

## Analisi: il grande puzzle della politica monetaria

A giugno l'inflazione si è stabilizzata all'1,3%, in linea con il mese precedente. La crescita dei prezzi continua a rimanere sostenuta dai beni energetici mentre la componente di fondo – al netto di energia e alimentari freschi – segna un più cauto +0,3%, in aumento di un decimo di punto rispetto al +0,2% di maggio. Il confronto internazionale che Eurostat ha pubblicato lo scorso venerdì indica un'inflazione dell'1,9% nell'Eurozona (era +2% a maggio) e del 2,1% in Germania (era +2,4% a maggio).

A monte della filiera produttiva si consolida la pressione dei prezzi delle materie prime: a giugno i prezzi in euro rilevati dalla Banca centrale europea indicano per le materie prime non energetiche una crescita del 36,7% su base annua. L'analisi dei dati sui prezzi all'importazione pubblicati, sempre venerdì scorso, dall'Istat, nel maggio 2021 evidenzia un aumento medio del 9%, con un +52% per i beni energetici e un +10,1% per i beni intermedi, tra cui spicca il +19,9% della metallurgia e il +15,4% dei prodotti chimici.

Le tensioni continue sui prezzi delle materie prime causeranno delle ricadute, anche se temporanee, sul tasso di inflazione: in base alle previsioni della Commissione europea dello scorso 7 luglio, l'inflazione è destinata a salire nel quarto trimestre del 2021 al massimo dell'1,8% in Italia e del 2,5% nella zona Euro, superando il target di inflazione dell'autorità europea di politica monetaria.

La riduzione dei “colli di bottiglia” nell'offerta e le debolezze del mercato del lavoro – la dinamica del costo del lavoro rimane contenuta – dovrebbero determinare dal 2022 un raffreddamento dei prezzi.

Per evitare che un tasso di inflazione superiore al 2% inneschi un cambio di direzione della politica monetaria, il Consiglio direttivo della Bce l'8 luglio ha approvato la nuova strategia che adotta un obiettivo di inflazione simmetrico del 2% a medio termine. La simmetria implica che scostamenti negativi e positivi da questo obiettivo siano considerati ugualmente inopportuni, ma viene anche considerata la possibilità di fasi transitorie di inflazione moderatamente superiore al target.

In tale prospettiva saranno valutati il contesto, oltre che l'origine, l'ampiezza e la persistenza della deviazione rispetto al valore limite di crescita dei prezzi. Con l'adozione della nuova strategia viene così scongiurato l'innescio automatico di una restrizione monetaria che depotenzierebbe la velocità della ripresa.

Nella valutazione della stabilità dei prezzi, la Bce terrà conto di misure dell'inflazione che comprendono stime iniziali dei costi relativi alle abitazioni occupate dai proprietari. Tali valutazioni sono particolarmente rilevanti tenendo conto che i prezzi delle abitazioni, deboli in Italia dove nel primo trimestre del 2021 sono salite dell'1,7%, sono cresciute del 5,8% nell'Eurozona e addirittura del 9,4% in Germania.

Sulla finanza d'impresa continuano a persistere gli effetti espansivi della politica monetaria, che vanno a intrecciarsi con gli interventi fiscali a sostegno della liquidità. I tassi di interesse pagati dalle imprese rimangono contenuti (1,8%), il sostegno delle garanzie ammonta a 182,6 miliardi di euro mentre si registra una riduzione delle moratorie ex lege a favore delle piccole e medie imprese che al 2 luglio scendono a 64 miliardi di euro, dunque 39 miliardi in meno rispetto ai 103 miliardi della rilevazione di metà giugno.

Allo stesso tempo, prosegue la salita dei prestiti alle imprese, seppur con un rallentamento nel corso del 2021. A fronte di minori tensioni sulla liquidità delle imprese, il trend dei prestiti del comparto di energia e utilities da aprile 2021 è entrato in territorio negativo e a maggio ha segnato una flessione dell'1,8%, a fronte del +1,8% del totale imprese, dato dalla combinazione di un calo del 5,2% di Energia elettrica e gas e di un aumento del 6,8% per acqua e rifiuti.

A giugno ci sono stati chiari segnali di rallentamento dell'inflazione, sulla scia di una serie di fattori quali una minore scarsità dell'offerta e un mercato del lavoro debole. Eppure, come visto dall'analisi di cui sopra, non si può dire che la spinta dei prezzi delle materie prime, soprattutto energetiche ma non solo, sia diminuita. Anzi, le fiammate si susseguono. Per la Banca centrale europea non è semplice calibrare le politiche monetarie, che devono anche coordinarsi con quelle attuate dai vari governi nazionali. Francoforte ha mutato i parametri di riferimento dell'inflazione al 2%, permettendo oscillazioni sopra e sotto quella percentuale, ma sono in molti a chiedere comunque una ulteriore rivisitazione della strategia di politica monetaria. La Bce ha parlato di una politica monetaria “particolarmente incisiva o persistente”, anche alla luce del fatto che gli attuali tassi sono vicini al limite inferiore. Tanto che nella riunione del Consiglio direttivo che si terrà il prossimo 22 luglio, la Bce deciderà come adattare la forward guidance – le indicazioni prospettiche

sui tassi che rappresentano l'ancora dell'orientamento – alla nuova strategia e al nuovo obiettivo di inflazione simmetrico del 2% a medio termine.

Di sicuro la politica monetaria rimarrà accomodante e l'utilizzo del Pepp, il programma pandemico, proseguirà senza esitazioni. Gli acquisti continueranno a ritmo elevato, anche a causa della variante Delta del Covid-19, dell'aumento dei contagi e delle misure restrittive di contenimento che tornano a macchia di leopardo: tutto questo lancia ombre sulla ripresa economica.

Ma, cosa ancora più importante, la Bce ha rimarcato il suo impegno a evitare ogni inasprimento prematuro delle condizioni di finanziamento, che devono rimanere favorevoli per evitare ogni possibile shock negativo e i possibili ribassi sull'inflazione a causa della crisi pandemica.

Qualsiasi grande decisione, tuttavia, è attesa per settembre, sulla base delle circostanze, delle proiezioni macroeconomiche e dei rischi al ribasso dell'Eurozona. Dunque, a settembre il nuovo obiettivo simmetrico del 2% sarà rivalutato in base alle nuove proiezioni macroeconomiche: il rialzo dell'inflazione, al momento, continua ad essere comunque considerato temporaneo. In un contesto pandemico che continua ad essere sempre

m

o

l

t

o

i

n

c

e

r

t

o

,

e

d

i

d

i

f

f

i