

26 giugno 2021

Il Sole **24 ORE**

LA NUOVA STRATEGIA DELLA BCE E LE SFIDE DELL'EUROZONA

di Marcello Minenna

Dopo un lungo approfondimento, questo mese la BCE ha ufficializzato la revisione della propria strategia (*strategy review*) di politica monetaria. D'ora in poi l'obiettivo statutario della stabilità dei prezzi sarà perseguito puntando «*simmetricamente*» a un preciso target quantitativo: un'inflazione del 2% nel medio termine. Non più, quindi, l'impegno a tenere l'inflazione su valori inferiori ma prossimi al 2%, bensì un'uguale avversione per le deviazioni negative e per quelle positive rispetto al target.

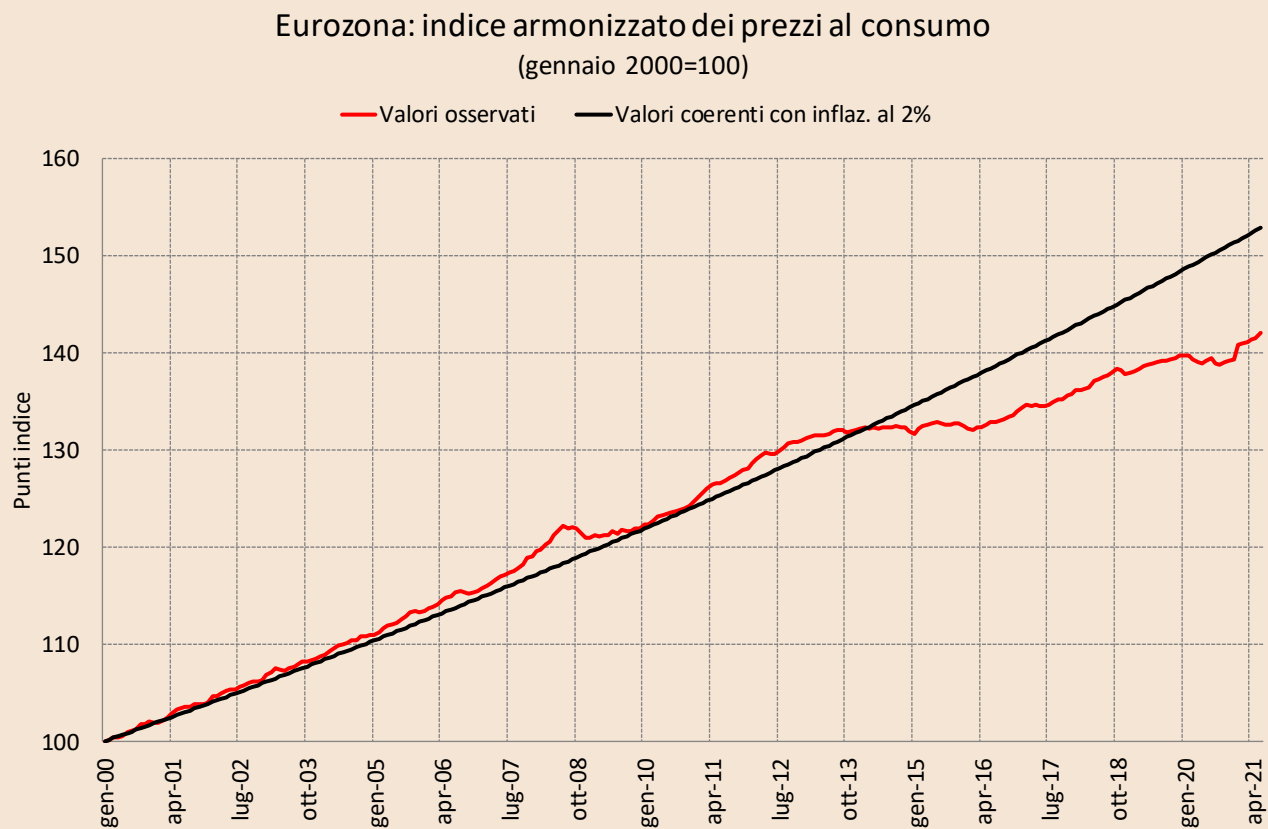
Si tratta di un importante progresso nel percorso di maturazione della BCE come banca centrale dell'area euro anziché come erede della Bundesbank, la banca centrale tedesca tradizionalmente caratterizzata da una forte idiosincrasia verso l'inflazione.

Alla base della *strategy review* si pone la presa d'atto delle persistenti istanze disinflattive che si sono progressivamente consolidate in questo secolo. Le cause sono molteplici: fenomeni strutturali che spingono i prezzi verso il basso (globalizzazione, digitalizzazione, avverse dinamiche demografiche) ma anche le crisi del 2009 e del 2012 e le connesse politiche fiscali di *austerity* alimentate dai timori per la sostenibilità del debito.

Come conseguenza, dal 2013 nella nostra area valutaria l'inflazione si è mantenuta quasi sempre al di sotto dell'obiettivo della BCE (cfr. Figura 1).

L'azione di Francoforte è stata cruciale per evitare che il rallentamento nel tasso di crescita dei prezzi sfociasse in deflazione (ossia crescita negativa dei prezzi) se non per brevi periodi.

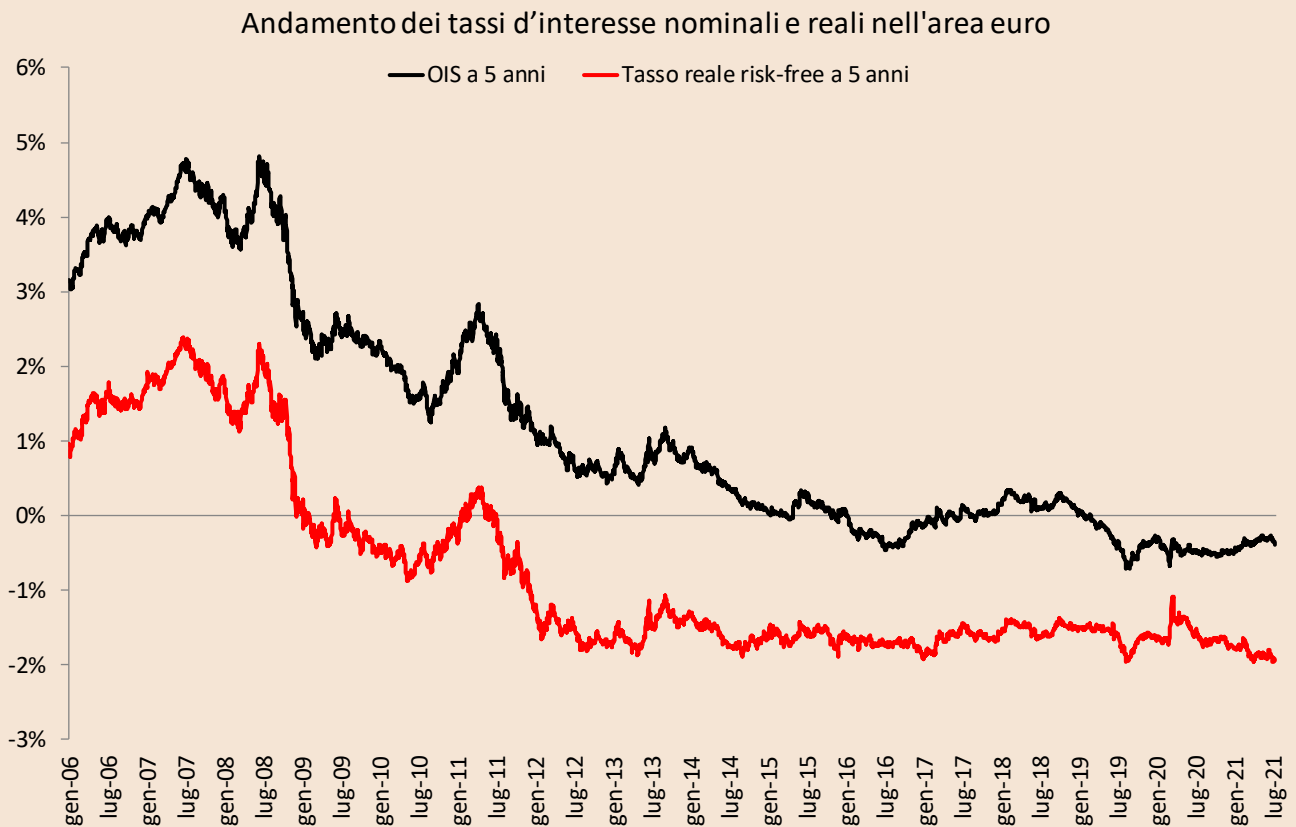
Figura 1



Fonte: Elaborazioni su dati BCE

Tuttavia, la BCE ha dovuto prendere atto della difficoltà di reflazionare l'Eurozona tramite gli strumenti convenzionali, ossia intervenendo sui tassi di riferimento della politica monetaria. Nella nostra area valutaria, infatti, i tassi di interesse nominali sono già molto bassi e prossimi al limite inferiore effettivo, ossia quel valore al di sotto del quale un'ulteriore riduzione avrebbe un effetto minimo o nullo. Anche i tassi reali sono molto bassi e ormai da tempo si discostano relativamente poco da quelli nominali a causa della modesta inflazione (cfr. Figura 2).

Figura 2



Fonte: Bloomberg

Senonché gli attuali livelli dei tassi di interesse reali risultano ancora troppo alti rispetto a quello di equilibrio, cioè quel tasso reale in cui l'economia opera a pieno potenziale e senza pressioni inflattive. Per via di questa peculiare situazione, l'area euro si trova a convivere con un tasso di interesse reale ancora troppo alto per consentire alla sua economia di allineare il PIL effettivo al (più alto) livello del PIL potenziale. Né può sperare di ridurlo intervenendo sui tassi nominali per via della prossimità al limite inferiore.

Tutto ciò spiega perché ora la BCE consideri strategico disporre nel medio termine di un cuscinetto di inflazione (*inflation buffer*) che le dia il margine d'azione sufficiente per poter tagliare i tassi nominali a fronte di shock negativi senza avvicinarsi troppo al limite inferiore effettivo.

Se necessario, vicino a tale limite, si farà un forte o prolungato ricorso a strumenti aggiuntivi di politica monetaria come i prestiti a lungo termine T-

LTRO e gli acquisti di titoli su larga scala, e potranno essere ammessi anche periodi transitori di moderata *overshooting*.

Insomma, le premesse per una nuova era di politica monetaria all'insegna di una *stance* più accomodante rispetto al passato ci sono tutte. Specie se, come ritengono alcuni osservatori, la recente risalita dell'inflazione si rivelerà di breve respiro, figlia dell'effetto base (sostanzialmente un effetto ottico dopo il crollo del 2020) e di altri fenomeni temporanei legati allo *stop-and-go* causato dal Covid-19.

In linea col nuovo approccio, nella riunione di giovedì scorso il Consiglio Direttivo della BCE ha aggiornato la *forward guidance* sui tassi d'interesse di *policy*, sottolineando che questi resteranno sui livelli correnti o anche più bassi sino a quando l'inflazione realizzata (non solo quella prospettica) avrà valori coerenti con un posizionamento stabile al 2% nel medio termine.

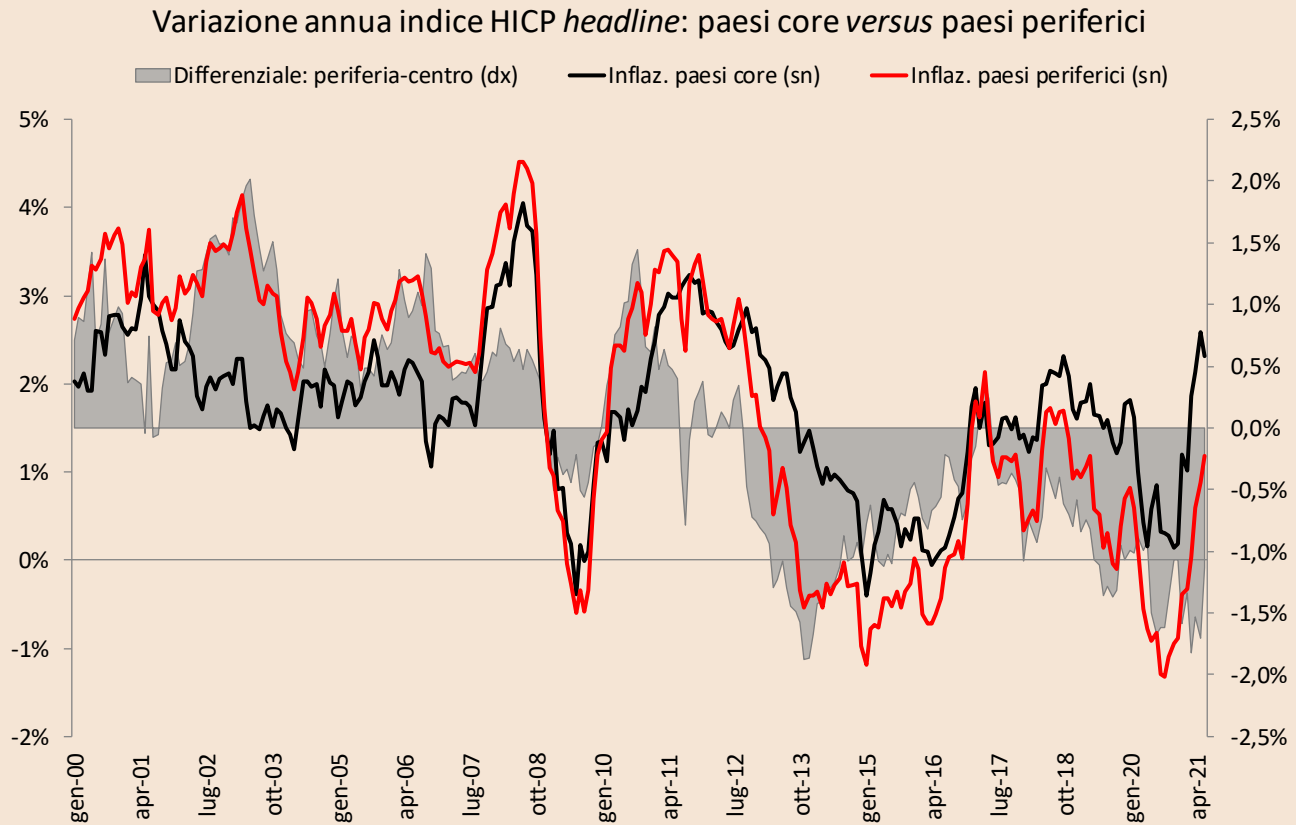
Resta da capire come Francoforte darà concreta attuazione alla nuova strategia nel variegato panorama della nostra area valutaria dove, ancora una volta, si sta delineando il rischio di un'Eurozona a due velocità.

Per inquadrare questo rischio, è utile ricordare che l'indicatore usato dalla BCE per misurare l'inflazione è l'indice armonizzato dei prezzi al consumo nell'area euro inclusivo delle componenti più volatili come i prezzi di beni alimentari e dell'energia (*HICP headline*).

L'indice è calcolato come media pesata dei tassi d'inflazione dei paesi membri, con pesi che (analogamente a quanto accade per le quote di partecipazione al capitale della BCE, la c.d. *capital key*) sono proporzionali al PIL dei vari paesi: 29,1% la Germania; 20,2% la Francia; 16,4% l'Italia; 10,5 % la Spagna e così via.

Ne discende che un target d'inflazione al 2% (anche se simmetrico) risulta compatibile con la presenza di differenziali d'inflazione più o meno ampi fra i vari Stati membri. Dopo una lunga fase di inflazione più alta nei paesi periferici, dal 2013 in poi il segno dei differenziali d'inflazione si è invertito. Complici i programmi di consolidamento fiscale attuati nella periferia, negli ultimi otto anni i paesi *core* hanno sperimentato un'inflazione maggiore di quelli periferici (cfr. Figura 3).

Figura 3



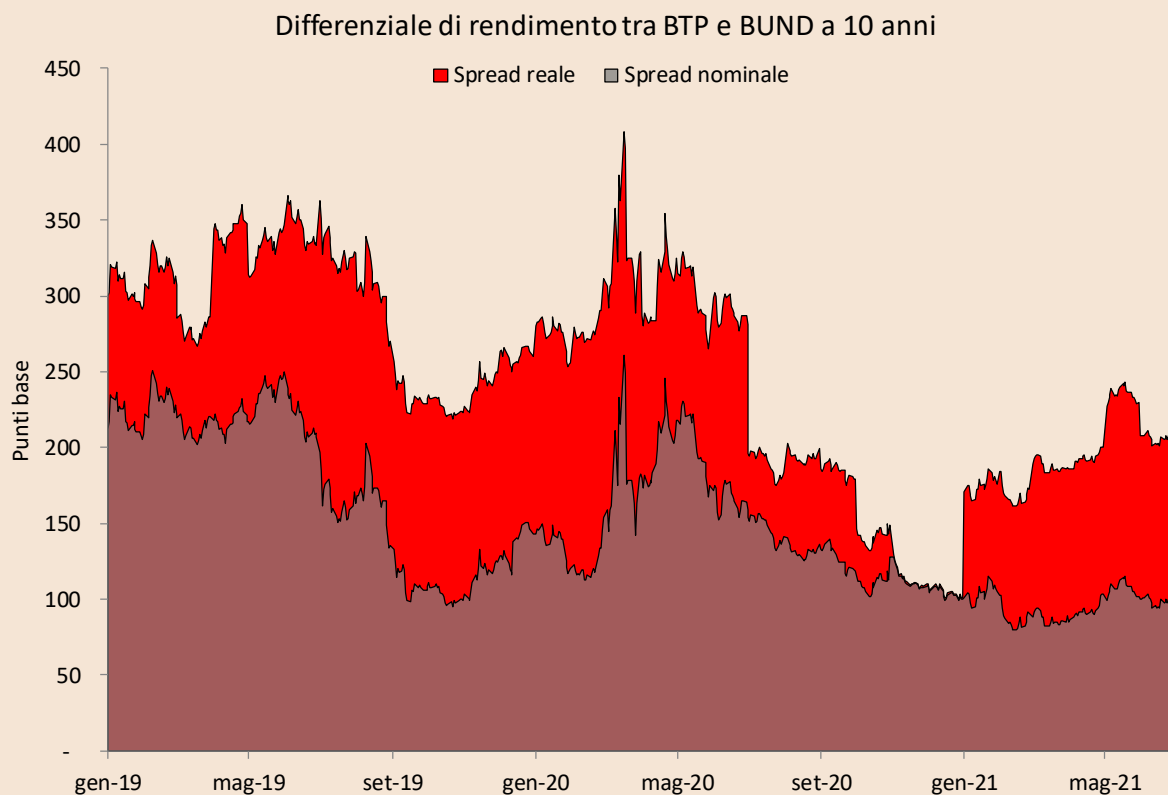
Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat

Le implicazioni di questo nuovo trend sono diverse. Una di esse è che, stante il peso elevato dei grandi paesi *core* nel calcolo dell'HICP dell'eurozona, il target della BCE risente in un certo senso di una sopravvalutazione intrinseca rispetto all'effettiva inflazione della nostra area valutaria, laddove questa fosse calcolata come media semplice dei tassi d'inflazione dei singoli Stati membri. Inoltre, se (per assurdo) l'inflazione salisse al 3,5% in Germania e Francia e fosse pari ad appena lo 0,7% negli altri paesi, l'area euro raggiungerebbe il target del 2% pur con pesanti gap inflattivi al proprio interno.

Ma l'implicazione senza dubbio più importante è che nei paesi *core* i tassi di interesse reali sono molto più bassi (in Germania intorno al -2,5% sulla scadenza decennale) che in quelli periferici. Quindi l'economia tedesca sta beneficiando di una spinta positiva rispetto a quelle degli altri paesi membri, specie nella periferia, per via del minor costo reale del denaro.

Nell'ultimo anno, grazie alla flessibilità eccezionale prevista dal PEPP nella ripartizione degli acquisti di titoli fra le diverse giurisdizioni, i paesi colpiti prima e più severamente dalla pandemia come il nostro hanno potuto contare su abbondanti acquisti di attivi da parte dell'Euro-sistema. Ciò ha consentito loro di aumentare il debito pubblico finanziandosi a tassi d'interesse *nominali* molto bassi. E infatti lo spread *nominale* tra il BTP italiano o il BONO spagnolo e il Bund tedesco da parecchi mesi è estremamente contenuto. Tuttavia, quando si considerano gli spread in termini *reali* (cioè al netto dell'inflazione dei vari paesi) si riscontrano scostamenti significativi. Ad esempio, nel caso dell'Italia, lo spread *nominale* sulla scadenza decennale è intorno ai 100 punti base, ma quello *reale* sta intorno ai 200 (cfr. Figura 4).

Figura 4



Fonte: Elaborazioni su dati Bloomberg

La BCE è consapevole di questa frammentazione e – come ricordato di recente da Fabio Panetta – lo è anche dei vantaggi di una politica monetaria flessibile quando le condizioni di finanziamento differiscono in maniera persistente tra paesi, ostacolando la trasmissione della politica monetaria.

Ora che il PEPP si avvia verso gli ultimi mesi di operatività (il programma dovrebbe chiudersi a marzo 2022) e che i 2/3 della dotazione massima prevista (1850 miliardi di €) sono stati già utilizzati, la revisione della strategia potrebbe essere il segnale che la BCE è pronta a usare in modo più «convenzionale» la flessibilità straordinaria impiegata durante la pandemia.

Molto dipenderà dall'evoluzione delle dinamiche interne all'istituto di Francoforte, dove rimane alta l'avversione della Germania e di altri paesi *core* nei confronti dell'inflazione. La revisione della strategia è stata votata unanimemente dal Consiglio Direttivo anche grazie ad alcuni accorgimenti graditi alla Bundesbank, come la raccomandazione di includere nell'HICP i costi relativi alle abitazioni principali delle famiglie (che dovrebbe avere l'effetto di innalzare il dato sull'inflazione) o il richiamo al criterio di proporzionalità nell'azione di politica monetaria (lo stesso messo in dubbio dalla sentenza anti-QE emessa dalla Corte Costituzionale tedesca nel maggio 2020). In prospettiva, comunque, appare difficile che le mosse future della BCE possano prescindere dall'esito delle elezioni tedesche del prossimo settembre.

Infine, è bene ricordare che la politica monetaria non può continuare ad essere l'unico presidio a tutela della stabilità e della resilienza della nostra area valutaria. Anche la politica fiscale deve fare la sua parte assolvendo un ruolo di stabilizzazione macroeconomica attraverso interventi anti-ciclici. In particolare, quando – come in questo momento – i tassi d'interesse sono vicini al limite inferiore effettivo, misure fiscali espansive sono lo strumento migliore per supportare l'azione della banca centrale. Il *Recovery Plan* – finanziato anche con l'emissione di obbligazioni a rischi condivisi (*Eurobond*) – è un passo importante nella direzione giusta. Un efficace coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale deve diventare davvero il nuovo paradigma economico dell'area euro.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali