



# La ricalibrazione della politica monetaria: implicazioni per i tassi di interesse e i rendimenti delle attività finanziarie

**Stefano Siviero**

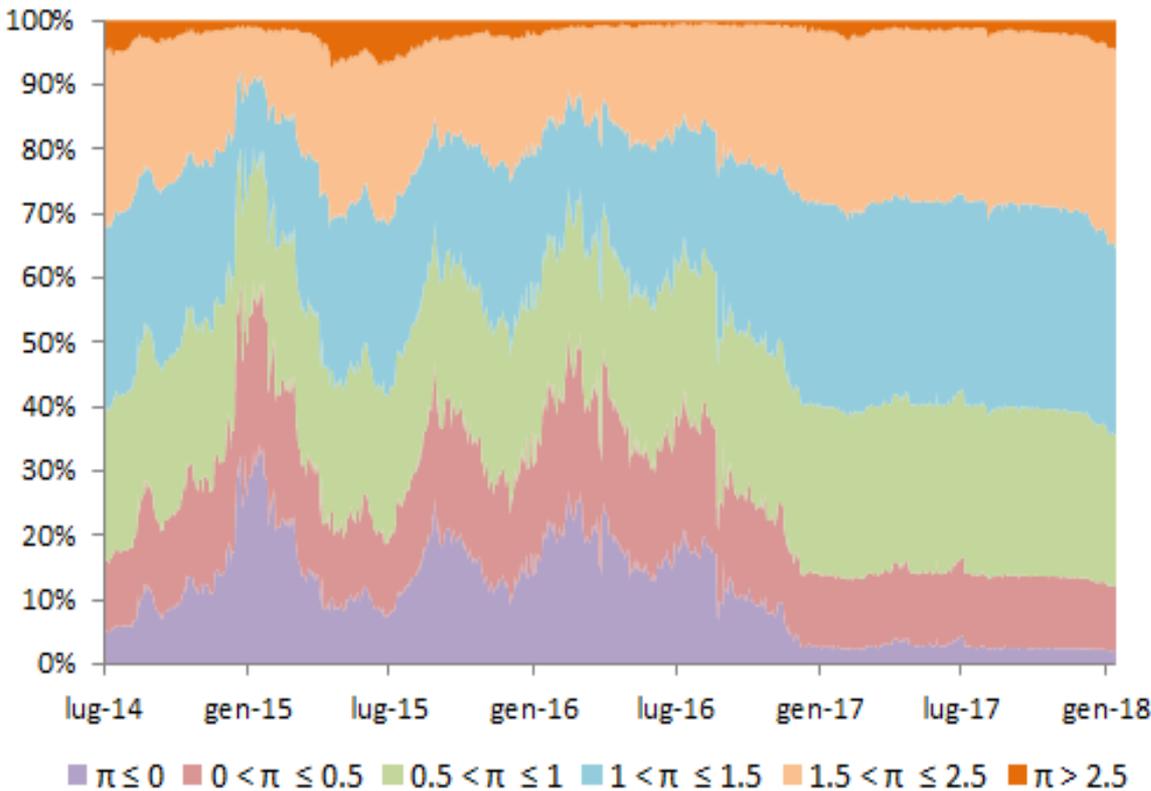
Banca d'Italia, Servizio Congiuntura e politica monetaria

Itinerari Previdenziali – Ania, Annual Meeting dedicato alle Compagnie di Assicurazione,  
Toscana Resort Castelfalfi, 7 giugno 2018

- Le misure di politica monetaria sono state efficaci
- La ricalibrazione della politica monetaria, cominciata 18 mesi fa e sin qui proseguita senza scosse, ...
- ... continuerà a essere guidata da tre principi: prudenza, pazienza e persistenza
- La fase di reinvestimento durerà finché necessario (nel caso della Fed si è prolungata per diversi anni)
- La resilienza dell'economia italiana è molto migliorata, su diversi fronti

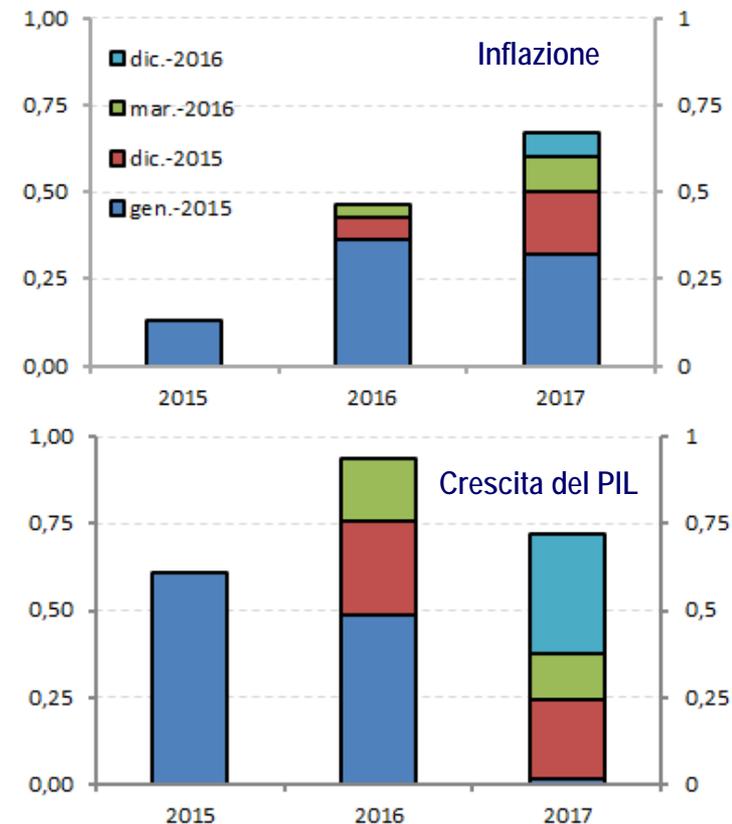
# I rischi di deflazione si sono annullati, gli effetti delle misure della BCE su crescita e inflazione sono stati significativi

Distribuzione di probabilità dell'inflazione media dell'area dell'euro sull'orizzonte di 5 anni



Fonte: elaborazioni basate su Cecchetti, Natoli & Sigalotti (2015).

Impatto dell'APP su PIL e inflazione



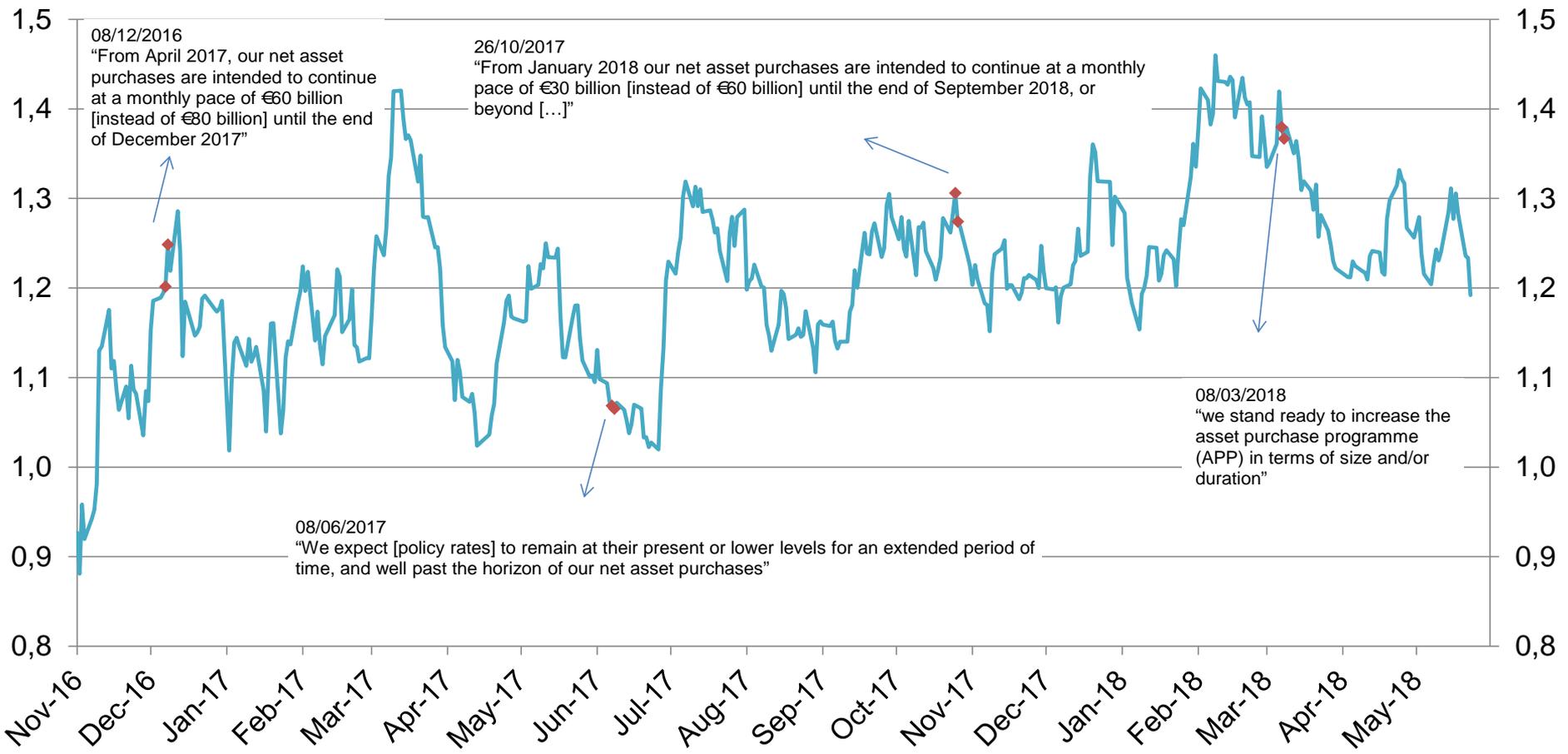
Fonte: valutazioni staff Banca d'Italia.

# La ricalibrazione dello stimolo monetario della BCE è stata cauta e graduale ...

- La *stance* monetaria è determinata dai vari strumenti e dalla loro interazione
- La sua ricalibrazione ha riguardato i diversi strumenti
  - dicembre 2016 riduzione acquisti mensili da 80 a 60 mld
  - giugno 2017 rimozione *easing bias* nella comunicazione
  - ottobre 2017 riduzione acquisti mensili da 60 a 30 e reinvestimento
  - marzo 2018 rimozione del riferimento a un possibile rafforzamento degli acquisti nel caso di evoluzione sfavorevole
- Le condizioni finanziarie restano molto accomodanti, anche in ragione dell'ammontare elevato di titoli acquistati

# ... e non ha prodotto reazioni scomposte nei mercati

## Differenziale tasso sui BTP a 10 anni – Euribor a 3 mesi (p.p.)



# Tempistica e velocità della normalizzazione della politica monetaria della BCE vanno opportunamente ponderate

- La politica monetaria della BCE continua a essere guidata da una “*combination of confidence and prudence and patience*” (Draghi, Introductory Statement del 20 luglio 2017)
- La politica monetaria resta accomodante per sostenere il ritorno dell’inflazione verso livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi
- La ricalibrazione continuerà a essere guidata dalle prospettive per l’inflazione
- Una normalizzazione troppo rapida può indebolire la ripresa ciclica e mettere a rischio il raggiungimento dell’obiettivo di inflazione
  - Per contro, la BCE dispone di un ampio arsenale per fare fronte a eventuali pressioni al rialzo sull’inflazione

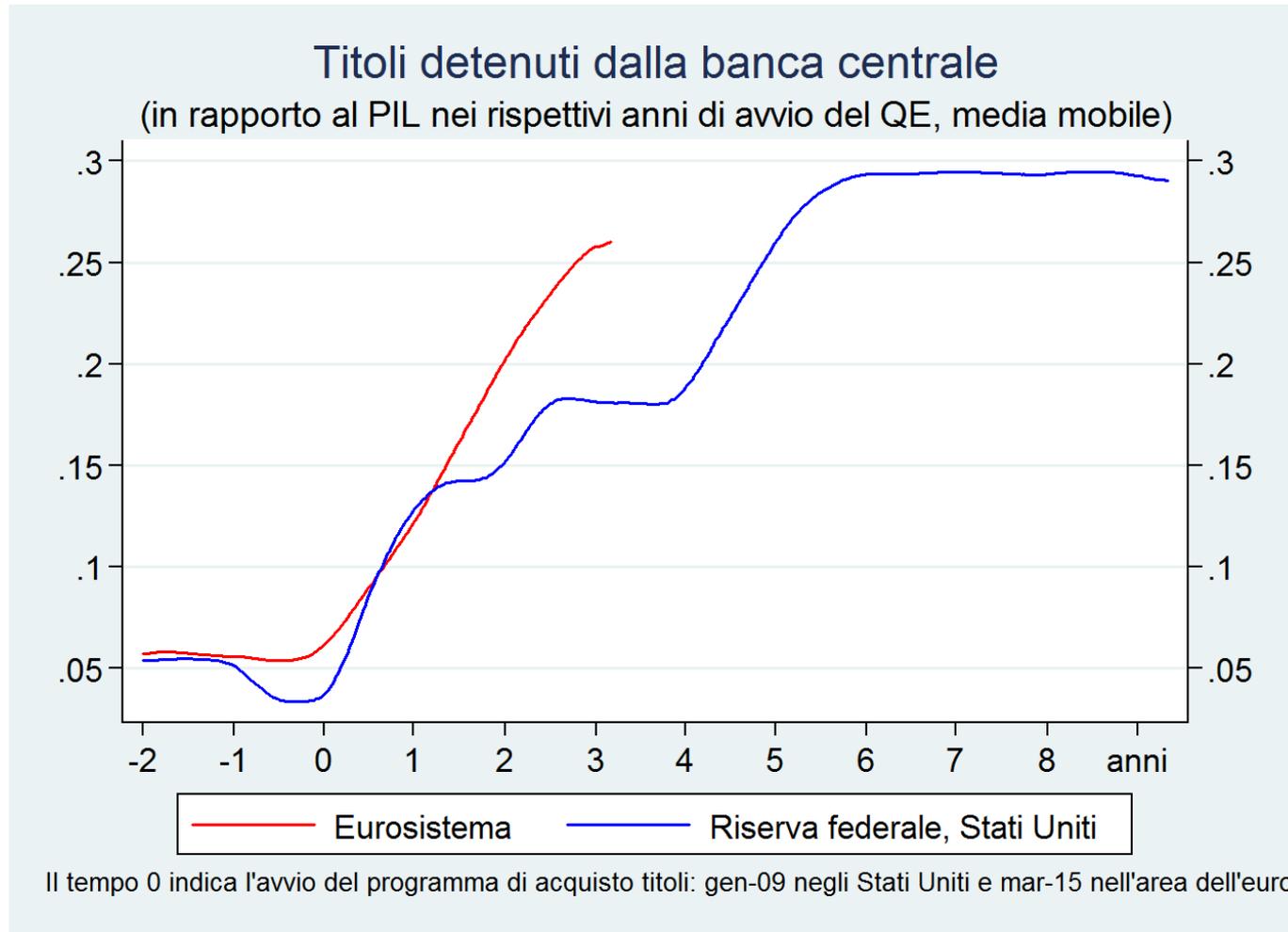
# Principali leve monetarie dopo la fine del periodo di acquisti netti

Gestione attiva di e *forward guidance* su:

- Tassi di *policy*
- Reinvestimento dei titoli in scadenza: quanto a lungo?

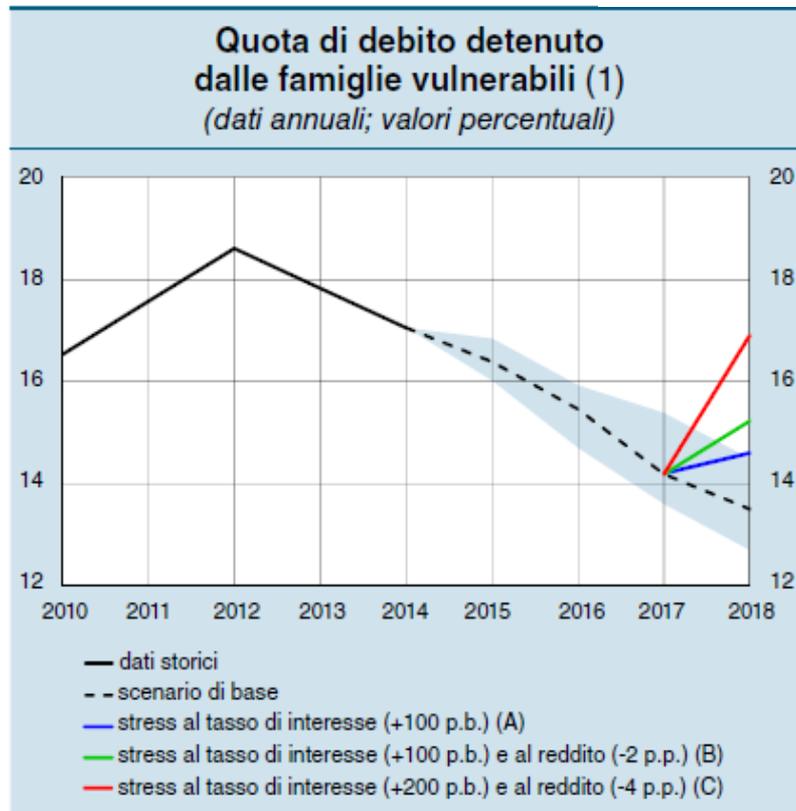
(indicazioni già dopo la conclusione della riunione del Consiglio direttivo della BCE la settimana prossima?)

# Nel caso della Fed la fase di reinvestimento è durata diversi anni

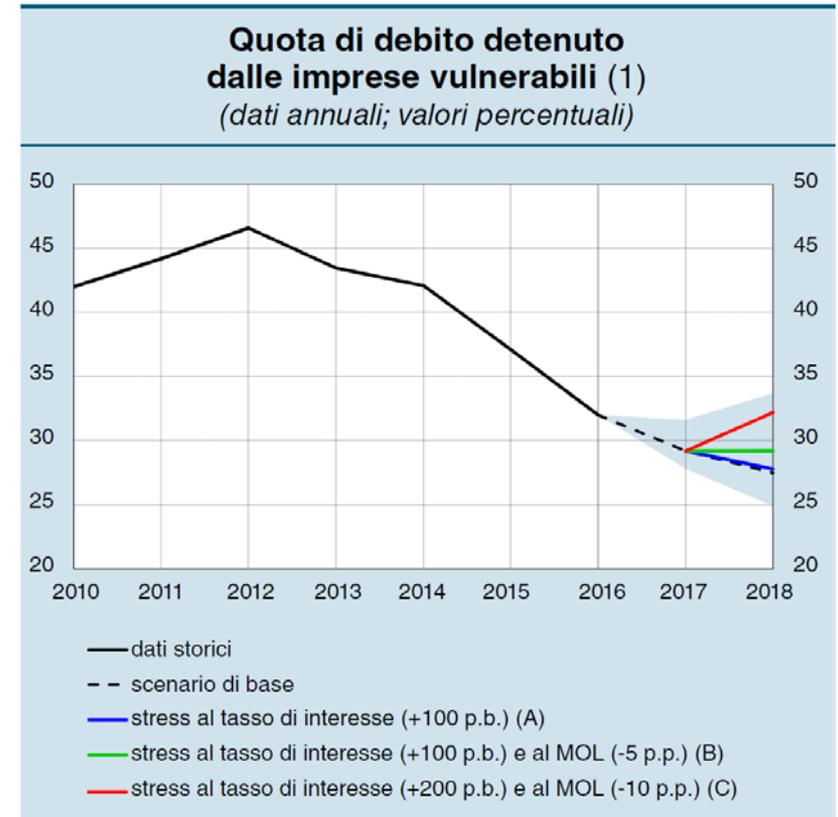


# La capacità dell'Italia di far fronte al rialzo dei tassi si è molto rafforzata (p.e.: minore vulnerabilità di imprese e famiglie)

- Prosegue la riduzione della vulnerabilità di imprese e famiglie
- L'aumento dei tassi di interesse costituirebbe un fattore di rischio solamente in uno scenario macroeconomico sfavorevole



Fonte: Rapporto sulla stabilità finanziaria 2017-2



Fonte: Rapporto sulla stabilità finanziaria 2018-1

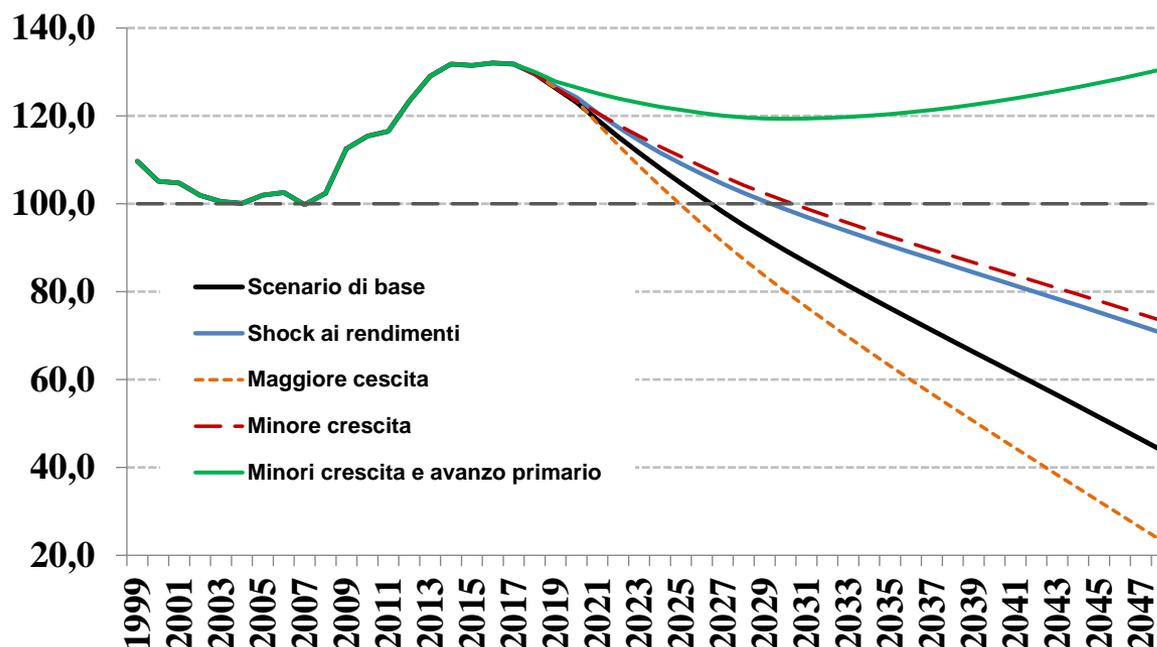
***Fine della presentazione***

Anche in Italia in sostegno della politica monetaria è stato rilevante; la ripresa sta ora diventando meno dipendente dallo stimolo di *policy*

<b>Crescita del PIL e contributi delle politiche economiche</b> <i>(tassi di variazione annuali e contributi in punti percentuali)</i>			
	2016	2017	2018
Crescita del PIL (1)	1,0	1,6	1,4
Contributo politiche economiche (2)	1,8	1,2	0,9
<i>di cui:</i> politica monetaria	1,5	0,9	0,7
politica di bilancio	0,3	0,3	0,2

# L'aumento dei tassi non è di per sé un fattore di rischio per i conti pubblici

- Il debito pubblico (in rapporto al PIL nominale) si ridurrebbe anche in presenza di un (forte) aumento dei rendimenti sui titoli di Stato, a condizione che sia mantenuto un avanzo primario e che l'espansione ciclica prosegua



**Scenario di base:** crescita potenziale pari a 1,5%; tasso reale medio pagato sul debito che converge al 2,5% in circa 20 anni; avanzo primario in aumento al 3,0% del PIL (nel 2020). **Shock ai rendimenti:** il tasso reale medio sul debito è più elevato di 1 pp a partire dal 2018. **Maggiore crescita:** crescita potenziale pari a 2,5%. **Minore crescita:** crescita potenziale pari a 0,5%. **Minori crescita e avanzo primario:** crescita potenziale pari a 0,5% e avanzo primario in calo a 1,5% del PIL.