

Debito pubblico e politica monetaria: alcuni spunti

Franco Bruni (*Università Bocconi e ISPI*)

5 aprile 2024

Sadibaquarantasette

Palazzo di Varignana Resort

Tre spunti

- Lo spread
- Politiche monetarie e di bilancio: coordinamento?
- Il *Quantitative Tightening* e la prossima politica BCE

Spread con i Bund

<https://mercati.ilsole24ore.com/obbligazioni/spread/btp-10a-bund-10a>
<https://www.investing.com/rates-bonds/de-10y-vs-gr-10y>

È un
problema
tedesco?



Il «problema tedesco»

- I CDS BTP sono ai minimi, non i bund: **il prezzo del rischio di insolvenza tedesco**, molto più basso, **non ha però un trend negativo come il nostro** (e del resto dell'eurozona) e gli analisti danno uno *strong buy* mentre sono neutrali sul CDS BTP *vedi slide successiva*
- Depurato dai rischi di tasso (misurati dall'€swap rate) **il valore assoluto del rischio-Paese negativo della Germania si riduce rapidamente**, andando incontro al nostro che è positivo e scende, più gradualmente *vedi slide dopo la successiva*
- **L'offerta relativa di Bund è aumentata dai non rinnovi del portafoglio ESCB**, che procedono più svelto rispetto ai titoli italiani e ancor più rispetto ai francesi *vedi 3 slide dopo*
- La riduzione dei tassi (attesa) riduce il vantaggio relativo dei meno indebitati (in particolare il governo tedesco)
- Il futuro dello *Schwarze Null*
- Nuova debolezza politica-geopolitica della Germania??

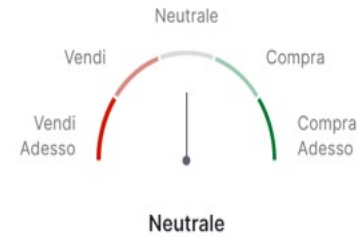
2019-24: Credit Default Swaps 10y Government Bonds



Germany CDS 10y



<https://www.investing.com/rates-bonds/germany-cds-10-year-usd>

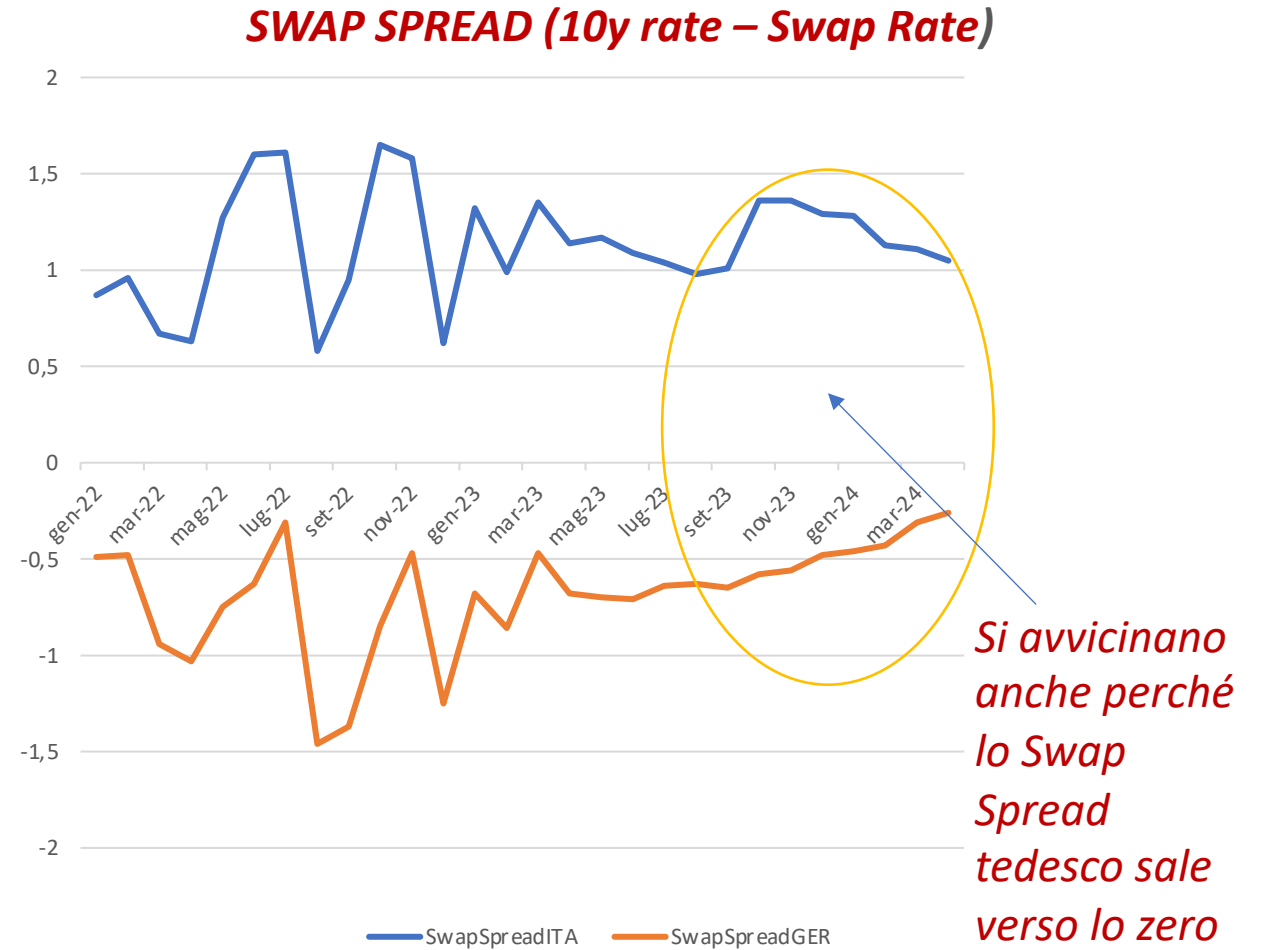
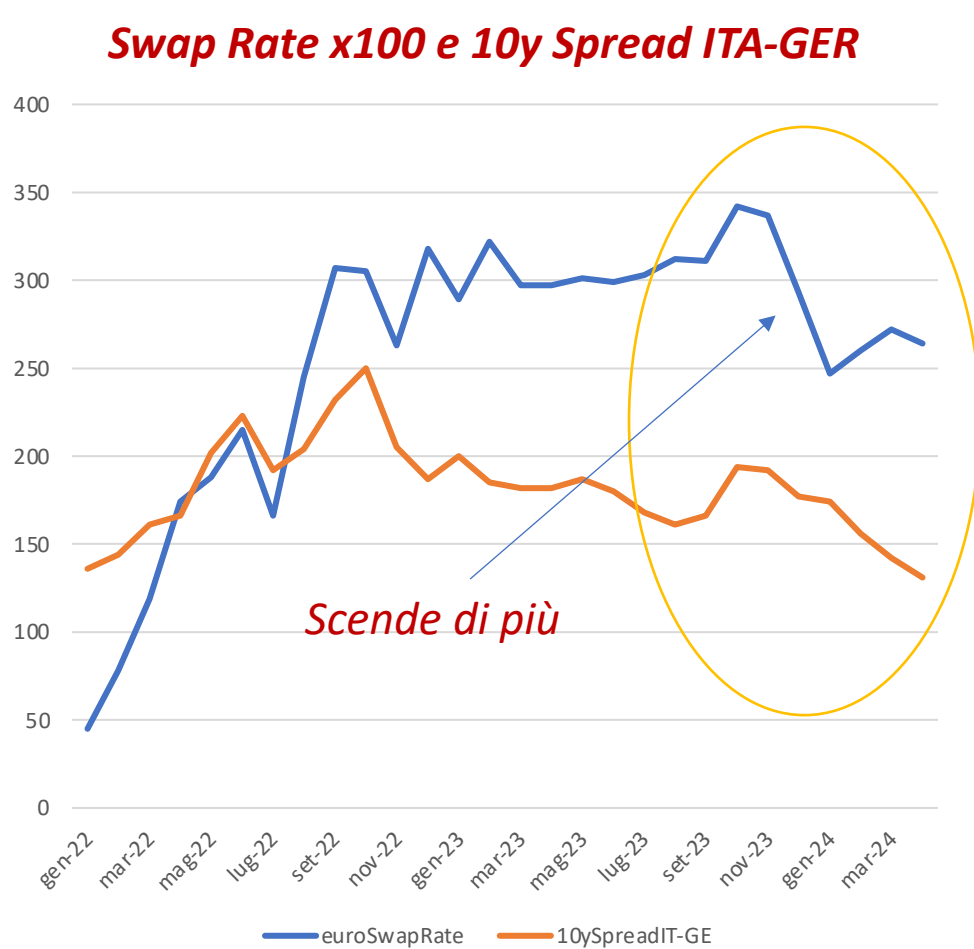


Italia CDS 10y



<https://it.investing.com/rates-bonds/italy-cds-10-years-usd>

Dall'autunno scorso i rischi-paese, al netto del rischio di tasso, si avvicinano e il rischio negativo della Germania si riduce



Proporzionalmente più de-cumulati da ESCB i bund dei btp

I titoli in bilancio del ESCB sono circa 4,7 k md, più del 30% del Pil dell'eurozona (erano il 2% nel 2007). Circa 2,6 k sono per il PSPP (Public Sector Purchase Programme) che, insieme a corporates e asset-backed securities costituiscono l'APP (Asset Purchase Programme), per un totale di circa 3 k. Il resto, circa 1,7 k, è stato acquistato per lo speciale PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme). Dal Q2 2023 il portafoglio ha cominciato a ridursi perché non si rinnovano più in parte e poi del tutto, i titoli in scadenza nell'APP. La contrazione è però molto lenta. Le differenze fra la velocità di de-cumulo dei titoli dei diversi Paesi sono dovute al loro diverso scadenziario/duration ma forse anche a un poco di discrezionalità giustificata dal principio dell'uniforme trasmissione della politica monetaria.

De-cumulo nel 2023

Sectoral absorption of government securities in 2023 (%)



Sources: ECB, SHS.

Notes: The chart shows the flows into euro area government debt securities in 2023, split between a range of euro area investors (banks, households, etc.) and foreign investors. As an example, the last column for the euro area shows that foreign investors, followed by euro area households, had the largest inflows into euro area government securities in 2023, while the Eurosystem had the largest outflow (as it reduced its reinvestment amounts overall). The bars in each column add up to 100%. Last observation: 31 December 2023.

De-cumulo nel 2024 nell'PSPP PUBLIC SECTOR PURCHASE PROGRAMME

Acquisti netti ESCB in *Ge+Fe 2024* in %
delle consistenze detenute a fine 2023

Titoli tedeschi	-2,33 %	(14 su 614 miliardi)
italiani	-1,94 %	(8 su 413 miliardi)
francesi	-1,00 %	(5 su 504 miliardi)

Politiche di bilancio e monetaria

- Coordinamento per sostenere il Pil (al di là della reazione a un grave shock temporaneo come il Covid-19) ??

- Il Patto e l'euro

- Disciplina monetaria  disciplina di bilancio

- Disciplina di bilancio  disciplina monetaria

- Le «promesse» necessarie,

Coordinamento nel senso che ognuno fa il suo mestiere e rispetta le sue regole, note ad entrambi

da parte di entrambe: DEF e Finanziarie credibili, strategie e assetti operativi che ci rassicurino sulla disciplina monetaria

Quantitative Tightening

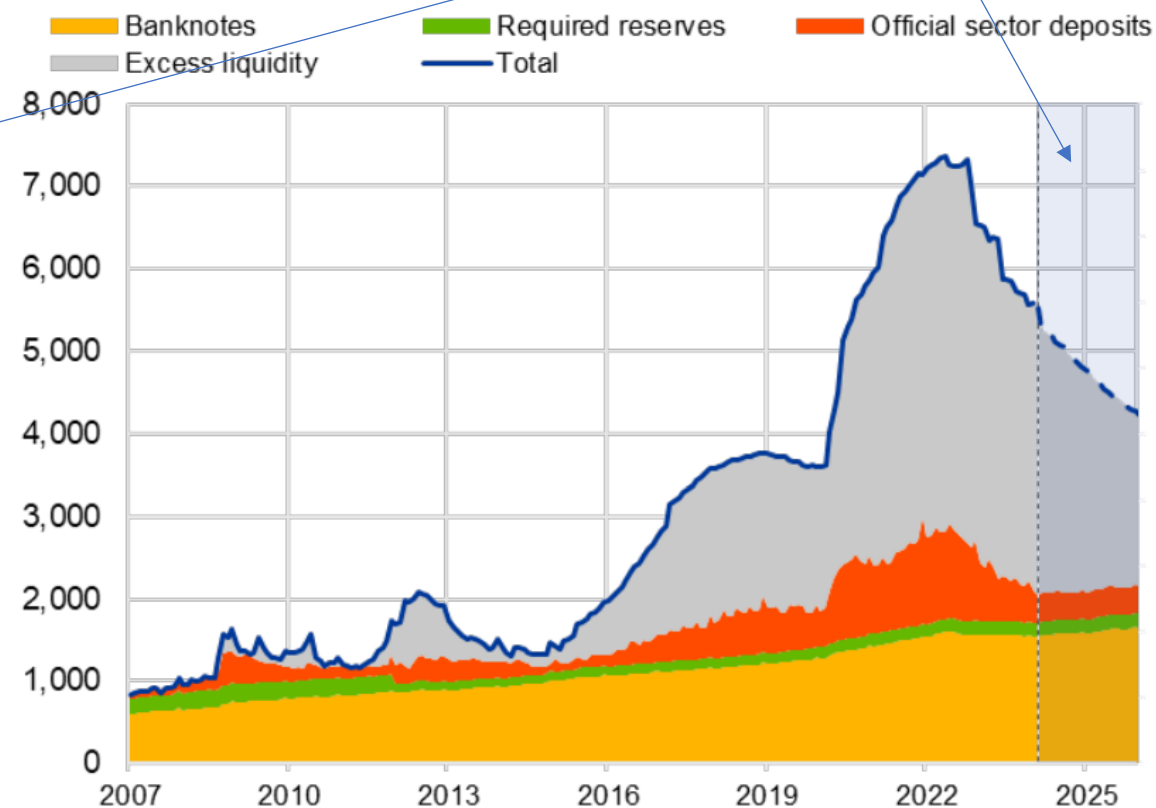
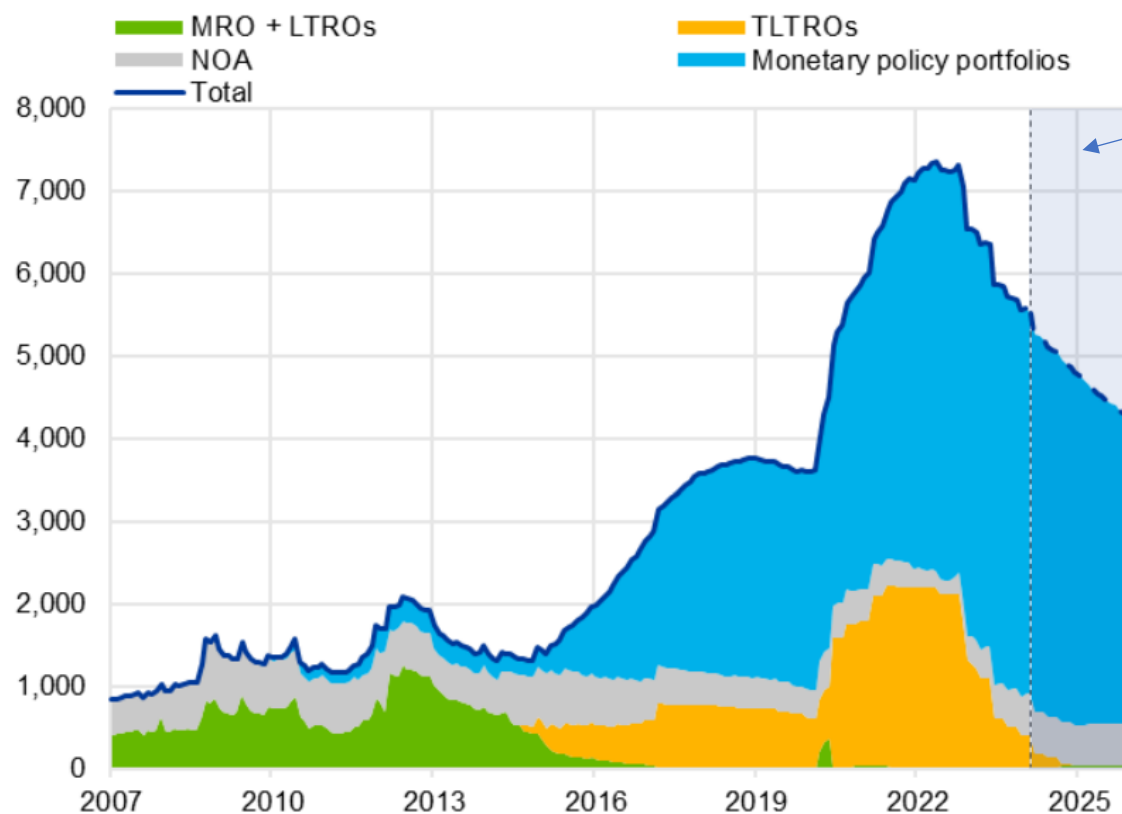
- **Regime di liquidità/riserve in eccesso:** tassi controllati con DFR (MRO poco utilizzato), disaccoppiamento fra intensità della stretta-tassi e della stretta-liquidità
- **Liquidità in riduzione,** ritirando i prestiti alle banche ma limitando il ritmo del QT ai soli non-rinnovi selettivi

Bilancio consolidato ESCB

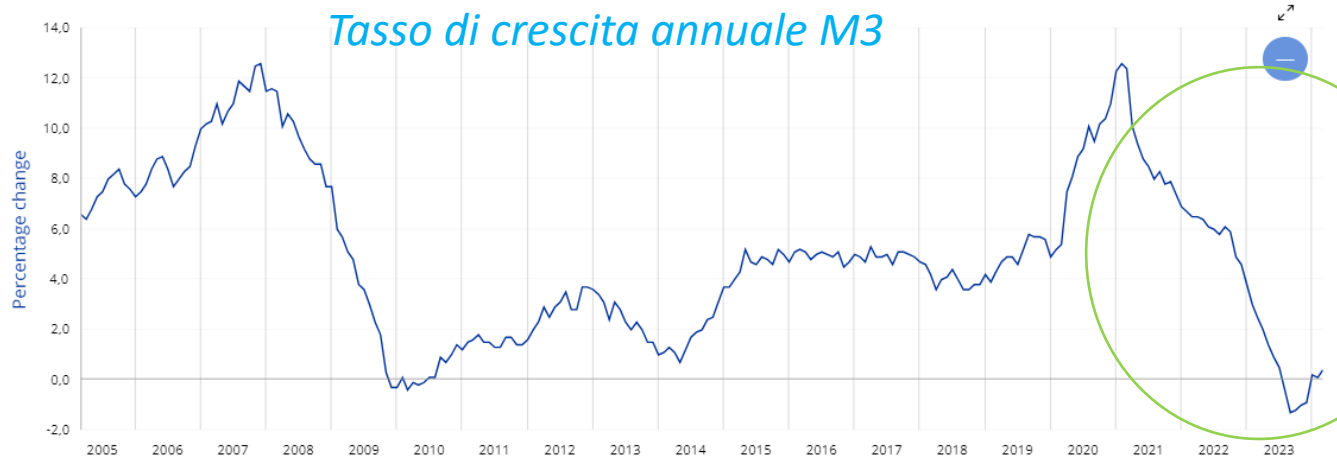
Asset side

Liability side

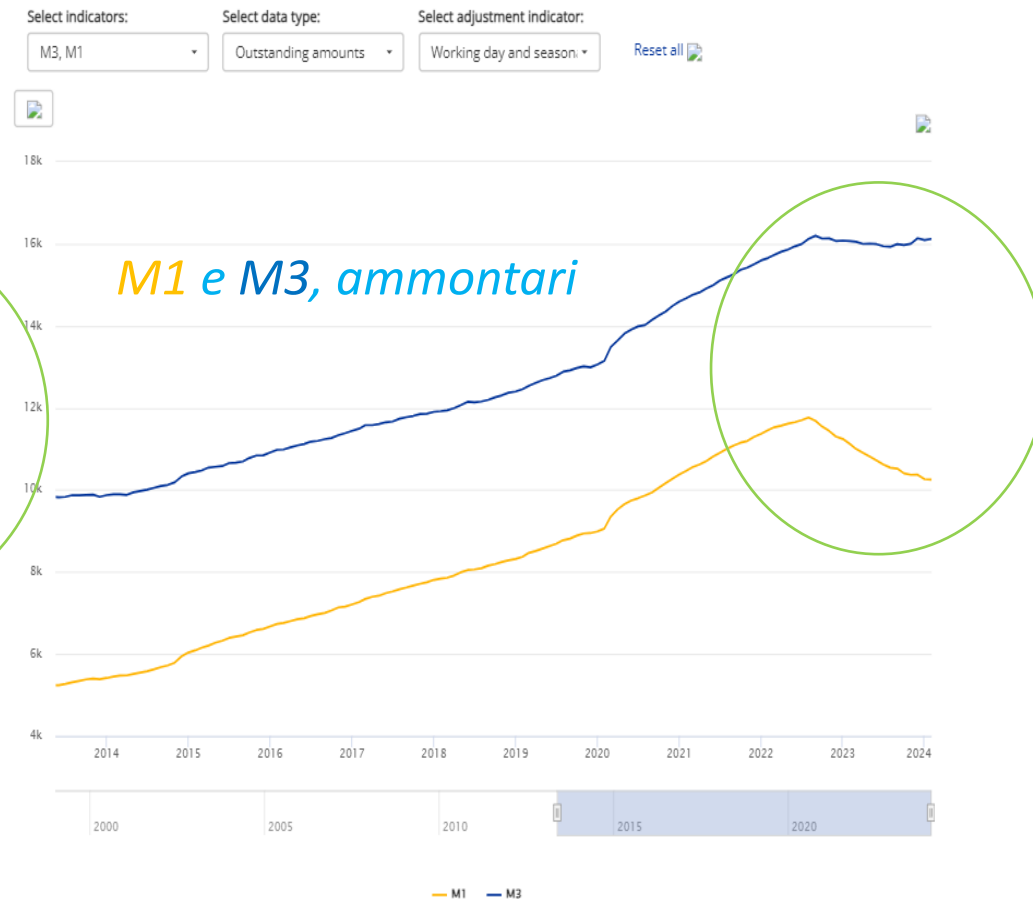
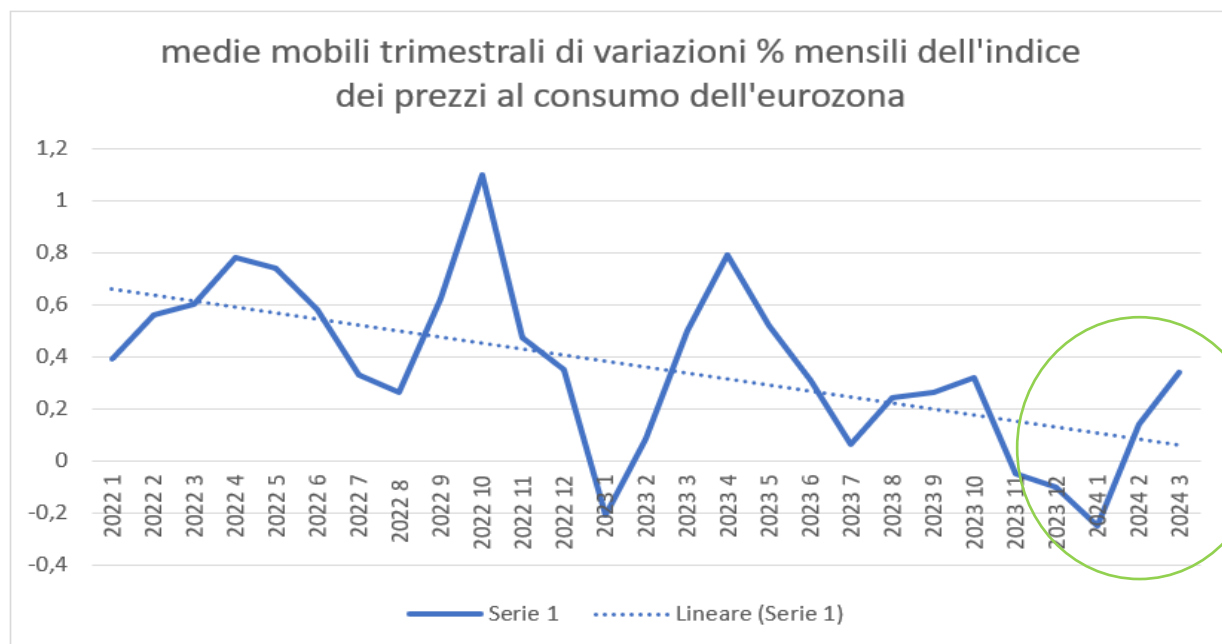
ECB plan



Moneta e inflazione



<https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/BSI/BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.A>



La moneta M3 si è fermata perché M1 e i depositi sono scesi. Ma è ancora tanta. E l'inflazione non pare del tutto vinta

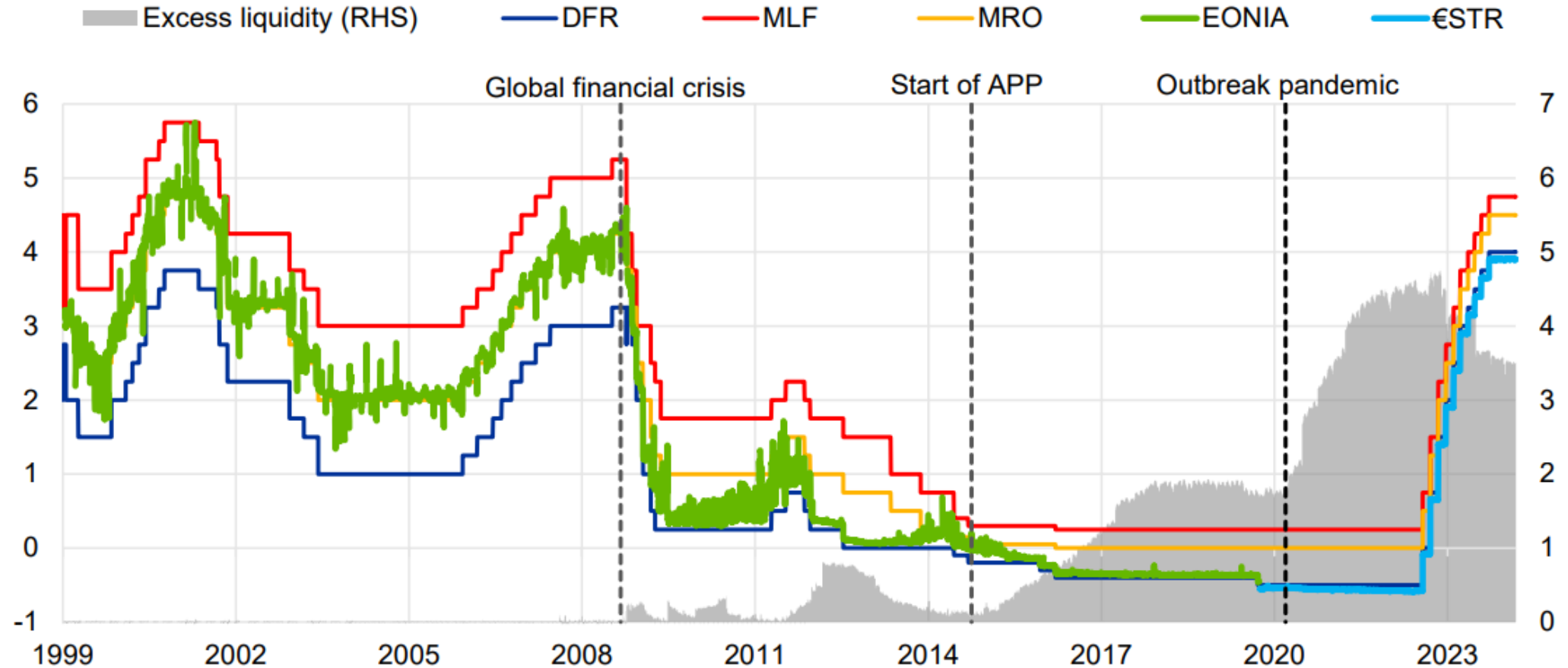
Quantitative Tightening : gli annunci della BCE

- Il 13 marzo u.s. (+ Schnabel il 14) **quattro importanti annunci** di BCE sulla riforma in programma dell'«assetto operativo» della politica monetaria. Tempi e probabilità della precisazione e della concretizzazione di questi annunci dipenderanno ovviamente dalle prossime vicende geopolitiche e dei disavanzi/debiti dei Paesi – in particolare Italia e Francia :
 - Si continuerà a riasciugare l'offerta di liquidità riavvicinandoci a un **regime di riserve scarse** col quale ritroveranno importanza le operazioni di rifinanziamento a tasso MRO (anche se sempre con piena assegnazione)
 - Oltre alla riduzione dell'offerta, il progressivo scarseggiare della liquidità (e quindi il passaggio al regime di cui sopra) risulterà anche dall'aumento della sua domanda da parte delle banche: per l'incertezza geopolitico-economica, per i rischi derivanti dalla digitalizzazione del sistema dei pagamenti e dei trasferimenti di liquidità, probabilmente anche per nuove apposite prossime regolamentazioni e per moral suasion della vigilanza
 - Si vuol tornare a far fluttuare i tassi di mercato in un «corridoio» fra i key rates, anche se un corridoio stretto, soprattutto nella sua parte bassa, fra MRO e DFR che sarà **di soli 15 punti base** *cfr le due slide seguenti*
 - La riduzione del portafoglio titoli del ESCB a un certo punto (?) si arresterà, trasformandosi in uno **structural bond portfolio** adeguato ad assicurare, insieme alla ripresa delle operazioni al tasso MRO, la liquidità necessaria ai tempi nuovi *cfr l'ultima slide*

DELLE DUE «PROMESSE» SUGGERITE IN OLTRE LE COLONNE D'ERCOLE QUELLA SULLA REGOLA DEI TASSI E' ANCORA DA FARE (anche se la banda stretta sarebbe coerente); QUELLA SUI LIMITI AL PORTAFOGLIO DELLA BANCA CENTRALE SAREBBE FATTA CON UNA BUONA DEFINIZIONE DEL «PORTAFOGLIO STRUTTURALE»

Key ECB interest rates, overnight rate and excess liquidity

(left-hand axis: %; right-hand axis: EUR trillion)

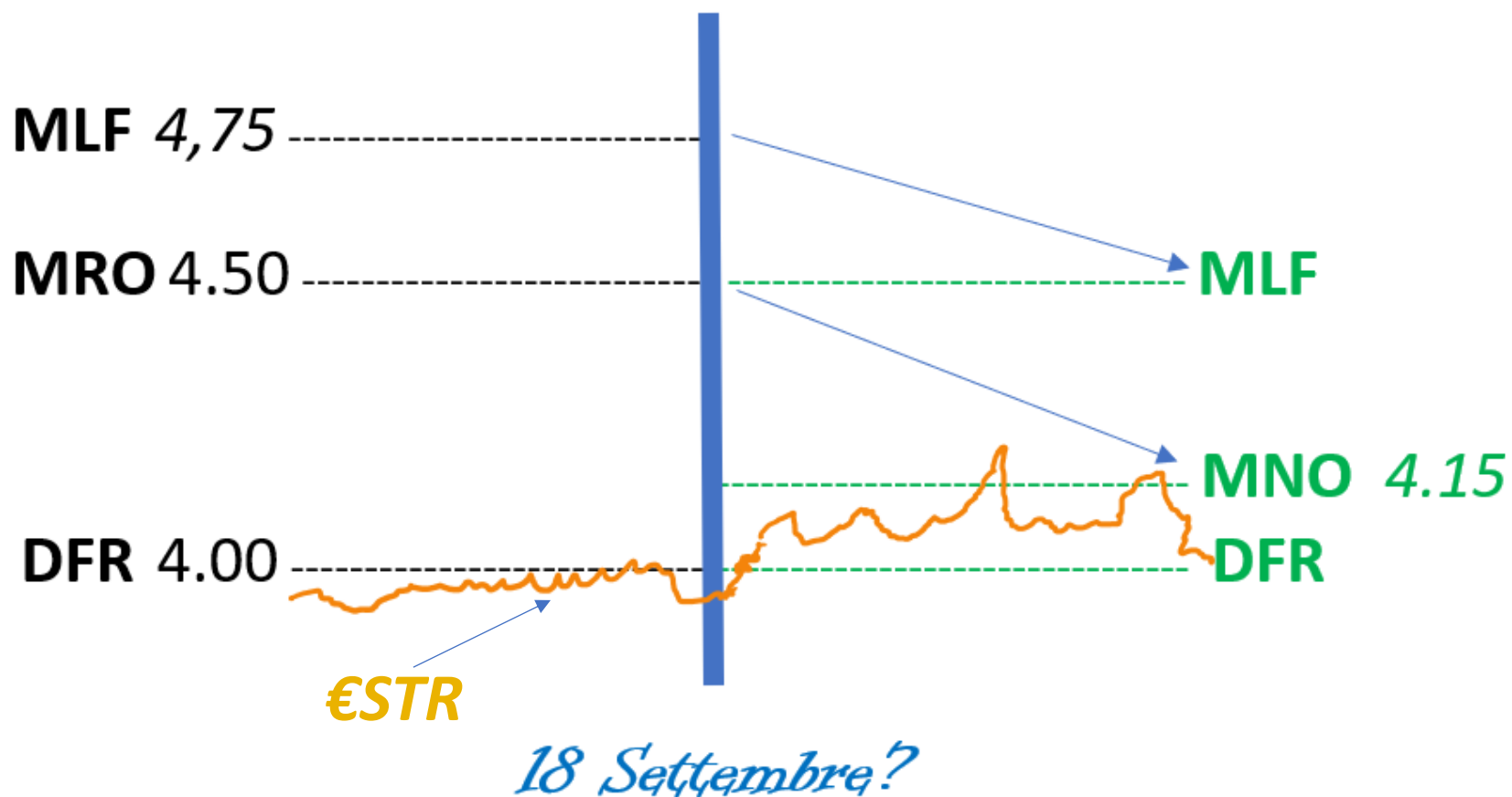


Sources: MMSR, MOPDB, SDW.

Note: DFR = Deposit Facility Rate, MLF = Marginal Lending Facility Rate, MRO = Main Refinancing Operation Rate, EONIA = Euro Overnight Index Average, €STR = Euro Short-Term Rate.

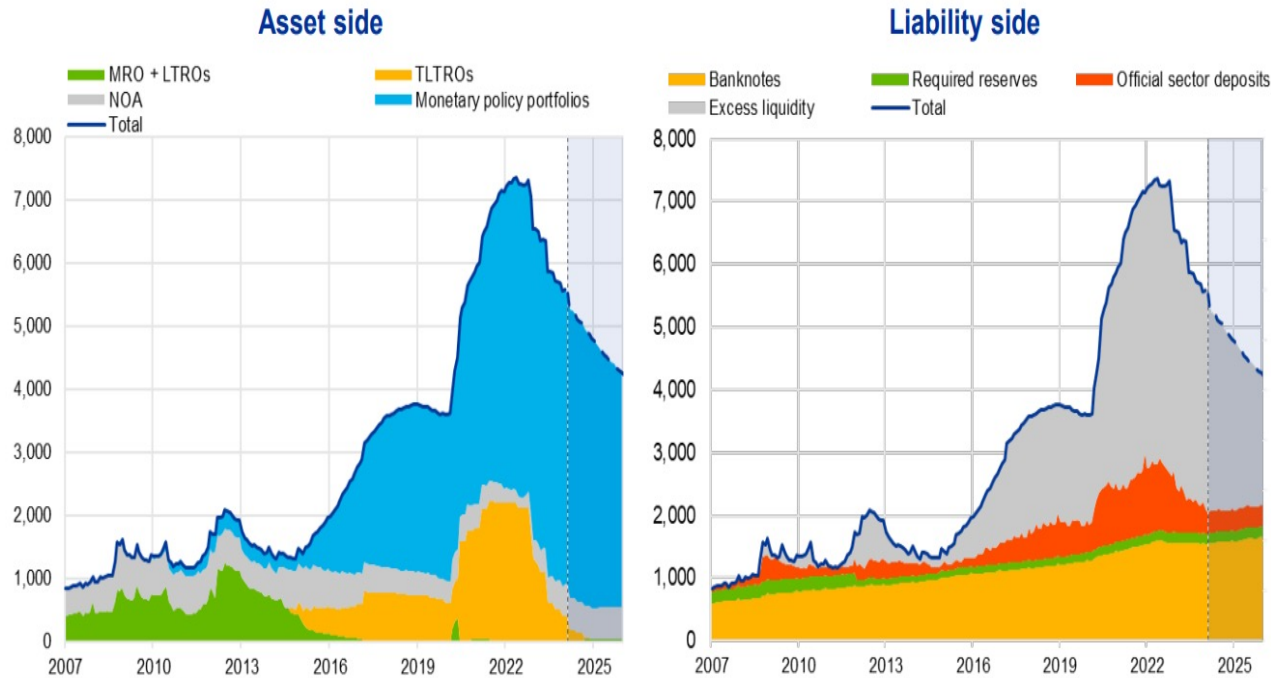
Nuovo corridoio preannunciato per il 18/09/2024 a *monetary stance* invariata

prima del primo taglio dei tassi (effetto annuncio anche se l'€uroshort salirebbe un poco), oppure durante (primo taglio a settembre col corridoio qui a destra che scende tutto di 25 punti base a settembre, trascinando l'€uroshort) o dopo (il corridoio qui a sinistra che scende a giugno e si restringe a settembre)



QT verso il «portafoglio strutturale»

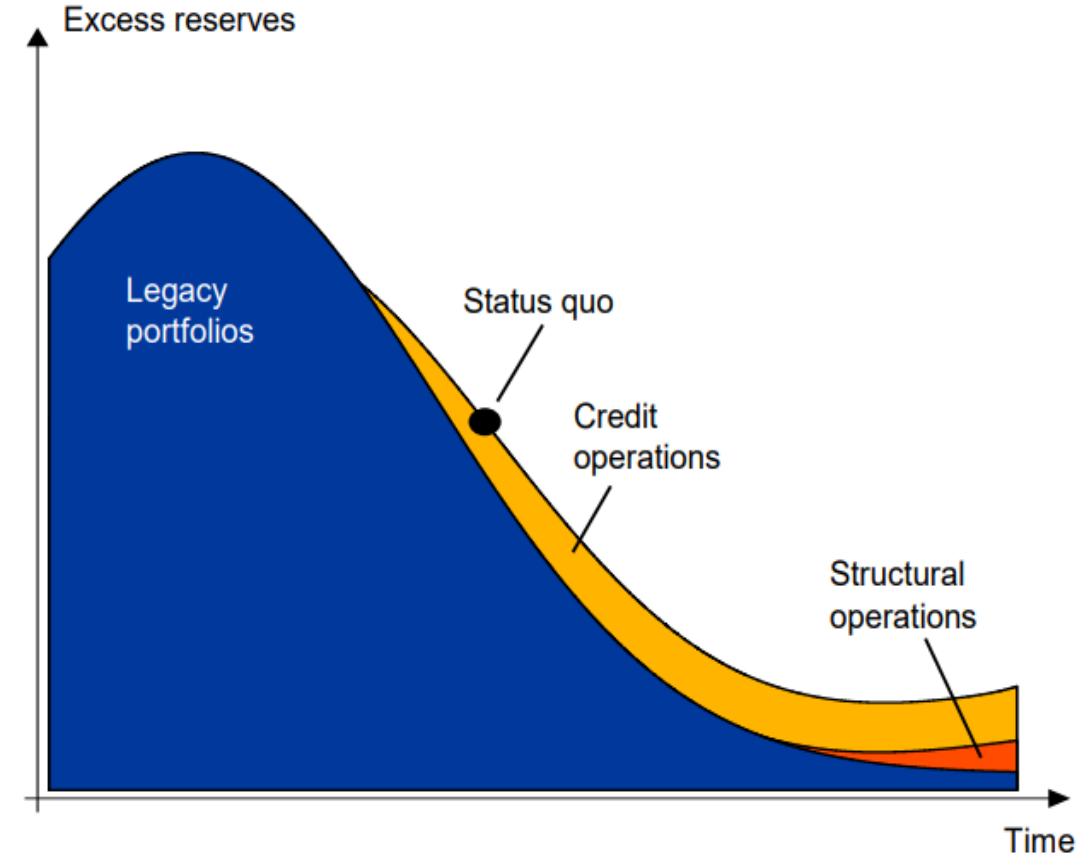
Eurosystem balance sheet: actual and projected
(EUR billion)



Sources: ECB, ECB calculations.

Notes: NOA stands for net other assets. The main assumptions behind the projections are the following: the future paths of the monetary policy portfolio, MRO and 3-month LTRO participation are based on the median expectations by analysts as reported in the latest SMA surveys; the projection of banknotes is based on ECB internal models.

Stylised breakdown of reserve supply over time



Source: ECB.