

**OGGI IL BOARD****Bassa crescita e inflazione, la Bce pronta a un nuovo programma di interventi**

— Servizio a pagina 18

# La Banca centrale europea pronta al taglio dei tassi

**IL CONSIGLIO DIRETTIVO****Attesa l'indicazione di un allentamento nella forward guidance****Al centro il concetto di simmetria nella lotta a un'inflazione troppo bassa****Isabella Bufacchi**

Dal nostro corrispondente

FRANCOFORTE

La Bce non "si rassegna" ad avere un'inflazione bassa, più bassa, troppo bassa, né per sempre né ora. Esattamente come non si rassegnerebbe ad aver un tasso inflazionistico alto e troppo lontano rispetto al suo mandato e al suo obiettivo. E questo perché la sua politica, la sua attitudine è «simmetrica».

**Liquidità in eccesso**

Ed è la simmetria che oggi potrebbe portare il Consiglio direttivo a modificare la *forward guidance*, per indicare l'arrivo di tassi «inferiori» ai livelli attuali. E oggi, per preparare il terreno all'eventuale adozione - in accoppiata a un taglio dei tassi - di misure di attenuazione per la liquidità in eccesso delle banche, il Consiglio potrebbe chiedere allo staff dei suoi esperti di avviare un'analisi puntuale sui possibili effetti collaterali dei tassi negativi sulle banche,

che sono molto frammentati tra Paesi e tra istituti: secondo stime di mercato attualmente la liquidità in eccesso sarebbe pari a 1.900 miliardi (ma in calo nei prossimi anni). Tali dimensioni non renderebbero il cosiddetto "tiering" (sistema con quote di liquidità esenti dal pagamento del tasso negativo) un *game changer*, come invece per la Bce sono gli interventi incisivi sui problemi strutturali del sistema bancario, ovvero alti costi, inefficienze, scarsa digitalizzazione, modelli di business obsoleti. I tempi dunque sarebbero prematuri, per tiering e fors'anche per la riapertura del QE: il programma di acquisti potrebbe aver bisogno di un ritocco, prima della riapertura, per ampliare il bacino dei titoli acquistabili.

Il Consiglio direttivo resta tuttavia determinato a intervenire «per adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno» e rafforzare un già ampio grado di accomodamento monetario: serve dunque una *forward guidance* più incisiva sulla necessità di tagliare i tassi aprendo la strada, stando ai pronostici prevalenti dei mercati, a un primo taglio dello 0,10% già in settembre.

**Stabilità dei prezzi**

La Bce non getta la spugna, non accetta la sconfitta: continua a perseguire «in maniera simmetrica» il suo obiettivo di stabilità dei prezzi intesa come un'inflazione che prosegua uno stabile percorso verso livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio

termine. Tollerante nei confronti di oscillazioni moderate tanto sopra quanto sotto il livello indicato ma intollerante verso deviazioni forti e persistenti, al ribasso e al rialzo. Questa «attitudine simmetrica» porta oggi la Bce a non gradire, dunque a non accettare, questo periodo prolungato di inflazione bassa, «che di per sé è un rischio» come ha sottolineato Mario Draghi in un discorso del febbraio 2014. Come emerso in una risposta nell'ultima conferenza stampa a giugno del presidente, e come rimarcato nei verbali dell'ultima riunione del Consiglio direttivo, viene data maggiore enfasi nella «comunicazione» alla «simmetria» dell'obiettivo. Draghi, nel suo discorso a Sintra, ha inserito con richiami a due discorsi del febbraio 2014 e del marzo 2016 il concetto di simmetria: è la «simmetricità» che guida la politica monetaria, in lotta contro gli eccessi perduranti al ribasso e al rialzo dell'inflazione.

Quel che la Bce intende evitare in questa fase è che i mercati diano un'interpretazione errata a quella



che può sembrare una definizione asimmetrica data dalla Banca al mandato di «stabilità dei prezzi», fin da subito sbilanciata perché riferita al solo livello sotto il 2 per cento. Nel 1998 il Consiglio direttivo della Bce definì la stabilità dei prezzi come un tasso di inflazione a medio termine inferiore al 2%: tutto poteva essere tollerato, dunque, fino allo zero? Nel 2003, dopo la prima revisione della definizione della stabilità dei prezzi, il Consiglio chiarì l'intenzione di mantenere tale tasso su «livelli inferiori ma prossimi al 2%». Leggere un'asimmetria in questa definizione, come se da combattere fosse soltanto l'inflazione sopra il 2%, è però fuorviante e la Bce lo puntualizza in maniera ricorrente: per ora spetterà alla comunicazione chiarire che le oscillazioni troppo basse sono tollerate se relative a shock temporanei ma non sono gradite per periodi prolungati.

### I rischi per la crescita

Ma il rallentamento economico in corso certamente non aiuta, ed è più severo e più prolungato del previsto. I rischi per le prospettive di espansione nell'area dell'euro restano orientati al ribasso per via della prolungata presenza di incertezze, come Brexit, la guerra commerciale e il protezionismo di Trump. Inoltre il settore manifatturiero europeo è particolarmente in affanno, soprattutto in Germania. L'incertezza sale e mina la fiducia e dunque rallenta la crescita. E le aspettative del mercato sull'inflazione a medio termine sono sempre più lontane dal mandato Bce. Nelle proiezioni macroeconomiche di giugno formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, il tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC era dell'1,3% nel 2019, dell'1,4% nel 2020 e dell'1,6% nel 2021 ma le aspettative del mercato sono più cupe, come riflette nel tasso forward 5y5y.

Il solo riferimento nella comunicazione della Bce alla «simmetria» al momento funziona come messaggio «dovish» da colomba, perché di per sé rafforza il momento opportuno per un ulteriore accomodamento della politica monetaria. In prospettiva, e dunque sotto la guida di Christine Lagarde, la Bce potrebbe decidere di avviare una seconda revisione della definizione del mandato, dopo quella del 2003, e sgombrare il campo da dubbi asimmetrici.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## GLI ULTIMI TRE MESI

1

### TASSI «INFERIORI»

#### L'agenda di settembre

Nei suoi ultimi tre mesi alla Banca centrale europea, Mario Draghi metterà a punto l'agenda da affidare a Christine Lagarde, che prenderà il suo posto il 1° novembre. Nel Consiglio di oggi si prevede che verrà preparato il terreno per un taglio dei tassi di interesse in settembre e per l'eventuale adozione di misure di attenuazione della liquidità in eccesso delle banche: il Consiglio potrebbe avviare un'analisi sui possibili effetti collaterali dei tassi negativi sulle banche.

2

### SIMMETRIA

#### Inflazione troppo bassa

La Bce continua a perseguire in maniera simmetrica l'obiettivo di stabilità dei prezzi, intesa come un'inflazione che prosegua un percorso stabile verso livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine. Tollerante nei confronti di oscillazioni moderate tanto sopra quanto sotto il livello indicato, ma intollerante verso deviazioni forti e persistenti, al ribasso e al rialzo. Un'attitudine simmetrica che porta la Bce a non gradire questo periodo prolungato di inflazione bassa.



Francoforte. La sede della Banca centrale europea