



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



Interventi

di **Angelo Baglioni**

23 novembre 2021



(AFP)

4' di lettura

La crisi generata dal coronavirus ha indotto i policymaker di tutto il mondo ad adottare politiche fiscali e monetarie eccezionali. 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 sua disposizione dall'Europa. La Banca centrale europea ha ripreso i piani di acquisto di attività finanziarie su larga scala: il famoso *Quantitative Easing* (QE).

La prospettiva di un superamento dell'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 negli ultimi due anni? Il numero 3/2021 di Osservatorio Monetario cerca di rispondere a questa domanda, partendo dallo scenario macroeconomico con cui i policymaker si confronteranno nei prossimi anni. Nei trimestri centrali del 2021, la progressiva rimozione delle misure di distanziamento ha favorito una robusta ripresa dell'economia europea, che è stata



assecondata dall'adozione delle politiche espansive. In diversi settori, i ritmi di crescita della domanda hanno superato quelli dell'offerta, generando tensioni sui prezzi. Tuttavia, l'ipotesi tuttora prevalente è che tali tensioni siano destinate ad essere superate nel prossimo anno. 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 del 2021 è alla base delle stime di una crescita vivace che si trascinerà nel 2022. Lo scenario governativo è caratterizzato da una crescita robusta 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 (Piano nazionale di ripresa e resilienza): 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 molto basso.

Sul secondo fronte, quello del costo del debito, un contributo importante alla sostenibilità del debito pubblico viene dalla politica monetaria. Ricordiamoci che questo contributo passa non solo dall'effetto di calmierare i tassi di mercato, ma anche per il meccanismo delle retrocessioni: gli interessi pagati dal Tesoro sui titoli detenuti dall'Eurosistema gli vengono in massima parte restituiti, di fatto azzerando il servizio del debito sulla quota di questo detenuta dalla banca centrale. Questa quota supererà il 30% nel marzo prossimo, data prevista per la fine del PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*). In valori assoluti, possiamo stimare che l'Eurosistema arriverà a detenere titoli del debito pubblico italiano per un importo pari a 760 miliardi di euro alla fine di marzo 2022, per effetto degli acquisti accumulati nell'ambito dei due programmi PEPP e PSPP (*Public Sector Purchase Programme*). Tenendo conto della scadenza media dei titoli detenuti, il Tesoro risparmierà gli interessi su circa un terzo del suo debito per un periodo di sette anni.

Se la Bce decidesse di aumentare i tassi di interesse nel corso del 2022, prima di quanto desumibile dalla sua attuale *forward guidance*, ciò avrebbe un impatto rilevante sul costo del debito, costringendo il governo italiano a rivedere le sue previsioni. Lo scenario governativo di finanza pubblica sconta infatti la permanenza dei tassi di interesse di mercato sugli attuali livelli molto bassi. Tuttavia, non vi è alcuna relazione meccanica tra aumento dei tassi d'interesse e fine degli acquisti di attività finanziarie, o addirittura vendita, da parte della banca centrale. Le politiche monetarie non convenzionali, attuate negli ultimi anni, hanno cambiato l'assetto operativo della Bce, consentendo una gestione separata dei tassi di interesse e della liquidità. Ciò implica che la fine del programma PEPP, prevista per il prossimo marzo, non comporti necessariamente un aumento dei tassi di interesse. Non solo, ma un eventuale aumento dei tassi potrà avvenire in presenza di un rinnovo dello *stock* di titoli nel portafoglio della Bce anche per un prolungato periodo di tempo. I timori che l'uscita dal QE costringa la Bce a vendere titoli di Stato sul mercato sono quindi eccessivi.



Osservatorio Monetario, attese sorprese Fed su tassi  
Analisi dell'Universita' Cattolica, rischi per Paesi emergenti  
(ANSA) - MILANO, 24 NOV - "Tra l'anno scorso e quest'anno, sia la Banca centrale europea sia Federal Reserve statunitense hanno portato a termine la revisione delle rispettive strategie". Lo evidenzia l'economista e docente dell'Universita' Cattolica, Angelo Baglioni, nell'introduzione dell'Osservatorio monetario dedicato allo scenario economico post-covid e l'exit strategy.

"Seppure dotata - aggiunge - 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 piu' debole di quella della Fed e potenzialmente meno efficace nell'ancorare le aspettative inflazionistiche. Negli Usa, e' 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. Cio' esporrebbe i paesi emergenti a elevati rischi: l'inflazione in ripresa, unita alla debolezza del ciclo economico, all'elevato debito (per lo piu' in dollari) e a un limitato spazio di manovra per la politica fiscale, rende queste economie ancora oggi vulnerabili a fenomeni di capital reversa".  
(ANSA).

LE

24-NOV-21 10:59 NNNN

Osservatorio Monetario, da Governo rischio calcolato su debito  
Analisi Universita' Cattolica, serve crescita strutturale  
(ANSA) - MILANO, 24 NOV - "La situazione eccezionale creata dalla crisi pandemica ha sostanzialmente rimosso dal dibattito politico italiano il tema del debito pubblico e della sua sostenibilita'". Lo evidenzia l'economista e docente dell'Universita' Cattolica, Massimo Bordignon, nell'Osservatorio monetario dedicato allo scenario economico post-covid e l'exit strategy.

"Questo e' tanto piu' sorprendente - aggiunge - alla luce del livello raggiunto dal debito; il debito pubblico italiano negli ultimi 2 anni e' aumentato di oltre 300 miliardi di euro ed in rapporto al PIL, al 154% stimato per il 2021, ha raggiunto forse il livello piu' elevato nella storia del paese in tempi di pace".

Nonostante gli alti livelli di deficit e debito gia' raggiunti, il "governo si propone di peggiorare gli indicatori di finanza pubblica per il prossimo triennio, prevedendo una spesa pubblica addizionale per poco piu' 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 piu' elevata crescita economica", evidenzia ancora l'analisi di Massimo Bordignon.

La ragione e' che "senza quest'ultima anche l'obiettivo della

sostenibilita' 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 accumulera' in futuro per finanziare il Pnrr, non sara' garantito dalla maggiore crescita del Pil, a meno che questa maggior crescita non diventi strutturale". (ANSA).

LE

24-NOV-21 10:59 NNNN

Osservatorio Monetario, proseguira' contrazione risparmio  
Da ripresa nessun beneficio a potere acquisto consumatori  
(ANSA) - MILANO, 24 NOV - "La ripresa economica non portera' benefici di rilievo al potere d'acquisto dei consumatori". E' quanto emerge dall'Osservatorio monetario realizzato dall'Universita' Cattolica e dedicato allo scenario economico post-covid e l'exit strategy.

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

LE

24-NOV-21 11:04 NNNN