

2 febbraio 2020



SERVIZIO | L'ANALISI

LA BCE DOVREBBE RIVEDERE LA MISURA DELL'INFLAZIONE, NON L'OBIETTIVO

di Marcello Minenna

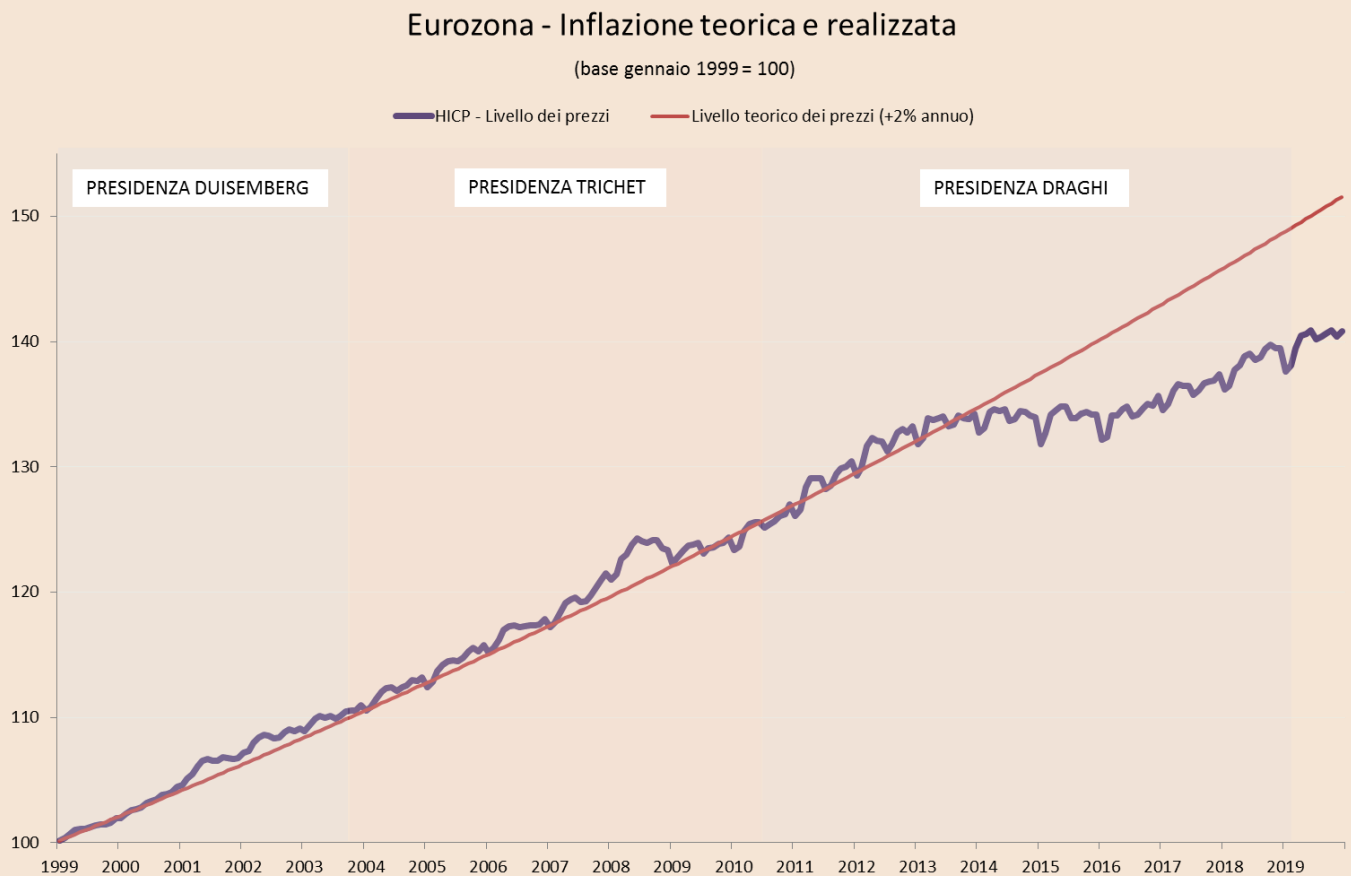
Dopo il varo ufficiale del processo di revisione degli obiettivi e degli strumenti di politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE) da parte del Presidente Lagarde il 23 gennaio u.s., il dibattito si sta intensificando. Non sorprendentemente, commentatori ed analisti si stanno concentrando sugli aspetti macroscopici della questione, principalmente sui livelli di inflazione che la BCE dovrebbe perseguire.

Allo stato attuale, dal 2003 la BCE persegue la stabilità monetaria attraverso un obiettivo di inflazione “vicina ma inferiore al 2%”, una dicitura ambigua frutto di un compromesso tra i falchi del *board* BCE guidati tradizionalmente dalla *Bundesbank* – che puntavano ad un obiettivo di stabilità in senso stretto, lo 0% di crescita dei prezzi – e le colombe, più inclini a seguire la *Federal Reserve* (FED) che aveva stabilito un obiettivo pari al +2%. Il processo politico di determinazione dell'obiettivo ha dunque imposto una visione “asimmetrica”, in cui la soglia dell'1,7%-1,9% doveva essere intesa come un limite massimo di un ventaglio di valori positivi ammissibili. Fin dal 2011 la BCE ha cercato di smentire questa posizione, spiegando come l'obiettivo fosse da intendersi in senso “simmetrico”, cioè potesse ammettere anche scostamenti superiori alla soglia se fosse stata osservata comunque una convergenza progressiva verso l'obiettivo. Purtroppo, complice anche un supporto implicito dei falchi all'interpretazione più restrittiva, gli

operatori non hanno mai dato credito al concetto di obiettivo simmetrico riflettendo aspettative sistematicamente inferiori al valore indicato.

Questo concetto di “valore massimo” oltre il quale la BCE sarebbe intervenuta aggressivamente per combattere l’inflazione ha funzionato molto bene fino al 2013, servendo allo scopo di contenere l’impatto degli aumenti vertiginosi dei prezzi del petrolio e delle materie prime sul livello generale dei prezzi nel 2007-2008. In media si è osservata un’inflazione del 2% dal momento in cui la BCE ha assunto il proprio mandato nel 1999 fino a circa metà 2014 (cfr. Figura 1).

Figura 1



Fonte: Eurostat

Tuttavia dalla crisi finanziaria del 2009, l’inflazione a livello globale è diminuita da una media annua del 4,9% al 2,2%. Nell’area Euro, nonostante tassi di interesse bassi (e negativi), l’inflazione non supera ora l’1%. L’impostazione asimmetrica della politica monetaria BCE ha contribuito a remare contro il raggiungimento dell’obiettivo, in un

contesto caratterizzato dapprima da un indebolimento strutturale della domanda (2009-2013) e poi da *shock* permanenti dal lato dell'offerta (2014-2019).

In particolare, dal 2014 la crescente quota di importazioni da paesi extra-UE - in particolare dalla Cina - e un sostenuto ritmo di innovazione tecnologica hanno appiattito i prezzi di quei beni che costituiscono il 25% del paniere che la BCE considera. La crescente internazionalizzazione delle catene di approvvigionamento industriali ha reso i cicli dei prezzi sempre più globali, mentre l'ascesa dello *shale* oil USA ha spinto il mercato petrolifero verso un nuovo equilibrio caratterizzato strutturalmente da un prezzo più basso. In media, tutti i prezzi dell'energia che sono strettamente correlati a quelli del petrolio hanno contribuito all'inflazione annua dell'area Euro per un +0,6% dal 1995 al 2012. Dal 2014 questo contributo dei prezzi dell'energia è sceso a 0. Infine la perdita di potere di contrattazione collettiva e lo spostamento verso un'economia dei servizi, insieme all'invecchiamento della forza lavoro, hanno forzatamente frenato la crescita salariale.

Molto si è detto sull'*impasse* politica che caratterizza attualmente il *Board* BCE e del fragile equilibrio tra falchi e colombe, a fronte di un coinvolgimento della BCE senza precedenti nello stimolo dell'economia valutato in termini di attivo della banca centrale (4674 miliardi di €, 34% del PIL). C'è il rischio che questo stallo implichi che il processo di revisione partorisca un topolino, come ad esempio un modesto "aggiustamento" dell'obiettivo di inflazione da poco meno del 2% al 2%. Cosa cambierebbe nelle aspettative degli operatori? Poco o nulla, verosimilmente.

D'altronde, trovare alternative praticabili all'attuale strategia della BCE si sta rivelando difficile senza rimettere in discussione la metodologia stessa con cui è misurata l'inflazione. Tra le proposte più conosciute, l'ex-capo economista del FMI Olivier Blanchard ha proposto di innalzare l'obiettivo di inflazione in maniera sensibile (al 3, 4%) per forzare aspettative più alte da parte degli operatori. Si tratta però di un espediente già usato dalla *Bank of Japan* nel 2013 senza molto successo, soprattutto in presenza di fattori strutturali persistenti che spingono al ribasso dei prezzi.

L'ex Presidente FED Ben Bernanke ha proposto un obiettivo connesso al raggiungimento di uno specifico livello dei prezzi (*price level targeting*), piuttosto che al tasso di crescita, nella prospettiva di offrire alle banche centrali una maggiore flessibilità. Con un *price level targeting*, le banche centrali dovrebbero essere ancora più accomodanti oggi, perché dovrebbero recuperare tutta la distanza maturata rispetto alla stima teorica del

livello dei prezzi cumulata ad un tasso fisso del +2% (cfr. ancora Figura 1). Per la BCE paradossalmente ciò richiederebbe tassi di interesse ancora più negativi e l'eliminazione dei limiti imposti al *Quantitative Easing*. La *Bank of Canada* ha esaminato l'opzione di *price level targeting* nella sua revisione del 2011 senza essere convinta dei benefici.

Infine, Wolfgang Münchau ha recentemente suggerito un approccio che prevede un obiettivo di PIL nominale piuttosto che di sola inflazione. Ancorarsi a questo diverso indicatore consentirebbe per definizione migliori e più tempestive politiche anticicliche, ma al costo di introdurre la dipendenza da stime del PIL poco frequenti (trimestrali piuttosto che mensili) e molto volatili perché soggette a numerose - ed ampie - revisioni nel tempo. Il rischio di errori di politica monetaria connesse ad una stima del PIL imprecisa diverrebbero esasperate, soprattutto in periodi di stagnazione quando le misurazioni diverrebbero dominate dal rumore statistico.

A mio avviso, sarebbe in prima battuta opportuno che la misura del tasso di inflazione ponga meno enfasi sull'andamento dei prezzi delle merci a livello globale (il c.d. settore dei beni *tradable*), poiché questi non possono essere influenzati direttamente dal livello dei tassi di interesse interno all'area Euro. In questa prospettiva si dovrebbe dare più peso ai prezzi del settore dei servizi (*non tradable*) nell'economia europea.

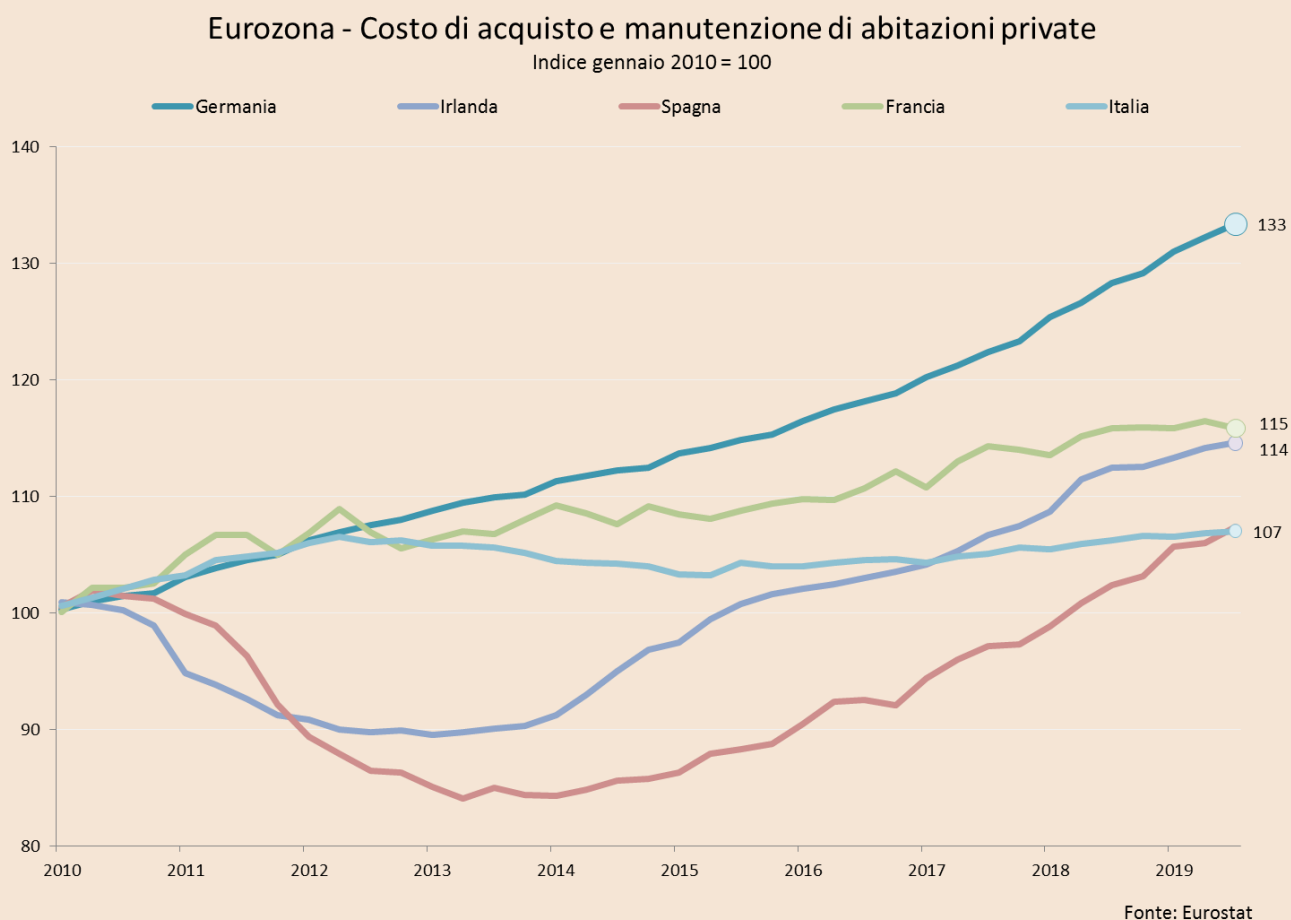
Un via ragionevole per incrementare il peso dei prezzi del settore *non tradable* sarebbe quello di ridisegnare l'indice di inflazione dell'area Euro in maniera tale da includere anche i costi relativi alla gestione dell'abitazione principale delle famiglie. Il prezzo dell'affitto di una residenza principale è attualmente incluso nell'indice europeo armonizzato dei prezzi al consumo (HICP – *Household Index Consumer Price*) e rappresenta circa il 6% dell'intero paniere. Tuttavia l'importo equivalente delle spese che sostengono i proprietari/occupanti delle abitazioni non è incluso.

Questa caratteristica dell'indice HICP ha delle ricadute evidenti nella stima dell'inflazione, specie se si considera che in media il 69% delle abitazioni europee è occupato dai proprietari. Ci sono diversi motivi che nel passato hanno giustificato questa esclusione: è obiettivamente difficile stimare le spese sostenute dai proprietari di casa e l'abitazione è per definizione considerata un bene capitale e non di consumo. La quota dei proprietari di prima abitazione varia notevolmente da un paese all'altro nella zona euro (da poco più del 51% in Germania al 77% in Spagna).

Inoltre, la politica monetaria espansiva della BCE ed i tassi negativi hanno provocato un deciso innalzamento dei prezzi degli immobili nelle economie del Nord-Europa (ma non

nella periferia, cfr. Figura 2); in alcuni Paesi come l'Estonia o il Lussemburgo c'è il timore concreto di bolla immobiliare (valori dell'indice a 180 e 150 rispettivamente). È evidente che l'inclusione dei prezzi delle abitazioni nell'indice dei prezzi avrebbe un impatto fortemente eterogeneo.

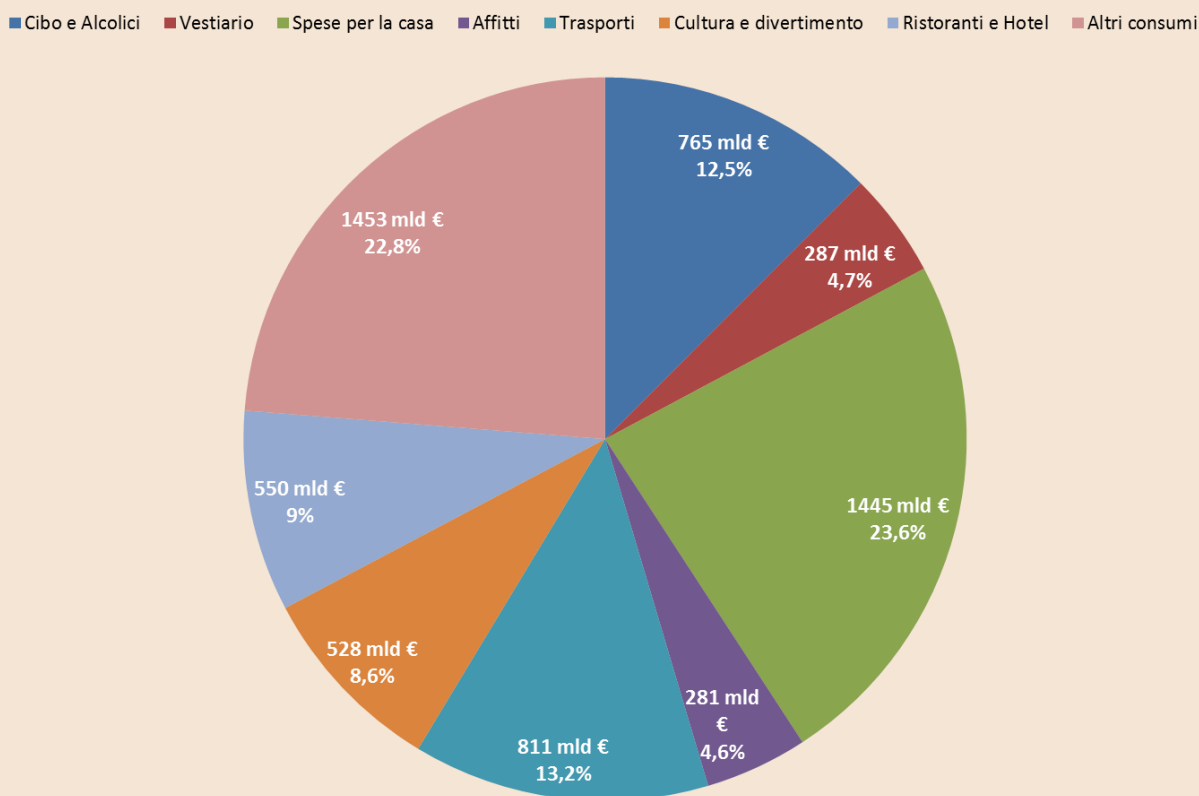
Figura 2



Tuttavia le spese relative all'abitazione principale rappresentano nell'area Euro una fetta significativa dei consumi (23%), se si includono le spese di acquisto e di pagamento degli interessi passivi sui mutui tra i costi (cfr. Figura 3).

Figura 3

Eurozona - Decomposizione dei consumi delle famiglie (dati 2018)



Fonte: Eurostat

Negli USA, in Svezia, Norvegia e Regno Unito l'indice dei prezzi già comprende i costi relativi all'abitazione principale; il peso di questi costi è sostanzialmente sovrapponibile all'area Euro per gli USA (25% del totale), mentre negli altri Paesi summenzionati è inferiore (intorno al 17%).

Eurostat elabora a periodicità trimestrale una misura dei costi relativi all'abitazione principale dal 2013. L'inclusione di questi prezzi nell'indice HICP provocherebbe l'effetto di innalzare il tasso di inflazione di circa 0,3 punti percentuali. In presenza di bassi tassi di interesse, il valore degli immobili tende ad aumentare; questo provocherebbe un impatto più forte sull'indice generale dei prezzi. Di conseguenza le aspettative di inflazione crescerebbero (scenderebbero) in un contesto di tassi in ribasso (in rialzo), con un effetto di riequilibrio delle aspettative verso valori di lungo termine.

Non si tratta solo di speculazioni teoriche: le banche centrali di USA, Svezia e Norvegia con un obiettivo di inflazione hanno incluso i costi delle abitazioni di proprietà e sono

state in grado di aumentare i tassi di interesse durante la ripresa economica del 2015-2018. Se la BCE avesse adottato le stesse misure, la politica monetaria sarebbe stata più espansiva tra il 2012 ed il 2013 e meno espansiva nel biennio 2017-2018.

Ovviamente questa misura non sarebbe una panacea, ma contribuirebbe a correggere efficacemente l'asimmetria attuale della politica monetaria BCE. Maggiore flessibilità in un contesto economico caratterizzato dall'invecchiamento della popolazione e *shock* esogeni di tipo commerciale, geopolitico e sanitario.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna