

Linee guida e obiettivo d'inflazione, la Bce cambia le parole chiave

L'obiettivo di inflazione simmetrico del 2% a medio termine, deciso dalla Banca centrale europea, rappresenta un nuovo e più chiaro ancoraggio delle aspettative di inflazione per mantenere la stabilità dei prezzi, ma Francoforte è ancora in piena fase decisionale su come perseguire tale target.

Nel corso della prima riunione del Consiglio direttivo dopo l'esito del riesame approfondito della *Strategy review*, ecco che la nuova strategia di politica monetaria della Bce sta iniziando a prendere forma. Sì, ma come? Intanto, c'è da attendersi in primis che la Bce modifichi uno dei suoi principali strumenti della politica monetaria, utilizzato dal luglio 2013: la forward guidance.

Partiamo da qui: le cosiddette “indicazioni prospettiche” sono quelle informazioni che indicano le future intenzioni di politica monetaria, principalmente sull'andamento futuro dei tassi di interesse. In aggiunta all'insieme dei tre tassi di riferimento, strumento “primario” di politica monetaria, la cassetta degli attrezzi della Bce è stata dotata di altri strumenti: la forward guidance, gli acquisti di attività e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine TLTRO. Quando utilizzati tutti insieme, esattamente come sta avvenendo adesso, questi attrezzi si rafforzano l'un l'altro. Va detto che la forward guidance è uno strumento molto potente. In una fase come l'attuale, di ampio accomodamento, contribuisce a mantenere il costo del denaro molto basso per imprese e famiglie. La prima volta in cui è stata menzionata è stato nel corso del Consiglio direttivo del 4 luglio 2013, in risposta alla turbolenza provocata sui mercati dell'area euro dal contagio del “taper tantrum” negli Stati Uniti dopo le dichiarazioni sul tapering da parte di Ben Bernanke, presidente dell'epoca della Federal Reserve. C'è un libro, “Monetary Policy in Times of Crisis – A Tale of two Decades of the European Central Bank” (“Politiche monetarie in tempi di crisi, il racconto di due decenni della Banca centrale europea”), che ricostruisce la creazione delle indicazioni prospettiche, per dare maggior enfasi alla comunicazione ufficiale sulla connessione tra l'obiettivo di medio termine della politica monetaria e l'andamento futuro dei tassi di interesse: la forward guidance serviva ad aumentare la trasparenza e a rafforzare l'impegno della Bce sulla stabilità e sul controllo della parte più breve della curva dei rendimenti, come condizione indispensabile per l'orientamento di politica monetaria. Da

allora è stata modificata fino al settembre 2019.

Dunque le indicazioni prospettiche andranno ridefinite per tener conto del nuovo obiettivo del 2% simmetrico. La forward guidance contenuta nell'ultima decisione di politica monetaria, risalente al 10 giugno, indica poi le intenzioni sui tassi di interesse: “Il Consiglio direttivo si attende che i tassi di interesse di riferimento si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finchè la Bce non vedrà le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2% nel suo orizzonte di proiezione e tale convergenza non si rifletterà in maniera coerente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo”. Questa è la formulazione introdotta il 12 settembre 2019, in occasione dell'ultimo Governing council sotto la guida del presidente Mario Draghi, quando venne tagliato il tasso di interesse sui depositi di 10 centesimi a - 0,50% e riavviato il programma di acquisto di attività PAA al ritmo mensile di 20 miliardi.

Il Consiglio direttivo prevede quindi di sostituire il riferimento al livello “prossimo ma inferiore al 2%” con il nuovo obiettivo simmetrico al 2%: è prevedibile che manterrà il riferimento all'orizzonte del medio termine, alla condizionalità collegata all'andamento dell'inflazione, in particolare all'inflazione di fondo (ovvero la *core inflation* che è la più lontana dall'obiettivo e anche quella meno influenzata da fattori temporanei). In aggiunta, il Governing Council dovrà valutare se è il caso di cambiare la forward guidance per allinearla a una serie di altre indicazioni emerse dalla Strategy review, soprattutto in merito all'impegno di un'azione “persistente”: 1) La simmetria implica che scostamenti negativi e positivi dall'obiettivo sono considerati ugualmente inopportuni; 2) La Bce riconosce apertamente il problema del “limite inferiore dei tassi di riferimento” o *lower bound*, vincolo che sta limitando la sua capacità di ridurre ulteriormente i tassi ufficiali; 3) La Bce si è impegnata ad attuare “misure particolarmente incisive o persistenti” - in prossimità come ora del limite inferiore – per evitare che un'inflazione troppo bassa e troppo a lungo si radichi nelle aspettative.

Resta però da vedere se il nuovo obiettivo simmetrico dell'inflazione al 2% avrà un impatto sulla forward guidance a catena: partendo dai tassi arriva al programma PAA i cui acquisti netti mensili di attività “termineranno poco prima che la Bce inizierà a innalzare i tassi di riferimento”. Il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza proseguirà “per un periodo prolungato di tempo” dopo il primo rialzo dei tassi. Mentre per quel che riguarda il Pepp non sono attese nuove decisioni, dato

che si tratta di uno strumento d'emergenza pandemica: emergenza di cui non si vede ancora la fine.

Il Consiglio direttivo ha ufficializzato la sostituzione del riferimento inflattivo, passando da un livello “prossimo ma inferiore al 2%” ad un nuovo obiettivo simmetrico al 2%, che però dovrà essere anche mantenuto in maniera salda, robusta e durevole nel tempo. La nuova politica monetaria della Banca centrale europea inizia a prender forma, dopo il riesame della Strategy Review, e con essa cambiano anche le parole chiave di riferimento di Francoforte. “Condizionalità”, ad esempio, oggi significa che fino a che le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente su un determinato livello, si potrà cambiare direzione. La Bce inoltre si attende che i tassi di interesse si mantengano fermamente su livelli pari o inferiori a quelli attuali. Termini quali forward guidance (indicazioni prospettiche), obiettivo simmetrico del 2%, o PEPP entrano nel nuovo linguaggio quotidiano di Francoforte. Che continua a indirizzare i tassi di interesse come strumento principale, a fornire indicazioni prospettiche sull'andamento futuro dei tassi, a sostenere i programmi di acquisto pandemico da 1.850 miliardi (e quelli PAA da 20 miliardi al mese) e a fornire i prestiti mirati delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine TLTRO. Dunque, cambiano le parole chiave e il riferimento di inflazione ma non le linee guida base della politica che la Bce di Lagarde persegue. La nuova fase strategica si è aperta ma l'orientamento rimane sempre ultra-espansivo; ma è sulla ricalibrazione degli strumenti, sia dal punto di vista delle modalità che da quello della tempistica, che si infiammerà nuovamente il dibattito tra falchi e colombe. Sperando che la ripresa economica semplifichi lo scenario e che la variante Delta non proietti

n
u
o
v
e

i
n
c
o
g
n
i
t