

## L'economia dell'area dell'euro e le recenti decisioni di politica monetaria

Intervento di Ignazio Visco  
Governatore della Banca d'Italia

Giornate di economia "Marcello De Cecco"  
Lanciano, 28 settembre 2019

Ringrazio per l'invito a partecipare al panel su "Europa per tutti" che conclude questa seconda giornata di economia in memoria di Marcello De Cecco. Marcello seguiva con grande interesse e con la sua consueta acutezza le deliberazioni del Consiglio direttivo della Banca centrale europea e le relative analisi e discussioni. In questa occasione vorrei toccare tre punti: *i*) le decisioni di politica monetaria che abbiamo appena preso; *ii*) le analisi economiche che le hanno giustificate; *iii*) il dibattito e le nostre valutazioni sull'efficacia dei diversi strumenti adottati.

**1.** Nella riunione di settembre il Consiglio direttivo ha varato un pacchetto molto ampio di misure espansive: la riduzione di 10 punti base, a -0,5 per cento, del tasso di interesse praticato sui depositi delle banche presso l'Eurosistema, su livelli negativi dal giugno 2014; il riavvio, da novembre, degli acquisti netti di attività finanziarie (interrotti a dicembre dello scorso anno dopo aver raggiunto, dalla fine del 2014, i 2.600 miliardi di euro), per un importo di 20 miliardi al mese; l'allentamento delle condizioni a cui saranno erogati i nuovi finanziamenti a medio termine alle banche (le TLTRO3), che ora prevedono un costo più basso (tra -0,5 e 0,0 per cento a seconda dell'andamento dei prestiti di ciascun intermediario) e una durata più lunga (tre anziché due anni) di quanto deciso lo scorso giugno; l'introduzione di una remunerazione a tassi nulli anziché negativi di una parte della liquidità detenuta dagli intermediari presso l'Eurosistema (il cosiddetto *tiering*) al fine di attenuare il rischio, paventato da alcuni osservatori, che valori via via più negativi dei tassi di interesse sui depositi delle banche presso la banca centrale possano avere effetti controproducenti sui loro bilanci e per questa via sull'erogazione di credito.

Abbiamo inoltre rafforzato la *forward guidance* (le indicazioni sull'andamento futuro della politica monetaria), segnalando la nostra intenzione di mantenere i tassi di interesse ufficiali su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché l'inflazione non si porterà in modo duraturo su un livello molto vicino al 2 per cento.

2. Queste decisioni non nascono all'improvviso: costituiscono la naturale conclusione delle analisi avviate da tempo in seno al Consiglio e rispondono, nel loro complesso, in modo appropriato e proporzionale al peggioramento del quadro macroeconomico dell'area dell'euro. Era già emerso dalle precedenti riunioni un consenso ampio nel ritenere insoddisfacenti le prospettive dell'attività economica e dei prezzi. In luglio avevamo ribadito la nostra determinazione a intervenire con decisione qualora le prospettive di inflazione a medio termine non fossero migliorate.

Nel corso degli ultimi mesi i segnali di rallentamento dell'economia e di indebolimento dell'inflazione si sono invece intensificati. Le tensioni geopolitiche, incluse quelle relative alle tariffe sugli scambi commerciali, e la stessa forte caduta del commercio internazionale osservata negli ultimi trimestri hanno continuato a gravare sulla fiducia delle imprese, sugli investimenti e sulla produzione industriale. Si sono via via rivelate sempre più ottimistiche le valutazioni di coloro che un anno fa si attendevano che la debolezza dell'attività economica sarebbe stata temporanea e destinata a rientrare.

Il rallentamento è stato marcato per la produzione industriale tedesca (e in minor misura italiana), ma sarebbe ingenuo sottovalutarne la portata considerandolo uno shock asimmetrico. Il peggioramento della congiuntura nel comparto manifatturiero, se persistente, non potrà che ripercuotersi sugli altri settori dell'economia. Lo confermano le ultime informazioni, che indicano una moderazione dell'attività nel terziario in tutta l'area, e in particolare in Germania.

In una economia che rallenta non sorprende che l'inflazione sia rimasta su livelli assai bassi e ben al di sotto dell'obiettivo di una crescita dei prezzi al consumo nell'area prossima al 2 per cento; pur con tutti i margini di incertezza, le previsioni indicano che resterebbe debole anche nei prossimi due anni.

Vi è la necessità di contrastare il rischio rilevante che il rallentamento economico e la bassa inflazione si traducano in una riduzione permanente di quella attesa per il futuro o in un possibile riemergere della minaccia di deflazione. Le analisi della Banca d'Italia confermano questo rischio con molta evidenza, qualsiasi sia la misura di inflazione attesa utilizzata: hanno andamenti simili sia quelle derivate dai mercati finanziari, che pure potrebbero risentire di un eccesso di reazione degli operatori, sia quelle ottenute dai sondaggi effettuati presso i previsori professionali, le imprese e le famiglie.

Un recentissimo studio degli economisti della Banca d'Italia indica che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine rilevate dalla *Survey of Professional Forecasters* condotta dalla BCE risentono oggi in misura più accentuata che in passato delle sorprese negative all'inflazione corrente. È un risultato che conferma quello già ottenuto da nostri ricercatori utilizzando le aspettative di inflazione derivate dagli *inflation swaps*. Negli ultimi mesi, secondo tutte le misure, le aspettative sono rimaste lontane dall'obiettivo di stabilità dei prezzi; dopo essere leggermente risalite in primavera, hanno poi ripreso a scendere.

Il Consiglio ha ritenuto necessario rispondere in modo tempestivo al peggioramento del quadro congiunturale, per ribadire l'intenzione di far fronte alla decelerazione della domanda aggregata e ai suoi effetti sui prezzi, non farsi superare dagli eventi e contrastare con decisione la debolezza delle aspettative d'inflazione. L'esperienza della

crisi finanziaria globale e di quella dei debiti sovrani insegna che in queste circostanze l'eccessiva prudenza è controproducente: quando si esita a reagire tempestivamente ai rischi di un'inflazione troppo, e troppo a lungo, bassa diviene poi necessario un intervento contro il rischio di deflazione più incisivo, più prolungato nel tempo e con maggiori rischi di effetti collaterali indesiderati.

**3.** Nel Consiglio vi è stata un'ampia discussione sulle decisioni e sugli interventi da introdurre; vi sono state naturalmente valutazioni diverse e alcune riserve sui singoli strumenti e su talune loro caratteristiche. Il pacchetto delle misure adottate ha ricevuto l'approvazione della maggior parte dei membri del Consiglio. Le analisi prodotte dalla Banca d'Italia indicano che non vi sono motivi per dubitare della loro efficacia complessiva.

L'incertezza sugli effetti dei singoli strumenti, nelle circostanze correnti, è naturalmente ampia, ma le nostre analisi suggeriscono che il programma di acquisti sia nelle attuali condizioni lo strumento più efficace (oltre che quello più "convenzionale", visto che le operazioni di mercato aperto rientrano da sempre nella "scatola degli attrezzi" dei banchieri centrali). Le nostre stime indicano che l'impatto di nuovi acquisti sull'attività economica e sull'inflazione, attraverso la riduzione dei *term premia* e la trasmissione ai rendimenti di tutte le attività finanziarie, può essere oggi assai superiore a quello di un taglio dei tassi ufficiali. Dal punto di vista concettuale ed empirico non c'è ragione di escludere la possibilità di ulteriori contrazioni dei *term premia*, che erano del resto già avvenute con il consolidarsi delle aspettative sulle nuove misure.

Come ho più volte osservato, gli effetti della riduzione dei tassi ufficiali su valori negativi – il vero strumento "non convenzionale" tra quelli fino ad ora introdotti dal Consiglio – sono circondati da maggiore incertezza. Valutiamo che i tagli dei tassi di riferimento abbiano finora avuto effetti espansivi di rilievo; in prospettiva, però, la loro efficacia può essere più dubbia, soprattutto in ragione della rigidità verso il basso dei tassi di interesse sui depositi.

In ogni caso, non va dimenticato che il permanere di tassi di interesse nominali negativi su un esteso spettro di scadenze temporali per lunghi periodi di tempo non può essere attribuito solo alle scelte delle banche centrali, che reagiscono alle condizioni macroeconomiche, ma riflette una persistente debolezza di fondo dell'economia e una possibile risposta dei mercati al riemergere di rischi fisheriani di *debt deflation*: siamo ancora ben distanti dalla "normalità" delle condizioni economiche cui si dovrebbe tornare (anche considerando i fattori strutturali che potrebbero giustificare a livello globale tassi di crescita più bassi che negli ultimi decenni).

Il cosiddetto *tiering* della remunerazione delle riserve bancarie – che è stato adottato anche in altre giurisdizioni – risponde all'obiettivo di evitare che la riduzione dei tassi ufficiali su livelli negativi abbia, oltre un certo livello, l'effetto collaterale indesiderato di ridurre la capacità delle banche di erogare credito e si possa trasformare quindi in un fattore restrittivo. Incentivando maggiori scambi tra gli intermediari alla ricerca di remunerazioni più elevate della loro liquidità potrebbero però scaturire tensioni sui tassi

del mercato monetario, un rischio contrastato dalla calibrazione effettuata ma ancora da monitorare con attenzione.

Con la formulazione della *forward guidance* il Consiglio ha confermato la sua determinazione a rispondere in modo simmetrico all'andamento dell'inflazione, ossia ad agire quando l'inflazione è al di sotto dell'obiettivo con la stessa determinazione di quando è al di sopra, in modo da evitare una ulteriore revisione al ribasso delle aspettative di inflazione o il riemergere dei rischi di deflazione che abbiamo contrastato con successo tre anni fa, garantendo nel contempo condizioni finanziarie in grado di sostenere il ciclo.

La politica monetaria persegue con decisione l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Per ottenere i massimi benefici dalla nostra azione è opinione unanime del Consiglio che, in considerazione della decelerazione dell'attività produttiva e dei forti rischi al ribasso che gravano sulle prospettive, sia necessario che la politica di bilancio contribuisca in modo incisivo a rafforzare la domanda aggregata. Nell'attuale fase i paesi che dispongono di margini di intervento possono svolgere un'importante funzione di stabilizzazione; quelli con un debito pubblico elevato devono porre l'accento su una ricomposizione della spesa che privilegi le misure più in grado di sostenere la crescita, come gli investimenti pubblici e la riduzione del carico fiscale su imprese e lavoro.

\* \* \*

In conclusione, ritengo che il pacchetto di misure che abbiamo adottato sia stato necessario e sia appropriato per contrastare i rischi ciclici e la debolezza delle prospettive dei prezzi, in piena coerenza con le nostre decisioni precedenti. In passato ho sempre evitato di esprimere le mie valutazioni sulle scelte di politica monetaria subito dopo le riunioni del Consiglio; l'ho fatto oggi, a distanza di qualche settimana dalle ultime decisioni, anche in considerazione del risalto dato recentemente dalla stampa alla discussione che ne è seguita.

Un dibattito interno intenso e approfondito sulle opzioni di politica monetaria è indispensabile, e ha sempre luogo. Molti osservatori si sono chiesti se la diffusione di commenti nell'immediato seguito di una decisione comune sia una pratica controproducente, utile o, addirittura, necessaria. Si può discutere se sia opportuno considerare di introdurre anche in seno alla BCE la procedura seguita da altre banche centrali, che dopo le riunioni di politica monetaria pubblicano le posizioni dei membri del comitato (oltre alle ragioni di un eventuale dissenso); questa soluzione, che personalmente trovo appropriata, fu a suo tempo valutata e scartata dal Consiglio.

Nella sua notevole produzione scientifica, così come nei suoi numerosi articoli divulgativi, Marcello De Cecco ha sempre messo in luce lo stretto rapporto esistente tra le questioni geopolitiche e le vicende economiche. È interessante rileggere, oggi, uno dei suoi ultimi articoli pubblicati su *Affari e Finanza* alla fine del 2015, che era dedicato alla decisione adottata dal Consiglio direttivo della BCE nel dicembre di quell'anno di estendere gli acquisti di titoli. Un membro del Consiglio aveva, allora come alcuni giorni fa, pubblicamente manifestato il suo dissenso; non sono sicuro che oggi il dissenso riguardo ai possibili risultati di quella decisione sarebbe espresso con la stessa forza.

Io non penso che le comunicazioni diffuse da alcuni Governatori alla fine del Consiglio siano guidate da pregiudizi o da considerazioni di natura politica, come sembrava allora ritenere Marcello, né da una astratta separazione tra "falchi" e "colombe", come sembra a volte ritenere la stampa. So che esse riflettono il genuino convincimento dei membri del Consiglio sugli interventi che più servono per l'economia dell'area dell'euro. Nel contesto istituzionale dell'unione monetaria resta importante continuare a evitare il rischio che le posizioni dei singoli membri del Consiglio, anche per il modo estemporaneo in cui sono enunciate, possano essere interpretate come espressione di prospettive o di interessi nazionali, piuttosto che dell'intera area. Per questo ritengo sia bene adoperarci tutti a rendere ex ante il più trasparente possibile il processo seguito nel prendere le nostre decisioni.

