

## Le Banche centrali

LE NUOVE  
POLITICHE  
MONETARIEdi **Lucrezia Reichlin**

**A**lla consueta riunione annuale delle Banche centrali di Jackson Hole, Wyoming, quest'anno avvenuta in modalità virtuale, il presidente della Banca centrale degli Stati Uniti (Federal Reserve), Jerome Powell, giovedì scorso, ha annunciato un cambiamento di strategia. Questa svolta da parte della più potente delle Banche centrali ha ripercussioni anche sulla zona euro poiché, in un mercato finanziario globalmente integrato, le politiche monetarie non sono mai indipendenti.

**I**noltre, questo cambiamento di rotta avviene allo stesso momento in cui anche la Banca Centrale Europea è impegnata in una revisione della sua strategia. È impensabile che la mossa della Federal Reserve non influenzi quella discussione.

Ricordiamo che la Federal Reserve ha un mandato da parte del Congresso a mantenere la stabilità dei prezzi e il massimo del livello di occupazione sostenibile. La stabilità dei prezzi è definita al 2% e, fino ad ora, questo obiettivo era perseguito senza considerare se in passato l'inflazione fosse stata più alta o più bassa dell'obiettivo. Ai primi rischi di inflazione futura, la Federal Reserve era tenuta ad agire in modo preventivo. Oggi questo cambia. L'obiettivo di stabilità dei prezzi al 2% viene definita «in media». In altre parole, se per qualche anno l'inflazione fosse stata più bassa del 2%, si dovrebbe spingere al di sopra di quel livello per un periodo equivalente in modo da compensare l'errore. Il contrario se fosse stata più alta. Inoltre l'obiettivo di piena occupazione viene cambiato in modo sottile ma significativo. Ci si propone, infatti, di tollerare un livello di occupazione anche al di sopra di quello che normalmente è stimato sostenibile. Come ha detto Powell nel suo discorso, la Federal Reserve pensa che oggi, a differenza che nel passato, un'economia che corre molto velocemente non necessariamente comporti un aumento dell'inflazione. Le cause non sono chiare, ma

il fenomeno è evidente dall'analisi dei dati. Non essendoci una relazione positiva tra inflazione e occupazione, ci si può permettere di prendere il rischio di far correre l'economia anche perché la velocità della corsa serve a garantire la piena occupazione non solo in media ma anche quella dei lavoratori più marginali.

Questa nuova strategia rivela che alcune delle idee fondamentali su cui si è basato il consenso sulla «buona politica monetaria» stanno cambiando. In particolare, si riconosce che, nonostante politiche monetarie estremamente espansive, l'inflazione negli anni passati è rimasta sotto l'obiettivo. Per chi si ricorda degli anni 70, quando il problema era l'alta inflazione che erodeva il potere di acquisto dei pensionati e di chi percepiva un salario non indicizzato, potrebbe sembrare paradossale che ce ne se preoccupi. Ma un'inflazione bassa è altrettanto pericolosa di un'inflazione alta. Intanto, perché rende più ingente il peso del debito e quindi spinge la gente a consumare di meno ma anche perché, con tassi di interesse praticamente a zero e inflazione bassa, la Banca Centrale ha pochi strumenti per stimolare l'economia ed è costretta a sperimentare politiche dall'esito incerto come i tassi negativi d'interesse o acquisti di titoli sovrani o privati in grandi quantità cosa che ha anche effetti secondari indesiderati.

Oggi, con le nostre economie colpite dal Covid, questo problema è particolarmente grave ed incita ad una riflessione critica e a cambiamenti anche radicali. In questo spirito la Federal Reserve comunica al mercato che continuerà a pompare anche se i numeri dell'occupazione continuassero a salire e lo farà anche se l'inflazione si riscaldasse al di sopra del 2% perché deve compensare l'errore al ribasso del passato.

Non è una politica senza rischi. Gli scettici si chiedono come sia possibile riportare l'inflazione al 2% se si è fallito nel passato. Un'ipotesi, infatti, è che l'inflazione sia bassa perché c'è molta incertezza in giro, molta avversione da parte degli investitori a prendere rischi e non è la politica monetaria che può cambiare questo comportamento conservatore di imprese e famiglie. Se per questi motivi, o motivi demografici, l'inflazione fosse strutturalmente bassa, la politica monetaria potrebbe fare poco e ci sarebbe bisogno invece di politiche fiscali come per esempio trasferimenti o diminuzioni di tasse finanziate a debito. Il

compito della politica monetaria potrebbe essere allora quello di garantire tassi bassi affinché lo Stato possa rifinanziarsi a condizioni favorevoli mentre cerca di fare debito «buono». Ma sarebbe pericoloso che la banca centrale si adeguasse alle politiche dei governi in modo passivo. Meglio pensare ad un coordinamento formale tra un autorità indipendente — la Banca Centrale — e il governo che garantisca la coerenza tra politiche monetarie e fiscali.

Questa discussione è ancora più importante per la zona euro, dove l'inflazione è stata ancora più debole che negli Stati Uniti negli ultimi anni e dove l'obiettivo di inflazione non è neanche definito in modo simmetrico (l'inflazione deve restare vicina ma al di sotto del 2%) mentre è assente dal mandato qualsiasi riferimento all'occupazione. La Bce dovrà chiarire la sua strategia e interpretazione del principio della stabilità dei prezzi che deve onorare in coerenza con il Trattato di Maastricht. Se il principio di stabilità fosse definito in modo troppo diverso da quello della Federal Reserve, ci sarebbero pericolose ripercussioni sul tasso di cambio.

Inoltre, nella euro-zona, la discussione sul coordinamento con le autorità fiscali è piena di insidie. Con un debito pubblico che in media viaggia al di sopra del 100% e nel nostro Paese al di sopra del 160%, una interazione tra politica monetaria (che influenza il tasso di rifinanziamento dei Tesori nazionali) e politica di bilancio (che determina il livello di debito pubblico) è molto visibile ma un coordinamento tra autorità monetaria e autorità di bilancio sicuramente difficile da mettere in atto in una situazione in cui l'autorità monetaria è una ma quelle di bilancio diciannove. Tale coordinamento, inoltre, potrebbe contraddire una certa interpretazione del principio di indipendenza sancito dal Trattato. Vedremo se la revisione della strategia in corso alla Bce sarà capace di riesaminare in modo critico la sua storia e proporre cambiamenti costruttivi. Certamente la Federal Reserve ha portato aria nuova.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

