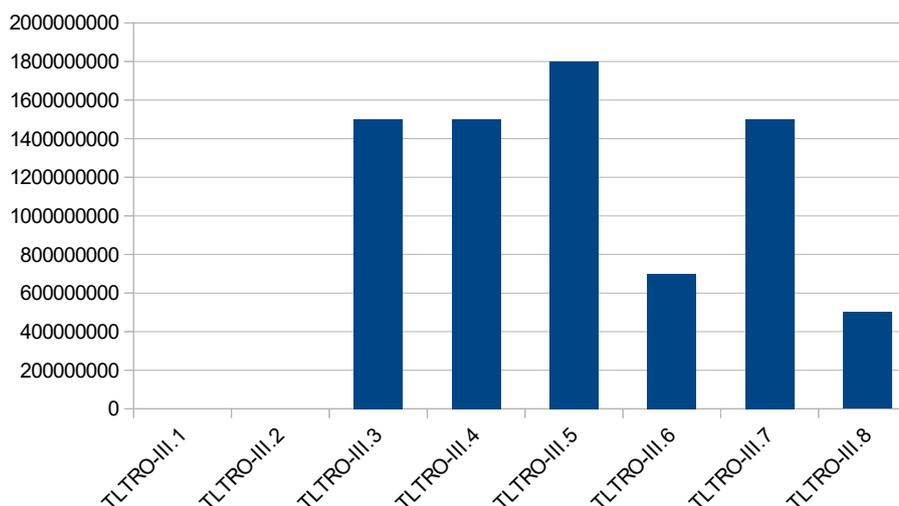
III: la quarta la quinta e la settima. Il massimo ammontare di liquidità è stato di 14 miliardi in concomitanza della quarta operazione

FIG. 4 - La liquidità ottenuta da BPER nelle operazioni TLTRO-III



Fonte: Bloomberg

FIG. 5 - La liquidità ottenuta da Mediobanca nelle operazioni TLTRO-III



Fonte: Bloomberg



Mediobanca ha partecipato a sei operazioni TLTRO-III: la terza, la quarta, la quinta, la sesta, la settima e l'ottava, si veda FIG. 5. Il massimo ammontare di liquidità ottenuto si è avuto nella quinta operazione con circa 18 miliardi. Tuttavia, circa 14 miliardi sono stati ottenuti pure nella terza, nella quarta e nella settima operazione TLTRO-III.

5. Le prospettive con la scadenza delle operazioni TLTRO-III

Quando le TLTRO-III giungeranno a naturale scadenza, si pone il quesito su cosa possa succedere alle banche che maggiormente hanno attinto liquidità, sfruttando queste operazioni. Per rispondere, con riferimento alle banche italiane, è opportuno sottolineare tre differenti aspetti tra loro collegati.

In primo luogo è importante contenere il rischio Paese. Infatti, la raccolta delle banche è molto sensibile ai rischi del Paese in cui le banche operano. Se l'Italia consolida la ripresa in atto nel 2021 anche nei prossimi anni, il conseguente miglioramento del *rating* sul debito sovrano permette agli istituti di credito di poter emettere prestiti obbligazionari per raccogliere liquidità a condizioni migliori. In secondo luogo è cruciale il processo di concentrazione in atto nel mercato italiano. Avere banche di maggior dimensione con una migliorata capacità reddituale diventa un ulteriore elemento in grado di migliorare le condizioni per raccogliere liquidità nei mercati finanziari.

Infine, in terzo luogo, le banche devono migliorare il proprio modello di business in modo da aumentare la propria capacità di generare reddito. Infatti, le operazioni TLTRO-III costituiscono per le loro caratteristiche un sostegno al margine di interesse, il venir meno potrebbe essere un elemento per alcune banche cui porre attenzione.

Riferimenti bibliografici

Agnes, A., Antilici, P., Mosconi, G., 2021. Le TLTRO e la disponibilità di garanzie in Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, Banca d'Italia, n. 12