

## L'autunno caldo di Francoforte e la lezione del 2003

Sono in molti a chiedersi quale sarà il nuovo obiettivo inflazionistico che la Banca centrale europea annuncerà dopo l'estate. Secondo la Banca dei regolamenti internazionali la revisione delle strategie monetarie, specialmente in questa fase post-pandemica, rappresenta un passaggio estremamente delicato. In particolar modo per Francoforte, essendo un tema capace di alimentare la contrapposizione già rovente tra falchi e colombe. La presidente della Bce, Christine Lagarde, ha annunciato per l'autunno il varo della nuova strategia di politica monetaria. Tra i punti di novità è facile prevedere una revisione dell'obiettivo numerico riguardante la stabilità monetaria, che oggi coincide con un tasso di inflazione che deve essere inferiore, ma vicino, al 2%. Tale definizione quantitativa, citando le ultime Considerazioni finali del governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, “è difficile da interpretare e viene a volte fraintesa”.

Ne consegue che “un obiettivo numerico pari al 2%, con una valutazione simmetrica degli scostamenti verso l'alto e verso il basso, sarebbe più chiaro e rafforzerebbe l'ancoraggio delle aspettative”.

Le parole di Visco sono importanti, per due ordini di motivi. Intanto, ricordano come l'esplicitazione di un obiettivo inflazionistico sia la chiave di volta della politica monetaria, come strumento per indirizzare le aspettative; in secondo luogo, prospettano una possibile nuova formulazione di tale obiettivo. L'importanza del legame tra obiettivo inflazionistico e gestione delle aspettative è un tema su cui, in generale, falchi e colombe possono trovarsi d'accordo. Ma il discorso cambia quando ci si interroga sulla formulazione quantitativa di tale obiettivo.

A questo punto può quindi rivelarsi utile ricordare l'esperienza storica della Banca centrale europea. Osservando l'arco temporale che va dal gennaio del 1990 (quando nacque la Bce) al maggio 2003 (mese in cui la Banca centrale decise di rivedere il suo obiettivo inflazionistico), si può capire come fino a quel momento l'obiettivo numerico fosse quello di un tasso di inflazione inferiore al 2%. Ma quali erano state le corrispondenti performance inflazionistiche? Se si analizza l'andamento dell'inflazione annua nei 53 mesi del periodo sotto osservazione, scopriamo che il suo valore medio era stato pari a circa l'1,97%. Se poi si esaminano anche gli scostamenti mensili, viene fuori che in 20 mesi su 53 – il 37% dei casi – la crescita dei prezzi al consumo sia stata sotto il 2%. Ma, soprattutto, si scopre che le aspettative di inflazione hanno perennemente oscillato tra

l'1,7% e l'1,9%. L'ultimo dato supportava la tesi che l'obiettivo avesse funzionato. Nonostante questo, la Bce decise di riformulare il target, aggiungendovi il “ma vicino” al 2%. Perché? Il motivo è che Francoforte aveva due messaggi da lanciare.

- 1) Occorreva segnalare ai falchi che una piccola inflazione è meglio di un'inflazione zero, e nel contempo ribadire alle colombe che giocare con l'inflazione, magari aumentando l'obiettivo, sarebbe stato pericoloso. Una piccola inflazione era ritenuta desiderabile per almeno tre ragioni: a) se è opportuno che i tassi di interesse nominali debbano seguire l'andamento dell'inflazione, una piccola inflazione allontana il rischio di avere tassi nominali nulli, con tutti i problemi che questo implica per la politica monetaria, oggi ormai ben noti; b) una piccola inflazione consente di assorbire meglio gli errori di misura nella dinamica dei prezzi al consumo e c) gli eventuali differenziali di inflazione tra i diversi Paesi membri della zona Euro.
- 2) All'epoca alcuni, specialmente tra i falchi, avrebbero preferito un obiettivo quantitativo puntuale. Invece la Bce decise di ribadire la sua preferenza per un obiettivo che non lo fosse, per mandare il segnale che il controllo dell'inflazione è intrinsecamente imperfetto.

Allora, in autunno quali saranno i messaggi che la Bce vorrà lanciare con la sua riforma dell'obiettivo inflazionistico? Sarà fondamentale avere una risposta trasparente, e anche convincente. Perché, adesso esattamente come nel 2003, la stella polare è rimasta la stessa: le aspettative. Con buona pace delle diatribe tra falchi e colombe.

Ciò che è accaduto nel 2003 ci fa capire quali siano le priorità di una banca centrale come la Bce. La decisione presa all'epoca di inserire “ma vicino” al 2% di target inflattivo dice molto su quanto Francoforte ritenga inutile fissare un numero quantitativo a delimitare l'inflazione, viste le difficoltà nel controllare un trend come quello inflazionistico. Fissare un numero preciso non sarebbe corretto un po' per le normali oscillazioni dei tassi, un po' perché per la Bce è desiderabile avere una quantità minima di inflazione (da tenere sotto controllo), e un po' perché consente di tenere sotto controllo i diversi indici inflattivi dei vari Paesi dell'Eurozona e gli errori di misura nella dinamica dei prezzi al consumo. Si tratta di margini

di manovra importanti per la Bce, come dimostra ampiamente la scelta compiuta nel 2003 contro le tesi dei falchi che avevano invece chiesto a gran voce un obiettivo preciso. Ma anche contro le colombe, ritenute troppo lassiste nel lasciare correre tassi e trend inflattivi.

Dunque ciò che attende la Bce guidata da Lagarde in autunno è un dibattito infuocato su quale debba essere la revisione di strategia monetaria: una revisione non più rimandabile alla luce degli sconvolgimenti che Eurolandia, e l'Ue in generale, ha dovuto affrontare a causa della pandemia, che ha fatto saltare ogni regola e limite, con l'astensione dal rispetto del Patto di Stabilità e Crescita e la creazione di debito comune europeo. È chiaro che in questo anno e mezzo tutto è cambiato e che è necessario rivedere target e obiettivi numerici, alla luce dei massicci interventi statali nelle economie. È il come che sta scatenando una nuova battaglia tra falchi e colombe nella zona Euro. È ancora prematuro riuscire a capire quali saranno gli orientamenti di Francoforte e le scelte che verranno fatte nell'autunno che verrà, che si prospetta “caldo” perchè l'imminente revisione della strategia di politica monetaria rischia di esacerbare ulteriormente le divisioni.

Le profonde divisioni tra “fazioni” e blocchi di Paesi non dovrebbero però mai far perdere di vista il fatto che, nonostante le schiarite economiche, i rischi all'orizzonte sono ancora molti, le misure fiscali e monetarie straordinarie come quelle che si sono rivelate necessarie in questa crisi potrebbero finire per aumentare le minacce alla stabilità finanziaria (debiti pubblici fuori controllo) e che dunque un errore nella valutazione dei nuovi target potrebbe costare molto alla zona Euro nel medio-lungo periodo.