



## La BCE rialza i tassi contro l'inflazione e lancia un nuovo strumento anti-spread

***Funzionerà solo con politiche espansive. Attenzione alle condizionalità!***

Come annunciato, la Banca centrale europea ha varato il suo primo rialzo dei tassi da 11 anni a questa parte. Le decisioni di politica monetaria intraprese all'unanimità nella mattinata del 21 luglio 2022 dal Consiglio direttivo riguardano l'incremento dei tassi di interesse e il lancio di un nuovo programma di acquisto di obbligazioni, denominato TPI (*Transmission Protection Instrument*, ovvero strumento di protezione della trasmissione), volto a contenere l'aumento dei costi di prestito e a limitare la frammentazione finanziaria dei mercati – ovvero la divaricazione dei tassi di interesse dei titoli di debito sovrano e, di conseguenza, dello *spread* – su cui si era già deciso di accelerare, viste le turbolenze e le speculazioni innescate dalle aspettative sulle (non) decisioni di giugno e dallo stesso effetto-annuncio.

### L'aumento dei tassi di interesse

Per parte sua, la BCE più volte aveva affermato che nella riunione del 21 luglio avrebbe alzato i tassi su tutti e tre i riferimenti: il rifinanziamento principale, che stava a zero; il tasso sulle operazioni marginali, che si attestava a +0,25%; i tassi sui depositi che le banche commerciali parcheggiano presso la stessa istituzione, che sta da tempo su terreno negativo a -0,50%. Tuttavia, a dispetto delle attese il Consiglio Direttivo della BCE, ha deciso il primo rialzo dei tassi con un aumento di ben 50 punti base, contro i 25 annunciati fino a pochi giorni fa, con l'obiettivo di "assicurare un ritorno dell'inflazione verso il suo obiettivo del 2% a medio termine".<sup>1</sup>

L'innalzamento dei tassi di interesse è considerato nelle teorie economiche (capitalistiche) uno strumento potente delle banche centrali<sup>2</sup> per contenere l'aumento dei prezzi: rendendo più costoso un prestito, si contengono consumi e investimenti, rallentando l'espansione della domanda, a partire dalle assunzioni e dagli incrementi retributivi, al fine di far scendere l'inflazione. Tuttavia, la storia recente ci consegna un quadro in cui la depressione e la deflazione rappresentano rischi più alti dell'inflazione. Non a caso, è stato chiarito che il compito della BCE è di controllare le oscillazioni dei prezzi, in alto e in basso, per mantenerne la stabilità.

---

<sup>1</sup> Ricordiamo che esattamente un anno fa, dopo 18 anni dall'ultima revisione, la BCE aveva stabilito – sempre all'unanimità – un nuovo target, sancendo l'eguale indesiderabilità di "positive e negative deviazioni" dall'obiettivo e tollerando incrementi dei prezzi temporaneamente più elevati.

<sup>2</sup> La BCE ha il potere esclusivo di emettere banconote e monete, controllare le riserve estere e in generale garantire la buona salute del sistema finanziario. Il governo dei tassi di interesse rappresenta uno strumento decisionale centralizzato, a uso esclusivo della BCE, mentre alle banche centrali dei singoli Stati dell'Area euro resta solo il potere operativo.

D'altra parte, la BCE è solo l'ultima di una lunga lista di banche centrali, di almeno 45 Stati, a fare questa scelta: la Federal Reserve aveva già aumentato il costo del denaro di 0,75 punti percentuali il mese scorso, facendo registrare il più grande incremento dal 1994 e portando il tasso principale a +1,75 e probabilmente ripeterà la mossa a breve; la Banca d'Inghilterra ha alzato i tassi di 0,25 a maggio e altri 0,25 a giugno, arrivando a +1,25; la Banca Popolare Cinese lo ha fissato a +3,70. In controtendenza, solo la Banca del Giappone (-0,10), che insiste su politiche monetarie espansive perché teme di più il rischio della deflazione. La Banca Centrale Russa taglia il tasso di riferimento di 150 punti base portandolo all'8% (a fronte di una previsione 2022 del PIL in calo fino al -6% e di un'inflazione fino a +15%).

Nelle ultime decisioni della BCE, quindi, si è ritenuto opportuno adottare un primo intervento più ampio nella normalizzazione dei tassi di riferimento (ovvero riportarli su terreno positivo) rispetto a quanto segnalato nella riunione precedente sulla base di "una valutazione aggiornata dei rischi di inflazione", confermando così che le preoccupazioni per l'inflazione superano per ora i timori di rischi di recessione.

Inoltre, il *board* dell'Eurotower ha promesso ulteriori aumenti dei tassi, forse a partire dalla prossima riunione (8 settembre 2022). La decisione dipenderà dall'osservazione dei dati, ovvero dalla congiuntura economica. Anticipare l'uscita dai tassi di interesse negativi fa parte del gioco delle aspettative, in cui si muovono le istituzioni finanziarie, pubbliche e private, ma consente anche al Consiglio direttivo BCE di passare a un approccio in cui le decisioni sui tassi vengano prese di volta in volta, sulla base dei dati. Le proiezioni di primavera degli esperti dell'Eurosistema di un indice dei prezzi armonizzato al 6,8% a fine anno per l'area della moneta unica sono già confutate dagli ultimi dati di maggio e giugno. A giugno l'inflazione dell'Eurozona ha toccato l'8,6% (in Italia 8,0% l'indice nazionale dei prezzi al consumo e 8,5% l'Indice armonizzato UE, mai così da gennaio 1986). Le ultime previsioni economiche della Commissione europea del 14 luglio tagliano in modo significativo le stime di crescita e rialzano quelle dell'inflazione<sup>3</sup>, senza ancora considerare l'eventuale interruzione della fornitura di gas da parte della Russia (scenario in cui si andrebbe sicuramente in recessione). L'andamento della congiuntura economica dell'Area euro nei prossimi mesi risulta piuttosto incerto – anche a fronte delle sanzioni imposte da UE e USA contro le forniture di beni e materie prime che ne sospingono i prezzi – accentuando il dilemma europeo fra crescita e inflazione.

Nondimeno, è quasi un anno che l'inflazione è in deciso rialzo a livello globale e non solo per i prezzi dell'energia sui mercati internazionali. Già prima dello scoppio del conflitto russo-ucraino, i

---

<sup>3</sup> Nel rapporto si riconosce che la guerra sta colpendo, direttamente e indirettamente, l'economia europea: "man mano che la realtà della prolungata invasione russa dell'Ucraina prende effetto, l'analisi delle sue conseguenze economiche per l'economia globale diventa più cupa". Attualmente, si prevede per l'Unione europea e per l'Area euro una crescita del PIL 2022 rispettivamente al 2,6% e al 2,7%, ma si tracciano tagli significativi alle proiezioni per il 2023 di quasi un punto percentuale in entrambi i casi, contando rispettivamente una crescita di 1,4% e 1,5% (in primavera ci si aspettava il 2,3% sia per entrambe). Peggiorano anche le stime per l'inflazione, che la Commissione calcola al 7,6% per l'Euro area e all'8,3% per l'intera UE come media 2022 anche se si dovrebbe attenuare nel 2023 al 4% per la prima e al 4,6% per la seconda. La previsione di inflazione per l'Area euro nel 2024 da parte delle istituzioni europee resta in discesa, attorno al 2%. Nel rapporto si sostiene che "la perdita del potere d'acquisto reale delle famiglie, il calo della fiducia delle imprese e dei consumatori, i colli di bottiglia dell'offerta e l'aumento dei costi di finanziamento oscurano le prospettive economiche". Nel capitolo relativo all'Italia, la Commissione europea rivede al rialzo le stime di crescita per l'Italia nel 2022 (2,9% invece del 2,4% previsto in primavera) ma ritocca in ribasso di un punto le stime per il 2023, dall'1,9% previsto a maggio allo 0,9% attuale. L'inflazione italiana viene invece rivista in netto rialzo e viene portata al 7,4% per quest'anno e al 3,4% per l'anno prossimo. Si sottolinea che "i rischi per le prospettive di crescita sono orientati al ribasso, in particolare in vista di potenziali interruzioni dell'approvvigionamento di gas naturale, data la forte dipendenza dell'Italia dalle forniture russe nonostante i recenti sforzi di diversificazione".

continui problemi nelle catene di valore hanno creato pressioni sui prezzi. Lo stesso surriscaldamento dell'economia statunitense, in una fase in cui l'offerta globale non aveva ancora recuperato il livello precedente e il susseguirsi di nuove ondate pandemiche, ha rafforzato le strozzature nelle catene di approvvigionamento internazionali di beni intermedi. Difatti, la risposta all'emergenza pandemica degli Stati Uniti è stata più sostenuta di quella europea, sia in termini di deficit e debito<sup>4</sup>, sia sul versante dei salari<sup>5</sup> e dei redditi delle famiglie, sospingendo l'inflazione da domanda più in alto e arginando quella importata. Il diverso andamento della domanda aggregata in USA e in UE spiega l'eterogeneità nella composizione dell'indice dei prezzi<sup>6</sup> al consumo e giustifica la scelta della FED di procedere più rapidamente al rialzo dei tassi. Allo stesso modo, l'andamento della domanda e la composizione dell'inflazione europea allontanano il rischio di una spirale salari-prezzi. Anzi, solo aumentando le retribuzioni si può contrastare l'inflazione importata, rafforzata dai recenti cali dell'euro sul mercato dei cambi e, in particolare, rispetto al dollaro. Per scongiurare il rischio di una recessione occorre aumentare salari e occupazione dei paesi europei e, per questa via, stimolare gli investimenti, tanto più a fronte dei rialzi dei tassi di interesse.

### **Il nuovo strumento di protezione della trasmissione (TPI)**

Con le decisioni del 22 luglio, la BCE ha deliberato anche il nuovo strumento per far fronte alla frammentazione dei mercati che si riflette nella divaricazione delle curve dei rendimenti dei diversi titoli sovrani. Con un comunicato stampa a parte, il Consiglio lancia così il *Transmission Protection Instrument* (TPI). Servirà a “sostenere l'efficace trasmissione della politica monetaria”. Sebbene la riunione straordinaria del 15 giugno scorso fosse stata indetta proprio per l'intensificarsi delle tensioni sui mercati finanziari dell'euro, il completamento del disegno del nuovo strumento da parte dei comitati competenti rappresenta un'accelerazione piuttosto inattesa. L'unanimità delle decisioni sui tassi di interesse riflette anche l'accelerazione sullo strumento. Anzi, le ragioni dell'Eurotower risiedono proprio nella complementarietà con i rialzi dei tassi: “mentre il Consiglio direttivo prosegue nel percorso di normalizzazione, il TPI assicurerà che l'orientamento di politica monetaria sia trasmesso in modo ordinato in tutti i paesi dell'Area dell'euro”. Si tratta di un nuovo scudo anti-spread.

Era il 26 luglio del 2012 quando l'allora Presidente Mario Draghi annunciava che “la BCE è pronta a fare tutto il necessario (*whatever it takes*) per preservare l'euro”. Una svolta necessaria, tanto più in presenza della speculazione sui titoli di stato – alimentata dalla stessa austerità – e l'avvio della cosiddetta “unione bancaria” e delle prime misure di politica monetaria non convenzionale con cui si permetteva alle banche di scontare le proprie attività presso la BCE, inclusi i titoli di Stato, superando la crisi di liquidità<sup>7</sup>. Dopo il discorso pronunciato da Draghi, il tasso di interesse

---

<sup>4</sup> Nel biennio 2020-2021 il rapporto tra debito e PIL negli USA è aumentato di 25 punti percentuali e ha raggiunto il 130 per cento, contro un incremento di 15 punti nella media dei paesi dell'Area dell'euro che lo ha portato al 100 per cento.

<sup>5</sup> Negli Stati Uniti si registra una crescita dei salari medi annui nettamente al di sopra del 5%, nell'Area euro la crescita delle retribuzioni contrattuali si colloca attorno al 2%, anche se non mancano richieste per aumenti più marcati.

<sup>6</sup> Sia negli Stati Uniti sia nell'Area dell'euro l'inflazione ha raggiunto un picco in maggio, rispettivamente all'8,6 e all'8,1%. L'andamento del cosiddetto indice *core*, cioè al netto dell'energia e dei beni alimentari, è stato molto diverso: negli USA l'inflazione di fondo era pari al 6% a maggio mentre nell'Area dell'euro si collocava al di sotto del 4%.

<sup>7</sup> Va anche ricordato che alla Grande crisi del 2008 l'Eurozona si presenta con il tasso d'interesse guida al 3,75% e, nonostante la progressiva discesa fino all'1%, nel primo semestre del 2011, quando l'aumento dei prezzi delle materie prime generava inflazione e

interbancario scese progressivamente fino allo zero e nel 2015 vennero poi attivati i programmi QE di acquisti dei titoli di stato dei paesi europei da parte della BCE per un totale di 4.800 miliardi di euro<sup>8</sup>.

Il TPI rappresenta un nuovo *whatever it takes*? Probabilmente vuole esserlo. Ma cambia il contesto. Di sicuro, si tratta di un'ulteriore "arnese" – il più potente – del kit di strumenti a disposizione del Consiglio direttivo, attivabile per "contrastare ingiustificate, disordinate dinamiche di mercato che mettono seriamente a repentaglio la trasmissione della politica monetaria in tutta l'Area dell'euro", dalla cui gravità dipenderà la portata degli acquisti del nuovo strumento.

La BCE afferma che gli acquisti non saranno vincolati ex-ante. Tuttavia, viene precisato che "l'Eurosistema sarà in grado di effettuare acquisti sul mercato secondario di titoli emessi in giurisdizioni che subiscono un deterioramento delle condizioni di finanziamento non giustificato dai fondamentali specifici del paese". Difatti, pur in assenza di dettagli fondamentali sul funzionamento e sull'attivazione dello strumento, viene anticipato un elenco cumulativo di criteri di eleggibilità "per valutare se le giurisdizioni in cui la BCE può effettuare acquisti nell'ambito del TPI perseguono politiche fiscali e macroeconomiche sane e sostenibili", che in sintesi possono essere riconducibili al rispetto delle regole del semestre europeo, ovvero delle regole di bilancio, delle raccomandazioni specifiche per paese del Consiglio e degli impegni presentati nei piani di ripresa e resilienza. In sintesi, a oggi non ci sono nuove condizionalità, benché già quelle esistenti – unite alla discrezionalità dell'Eurotower – potrebbero apparire troppo rigide e pregiudicare il funzionamento dello scudo.

Il Consiglio direttivo sottolinea anche come intenda continuare a reinvestire integralmente i pagamenti in linea capitale dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del programma Programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset purchase programmes, APP*) per un periodo di tempo prolungato oltre la data in cui inizierà ad aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, comunque, per tutto il tempo necessario mantenere ampie condizioni di liquidità e un adeguato orientamento di politica monetaria.

La BCE evidenzia poi che la flessibilità nel reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del Programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP*) rimane la prima linea di difesa per contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione connessi alla pandemia, almeno fino alla fine del 2024<sup>9</sup>.

Anche le Operazioni monetarie definitive (*Outright Monetary Transactions, OMT*)<sup>10</sup> restano nel kit degli strumenti BCE, sinora – fortunatamente – mai attivate.

---

la FED procedeva con il secondo allentamento monetario (QE, *quantitative easing*), la BCE di Trichet tornò ad alzare i tassi di 0,25 punti, ben due volte.

<sup>8</sup> [Programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema.](#)

<sup>9</sup> Alla fine di giugno gli acquisti netti di titoli pubblici e privati nell'ambito dell'APP ammontavano a 3.265 miliardi di euro, mentre quelli condotti con il PEPP erano pari lo scorso maggio a 1.696 miliardi. Il totale dei fondi erogati con la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO III*), a seguito dei rimborsi volontari effettuati il 29 giugno, è pari a 2.122 miliardi per l'Area euro e a 430 per l'Italia. I prossimi rimborsi volontari per i partecipanti alle TLTRO III avranno luogo il 28 settembre.

<sup>10</sup> Le OMT possono essere attivate nei confronti di Paesi della zona euro che si trovino in una situazione di grave difficoltà conclamata. Vennero nominate per la prima volta dal Presidente Draghi il 2 agosto del 2012, malgrado i dettagli e le caratteristiche di questo nuovo strumento, pensato per evitare il collasso dell'euro, furono rivelati soltanto il 6 settembre dello stesso anno. Con

Altrettanto rilevante l'attenzione posta dalla BCE alla "efficace trasmissione della politica monetaria" ai mercati finanziari e all'economia reale, che spiega la determinazione del Consiglio direttivo a valutare valuterà "le opzioni per la remunerazione della liquidità in eccesso". Il meccanismo della possibilità di remunerazione della liquidità in eccesso, a discrezione di Francoforte, dovrebbe avere come obiettivo quello di stimolare gli istituti bancari a detenere liquidità in eccesso in questa fase, in modo da riuscire a "sterilizzare" il rialzo dei tassi e, quindi, non ridurre troppo la liquidità in circolo nel sistema. Il Consiglio direttivo, infatti, continuerà a monitorare le condizioni di finanziamento delle banche e a garantire che la scadenza delle operazioni nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III) non ostacoli la corretta trasmissione della sua politica monetaria, valutandone regolarmente il contributo alla sua posizione di politica monetaria.

## Conclusioni

Il rischio di questa strategia monetaria è che il contenimento dell'inflazione e dello spread si rifletta sui prestiti alle famiglie o alle imprese più di quanto sarebbe accaduto con una politica espansiva. L'incertezza all'orizzonte dettata dalle varianti del coronavirus, dalla guerra fra Russia e Ucraina, dai cambiamenti climatici e dalle altre tendenze in atto richiede di proseguire e irrobustire il nuovo corso europeo tracciato dal *Green deal*, dalla legislazione sociale europea e dal Next generation EU. In questa direzione, anche per garantire l'efficacia delle politiche monetarie, occorre riformare il sistema finanziario e la *governance* economica europea. Va superato il Patto di stabilità e crescita, per promuovere politiche fiscali espansive e definire nuovi meccanismi e strumenti finanziari sovranazionali (a partire dagli *eurobond*). Sarebbe stato meglio attendere a rialzare i tassi di interesse per non innescare aspettative negative e non limitare la propensione al consumo e all'investimento degli attori economici. La nuova politica monetaria, attraverso il TPI, mantiene la difesa dei titoli di debito sovrano dei paesi dell'euro, ma questo "compromesso" risente di un'ingiustificata paura per una nuova rincorsa tra salari e prezzi. La politica monetaria ha un effetto molto limitato sull'inflazione che ha origine dal lato dell'offerta. Occorre, allora, scommettere su una maggiore inflazione da domanda, attraverso il ruolo economico degli stati europei, che devono promuovere la buona occupazione, sostenere i redditi e la spesa pubblica per investimenti e welfare. Solo in questo modo si eviterà la recessione e la nuova strategia BCE potrà funzionare.

(25 luglio 2022)

---

queste operazioni l'istituto centrale acquista direttamente dei titoli di Stato a breve termine (con scadenza compresa tra 1 e 3 anni) emessi proprio dagli Stati bisognosi di aiuto. La durata di questi acquisti viene decisa dal Consiglio Direttivo della BCE, ma su di essi non grava alcun limite quantitativo e, perciò, gli acquisti da parte della BCE potrebbero essere potenzialmente illimitati.