

LOTTA ALL'INFLAZIONE**TITOLI DI STATO:
LE POSSIBILI
STRATEGIE BCE**di **Marcello Minenna**

La lotta all'inflazione da parte della Banca Centrale Europea (BCE) registra un'escalation dopo i brutti dati sulla crescita dei prezzi nell'area Euro in ottobre, che non mostra nessun rallentamento. Il board BCE sembra intenzionato ad avviare presto la riduzione di quella parte dell'attivo di

bilancio (4.900 miliardi di €) composta da titoli governativi e corporate acquistati nel corso di 7 anni di *Quantitative Easing* (QE). Il c.d. *Quantitative Tightening* (QT, l'inversione del processo di espansione del bilancio) è in realtà già partito il 23 novembre con il rimborso anticipato di 298 miliardi di prestiti agevolati TLTRO da parte delle banche (area gialla).

LOTTA ALL'INFLAZIONE**BCE, TITOLI DI STATO E LA STRATEGIA POSSIBILE**

Per la prima volta dal 2014 l'attivo di bilancio della BCE scenderà, e ci si attende la completa restituzione di 2.200 miliardi di prestiti entro il giugno 2023. Nonostante questa buona partenza, pare che il board della BCE abbia fretta. A metà dicembre verranno definite le linee-guida per la gestione del processo di riduzione dei titoli governativi e l'ala dei falchi rappresentata dal Presidente della *Bundesbank* (BuBa) Nagel prefigura un lancio della misura già a gennaio prossimo. Esponenti più moderati fanno riferimento al secondo trimestre 2023, ma comunque appare probabile che il QT sia operativo entro metà 2023.

C'è concordanza di vedute tra falchi e colombe sul ritmo: il QT sui titoli sarà molto graduale, addirittura lento nella fase di avvio. Anche nella visione radicale del presidente della BuBa, il QT sarebbe infatti caratterizzato da una strategia passiva che lascia scadere i titoli in portafoglio senza vendite dirette, ulteriormente limitata da un par-

ziale reinvestimento. Il pool di titoli interessati sarebbe soltanto quello afferente agli *Asset Purchase Programmes* (APP) più datati, avviati dalla BCE tra il 2015 ed il 2016, circa 2.750 miliardi di €. I 1.800 miliardi di titoli, prevalentemente governativi, acquistati tra marzo 2020 e marzo 2022 nell'ambito del programma pandemico PEPP sarebbero invece esentati almeno fino a dicembre 2024.

Abbiamo simulato sulla base di informazioni pubbliche l'avvio di un QT a gennaio 2023 che vada a impattare sul 50% dei titoli in scadenza attualmente reinvestiti integralmente dalla BCE nel 2023 e sul 100% dal 2024.

Nel 2023 lo stock di titoli nel portafoglio BCE si contrarrebbe di circa 180 miliardi di € (tra questi 30 miliardi di BTP), che salirebbero a 310 miliardi nel 2024 (50 miliardi di BTP). Sarebbe solo il 10% dello stock, ma sufficiente ad azzerare la domanda BCE sul mercato secondario.

Nel 2021 questa ha rappresenta-

to il 44% dei 471 miliardi di emissioni lorde di BTP, superando l'offerta al netto dei rimborsi per 51 miliardi. Per il 2022, le emissioni nette di BTP dovrebbero tornare positive (+12 miliardi), anche se ancora quasi interamente coperte dalla domanda BCE, per poi salire a 73 miliardi di € nel 2023 a fronte di una domanda BCE di soli 30 miliardi.

Se si sostiene che il settore privato sostituirà la domanda BCE, bisogna supporre che le remunerazioni in termini di interessi dovranno salire per stimolarne la domanda. Già nel 2022 la spesa per interessi salirà a 77 miliardi di €, il 22% in più rispetto ai 63 miliardi del 2021. Proiezioni recenti indicano che il servizio del debito assorbirà risorse pari al 4,1% del PIL nel 2025, ma non tengono conto dell'impatto ulteriore del QT anticipato.

Terra incognita per la gestione del debito pubblico.

Direttore Generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

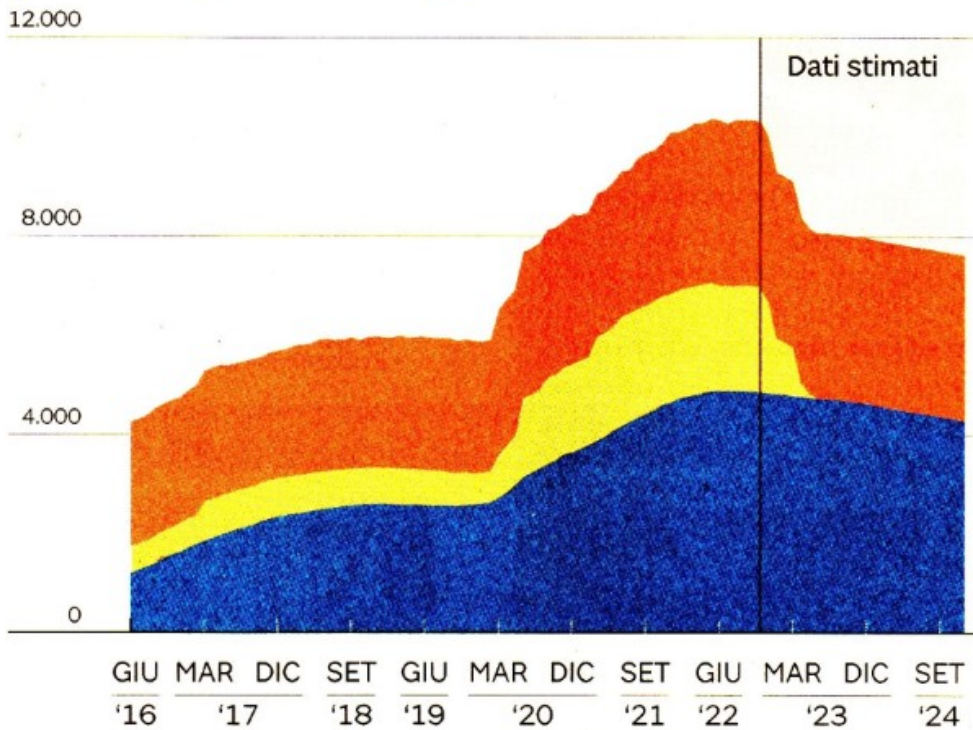
📍 @Marcello Minenna

Opinioni strettamente personali

Eurosistema - Evoluzione storica e stimata dell'attivo di bilancio

Dati in miliardi di euro

■ **TOTALE QE** ■ **TOTALE TLTRO** ■ **ALTRI ASSETS**



Fonte: Stime dell'Autore su dati BCE